

# PHÂN TÍCH NHỮNG ĐẶC TRƯNG CHÍNH TRONG VIỆC HUY ĐỘNG VỐN ĐỐI VỚI CÔNG TY KHỞI NGHIỆP GIAI ĐOẠN ĐẦU

● PHAN ANH TIẾN

## TÓM TẮT:

Vốn tài chính cực kỳ quan trọng đối với sự hình thành, tồn tại và phát triển của các công ty khởi nghiệp. Bài viết tập trung phân tích những đặc trưng chính trong việc huy động vốn của các công ty khởi nghiệp giai đoạn đầu.

**Từ khóa:** Công ty khởi nghiệp giai đoạn đầu, nhà khởi nghiệp, nguồn tài trợ, tài chính khởi nghiệp.

## 1. Đặt vấn đề

Tài chính khởi nghiệp tập trung vào việc quản trị tài chính các công ty khởi nghiệp, bắt đầu ở giai đoạn nghiên cứu và phát triển sản phẩm, sau đó tiếp tục thông qua cho đến khi nhà khởi nghiệp và nhà đầu tư thu hoạch giá trị từ hoạt động đầu tư vào công ty (Leach & Melicher, 2011). Cốt lõi của tài chính khởi nghiệp có thể được định nghĩa là một quá trình gồm 2 phần gắn kết chặt chẽ, trong đó, các công ty quyết định đầu tư vào tài sản thực, nguồn nhân lực và tìm kiếm nguồn vốn cần thiết để tài trợ.

Trong khi tài chính khởi nghiệp liên quan đến việc ra quyết định tài chính của các công ty khởi nghiệp thì tài chính doanh nghiệp lại liên quan đến việc ra quyết định tài chính của các doanh

nh nghiệp đã có nhiều lịch sử vận hành. Nhu cầu tài chính của các công ty lớn với lịch sử vận hành dày dặn có thể được lập luận phù hợp với các kỹ thuật và khái niệm của mô hình tài chính doanh nghiệp truyền thống. Mô hình này thường hoạt động theo các giả định rằng thị trường hoàn hảo với dữ liệu sẵn có dễ dàng tiếp cận, phân tích thống kê như cách đo lường rủi ro và đa dạng hóa là cách kiểm soát rủi ro. Tuy nhiên, đối với công ty khởi nghiệp, các giả định của mô hình tài chính doanh nghiệp truyền thống rõ ràng không sử dụng được vì có các điểm khác biệt cốt lõi cần xem xét: luôn có sự khan hiếm về dữ liệu lịch sử, nhà khởi nghiệp không có khả năng đa dạng hóa, hoặc thậm chí đo lường rủi ro theo cách thông thường, các quyết định thường được

thực hiện xung quanh cảm xúc cá nhân, thông tin không đầy đủ và các giả định về tương lai (Gary & công sự, 2015).

Theo Coleman (2004), nhiều nguyên tắc và kỹ thuật được sử dụng trong tài chính doanh nghiệp cũng có thể được áp dụng trong tài chính khởi nghiệp. Tuy nhiên, trong một số trường hợp, các nguyên tắc và kỹ thuật tài chính doanh nghiệp này cần được sửa đổi để phù hợp với các công ty khởi nghiệp. Adelman và Marks (2001) cho rằng trong việc huy động vốn, các công ty khởi nghiệp không giống như các công ty được niêm yết cổ phiếu khi không có khả năng tiếp cận một loạt các lựa chọn thay thế nợ và vốn chủ sở hữu đầy đủ.

Mặc dù nhu cầu tài trợ bên ngoài được đánh giá có khả năng cao trong giai đoạn đầu (Abor, 2016) và cực kỳ quan trọng đối với sự thành bại của các công ty khởi nghiệp, các nghiên cứu và tài liệu về những đặc trưng mà nhà khởi nghiệp cần nắm bắt và vận dụng trong việc huy động vốn của các công ty khởi nghiệp giai đoạn đầu vẫn còn hạn chế. Vì vậy, bài viết này tập trung phân tích những đặc trưng chính trong việc huy động vốn của các công ty khởi nghiệp giai đoạn đầu.

## 2. Cơ sở lý thuyết

### 2.1. Công ty khởi nghiệp giai đoạn đầu

Công ty khởi nghiệp giai đoạn đầu là các công ty còn non trẻ trước khi bước vào giai đoạn tăng trưởng nhanh. 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 đồng nghĩa với tính khả thi ý tưởng sẽ được đánh giá. Cùng với những bình luận và phản ứng của gia đình và bạn bè, sự tương tác và mức độ quan tâm của các chuyên gia được tin tưởng sẽ cung cấp thêm những phản hồi để xem xét liệu ý tưởng có xứng đáng để theo đuổi. Nếu có đủ sự thú vị, nhà khởi nghiệp có thể thực hiện bước tiếp theo là sản xuất mẫu và tiến hành thử nghiệm. 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 (Leach & Melicher, 2011).

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. Giai đoạn này diễn ra thông thường giữa - 0,5 đến 0,5 năm so với thời điểm khi gia nhập vào thị trường. 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, tuy vậy, dòng tiền thậm chí sẽ âm nhiều hơn do công ty phải đầu tư lớn vào thiết bị (Leach & Melicher, 2011).

Giai đoạn sống sót thông thường diễn ra trong 0,5 đến 1,5 năm sau khi gia nhập thị trường, tuy nhiên mỗi công ty có thể trải qua những khoảng thời gian sống sót khác nhau. Trong giai đoạn này, 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).

### 2.2. Nhu cầu tài trợ của công ty khởi nghiệp

Nhu cầu tài trợ bên ngoài của công ty khởi nghiệp được đánh giá có khả năng cao trong giai đoạn đầu. Điều này là bởi nguồn lực tài chính của nhà khởi nghiệp là hạn chế, trong khi đó, ở những giai đoạn này, các hoạt động chưa chuyển thành lợi nhuận nhưng tiền mặt cần phải có để thanh toán các nghĩa vụ đến hạn (Abor, 2016). Nói cách khác, yêu cầu về vốn của công ty thường vượt quá khả năng tạo ra tiền mặt, nhà khởi nghiệp có nhu cầu cần tài trợ để tiếp tục hoạt động kinh doanh và hiện thực hóa mục tiêu chính cũng như lâu dài của công ty trong việc tạo ra giá trị thông qua đổi mới sản phẩm, phát triển, sản xuất và bán hàng.

Theo Coleman (2004), thu nhập giữ lại là nguồn tài trợ chính yếu cho các công ty trong giai đoạn trưởng thành và đã niêm yết. Ngược lại, các

công ty khởi nghiệp dành một lượng thời gian rất lớn cho việc tìm kiếm các nguồn vốn với quy mô đáng kể. Mặc dù có nhiều nguồn cung cấp vốn cho công ty khởi nghiệp, về cơ bản có thể phân thành tài trợ bằng nợ và vốn cổ phần (Rogers, 2009). Tùy thuộc vào giai đoạn trong vòng đời mà công ty khởi nghiệp có thể huy động từ nguồn tài trợ nào cũng như mức độ huy động. Như các sản phẩm riêng lẻ, các công ty khởi nghiệp cũng trải qua một vòng đời. Một công ty khởi nghiệp có thể đang ở giai đoạn ý tưởng, giai đoạn nguyên mẫu, giai đoạn tăng trưởng nhanh hay giai đoạn trưởng thành và các loại vốn khác nhau phù hợp cho các giai đoạn phát triển công ty khác nhau (Berger & Udell, 1998; Walker, 1989).

### **3. Kết quả**

Đối với công ty khởi nghiệp giai đoạn đầu, việc huy động vốn mang những đặc trưng riêng có:

#### **(1) Tài trợ từ vốn cổ phần là chủ yếu so với tài trợ từ nợ**

Công ty khởi nghiệp giai đoạn đầu thường thiếu sản phẩm khả thi và khách hàng, kết quả tài chính còn hạn chế với doanh thu không ổn định, mức độ không chắc chắn cao về sự tăng trưởng và đặc biệt là vấn đề thông tin bất cân xứng trong hoạt động tài trợ nên vốn huy động gần như hoàn toàn là vốn cổ phần từ tài sản của người khởi nghiệp, gia đình và bạn bè, sau đó là nhà đầu tư thiên thần và nhà đầu tư mạo hiểm hơn là tài trợ bằng nợ từ nhà cung cấp, khách hàng và các tổ chức tài chính như ngân hàng.

Thông tin bất cân xứng được hiểu là tình trạng các bên chủ thể trong một giao dịch có mức độ nắm giữ thông tin khác nhau. Trong tài trợ khởi nghiệp, mức độ bất cân xứng thông tin đặc biệt nghiêm trọng được kết hợp bởi sự mới mẻ của công ty và sự khác biệt chủ thể giữa nhà khởi nghiệp và nhà cung cấp vốn (Abor, 2016) Theo Smith và Smith (2004), chủ thể nội bộ công ty có khả năng tiếp cận nhiều thông tin về công ty hơn so với những chủ thể bên ngoài, do đó, việc thu hút các nguồn vốn bên ngoài dù là vốn cổ phần hay nợ đều trở nên khó khăn hơn.

Xét về nguồn tài trợ bằng nợ, sự tồn tại của thông tin bất cân xứng có thể dẫn đến những lựa chọn bất lợi và rủi ro đạo đức. Lựa chọn bất lợi xảy ra khi nhà khởi nghiệp có nhiều thông tin về dự án và tình hình công ty hơn là chủ nợ, vì vậy, các chủ nợ có thể đưa ra quyết định sai lầm khi những dự án tốt bị từ chối cho vay hoặc dự án không khả thi lại được chấp thuận (Bebczuk, 2003). Rủi ro đạo đức đề cập đến trường hợp nhà khởi nghiệp sử dụng vốn cho một mục đích khác ngoài mục đích cam kết ban đầu với chủ nợ. Việc chủ nợ không có khả năng kiểm soát hoàn toàn cách thức nhà khởi nghiệp sử dụng số tiền được giải ngân có thể dẫn đến rủi ro đạo đức. Vì vậy, vấn đề lựa chọn bất lợi và rủi ro đạo đức đã trở thành rào cản hạn chế khả năng tiếp cận nợ của công ty khởi nghiệp giai đoạn đầu.

Tuy các chủ nợ có thể giảm hệ quả lựa chọn bất lợi khi không cho vay đối với dự án tốt bằng cách sàng lọc cẩn thận ngay từ đầu và theo dõi các dự án trong suốt thời gian vay nhưng sàng lọc và giám sát lại dẫn đến chi phí cao hơn đối với chủ nợ khi họ không tham gia vào ban quản lý công ty. Hơn nữa, mặc dù vấn đề rủi ro đạo đức có thể được giảm thiểu nếu nhà khởi nghiệp cung cấp đầy đủ tài sản thế chấp nhưng việc thiếu tài sản thế chấp có thể tồn tại rất nhiều trong công ty khởi nghiệp. Thay vào đó, khi được cung cấp bằng vốn cổ phần, các nhà đầu tư sẽ kiểm soát được mục đích sử dụng vốn huy động và nắm bắt tình hình công ty tốt hơn vì họ thường tham gia vào ban quản lý hoặc hội đồng quản trị trong công ty mà họ tài trợ (Kolari, 1994) cũng như thiết lập các tiêu chuẩn hiệu quả tài chính cụ thể cần phải đạt được và tham gia hoạch định chiến lược quan trọng cho công ty trước khi thu hồi giá trị từ việc đầu tư vào công ty.

Ngoài ra, việc huy động vốn cổ phần từ gia đình và bạn bè được xem khá dễ dàng bởi họ tài trợ cho công ty khởi nghiệp chủ yếu dựa trên quan hệ hơn là tính khả thi của ý tưởng. Công ty cũng có thể tiếp cận lượng vốn cổ phần lớn hơn từ nhà đầu tư thiên thần và nhà đầu tư mạo hiểm nếu họ có khả năng chấp nhận rủi ro cao do mức độ tiếp

bởi kỳ vọng về sự tăng trưởng của công ty mà họ đầu tư. Do đó, vốn cổ phần được huy động chủ yếu so với tài trợ bằng nợ trong giai đoạn đầu của công ty khởi nghiệp là hợp lý.

**(2) Tài trợ công ty khởi nghiệp giai đoạn đầu liên quan đến việc tìm kiếm, đàm phán và huy động vốn cổ phần theo cách phát hành riêng lẻ**

Khi đã niêm yết cổ phiếu trên thị trường chứng khoán, các công ty đại chúng có thể huy động vốn theo cách phát hành công khai, rộng rãi ra công chúng và cho phép các nhà đầu tư dễ dàng chuyển nhượng vốn bất kỳ khi nào và quyết định đó được đưa ra độc lập với công ty (Abor, 2016).

Tuy vậy, đối với công ty khởi nghiệp giai đoạn đầu, vốn cổ phần được bán một cách riêng lẻ và đích danh với giá cả có thể không phản ánh đầy đủ những thông tin quan trọng được biết đối với nhà đầu tư. Vì công ty chưa niêm yết cổ phiếu nên vốn cổ phần không dễ dàng chuyển nhượng cho các nhà đầu tư khác và các nhà đầu tư chỉ có thể thu hồi các khoản đầu tư của mình trong một sự kiện thu hoạch vốn khi mà công ty đạt đến giai đoạn trưởng thành. Việc tìm kiếm nguồn tài trợ tiềm năng trên thị trường đối với công ty khởi nghiệp giai đoạn đầu còn đi kèm sự đàm phán giá trị công ty, giá cả phần vốn được mua bán và tỷ lệ sở hữu trực tiếp giữa nhà khởi nghiệp và nhà đầu tư.

**(3) Tài trợ phân lớp được sử dụng với nhiều vòng gọi vốn khác nhau**

Việc chưa tạo ra bất kỳ khoản thu nhập đáng kể nào trong giai đoạn đầu của một công ty khởi nghiệp là vô cùng khó khăn để giao tiếp với các nhà đầu tư tiềm năng. Cùng với rủi ro cao, các nhà đầu tư cũng đánh giá các công ty khởi nghiệp giai đoạn đầu có sự khan hiếm về dữ liệu lịch sử để dự báo thành quả tương lai và không có khả năng đa dạng hóa rủi ro hoặc thậm chí đo lường rủi ro theo cách thông thường (Gary & cộng sự, 2015). Ngoài ra, mỗi nhà đầu tư có khả năng chấp nhận rủi ro và khả năng tài trợ với quy mô vốn khác nhau, vì vậy, nhiều công ty khởi nghiệp trở nên khó khăn trong việc tiếp cận tài chính trong giai đoạn đầu với lượng vốn huy động lớn ngay

tức thì và vì thế họ thường áp dụng những gì được gọi là tài trợ phân lớp. Điều này liên quan đến việc kết hợp tài trợ từ nhiều nguồn khác nhau với nhiều vòng gọi vốn để hỗ trợ sự tăng trưởng cho các công ty khởi nghiệp. Theo thời gian, khi công ty chứng minh được thành quả tài chính tốt hơn, khả năng tiếp cận được vốn ở các vòng sau sẽ cao hơn. Trong đó, trước khi chuyển sang huy động các nguồn tài trợ bên ngoài với giá trị lớn hơn từ các nhà đầu tư thiên thần và nhà đầu tư mạo hiểm, nhà khởi nghiệp huy động tài trợ ban đầu từ những người thân nhất với họ như gia đình và bạn bè với đặc điểm là lượng vốn hạn chế (Schootbrugge & Wong, 2013).

**(4) Thật khó để phân tách quyết định tài trợ và quyết định đầu tư**

Theo Abor (2016), trong tài trợ công ty đại chúng, quyết định đầu tư và quyết định tài trợ được xem là độc lập. Các công ty đại chúng có thể đưa ra quyết định đầu tư mà không cần quan tâm nhiều đến cách các nhà đầu tư bên ngoài cảm nhận giá trị của khoản đầu tư vì hầu hết các dự án của công ty đại chúng là nhỏ so với giá trị tổng thể của công ty và công ty có thể sử dụng nguồn vốn nội sinh là lợi nhuận giữ lại tích lũy theo thời gian để tái đầu tư nếu không huy động được vốn từ các nguồn tài trợ khác.

Tuy vậy, đối với công ty khởi nghiệp giai đoạn đầu, kết quả của dự án mang tính sống còn đối với công ty khi mà giá trị dự án cũng được xem là giá trị công ty. Hơn nữa, công ty cũng không có lợi nhuận tích lũy và nguồn vốn của nhà khởi nghiệp lại hạn chế. Do đó, nếu các nhà đầu tư bên ngoài không tin tưởng vào dự án, họ sẽ không rót vốn và dự án không thể được triển khai. Nói cách khác, rất khó có thể phân tách các quyết định tài trợ và đầu tư trong tài trợ công ty khởi nghiệp giai đoạn đầu.

**(5) Chi phí sử dụng vốn tài trợ cao**

Khác với các công ty đại chúng quy mô lớn, các công ty khởi nghiệp giai đoạn đầu thường có rất ít và không bắt buộc phải công khai dữ liệu về thành quả tài chính. Điều này thách thức các nhà đầu tư trong việc đánh giá tình hình tài chính

và triển vọng của công ty khởi nghiệp. Khi đó, phản ứng của họ thường là từ chối tài trợ hoặc chỉ đồng ý cung cấp vốn với chi phí cao hơn đáng kể (Kolari, 1994).

Ngoài ra, việc phải đối mặt với chi phí vốn cao hơn so với các công ty đại chúng lớn còn vì nhiều lý do khác. Thứ nhất, có nguy cơ thất bại cao đối với các nhà khởi nghiệp do không đủ vốn, sự yếu kém trong quản lý hoặc cạnh tranh từ thị trường (Bates & Nucci, 1989). Tiếp đó, công ty khởi nghiệp giai đoạn đầu không niêm yết cổ phiếu, do đó nhà đầu tư không thể dễ dàng chuyển nhượng vốn và kết quả là phần bù rủi ro thanh khoản cao hơn (McMahon & Stanger, 1995). Sau cùng, dự án của công ty khởi nghiệp cần có thời gian dài nhất định để hoàn vốn, khi đó các nhà

đầu tư yêu cầu phần bù rủi ro thời gian đáng hạn cũng sẽ cao hơn.

#### **4. Kết luận**

Tóm lại, những đặc trưng chính trong việc huy động vốn đối với các công ty khởi nghiệp giai đoạn đầu bao gồm: sự phụ thuộc chủ yếu vào vốn cổ phần; huy động vốn theo cách phát hành riêng lẻ cần những thỏa thuận đàm phán về giá cả và tỷ lệ sở hữu; tài trợ phân lớp; sự khó phân tách quyết định tài trợ và quyết định đầu tư và chi phí sử dụng vốn tài trợ cao.

Kết quả của nghiên cứu được kỳ vọng có thể góp phần hiểu rõ hơn về những đặc trưng chính này, đặc biệt đối với các nhà khởi nghiệp để vận dụng trong quá trình gia tăng vốn nhằm hỗ trợ sự tăng trưởng của công ty ■

#### **TÀI LIỆU THAM KHẢO:**

1. Abor, J.Y. (2016). *Entrepreneurial Finance for MSMEs: A Managerial Approach for Developing Markets*. Switzerland: Palgrave Macmillan.
2. Adelman, P.J. & Marks, A.M. (2001). *Entrepreneurial Finance*. United States of America: Prentice Hall.
3. Bates, T. & Nucci, A. (1989). An analysis of small business size and rate of discontinuance. *Journal of Small Business Management*, 27(4), 1-7.
4. Bebczuk, R.N. (2003). *Asymmetric information in financial markets introduction and applications*. England. Cambridge University Press.
5. 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.
6. Coleman, S. (2004). Variations on a theme: Teaching entrepreneurial finance. *Journal of Entrepreneurship Education*, 7(1), 73-81.
7. Gary, E.G., Robert, D.H., & Carlos, M.D. (2015). *Entrepreneur Finance: A Global Perspective*. United States of America: Sage Publications.
8. Kolari, J.W. (1994). Small growth firms, venture capital and financial system trends. *Managerial Finance*, 20(1), 65-74.
9. Leach, J.C., & Melicher, R.W. (2011). *Entrepreneurial Finance*. United States of America: Cengage Learning
10. McMahon, R.G.P. & Stanger, A.M.J. (1995). Understanding the small enterprise financial objective function. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 19(4), 21-39
11. Rogers, S. (2009) *Entrepreneurial Finance: Finance and Business Strategies for the Serious Entrepreneur*. United States of America: The McGraw-Hill.
12. Schuotbrugge, 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.
13. Smith, J.K & Smith, R.L. (2004). *Entrepreneurial Finance*. United States of America: John Wiley & Sons.
14. Walker, D.A. (1989). Financing the small firm. *Small Business Economics*, 1(4), 285-296.

Ngày nhận bài: 12/2/2020

Ngày phản biện đánh giá và sửa chữa: 22/2/2020

Ngày chấp nhận đăng bài: 3/3/2020

*Thông tin tác giả:*

**ThS. PHAN ANH TIẾN**

Giảng viên Khoa Quản trị - Đại học Kinh tế TP. Hồ Chí Minh

## **ANALYZING THE KEY CHARACTERISTICS IN MOBILIZING CAPITAL FOR EARLY-STAGE VENTURE**

● Master. **PHAN ANH TIEN**

Lecturer, School of Management

University of Economics Ho Chi Minh City

### **ABSTRACT:**

Financial capital plays an extremely important role in the establishment, survive and development of startups. This research focuses on analyzing key characteristics in mobilizing capital for early-stage ventures.

**Keywords:** Early-stage venture, entrepreneur, source of financing, entrepreneurial finance..