

ĐỊNH GIÁ CÔNG TY KHỞI NGHIỆP GIAI ĐOẠN ĐẦU CHO MỤC ĐÍCH GỌI VỐN VÀ ĐẦU TƯ

Phan Anh Tiến¹

TÓM TẮT

Định giá công ty khởi nghiệp giai đoạn đầu không chỉ là một trong những khía cạnh thách thức nhất mà còn rất quan trọng trong tài chính khởi nghiệp. Nghiên cứu này nhằm xác định các phương pháp định giá công ty khởi nghiệp giai đoạn đầu tại Việt Nam được sử dụng trong thực tế cho mục đích gọi vốn và đầu tư bởi các nhà khởi nghiệp và các nhà đầu tư mạo hiểm, nhận dạng và phân tích những bất cập trong định giá của nhà khởi nghiệp ảnh hưởng đến khả năng tiếp cận vốn của các công ty này. Bằng kỹ thuật phân tích nội dung trong phương pháp nghiên cứu định tính, 133 dự án khởi nghiệp tại Việt Nam tham gia chương trình truyền hình thực tế "Shark Tank" để gọi vốn đã được phân tích. Kết quả nghiên cứu cho thấy có nhiều phương pháp định giá công ty khởi nghiệp giai đoạn đầu được sử dụng, trong đó phương pháp bội số được sử dụng rất phổ biến. Bên cạnh đó, các dự án đã không tiếp cận được vốn vì nhà khởi nghiệp sử dụng phương pháp định giá không phù hợp, định giá một cách phóng đại, không dựa trên các dẫn chứng và thông lệ của ngành cùng sự điều chỉnh linh hoạt với tình huống công ty.

ABSTRACT

Valuing early-stage venture is not only one of the most challenging aspects but also very important to entrepreneurial finance. This study aims to determine methods of valuing early-stage venture in Vietnam, employed in reality for the purpose of raising and investing capital by entrepreneurs and venture capital investors, to identify and analyze entrepreneurs' inadequacies in valuing, which impact on the possibility of accessing the capital. 133 startup projects in Vietnam, who participated in the reality TV show "Shark Tank" to raise capital, were analyzed by the content analysis technique in qualitative research methods. The results show that there are various methods to value early-stage venture being used, in which the multiple method is very common. On the other hand, projects were unable to access the capital because entrepreneurs used inappropriate valuation methods, valued exaggeratedly, lacked evidence-based valuation and industry practices along with flexible adjustments to their early-stage venture situations

Title: *Valuing early-stage venture for the purpose of raising and investing capital*

Từ khóa: Công ty khởi nghiệp giai đoạn đầu, Nhà khởi nghiệp, Nhà đầu tư mạo hiểm, Phương pháp định giá, Tài chính khởi nghiệp

Keywords: *Early-stage venture, Entrepreneur, Venture capital investor, Valuation method, Entrepreneurial finance*

Lịch sử bài báo:

Ngày nhận bài: 23/9/2019;

Ngày nhận kết quả bình duyệt: 15/10/2019;

Ngày chấp nhận đăng bài: 25/11/2019.

Tác giả:

¹ Trường Đại học Kinh tế TP. Hồ Chí Minh

Email:

anh.tien@ueh.edu.vn

1. Giới thiệu

Tại Việt Nam, việc thúc đẩy khởi nghiệp không chỉ là mục tiêu mà còn là phương tiện để thực hiện ba đột phá chiến lược, bao gồm thể chế, hạ tầng và nguồn nhân lực. Nhiều chương trình và chính sách hỗ trợ khởi nghiệp được triển khai và tiếp tục xây dựng (VCCI & USAID, 2016). Việt Nam được xếp vị trí thứ 3 tại Đông Nam Á về số lượng các công ty khởi nghiệp với sự tăng trưởng nhanh từ 400 vào năm 2012 lên đến 3.000 vào năm 2017 (Phương Anh, 2019).

Trong khởi nghiệp, thách thức mà các công ty phải đối mặt là tìm được nguồn vốn tài chính phù hợp để hiện thực hóa ý tưởng và đưa sản phẩm ra thị trường. Nhu cầu vốn tài chính bên ngoài được đánh giá có khả năng cao trong giai đoạn đầu của công ty khởi nghiệp (Abor, 2016). Mặc dù có nhiều nguồn tài trợ vốn cho công ty khởi nghiệp, về cơ bản có thể phân thành nợ và vốn cổ phần (Rogers, 2009). Tuy vậy, vì kết quả tài chính còn hạn chế, mức độ không chắc chắn về sự tăng trưởng và vấn đề bất cân xứng thông tin nên công ty khởi nghiệp giai đoạn đầu rất khó tiếp cận nguồn tài trợ từ nợ. Thay vào đó, các công ty này thường được tài trợ bằng vốn chủ sở hữu, đặc biệt từ các nhà đầu tư mạo hiểm với quy mô vốn đầu tư lớn và khả năng chấp nhận rủi ro cao.

So với các công ty đã niêm yết chứng khoán, công ty khởi nghiệp phải tìm kiếm, đàm phán và huy động vốn chủ sở hữu theo cách phát hành riêng lẻ (Leach & Melicher, 2011). Việc tìm kiếm vốn chủ sở hữu tiềm năng trên thị trường đối với công ty khởi nghiệp giai đoạn đầu sẽ đi kèm sự thương lượng giá trị công ty giữa nhà khởi nghiệp và nhà đầu tư. Theo Tyebjee & Bruno

(1984), định giá giá trị công ty khởi nghiệp là vấn đề trọng tâm nhất trong đàm phán gọi vốn đầu tư và được cả nhà đầu tư và nhà khởi nghiệp quan tâm (Cumming & Dai, 2011; Hsu, 2004; Gompers & cộng sự, 2010). Bởi lẽ đối với các nhà khởi nghiệp, họ quan tâm đến việc biến những cơ hội thành hoạt động kinh doanh khả thi và thu hoạch giá trị của khoản đầu tư, vì vậy họ phải biết cách định giá công ty, xác định số vốn chủ sở hữu từ bỏ cho việc huy động vốn từ các nhà đầu tư bên ngoài khác. Với các nhà đầu tư, trước khi quyết định đầu tư vào một công ty, câu hỏi quan trọng đó là công ty này trị giá bao nhiêu? (Abor, 2016). Khi có sự khác biệt cơ bản liên quan đến việc định giá công ty khởi nghiệp giữa nhà khởi nghiệp và nhà đầu tư, nó trở thành một trong những lý do chính cho các cuộc đàm phán gọi vốn thất bại và không đạt được sự đầu tư vào một số ngành, định giá quá cao dẫn đến kết quả là không có gì (Baeyens & cộng sự, 2006; Rogers, 2009). Hơn nữa, giá trị công ty lại phụ thuộc vào phương pháp định giá và một số phương pháp định giá có thể tốt hơn các phương pháp khác (Schootbrugge & Wong, 2013). Vì vậy, việc sử dụng phương pháp định giá và định giá phù hợp rất quan trọng trong việc thiết lập giá trị cơ sở đàm phán, gia tăng khả năng huy động từ các nhà đầu tư đối với các công ty khởi nghiệp.

Định giá công ty khởi nghiệp là một chủ đề khá mới và có nhiều vấn đề nghiên cứu liên quan. Trong đó, sẽ rất hữu ích khi có thêm nguồn tham khảo cho các chủ sở hữu công ty khởi nghiệp giai đoạn đầu tại Việt Nam và các nhà đầu tư về các phương pháp định giá nào phù hợp được sử dụng trên thực tế cho mục đích gọi vốn và đầu tư và những bất cập cần lưu ý nào trong định giá

của nhà khởi nghiệp ảnh hưởng đến khả năng tiếp cận vốn của công ty. Tuy nhiên, cho đến nay các nghiên cứu về phương pháp định giá công ty khởi nghiệp giai đoạn đầu tại Việt Nam cho mục đích gọi vốn và đầu tư vẫn còn hạn chế. Ngoài ra, mặc dù có nhiều nghiên cứu thực nghiệm trên thế giới về thực tế sử dụng các phương pháp định giá công ty khởi nghiệp, các kết quả lại có sự khác biệt đáng kể và việc sử dụng các phương pháp định giá là khác nhau giữa các môi trường thể chế của các quốc gia (Lockett & cộng sự, 2002; Manigart & cộng sự, 2004). Vì vậy, nghiên cứu này nhằm xác định các phương pháp định giá công ty khởi nghiệp giai đoạn đầu tại Việt Nam được sử dụng trong thực tế bởi nhà khởi nghiệp và nhà đầu tư mạo hiểm cho mục đích gọi vốn và đầu tư, nhận dạng và phân tích những bất cập trong định giá của nhà khởi nghiệp ảnh hưởng đến khả năng tiếp cận vốn của các công ty này.

2. Cơ sở lý thuyết và phương pháp nghiên cứu

2.1. Các lý thuyết về định giá công ty khởi nghiệp

Công ty khởi nghiệp giai đoạn đầu

Công ty khởi nghiệp giai đoạn đầu là các công ty còn non trẻ trước khi tiến xa hơn vào giai đoạn tăng trưởng. Giai đoạn này được mô tả chi tiết bao gồm nghiên cứu và phát triển, khởi động và sống sót. Trong giai đoạn nghiên cứu và phát triển sản phẩm, ý tưởng khởi nghiệp được hình thành và tính khả thi ý tưởng sẽ được đánh giá. Giai đoạn này xảy ra trước khi gia nhập thị trường khoảng 6 tháng cho đến 1,5 năm và công ty chưa đầu tư vào tất cả các thiết bị cần thiết để sản xuất và cung cấp sản phẩm

cho thị trường, chưa tạo ra doanh thu cũng như lợi nhuận. Trong khi đó, ở giai đoạn khởi động, sản phẩm đã sẵn sàng để đưa ra thị trường. Do đó, công ty đầu tư vào tất cả các máy móc thiết bị và nhân sự cần thiết để bắt đầu hoạt động và sản xuất các sản phẩm. Khi công ty được tổ chức với hình thức pháp lý rõ ràng và đi vào hoạt động, doanh thu bắt đầu được tạo ra tại thời điểm năm 0 từ việc cung cấp sản phẩm/dịch vụ đầu tiên. Đối với giai đoạn sống sót, doanh thu bắt đầu gia tăng và trang trải được một phần chi phí hoạt động. Công ty bắt đầu quan tâm nghiêm túc đến các báo cáo tài chính chính thức và hoạch định tài chính cho mục đích huy động vốn tài trợ bên ngoài (Leach & Melicher, 2011).

Định giá và tại sao định giá công ty

Định giá liên quan đến quá trình xác định giá trị của một công ty, là một khía cạnh khó khăn nhưng quan trọng của quá trình đầu tư và kinh doanh (Abor, 2016). Theo Hering & cộng sự (2006), định giá chỉ ra cho các nhà khởi nghiệp mức đền bù tối thiểu mà họ nên yêu cầu và các nhà đầu tư xác định mức giá tối đa phải trả cho số cổ phần mà họ nhận được. Việc định giá công ty khởi nghiệp được thực hiện vì nhiều lý do, chẳng hạn như có được các khoản đầu tư cần thiết để hỗ trợ tăng trưởng với các điều kiện phù hợp, sáp nhập với một công ty khác, mua lại một công ty hoặc đưa ra chào bán công khai lần đầu (Aydın, 2015).

Vấn đề khi định giá công ty khởi nghiệp

Việc định giá sẽ khó khăn hơn đối với công ty khởi nghiệp giai đoạn đầu do thiếu dữ liệu cần thiết khi sử dụng các phương pháp định giá truyền thống như

dòng tiền, lợi nhuận hoặc thậm chí đôi khi là doanh thu và tồn tại sự không chắc chắn về nhiều yếu tố có thể ảnh hưởng đến sự phát triển của công ty (Peemöller & cộng sự, 2001; Beaton, 2010; Schootbrugge & Wong, 2013).

Giá trị của bất kỳ khoản đầu tư nào sẽ phụ thuộc vào khả năng tạo ra dòng tiền trong tương lai, cũng như cách đánh giá và thái độ của nhà đầu tư đối với rủi ro của dòng tiền này. Tuy vậy, dòng tiền trong tương lai của một công ty khởi nghiệp giai đoạn đầu, mặc dù chúng là yếu tố quyết định cơ bản của giá trị nhưng rất khó ước tính và tỷ lệ chiết khấu phù hợp để ước tính giá trị hiện tại của dòng tiền trong tương lai lại rất khó đo lường (Abor, 2016).

Bên cạnh đó, một mặt, giá cổ phiếu không phải luôn có sẵn vì công ty khởi nghiệp giai đoạn đầu chưa niêm yết trên sàn giao dịch chứng khoán. Mặt khác, nếu cổ phiếu của công ty được mua bán trên thị trường chứng khoán nhưng không thường xuyên, một số lượng nhỏ như vậy làm cho giá trị thị trường là những con số không đáng tin cậy về mặt giá trị (Abor, 2016). Vậy làm sao định giá công ty khởi nghiệp giai đoạn đầu theo giá trị thị trường?

2.2. Các phương pháp định giá công ty khởi nghiệp

Mỗi một công ty là một chủ thể riêng biệt, tùy thuộc vào ngành nghề kinh doanh mà sử dụng các phương pháp định giá sao cho phù hợp. Một số ngành sử dụng các mô hình định lượng phức tạp, trong khi những ngành khác sử dụng các phương pháp tương đối đơn giản. Vấn đề là phương pháp định giá công ty khởi nghiệp nên được xác định dựa thêm vào kinh nghiệm, nếu không, ít nhất hai phương pháp định giá khác nhau

để xác định phạm vi định giá của công ty nên được sử dụng (Rogers, 2009). Ngoài ra, điều cần lưu ý là giá trị cuối cùng chấp nhận sẽ được dựa trên thương lượng sau khi nhà đầu tư bên ngoài và nhà khởi nghiệp đã thực hiện phân tích nền tảng của riêng họ để xác định một giá trị thích hợp (Abor, 2016).

(1) Phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do

Giá trị của một công ty được xác định theo quy mô, thời gian và rủi ro của dòng tiền tự do kỳ vọng trong tương lai. Dòng tiền tự do của công ty là tổng dòng tiền của tất cả những người có quyền lợi trong công ty. Dòng tiền này sẽ được chiết khấu với tỷ lệ sinh lợi thích hợp mà nó phản ánh rủi ro của dòng tiền để xác định giá trị công ty (Abor, 2016). Sự khó ước tính dòng tiền kỳ vọng, tốc độ tăng trưởng của một công ty khởi nghiệp giai đoạn đầu hoặc việc xác định chi phí vốn được đánh giá là hạn chế chính đối với phương pháp này (Moyen & cộng sự, 1996; Vinturela & Erickson, 2004).

(2) Phương pháp định giá theo bội số

Phương pháp bội số doanh thu - P/S

Nhà đầu tư chấp nhận việc công ty chưa tạo ra lợi nhuận nên định giá dựa trên bội số doanh thu như là một trong những phương pháp định giá được sử dụng rộng rãi. Triển vọng tăng trưởng doanh thu và sự lạc quan của nhà đầu tư đóng một vai trò quan trọng trong việc xác định mức độ bội số được sử dụng. Các ngành khác nhau sử dụng các giá trị bội số khác nhau. Phương pháp định giá này phù hợp nhất cho những nhà đầu tư có nhiều kinh nghiệm trong hoạt động kinh doanh có lãi trong cùng ngành với công ty đang được mua lại (Rogers, 2009).

Phương pháp bội số lợi nhuận trước khấu hao, lãi vay và thuế - P/EBITDA

Dòng tiền của một công ty đại diện cho các khoản tiền có sẵn để đáp ứng cả nghĩa vụ nợ như trả lãi và/hoặc trả nợ gốc và thanh toán vốn chủ sở hữu như cung cấp các khoản thanh toán cổ tức, mua lại cổ phần và tái đầu tư vào công ty. Những khoản tiền này được xác định bằng cách tính toán lợi nhuận trước khấu hao, lãi vay và thuế. Trong phương pháp định giá này, EBITDA được nhân với một con số xác định (nghĩa là bội số) để xác định giá trị của công ty. Nhìn chung, bội số từ 3 đến 10 thường được sử dụng (Rogers, 2009).

Phương pháp bội số dòng tiền tự do - P/FCFF

Đối với các công ty cần đầu tư lớn vào thiết bị mới để duy trì tăng trưởng, phương pháp bội số dòng tiền tự do thường được sử dụng thay vì là EBITDA. Đây là một mô tả tiền mặt thận trọng hơn và mang lại giá trị định giá thấp hơn. Các công ty sản xuất thường được định giá dựa trên bội số của dòng tiền tự do. Mặt khác, các công ty truyền thông như đài truyền hình thường được định giá dựa trên bội số EBITDA (Rogers, 2009).

Các phương pháp bội số khác

Bội số giá cổ phần so với giá trị sổ sách mỗi cổ phần, bội số lợi nhuận trước lãi vay và thuế, bội số lợi nhuận gộp và một số bội số được coi là đặc trưng của ngành (trong ngành viễn thông, có thể tính toán giá trị công ty trên mỗi thuê bao, các công ty phân phối trong ngành công nghiệp nước giải khát và đồ uống có cồn được định giá bằng bội số của lượng hàng bán được) (Abor, 2016).

(3) Phương pháp giá trị tài sản thuần

Dựa vào số liệu phản ánh trên bảng cân đối kế toán, lấy tổng giá trị tài sản phản ánh ở phần tài sản trừ đi các khoản nợ phải trả bên nguồn vốn tại thời điểm định giá để xác định giá trị công ty. Nhược điểm của phương pháp này là công ty khởi nghiệp giai đoạn đầu chưa có nhiều tài sản trên báo cáo tài chính và bỏ qua phần lớn các yếu tố phi vật chất nhưng có giá trị thực (Gary & cộng sự, 2015).

(4) Phương pháp sử dụng các công ty có thể so sánh

Theo phương pháp này, ước tính giá trị của công ty đang định giá dựa trên giá trị của công ty khác mà dự kiến sẽ cung cấp các dòng tiền tương tự trong tương lai. Nếu hai công ty này được thiết lập để tạo ra dòng tiền tương tự và có rủi ro tương tự thì luật một giá cho thấy giá trị của công ty hiện có và được niêm yết công khai có thể được sử dụng để ước tính giá trị của công ty mới đang định giá. Tỷ lệ P/E của một công ty đại chúng trong cùng một ngành cũng được sử dụng để định giá các công ty khởi nghiệp mới. Sau khi xác định được khả năng so sánh tốt nhất, giá trị P/E phải được chiết khấu. Giá trị của một công ty thuộc sở hữu đại chúng sẽ luôn cao hơn giá trị của một công ty khởi nghiệp chưa niêm yết do thanh khoản và tiếp cận thông tin tốt hơn (công ty khởi nghiệp thường có giá trị thấp hơn 15 đến 25 phần trăm so với các công ty đại chúng) (Rogers, 2009).

(5) Phương pháp đầu tư mạo hiểm

Khi các nhà đầu tư mạo hiểm đầu tư vào một công ty, họ nắm cổ phần trong công ty đó để đổi lấy khoản vốn mà họ góp vào công ty. Giá trị kết thúc - V_t của công ty

được ước tính cho thời điểm nhà đầu tư mạo hiểm thoát vốn (thoát đầu tư); bội số của các công ty có thể so sánh thường được sử dụng tùy thuộc vào các yếu tố như tình hình tài chính dự kiến của công ty và ngành mà công ty hoạt động; việc ước tính giá trị kết thúc dựa trên kịch bản thành công - đó là tình huống mà công ty đáp ứng các mục tiêu thành quả và kỳ vọng của nhà đầu tư. Giá trị kết thúc sau đó được chuyển đổi thành giá trị hiện tại công ty (V_0^{Post}) bằng tỷ lệ chiết khấu tương đối cao được chỉ định bởi nhà đầu tư. Tỷ lệ sở hữu mà các nhà đầu tư yêu cầu để đổi lấy vốn góp được xác định bởi tỷ lệ giữa số tiền đầu tư của họ và giá trị hiện tại của công ty (Abor, 2016).

a. Tổng quan nghiên cứu

Nhiều nghiên cứu trên thế giới đã khám phá các phương pháp định giá công ty khởi nghiệp giai đoạn đầu được áp dụng trong thực tiễn. Oliveira & Zotes (2018) đã khảo sát và phân tích các phương pháp khác nhau được sử dụng cho quá trình định giá và xác định phương pháp nào phù hợp nhất cho các công ty khởi nghiệp ở thị trường Brazil. Thông qua các cuộc phỏng vấn với các chuyên gia về định giá các công ty, kết quả nghiên cứu cho thấy các kỹ thuật định giá được sử dụng phổ biến nhất theo thứ tự bao gồm các phương pháp chiết khấu dòng tiền, phương pháp bội số, phương pháp giá trị tài sản ròng, phương pháp mô hình quyền chọn và cuối cùng là phương pháp của các mô hình hỗn hợp.

Để trả lời câu hỏi làm thế nào các nhà đầu tư mạo hiểm định giá các khoản đầu tư của họ, nghiên cứu của Dittmann và cộng sự (2004) đã sử dụng dữ liệu của 53 quỹ đầu tư mạo hiểm của Đức tham gia đầu tư giai

đoạn đầu trong thực tế. Kết quả cho thấy trung bình 53 quỹ phản hồi sử dụng bình quân 2,92 phương pháp định giá và chỉ 15% trong số đó chỉ dựa vào một phương pháp duy nhất. Các phương pháp định giá phổ biến nhất là các kỹ thuật chiết khấu dòng tiền và bội số như tỷ lệ P/E, P/S hoặc P/EBIT. Cũng vậy, theo Wright và Robbie (1998), các dự án đầu tư mạo hiểm thường được định giá bằng cách áp dụng một hoặc nhiều kỹ thuật định giá, bao gồm kỹ thuật định giá dựa trên bội số và phương pháp chiết khấu dòng tiền. Trong khi đó mô hình chiết khấu dòng tiền được sử dụng nhiều nhất trong số các nhà đầu tư mạo hiểm khi định giá công ty khởi nghiệp công nghệ cao (Kilpeläinen, 2014).

Ở một phạm vi nghiên cứu rộng hơn về mặt địa lý, Manigart và cộng sự (2000) đã khảo sát các phương pháp định giá được sử dụng bởi các nhà đầu tư mạo hiểm tham gia đầu tư không chỉ trong giai đoạn đầu ở Hoa Kỳ, Anh, Pháp, Bỉ và Hà Lan. Sự khác biệt được tìm thấy khi các nhà đầu tư mạo hiểm đặt những ưu tiên khác nhau vào các phương pháp định giá khác nhau, với các phương pháp đúng đắn về mặt lý thuyết không phải lúc nào cũng được ưa thích trong thực tế. Các kỹ thuật định giá phổ biến nhất là bội số P/E (E là thu nhập quá khứ hoặc ước tính) ở Anh, bội số P/EBIT và giá giao dịch gần đây trong lĩnh vực liên quan ở Hoa Kỳ, kỹ thuật chiết khấu dòng tiền ở Bỉ và Hà Lan và giá giao dịch gần đây ở Pháp. Tương tự vậy, Lockett và cộng sự (2002) cho rằng việc sử dụng các phương pháp định giá cụ thể khác nhau giữa các môi trường thể chế. Phương pháp định giá bằng kỹ thuật chiết khấu dòng tiền nổi bật hơn trong các hệ thống pháp lý của Đức so với các hệ thống dựa trên luật phổ biến theo

kiểu Anh, trong khi ngược lại đối với định giá theo phương pháp bội số (Wright & cộng sự, 2004).

Theo Schootbrugge & Wong (2013), một số phương pháp định giá có thể tốt hơn các phương pháp khác. Sự tồn tại của một phương pháp định giá đáng tin cậy rất quan trọng đối với sự phát triển của các công ty khởi nghiệp và nhà đầu tư mạo hiểm. Sự khác biệt cơ bản giữa nhà khởi nghiệp và nhà đầu tư trong việc định giá công ty khởi nghiệp là một trong những lý do chính cho các cuộc đàm phán gọi vốn thất bại (Baeyens & cộng sự, 2006). Do đó, các nhà đầu tư mạo hiểm thường áp dụng nhiều phương pháp định giá và sau đó thường ưu tiên một phương pháp cụ thể (Wright & Robbie, 1996).

Theo Aydın (2015), các phương pháp định giá phù hợp cần được sử dụng dựa trên các đặc điểm của công ty mà việc định giá sẽ được thực hiện, của ngành và quốc gia mà công ty hoạt động. Để đưa ra một giá trị định giá chính xác hơn, nên định giá công ty bằng cách sử dụng nhiều hơn một kỹ thuật, lấy giá trị trung bình các phương pháp khác nhau này bằng cách gán giá trị cao hơn cho phương pháp được coi là phù hợp nhất cho công ty sẽ cho kết quả tốt hơn. Việc sử dụng nhiều phương pháp định giá cũng giúp giảm đáng kể tỷ lệ thất bại của các thỏa thuận đầu tư giữa các nhà đầu tư mạo hiểm và nhà khởi nghiệp (Dittmann & cộng sự, 2004).

Tóm lại, từ cơ sở lý thuyết và các nghiên cứu thực nghiệm cho thấy các phương pháp định giá công ty khởi nghiệp được sử dụng khá đa dạng. Ở các môi trường thể chế khác nhau, phương pháp định giá công ty khởi nghiệp được sử dụng cũng có sự khác biệt. Tuy vậy, suy cho cùng,

các nghiên cứu đã chỉ ra rằng có sự ưu tiên nhất định trong việc sử dụng phương pháp định giá nào đó. Ngoài ra, việc lựa chọn phương pháp định giá không phù hợp, không dựa trên đặc điểm công ty và thông lệ ngành sẽ dẫn đến định giá thiếu cơ sở và thất bại trong việc gọi vốn. Việc sử dụng nhiều hơn một phương pháp định giá để xác định phạm vi giá trị công ty khởi nghiệp có thể giúp giảm đáng kể tỷ lệ thất bại khi đàm phán gọi vốn.

b. Phương pháp nghiên cứu

Để đạt được mục tiêu nghiên cứu đặt ra, tác giả sử dụng phương pháp nghiên cứu định tính bằng kỹ thuật phân tích nội dung đối với các vòng thuyết trình gọi vốn, vòng thương thuyết và ra quyết định đầu tư của 133 dự án của các công ty khởi nghiệp hoạt động trong các lĩnh vực khác nhau tại Việt Nam đã tham gia chương trình Shark Tank - Thương vụ bạc tỷ và tìm kiếm vốn đầu tư bên ngoài. Đây là một chương trình truyền hình thực tế về huy động vốn khởi nghiệp bằng cách kết nối nhà khởi nghiệp và nhà đầu tư mạo hiểm và được xem là một trong những con đường nhanh nhất để các nhà khởi nghiệp tiếp cận vốn đầu tư.

Các màn thuyết trình gọi vốn của tất cả 133 dự án được phát sóng hàng tuần trên kênh VTV3 - Đài truyền hình Việt Nam trong khoảng thời gian 3 năm, từ năm 2017-2019. Nghiên cứu tập trung vào các dự án này vì được đánh giá phù hợp với đặc trưng của các công ty khởi nghiệp giai đoạn đầu.

3. Kết quả nghiên cứu và thảo luận

Sau 3 năm chương trình Thương vụ bạc tỷ được diễn ra với 133 dự án kêu gọi vốn, kết quả thống kê có 77 dự án gọi vốn

thành công, 12 dự án từ chối nhận đầu tư và 44 dự án không gọi được vốn - tương đương tỷ lệ dự án gọi vốn không thành công là 42,11% (Thương vụ bạc tỷ, 2019).

Theo dõi chi tiết và phân tích quá trình gọi vốn của 133 dự án đã cho thấy đối với các nhà khởi nghiệp và các nhà đầu tư mạo hiểm, có nhiều phương pháp định giá được sử dụng như phương pháp bội số, phương pháp dựa trên giá trị tài sản công ty, phương pháp định giá đầu tư mạo hiểm và phương pháp chiết khấu dòng tiền. Trong đó, một trong những phương pháp được xem là phổ biến để định giá các dự án của các công ty khởi nghiệp này là phương pháp bội số (bội số doanh thu, bội số lợi nhuận gộp, bội số lợi nhuận ròng). Một vài bội số khác được coi là đặc trưng của ngành cũng được sử dụng để định giá công ty khởi nghiệp. Điển hình là dự án mạng xã hội du lịch, với mục tiêu kỳ vọng trong khoảng 3 đến 6 tháng đạt 200.000 người dùng, nhà sáng lập định giá mỗi người dùng mang lại thu nhập khoảng 50 USD, theo cách định giá dựa trên thu nhập trên mỗi người dùng này, công ty có giá trị 10 triệu USD.

Điều này cho thấy đối với các dự án của các công ty khởi nghiệp khác nhau, các phương pháp định giá được sử dụng cũng có sự khác biệt. Kết quả này cung cấp bằng chứng ủng hộ cho các lý thuyết có liên quan về các phương pháp định giá công ty khởi nghiệp. Ngoài ra, kết quả cũng khá tương đồng với những phát hiện ở một số nghiên cứu của Oliveira & Zotes (2018), Dittmann & cộng sự (2004), Wright và Robbie (1998), Manigart và cộng sự (2000). Việc sử dụng phổ biến phương pháp bội số khi định giá là phù hợp với đặc trưng của công ty khởi nghiệp giai đoạn đầu.

Trong một số thương vụ không huy động được vốn hoặc từ chối chấp nhận đầu tư đối với đề nghị của các nhà đầu tư, bỏ qua những yếu tố khác, nhà khởi nghiệp đã áp dụng phương pháp định giá bằng bội số phù hợp đối với loại hình ngành và sản phẩm của công ty nhưng quá lạc quan vào giá trị của bội số hoặc sử dụng các phương pháp định giá chưa tương thích, cơ sở định giá còn mơ hồ và dựa trên các thông lệ của ngành mà không có sự điều chỉnh linh hoạt với tình hình thực tế công ty.

Trong những thương vụ như vậy, có thể kể đến dự án khu vui chơi, mua sắm và giải trí xây bằng container. Nhà khởi nghiệp đề nghị vốn đầu tư 10 tỷ đồng cho 10% cổ phần (tương đương giá trị công ty 100 tỷ đồng), trong khi lợi nhuận ròng hiện tại chỉ khoảng 3 tỷ đồng. Nếu xét theo thông lệ, giá trị công ty so với lợi nhuận ròng hàng năm là cao hơn không quá 5 lần thì giá trị công ty chỉ là 15 tỷ đồng. Vì vậy, dù ý tưởng được đánh giá tốt, ngoài vấn đề về mức độ ổn định thị trường thì định giá không thực tế đã dẫn đến việc dự án không huy động được vốn từ các nhà đầu tư.

Với dự án xuất khẩu khung xếp, nhà khởi nghiệp mong muốn huy động 5 triệu USD đổi lấy 10% cổ phần công ty, tương đương định giá công ty 1000 tỷ đồng. Trong khi doanh thu chỉ đạt vài trăm triệu/tháng, nhà đầu tư đã chỉ ra điểm định giá phi lý đó là lợi nhuận ròng một năm khoảng chừng 6 tỷ đồng và theo thông lệ định giá công ty có giá cao nhất chỉ 30 tỷ đồng. Tất cả các nhà đầu tư đều từ chối và quyết định không đầu tư.

Dự án của công ty cho thuê văn phòng tiện ích kêu gọi đến 5 triệu USD cho 20% cổ phần công ty, tương đương tự định giá trị công ty là 25 triệu USD hay 500 tỷ đồng với khẳng định mô hình của công ty là duy nhất

tại Việt Nam. Công ty có doanh thu năm 2016 là 15 tỷ đồng, năm 2017 là 60 tỷ đồng và lợi nhuận chiếm 4% doanh thu (600 triệu đồng năm 2016 và 2,4 tỷ đồng năm 2017), tuy nhiên công ty lại được định giá là 500 tỷ đồng tại thời điểm năm 2018 với bội số định giá so với lợi nhuận ròng gần 250 lần. Ngoài tính rủi ro của dự án, các nhà đầu tư cho rằng định giá của công ty là quá cao và từ chối rót vốn đầu tư.

Tương tự vậy, dự án giải pháp mạng kết nối toàn bộ các đầu việc để giúp mọi người có thể làm việc hiệu quả hơn kỳ vọng thu hút 100.000 USD (1% vốn cổ phần công ty) từ các nhà đầu tư cũng đã gọi vốn không thành công. Dự án này đã có 1200 khách hàng thanh toán, 500 khách hàng thường xuyên trả tiền và tự định giá 10 triệu USD với cách thực hiện không dựa trên các con số lợi nhuận mà dựa rập khuôn vào các tình huống trong ngành công nghệ như dự báo tương lai và chiết khấu dòng tiền. Kết quả của thương vụ đã không như kỳ vọng của nhà khởi nghiệp bởi sự quan ngại của nhà đầu tư vào dự án và vì giá trị công ty được định giá quá cao.

Đối với các dự án được khởi xướng bởi các nhà sáng lập nữ cũng diễn ra những điều tương tự về việc gọi vốn không thành công. Tự định giá 250 tỷ đồng, dự án cung cấp dịch vụ hỗ trợ trong thời gian 24 tiếng đối với mảng thực phẩm tươi sạch đã kỳ vọng huy động được số vốn 2,5 tỷ đồng (1% vốn cổ phần công ty). Tuy vậy, tại thời điểm gọi vốn, cả ứng dụng và trang web của dự án đều đã không còn hoạt động. Theo các nhà đầu tư, giá trị của công ty đang là một con số không tưởng. Cũng vậy, dù chưa thành lập công ty, một dự án y tế ra đời nhằm cho phép người dùng kết nối với các phòng tập thể hình và bác sỹ để tiếp cận các

dịch vụ y tế cao cấp được nhà sáng lập định giá 110 tỷ đồng và đã khiến các nhà đầu tư e ngại về con số định giá quá cao và định hướng kinh doanh.

Kết quả này cho thấy khi sử dụng phương pháp định giá không phù hợp, không dựa trên các thông lệ của ngành cùng sự điều chỉnh linh hoạt với tình huống công ty, định giá thiếu cơ sở và phóng đại thì khó có thể dẫn đến sự thống nhất giữa nhà khởi nghiệp và nhà đầu tư mạo hiểm về mẫu số chung của giá trị công ty và từ đó cuộc đàm phán gọi vốn và đầu tư thất bại. Điều này cũng tương thích với các nghiên cứu của Baeyens và cộng sự (2006) và Aydın (2015).

4. Gợi ý chính sách

Những kết quả của nghiên cứu này cung cấp thêm nguồn tham khảo cho các chủ sở hữu công ty khởi nghiệp giai đoạn đầu và các nhà đầu tư để xem xét khi định giá cho mục đích gọi vốn và đầu tư.

Việc định giá có thể dựa trên nhiều phương pháp khác nhau và để huy động vốn thành công nhằm hỗ trợ sự tăng trưởng, công ty khởi nghiệp phải được định giá một cách hợp lý thông qua lựa chọn phương pháp định giá phù hợp. Trong đó, phương pháp bội số nên được xem xét sử dụng vì nó tương thích với đặc trưng về thành quả tài chính của công ty khởi nghiệp trong giai đoạn đầu.

Ngoài phương pháp định giá được lựa chọn, việc định giá nên dựa vào các dẫn chứng, các thông lệ trong ngành cùng với sự điều chỉnh linh hoạt với tình huống của công ty và tránh phóng đại. Việc sử dụng nhiều hơn một phương pháp định giá để xác định phạm vi giá trị công ty sẽ hợp lý hơn và làm cơ sở cho việc đàm phán gọi vốn là cần thiết.

TÀI LIỆU THAM KHẢO

- Abor, J.Y. (2016). *Entrepreneurial Finance for MSMEs: A Managerial Approach for Developing Markets*. Switzerland: Palgrave Macmillan.
- Baeyens, K., Vanacker, T., & Manigart, S. (2006). Venture capitalists' selection process: The case of biotechnology proposals. *International Journal of Technology Management*, 34(1-2), 28-46.
- Beaton, N. J. (2010). *Valuing early stage and venture-backed companies*. United States of America: John Wiley & Sons.
- Cumming, D., & Dai, N. (2011). Fund Size, Limited Attention and Valuation of Venture Capital Backed Firms. *Journal of Empirical Finance*, 18(1), 2-15.
- Dittmann, I., Maug, E., & Kemper, J. (2004). How Fundamental are Fundamental Values? Valuation Methods and their Impact on the Performance of German Venture Capitalists. *European Financial Management*, 10(4), 609-638.
- Gary, E.G., Robert, D.H., & Carlos, M.D. (2015). *Entrepreneur Finance: A Global Perspective*. United States of America: Sage Publications.
- Gompers, P., Kovner, A., Lerner, J., & Scharfstein, D. (2010). Performance persistence in entrepreneurship. *Journal of Financial Economics*, 96(1), 18-32.
- Hering, T., Olbrich, M., & Steinrucke, M. (2006). Valuation of start-up internet companies. *International Journal of Technology Management*, 33(4), 406.
- Hsu, D.H. (2004). What Do Entrepreneurs Pay for Venture Capital Affiliation?. *Journal of Finance*, 59(4), 1805-1844.
- Kilpeläinen, K. (2014). *Venture Capital and Valuation Models* (Bachelor's Thesis, LUT School of Business, Brazil).
- Leach, J.C., & Melicher, R.W. (2011). *Entrepreneurial Finance*. United States of America: Cengage Learning.
- Lockett, A., Wright, M., Sapienza, H., & Pruthi, S. (2002). Venture capital investors, valuation and information: A comparative study of the US, Hong Kong, India and Singapore. *Venture Capital*, 4(3), 237-252.
- Manigart, S., Waele, K., Wright, M., Robbie, K., Desbrières, P., Sapienza, H. & Beekman, A. (2000). Venture capitalists, investment appraisal and accounting information: A comparative study of the USA, UK, France, Belgium and Holland. *European Financial Management*, 6(3), 389-404.
- Manigart, S., Wright, M., Lockett, A., Pruthi, S., Sapienza, H., Desbrières, P., & Hommel, U. (2004). Venture capital investors, capital markets, valuation and information: US, Europe and Asia. *Journal of International Entrepreneurship*, 2(4), 305-326.
- Moyen, N., Slade, M., & Uppal, R. (1996). Valuing Risk and Flexibility: A Comparison of Methods. *Resources Policy*, 22(1-2), 63-74.

Aydin, N. (2015). A Review of Models for Valuing Young and Innovative Firms. *International Journal of Liberal Arts and Social Science*, 3(9), 1-8.

Rogers, S. (2009). *Entrepreneurial Finance: Finance and Business Strategies for the Serious Entrepreneur*. United States of America: The McGraw-Hill.

Oliveira, F. B., & Zotes, L. P. (2018). Valuation methodologies for business startups: A bibliographical study and survey. *Brazilian Journal of Operations & Production Management*, 15(1), 96-111.

Peemöller, V.H., Geiger T., & Barchet H. (2001). Bewertung von Early-Stage-Investment im Rahmen der Venture Capital Finanzierung. *Finanz Betrieb*, 3(5), 334-344.

Phương Anh. (2019). *Việt Nam đang đứng thứ 3 ở Đông Nam Á về số lượng doanh nghiệp khởi nghiệp*. Truy cập ngày 12/12/2019, từ <https://baodautu.vn/viet-nam-dang-dung-thu-3-o-dong-nam-a-ve-so-luong-doanh-nghiep-khoi-nghiep-d107823.html>.

Schootbrugge, E., & Wong, K.M. (2013). Multi-Stage Valuation for Start-Up High Tech Projects and Companies. *Journal of Accounting and Finance*, 13(2), 45-50.

Thương vụ bạc tỷ. (2019). Truy cập ngày 30/11/2019 từ <https://sharktankvietnam.com/>.

VCCI & USAID. (2016). *Việt Nam – đất lành cho khởi nghiệp: Tại sao không?*. Truy cập ngày 12/12/2019, từ <https://www.economica.vn/Content/files/PUBL%20%26%20REP/Viet%20Nam%20-%20Dat%20lanh%20cho%20Khoi%20nghiep.pdf>.

Tyebjee, T.T., & Bruno, A.V. (1984). A model of venture capitalist investment activity. *Management Science*, 30(9), 1051-66.

Vinturella, J.B., & Erickson, S.M. (2004). *Raising Entrepreneurial Capital*. Oxford: Butterworth-Heinemann.

Wright, M., Lockett, A., Pruthi, S., Manigart, S., Sapienza, H., Desbrieres, P., & Hommel, U. (2004). Venture Capital Investors, Capital Markets, Valuation and Information: US, Europe and Asia. *Journal of International Entrepreneurship*, 2(4), 305-326.

Wright, M., & Robbie, K. (1996). Venture capitalists, unquoted equity investment appraisal and the role of accounting information. *Accounting and Business Research*, 26(2), 153-168.

Wright, M., & Robbie, K. (1998). Venture capital and private equity: A review and synthesis. *Journal of Business Finance & Accounting*, 25(5-6), 521-570.