

NHÌN RA THẾ GIỚI

TÀI CHÍNH TRONG KHỞI NGHIỆP: ĐÁNH GIÁ CHƯƠNG TRÌNH VÀ QUAN ĐIỂM CHÍNH SÁCH¹

Jin Joo Ham²

Bộ phận Khoa học, Công nghệ và Công nghiệp (DSTI),
Tổ chức hợp tác và phát triển kinh tế (OECD)

Tóm tắt:

Tài chính trong khởi nghiệp³, ví dụ như vốn mạo hiểm ban đầu của nhà nước hoặc chương trình tài trợ, được coi là công cụ chính sách quan trọng, là cầu nối tài trợ cho các doanh nghiệp non trẻ và đổi mới sáng tạo. Khoảng trống này chủ yếu là do rủi ro cao và tính bất định ngày càng tăng nhằm thúc đẩy chiến lược hình thành vốn mạo hiểm mới thông qua công cuộc tái sinh các ngành công nghiệp đầu tư mạo hiểm của mình. Nghiên cứu này sẽ kiểm chứng những ý tưởng về vốn đầu tư mạo hiểm công được hình thành tại Australia, Canada và Thụy Điển, cho thấy cả 3 quốc gia này đều tích cực thúc đẩy ngành công nghiệp đầu tư mạo hiểm thông qua việc hình thành các quỹ hoặc đưa ra ưu đãi thuế. Bài viết thảo luận về các tác động chính sách của sáng kiến tài trợ từ phía nhà nước và ảnh hưởng nảy sinh trong quá trình này, chẳng hạn như sự chông chéo trong cơ cấu tài trợ trên toàn quốc, thiếu giám sát và đánh giá thông tin phản hồi, thiếu liên kết giữa các Bộ ngành và cơ quan chính phủ, cạnh tranh với khu vực tư nhân có thể gây ra tính thiếu hiệu quả do can thiệp của nhà nước. Những khó khăn về tài chính có thể xảy ra vì nhiều lý do, một phần là do các doanh nhân trẻ thiếu sẵn sàng đầu tư. Điều này báo hiệu sự thay đổi chính sách đối với việc tạo ra nhu cầu thị trường theo định hướng đi từ cách tiếp cận nguồn cung đẩy truyền thống, là thách thức lớn cho các nhà hoạch định chính sách trong tài trợ doanh nghiệp. Sự chú ý được hướng tới tính hiệu quả và hiệu lực của sáng kiến tài trợ công về vai trò chính sách. Cần lưu ý rằng, các chính sách nên tập trung vào việc tạo ra sức mạnh tổng hợp do nguồn lực sẵn có có thể được chuyển sang giai đoạn mới, đầy rủi ro của các dự án mạo hiểm mới, đóng vai trò là người hỗ trợ để đạt được mục tiêu chính sách như dự định.

Từ khóa: Tài chính trong khởi nghiệp; Vốn mạo hiểm nhà nước; Khoảng trống tài trợ; Sẵn sàng đầu tư, chèn lấn.

¹ Tác giả gửi lời cảm ơn sâu sắc tới Viện Chính sách KH&CN Hàn Quốc (STEPI) đã cung cấp cơ hội cho tác giả tham gia vào dự án nghiên cứu này.

² Nhà phân tích chính sách, Giám đốc Bộ phận Khoa học, Công nghệ và Công nghiệp (DSTI), Tổ chức hợp tác và phát triển kinh tế (OECD), Paris, jinjooham@oecd.org

³ Tài trợ khởi nghiệp trong bối cảnh này là tham gia tài trợ kinh doanh chuyên về R&D, dựa trên công nghệ ở giai đoạn phát triển công ty ban đầu, rủi ro.

1. Giới thiệu

1.1. Nền tảng và câu hỏi nghiên cứu

Đây là một quy trình dài và phức tạp nhằm chuyển hóa phát minh khoa học trở thành sản phẩm có giá trị thương mại. Quy trình tạo ra giá trị từ nghiên cứu hướng tới thị trường cạnh tranh mang tính rủi ro và bất ổn. Khoảng trống về tài chính trong giai đoạn đầu giữa doanh nghiệp và nhà đầu tư là một trong những vấn đề cản trở hoạt động khởi nghiệp. Liên quan tới khía cạnh tài chính mà nhiều công ty khởi nghiệp non trẻ như start-up đang phải đối mặt, việc tiếp cận nguồn tài chính được xem là mối quan tâm chung cần thảo luận. Điều kiện tiếp cận tài chính càng khó khăn hơn sau hậu quả của cuộc khủng hoảng kinh tế năm 2008, được chứng minh bởi các chỉ số cụ thể về R&D và đầu tư vốn mạo hiểm trong suốt giai đoạn tương ứng này. Nghiên cứu năm 2011 (*EC, 2011*)⁴ về tiếp cận nguồn tài chính cho các doanh nghiệp nhỏ và vừa (SME) trong khu vực Châu Âu đã chỉ ra rằng, SME xem việc tiếp cận tài chính là một trong những vấn đề quan trọng của khu vực. Các hạn chế trong tài trợ vẫn là vấn đề cố hữu đặc biệt đối với doanh nghiệp còn non trẻ trong giai đoạn đầu tăng trưởng của mình.

Lý do chính lựa chọn Australia, Canada và Thụy Điển khi phân tích chính sách về tài chính trong khởi nghiệp tập trung vào vốn mạo hiểm ban đầu của nhà nước là do hiệu quả đáng học hỏi từ kinh nghiệm chính sách của họ. Ba quốc gia này là những nền kinh tế phát triển nhưng điều kiện kinh tế lại trì trệ trong những năm qua do hậu quả của khủng hoảng kinh tế toàn cầu. Để nỗ lực giải quyết vấn đề này, 3 quốc gia này dựa vào đánh giá chuyên sâu của các ngành công nghiệp có vốn đầu tư mạo hiểm và chính sách đổi mới sử dụng những phương pháp khuyến khích đa dạng, được kỳ vọng sẽ đóng vai trò quan trọng trong việc đáp ứng nhu cầu tài trợ từ các doanh nghiệp sáng tạo còn non trẻ và thúc đẩy toàn bộ nền kinh tế.

Ba quốc gia này đặc trưng bởi nét độc đáo riêng trong ngành công nghiệp vốn mạo hiểm như: (i) Australia có cơ sở hạ tầng vốn mạo hiểm tương đối yếu, trái ngược với điểm mạnh đầy hấp dẫn trong các hoạt động nghiên cứu dựa vào khoa học; (ii) Canada hỗ trợ thúc đẩy ngành công nghiệp vốn đầu tư mạo hiểm trong nước thông qua hình thành các quỹ nhà nước và ưu đãi thuế mặc dù những sáng kiến chính sách này chưa chứng minh được thành công như mong đợi; và (iii) Thụy Điển đã đưa ra những can thiệp trong ngành công nghiệp vốn mạo hiểm bằng cách cung cấp quỹ đầu tư mạo hiểm

⁴ Điều tra “Tiếp cận tài trợ cho SMEs tại Khu vực Châu Âu” được tiến hành từ 22/8 - 7/10/2011 theo yêu cầu của Ngân hàng Trung ương Châu Âu và Ủy ban Châu Âu. Quy mô mẫu đối với khu vực Châu Âu là 8.316 doanh nghiệp, trong đó 7.690 (92%) có ít hơn 250 nhân viên. Giai đoạn mục tiêu là từ tháng 4 đến tháng 9/2011.

nhà nước, điều này đã đẩy lên nghi ngờ về tính hiệu quả của dòng vốn đầu tư mạo hiểm nhà nước.

Sự can thiệp của nhà nước là một quy trình cần thiết và đầy đủ để giải quyết thách thức về tài trợ đang đe dọa các doanh nghiệp start-up non trẻ cũng như SME (Durufle, 2010), cụ thể, thậm chí có thể dẫn đến vấn đề “lựa chọn người chiến thắng” trong quy trình này⁵ và can thiệp về mặt chính sách. Bài nghiên cứu này sẽ thảo luận các câu hỏi chính sách sau: lý do căn bản của việc can thiệp vào thị trường này là gì, chính sách này đã làm được gì và chưa làm được gì, hàm ý và ảnh hưởng chính sách, vai trò của chính phủ trong quy trình thực thi cũng như các thách thức trong tương lai.

1.2. Lý do căn bản trong việc can thiệp của nhà nước

Thị trường tài chính không hoạt động một cách trôi chảy trong hoàn cảnh rủi ro, phần lớn là do mối quan tâm đến lỗ vốn. Hơn nữa, R&D tư nhân, định hướng chính dẫn đến khởi nghiệp, về lý thuyết là hướng tới việc đạt được mức đầu tư tích cực cho xã hội (Schuelke-Leech, 2012), chủ yếu dựa vào tác động lan tỏa được dự đoán⁶ (Audretsch, Leyden & Link, 2012; Griliches, 1992; Jaffe, 1998). Tri thức là một dạng hàng hóa công có thể sử dụng không phải trả tiền, ngoài ý muốn của nhà đầu tư ban đầu do tính chất không loại trừ của tri thức dẫn tới việc đầu tư trước ngưỡng cho hoạt động đổi mới sáng tạo.

Điều quan trọng cần chú ý là các nhà đổi mới trẻ thường thiếu bề dày thành tích, kinh nghiệm quản lý, kỹ năng kinh doanh và mạng lưới kinh doanh, hoặc thậm chí thiếu tài sản thế chấp để nhận bảo lãnh cho vay. Các nhà khởi nghiệp dựa vào công nghệ mới, không còn sự lựa chọn nào khác ngoài việc huy động mối quan hệ cá nhân như gia đình và bạn bè hơn là sử dụng các định chế tài chính truyền thống. Giai đoạn cam go này được biết đến là “thung lũng chết”⁷, tên gọi này ngụ ý những rủi ro về mặt tài chính (Ủy ban

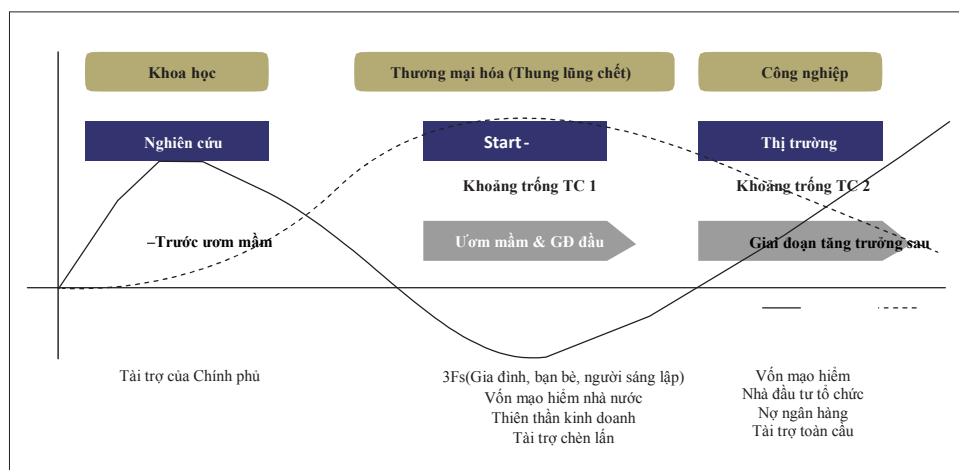
⁵ Đạt được chiến thắng của Chính phủ được coi là một trong những biện pháp can thiệp từ phía chính phủ phổ biến nhất trong nền kinh tế hiện đại là một phần của chính sách công nghiệp. Theo Economist, ngày 05/8/2010, bài viết với nhan đề "Đạt được chiến thắng, cứu lấy kẻ thất bại" đã thảo luận về các ví dụ chính sách và phát triển can thiệp của chính phủ và giải thích bốn yếu tố hồi sinh chính của chính sách công nghiệp như: (i) tình trạng yếu kém của nền kinh tế thế giới; (ii) tái cân bằng nền kinh tế đi từ tài chính và tài sản; (iii) sử dụng khẩn cấp các công cụ chính sách công nghiệp; và (iv) phát động chính sách đường như đã thành công của các nền kinh tế đang phát triển nhanh. Tác giả đưa ra một số bài học như: (i) lợi thế so sánh nền kinh tế quốc gia hay địa phương càng lớn, chính sách công nghiệp càng có nhiều khả năng thành công; (ii) chính sách dễ thất bại nhất khi nó chỉ theo sau chứ không phải là cố gắng dẫn dắt thị trường; và (iii) chính sách công nghiệp hoạt động tốt nhất khi chính phủ đối phó với các khu vực có mối quan tâm và năng lực.

⁶ Lan tỏa xảy ra ở các khu vực khác nhau và do đó hạn chế những lợi ích bổ sung từ kết quả sáng tạo tri thức như R&D và đổi mới. Một số nghiên cứu về hiệu ứng lan tỏa cho thấy, tác động R&D nói chung đều phổ biến và quan trọng trong thúc đẩy đổi mới (xem Zvi Griliches, 1992).

⁷ Theo Investopedia, "thung lũng của cái chết" là một thuật ngữ thường được sử dụng trong kinh doanh vốn đề cập đến khoảng thời gian từ khi một công ty start-up nhận được tài trợ ban đầu đến khi bắt đầu tạo ra doanh thu.

KH&CN thuộc Hạ viện Anh, 2013). Các sáng chế có tính mới cũng thuộc loại tài sản vô hình có độ rủi ro cao nhưng cũng có thể mang lại lợi nhuận cao, điều này khiến các nhà tài chính gặp khó khăn khi định lượng giá trị tiềm năng. Những lý do này khiến các nhà đổi mới khó khăn hơn trong việc tiếp cận nguồn tài chính trong quá trình đổi mới khởi nghiệp thuở ban đầu.

Tóm lại, lý do căn bản để có đề xuất sáng kiến tài chính công có thể gồm: (i) Lo ngại rủi ro, điều này chỉ ra rằng, các nhà đồng đầu tư có xu hướng tránh xa dự án giai đoạn đầu, rủi ro và chỉ chú ý đến dự án ở đến giai đoạn sau ít rủi ro hơn; (ii) các ngoại ứng dương dẫn đến lợi ích cho xã hội cao hơn lợi nhuận tư nhân trong việc tạo ra tri thức (*Griliches, 1992; Lerner, 2002*); (iii) thông tin bất cân xứng, có nghĩa là lượng thông tin bị lệch giữa nhà đổi mới và nhà đầu tư; và (iv) hiệu ứng chứng chỉ hay còn được gọi là “đóng dấu xác nhận” đề xuất việc cấp giấy phép xác nhận đối với doanh nghiệp mới cho các nhà đầu tư bên ngoài (*Lerner, 2002*). Hình 1 chỉ ra nhu cầu tài trợ tại các giai đoạn khác nhau của toàn bộ chu trình đổi mới, chia ra từ nghiên cứu khoa học tới đưa sản phẩm ra thị trường. Tài trợ doanh nghiệp có thể bị hạn chế do thung lũng chết khi rủi ro có thể đạt mức cao nhất trong khi lợi nhuận lại chỉ đạt mức thấp nhất.



Hình 1. Nhu cầu tài trợ ở các giai đoạn khác nhau trong sự phát triển của công ty.

1.3. Phương pháp luận nghiên cứu

Nghiên cứu này được thực hiện dựa trên đánh giá tài liệu và các tranh luận, thảo luận trái chiều mà các nhà hoạch định chính sách, nhà lãnh đạo doanh

Trong đường cong thung lũng chết, tài trợ bổ sung thường rất khan hiếm, mặc cho điều này có thể ảnh hưởng tới doanh nghiệp đối với yêu cầu dòng tiền mặt.

ng nghiệp và các chuyên gia trong lĩnh vực tài chính khởi nghiệp, làm rõ vai trò chính, cách thức quản lý và ảnh hưởng của chính sách của vốn đầu tư mạo hiểm công được khởi xướng bởi Australia, Canada và Thụy Điển. Ngoài ra, nhiều vấn đề chính sách nảy sinh trong quá trình thực hiện sẽ được thảo luận sâu, hướng tới việc tìm hiểu chính sách từ kinh nghiệm của các quốc gia này.

Ở cấp vĩ mô, nghiên cứu tập trung vào việc hình thành, hoạt động và hiệu quả của quỹ đầu tư mạo hiểm do nhà nước khởi xướng tại các quốc gia được lựa chọn. Các ví dụ về chính sách và chương trình liên quan sẽ được giới thiệu, phân tích và thảo luận. Ở cấp vĩ mô, nghiên cứu này chỉ ra các ảnh hưởng chính sách có thể tích cực hoặc tiêu cực, các khía cạnh quản lý, sự tương tác giữa các nhân tố và sau đó đưa ra các đề xuất ý nghĩa, bài học và thách thức đối với chính sách công.

2. Đánh giá vốn đầu tư mạo hiểm nhà nước

Vốn đầu tư mạo hiểm (VC) với tư cách quỹ được quản lý chuyên nghiệp được xem là trung tâm của tài chính khởi nghiệp trong suốt vài thập kỷ gần đây, các mục đích của tài chính cho doanh nghiệp mạo hiểm mới và sáng tạo (UN, 2007, 2009). Các doanh nghiệp mới thường dựa vào công nghệ thường bị thiếu vốn ở giai đoạn đầu chủ yếu là do tính bất định. Vốn đầu tư mạo hiểm do nhà nước khởi xướng (PVC) với vai trò bổ sung cho vốn đầu tư mạo hiểm tư nhân, đóng vai trò cực kỳ quan trọng trong việc lấp đầy khoảng trống tài chính, đặc biệt là đối với doanh nghiệp mạo hiểm mới khởi nghiệp (Hood, 2000; IKED, 2007). Vai trò của Chính phủ trong ngành công nghiệp vốn đầu tư mạo hiểm nhận được sự chú ý ngày càng lớn từ cộng đồng khởi nghiệp, đặc biệt là từ cuộc khủng hoảng kinh tế toàn cầu năm 2008.

Các công ty đầu tư cho kinh doanh nhỏ (SBIC, 1958) tại Mỹ, Công ty tài chính cho phát triển Scotland (SDF, 1982)⁸, Quỹ Yozma (1992) tại Israel, Quỹ khởi nghiệp công nghệ cao (2005)⁹ tại Đức, vốn đầu tư mạo hiểm giai đoạn đầu dựa vào mối quan hệ đối tác hữu hạn (ESVCLP, 2007) tại Australia, Tập đoàn vốn đầu tư mạo hiểm do Quỹ lao động tài trợ (LSVCC,

⁸ Tài trợ phát triển Scotland (SDF) được thành lập năm 1982 nhằm cung cấp vốn và cho vay có bảo đảm cho các SME, đặt nền tảng cho thúc đẩy giai đoạn tài trợ ban đầu cho các doanh nghiệp khởi nghiệp tại Scotland. Một số bài học từ SDF đã được rút ra: (i) nhấn mạnh sự cân bằng thích hợp giữa thành tựu thương mại và phát triển kinh tế; (ii) những thách thức cụ thể được giải quyết; (iii) thu hút các nhà quản lý quỹ chuyên nghiệp có chuyên môn; và (iv) tương tác giữa SDF và khu vực tư nhân đầu tư mạo hiểm. 9 trọng tâm chính của đánh giá này liên quan những khiếm khuyết chính sách hiện có trong cái cách VCLP đã được giới thiệu bởi các chính phủ trong năm 2002.

⁹ Quỹ Startup công nghệ cao tại Đức được thành lập nhằm tài trợ cho các công ty công nghệ cao sáng tạo trong giai đoạn hạt giống thông qua các mối quan hệ đối tác công tư. Quỹ hỗ trợ này hoạt động thông qua đào tạo tại địa phương và thực hành/hỗ trợ một cách chiến lược từ phía các nhà quản lý đầu tư.

1982) tại Canada và Industrifonden (1997) tại Thụy Điển cũng như một số quỹ PVC khác do Chính phủ thành lập.

2.1. Trường hợp Australia

Đầu tư vốn mạo hiểm theo tỉ lệ tổng sản lượng quốc nội (GDP) đạt 0,06%¹⁰ năm 2009, cao hơn mức trung bình của OECD là 0,03% trong khi tổng chi cho nghiên cứu và phát triển (GERD) so với tỉ lệ GDP chiếm tới 2,24% năm 2008. Trong nỗ lực để tái thiết khối vốn mạo hiểm, Chính phủ Australia năm 2005 đã đánh giá ngành công nghiệp vốn mạo hiểm của quốc gia và đánh giá tình trạng, ảnh hưởng của chương trình Chính phủ hiện nay. Kết quả quan trọng của đánh giá (*Hiệp hội vốn đầu tư mạo hiểm Australia, 2005*) tiết lộ một kết quả đáng ngạc nhiên rằng, ngành công nghiệp mạo hiểm Australia kém phát triển hơn cả về số lượng và chất lượng so với các hoạt động R&D của quốc gia, đồng thời chỉ ra mức độ đầu tư thấp, thiếu số lượng hình thành và quy mô vốn, số lượng nhà quản lý đầu tư có bề dày kinh nghiệm còn rất ít. Nói ngắn gọn, đánh giá này có thể tóm tắt lại như sau: (i) thị trường đầu tư mạo hiểm của Australia nói chung có quy mô khiêm tốn nhất theo tỉ lệ GDP; (ii) mức vốn mạo hiểm so với tổng đầu tư cổ phần tư nhân được xem là thấp hơn các nước khác; và (iii) mức độ phát triển của khối vốn mạo hiểm khá khiêm tốn là điều trái ngược với kết quả khoa học rất cao của Australia.

Dựa trên kết quả từ đánh giá này, rõ ràng rằng, đóng góp của vốn mạo hiểm chuyên nghiệp đối với ngành công nghiệp Australia vẫn còn tương đối nhỏ. Điều này trở thành thách thức lớn đối với chính phủ, dẫn đến việc thực hiện một loạt các sáng kiến chính sách mới mà bản đánh giá này đề xuất. Phần lớn các sáng kiến để thúc đẩy ngành công nghiệp mạo hiểm bao gồm: việc đề xuất vốn mạo hiểm giai đoạn đầu dựa trên quan hệ đối tác hữu hạn (ESVCLP)¹¹ năm 2007¹¹ (theo đó miễn thuế cho nhà đầu tư), việc triển khai chương trình đồng đầu tư của Quỹ đầu tư đổi mới vòng 3 (IIF3) năm 2008 và việc loại bỏ sự hạn chế hiện nay đối với Quỹ vốn mạo hiểm dạng hợp danh hữu hạn (VCLP)¹² năm 2002 (nhằm khuyến khích các nhà đầu tư trong và ngoài nước trong khu vực vốn mạo hiểm và vốn cổ phần tư nhân). Những phương pháp này đều nhằm thúc đẩy cả trong ngắn và dài hạn

¹⁰ Dữ liệu về khoản đầu tư vốn mạo hiểm được rút ra từ các CSDL của Tài trợ khởi nghiệp OECD (*OECD, 2011*) và dữ liệu về GDP lấy từ Cơ sở dữ liệu MSTI OECD. Các thông tin khác dựa trên các nguồn của quốc gia.

¹¹ Hợp danh hữu hạn vốn mạo hiểm giai đoạn đầu được thành lập năm 2007, là một phần của phương pháp tiếp theo sau khi đánh giá mở rộng về ngành công nghiệp mạo hiểm tại Australia năm 2006. Mục đích là cung cấp giảm thuế cho những công dân và nhà đầu tư nước ngoài tại Australia đầu tư vào các doanh nghiệp mạo hiểm giai đoạn đầu.

¹² Hợp danh hữu hạn vốn mạo hiểm được thành lập năm 2002 nhằm mục đích thúc đẩy đầu tư vốn cổ phần trong các công ty start-up và đang phát triển tại Úc, và hơn 40 VCLPs đã đăng ký đang hoạt động từ tháng 6/2012. Đề án VCLP đã được sửa đổi vào năm 2007 để đưa ra cách truy cập tốt hơn cho nhà đầu tư nước ngoài trong các start-up rủi ro cao và mở rộng công ty.

ngành công nghiệp vốn mạo hiểm và hoàn thiện các chương trình quan trọng hiện có.

Sáng kiến ESVCLP là sự hoàn thiện đáng kể những chương trình trước đây của chính phủ hướng vào việc hỗ trợ ngành công nghiệp mạo hiểm. Điều này cho phép tất cả các nhà đầu tư tham gia vào quỹ đầu tư mạo hiểm với quyền được miễn thuế cổ tức hoặc lợi nhuận tạo ra từ những quỹ này. Giải pháp này có tiềm năng nâng cao đáng kể khả năng của nhà đầu tư mạo hiểm trong giai đoạn đầu để tăng nguồn vốn do có sự “miễn thuế” của ESVCLP đối với tất cả các nhà đầu tư, kể cả các nhà đầu tư trong và ngoài nước, tổ chức hay cá nhân. Với phương thức này, lợi nhuận thuế tích lũy đổ dồn về nhà đầu tư thu được lợi nhuận đầu tư¹³. Điều này có thể hạn chế ảnh hưởng của sáng kiến chính sách mới trong bối cảnh không miễn giảm thuế đối với việc lỗ vốn phát sinh do ESVCLP. Nói chung, điều cần chú ý ở đây là nhà đầu tư đã chỉ ra những rủi ro mà họ không thể yêu cầu bồi thường tài chính từ những thua lỗ này. Ảnh hưởng của ưu đãi thuế “cuối vụ” như ESVCLP có thể không lớn như ảnh hưởng của ưu đãi thuế “đầu vụ”, có nghĩa là miễn giảm thuế đầu tư hơn là miễn giảm thuế lợi nhuận. Theo phương thức mới của ESVCLP, nhà đầu tư có thể ngần ngại khi đầu tư, dẫn tới ảnh hưởng chính sách kém hơn so với dự định.

Chương trình IIF3 có mục tiêu thiết lập các quỹ mới để đầu tư vào các công ty ở giai đoạn đầu thành lập, nhằm thương mại hóa các kết quả nghiên cứu của Australia sẽ cùng đầu tư với các quỹ tư nhân dựa theo tỉ lệ 50:50, được kỳ vọng sẽ đạt được 200 triệu đô la Úc (AUD) trong giai đoạn sau 5 năm nhờ việc hình thành 10 quỹ đầu tư mạo hiểm cho giai đoạn đầu thành lập. IIF được tái lập 3 lần từ sáng kiến của IIF ban đầu nhằm đẩy nhanh tiến độ thương mại hóa tại Australia. IIF vòng 1 và 2 được thành lập lần lượt gồm 5 Quỹ (130 triệu AUD năm 1998) và 4 quỹ (91 triệu AUD năm 2001). IIF vòng 3 gồm 7 quỹ (140 triệu AUD tới năm 2011) do Chính phủ Australia tài trợ. Đáng chú ý, đánh giá của Cutler¹⁴ năm 1998 đã đề xuất IIF tiếp tục duy trì và mở rộng Vòng 4 sau năm 2012.

¹³ Thuế là một công cụ quan trọng thúc đẩy đáng kể hành vi đầu tư tư nhân trong quá trình đổi mới công nghệ. Do đó, chính sách thuế phụ thuộc nhiều vào bản chất hoặc mục tiêu của chính sách đó muốn đạt được, tức là ưu đãi thuế ban đầu có thể giúp ích nhằm tăng cường đầu tư, trong khi ưu đãi thuế cuối kỳ có khả năng tăng lợi nhuận đầu tư cũng như ngăn ngừa rủi ro đạo đức tiềm tàng.

¹⁴ Việc rà soát lại hệ thống đổi mới quốc gia tại Úc đã được thực hiện bởi Terry Cutler năm 2008 theo yêu cầu của Chính phủ Australia và đưa ra "Báo cáo đầu tư mạo hiểm Australia." Các khuyến nghị về Quỹ đầu tư đổi mới đã cho rằng, nên duy trì với Vòng 4 sau năm 2012. Các mục tiêu chính là: (i) đầu tư tăng trưởng vào các công ty có tiềm năng lớn, (ii) mở rộng vốn chung của các nhà quản lý quỹ có chuyên môn, (iii) xây dựng lòng tin nhà đầu tư đối với việc đầu tư, và (iv) xây dựng lòng tin của tổ chức tài trợ vào việc hỗ trợ kinh phí giai đoạn đầu.

Bảng 1. Quỹ đầu tư đổi mới

| Tiền tệ | Nguồn tài | Vòng 1 | Vòng 2 | Vòng 3 | Tổng |
|-----------------------|-----------|--------|--------|--------|------|
| Cam kết (triệu AUD) | Liên bang | 130 | 91 | 140 | 361 |
| | Tư nhân | 67 | 66 | 150 | 283 |
| | Tổng | 197 | 157 | 290 | 644 |
| Lợi nhuận (triệu AUD) | Liên bang | 105 | 47 | 0.6 | 153 |
| | Tư nhân | 266 | 54 | 0.8 | 320 |
| | Tổng | 371 | 101 | 1.4 | 473 |

Theo sáng kiến mới này, nhiều hạn chế trong hoạt động của VCLP đã được loại bỏ hoặc nói lỏng, bao gồm: yêu cầu phải là công dân Australia đối với người nhận đầu tư, quy mô đầu tư tối thiểu là 10 triệu USD, quốc tịch của nhà đầu tư, theo kiểm toán chỉ định. Những thay đổi này lần lượt quan trọng với không chỉ các quỹ của VCLP và tạo ra lợi nhuận cho ESVCLP một cách hiệu quả. Chương trình VCLP không hạn chế quy mô của quỹ và có thể áp dụng đối với hoạt động cổ phần vốn đầu tư ở giai đoạn sau. Điểm thu hút chính của cơ chế này là nhà đầu tư nước ngoài được hưởng lợi từ tình trạng miễn thuế trên lợi nhuận đầu tư, đối tác tổng quát bị tăng vốn trên lãi suất thực chứ không phải bị đánh thuế trên mức thu nhập ban đầu.

Theo đánh giá năm 2010 (*Chính phủ Australia, 2011*), chương trình IIF được thành lập nhằm đóng góp cho cả phát triển thương mại các doanh nghiệp được lựa chọn và cho cả thị trường vốn mạo hiểm cho doanh nghiệp ở giai đoạn đầu phát triển nói chung. Chương trình IIF trở nên quan trọng trong việc chuyển vốn cổ phần bổ sung vào các doanh nghiệp mới ở giai đoạn đầu và rủi ro cao chủ yếu trong các ngành công nghệ mới. Mô hình IIF được xem là phương pháp hiệu quả nhất đối với Chính phủ để phát triển doanh nghiệp mới và xây dựng thị trường vốn mạo hiểm trong nước. Chương trình này thu hút vốn đầu tư trong khối tư nhân và đưa ra những ưu đãi hấp dẫn để tài trợ cho các nhà quản lý hoạt động trong lĩnh vực rủi ro cao, dẫn tới lợi nhuận đầu tư cao (ROI). Tuy nhiên, những thách thức phía trước trong ngành công nghiệp vốn mạo hiểm của Australia vẫn còn chưa đạt được quy mô cần thiết về mặt số lượng vốn đầu tư, sự yếu kém của thị trường thoái vốn và còn thiếu sự cam kết từ phía các nhà đầu tư, định chế hay tổ chức tài chính như quỹ hưu trí (*Chính phủ Australia, 2011*).

Có thể thấy rằng, nhiều quỹ đầu tư mạo hiểm của nhà nước tại Australia tập trung vào khoảng trống đầu tư ở giai đoạn ươm mầm và giai đoạn đầu. Cách tiếp cận cùng đầu tư với các đối tác tư nhân như IIF đã góp phần tạo ra sức mạnh tổng hợp, giảm thiểu hiệu ứng lấn át và rủi ro đạo đức. Quan trọng hơn, việc quản lý vốn mạo hiểm nhà nước bằng cách ủy thác cho các nhà quản lý quỹ chuyên môn là việc làm có ích trong trường hợp của IIF và

ESVCLP, vì họ không chỉ cung cấp vốn mà còn huấn luyện các doanh nghiệp khởi nghiệp còn non trẻ có ít kinh nghiệm và kỹ năng kinh doanh. Như đã thấy, điều quan trọng là sự tham gia của Chính phủ trong ngành công nghiệp vốn mạo hiểm cần tập trung vào việc điều chỉnh những khiếm khuyết thị trường và để cho sức mạnh của thị trường hoạt động tốt trong thời gian dài.

Sau khi cân nhắc, biện pháp chính sách đã được Chính phủ Australia đưa ra rõ nét để có thể ảnh hưởng tới mức độ của hoạt động vốn mạo hiểm, ảnh hưởng của chúng ít hay nhiều sẽ trở nên rõ ràng hơn theo thời gian. Tuy nhiên, sự phát triển mạnh mẽ của ngành công nghiệp mạo hiểm này sẽ không xảy ra sau một đêm. Các sáng kiến chính sách công thường phải mất một thời gian dài để chứng minh được giá trị. Ví dụ tại Mỹ là một bài học, phải mất tới 20 năm từ khi ra đời từ năm 1958, chương trình Công ty Đầu tư doanh nghiệp nhỏ (SBIC)¹⁵ dành cho ngành công nghiệp vốn mạo hiểm mới đạt được quy mô cần thiết (Lerner & Watson, 2007).

2.2. Trường hợp Canada

Đầu tư vốn mạo hiểm tính theo tỉ lệ GDP đạt 0,03% năm 2009, bằng với mức trung bình của OECD là 0,03%, trong khi tỉ lệ của GERD chiếm tới 1,74% năm 2011. Vốn mạo hiểm tại Canada cũng giảm đi từ năm 2000 về tổng số vốn huy động và đầu tư. Tổng số vốn huy động và đầu tư tại Canada dao động xung quanh mức 1 tỉ USD năm 2010, giảm dần từ trên đỉnh cao là 4 tỉ USD vào cuối những năm 1990. Để giải quyết việc suy giảm trong ngành công nghiệp mạo hiểm, Chính phủ Canada đã triển khai nhiều sáng kiến chính sách để thúc đẩy ngành công nghiệp vốn mạo hiểm cả ở cấp liên bang cũng như địa phương. Tại cấp liên bang, Chính phủ Canada can thiệp vào 2 hướng chính. *Một là*, giao Ngân hàng phát triển kinh doanh Canada (BDC)¹⁶ là nhà cấp vốn mạo hiểm của Chính phủ. *Hai là*, thành lập chương trình quỹ trừ quỹ bảo trợ lao động, ở đây là Tập đoàn Vốn mạo hiểm do Quỹ lao động bảo trợ¹⁷ (LSVCC). Ngoài ra, tại cấp địa

¹⁵ Chương trình SBIC là quỹ đầu tư do Chính phủ tài trợ với hàng tỉ USD, được thành lập năm 1958, để thu hẹp khoảng cách giữa nhu cầu của doanh nghiệp về vốn và nguồn lực tài chính. Chương trình này đầu tư dài hạn vào các doanh nghiệp đầu tư của tư nhân và mỗi 1USD SBIC tăng từ một nhà đầu tư tư nhân, các doanh nghiệp nhỏ (SBA) thường sẽ cung cấp 2USD của vốn vay, có thể lên tới 150 triệu USD. Một khi được tận dụng, SBICs đầu tư nợ và vốn chủ sở hữu vào một số doanh nghiệp nhỏ hứa hẹn nhất của Mỹ và giúp họ phát triển (SBA, 2014).

¹⁶ Ngân hàng phát triển doanh nghiệp Canada là ngân hàng nhỏ của Canada và là tổ chức tài chính hoàn toàn thuộc sở hữu của Chính phủ. Ngân hàng cung cấp dịch vụ tài chính và tư vấn cho các doanh nghiệp nhỏ của Canada, đặc biệt là trong công nghệ và xuất khẩu.

¹⁷ LSVCC là một tổ chức có số người cung cấp vốn mạo hiểm lớn nhất Canada. Thực tế, khoảng 40% vốn mạo hiểm là từ LSVCC. Nhà đầu tư Canada đạt được lợi nhuận từ việc tham gia vào LSVCC do không chỉ đủ điều kiện cho RRSPs và kế hoạch khác nhưng họ cũng mang lại lợi nhuận từ tín dụng thuế tỉnh và liên bang tương đương 15%. Nó là một quỹ đầu tư bởi các chuyên gia quản lý và đầu tư vào cho các công ty SMEs Canada. Chính phủ liên bang Canada và một số chính quyền địa phương cung cấp các khoản tín dụng thuế cho các nhà đầu tư LSVCC để thúc đẩy sự tăng trưởng của các công ty này.

phương vừa có quỹ do địa phương vận hành vừa có các chương trình tương tự như chương trình LSVCC ở Liên bang.

BDC trực tiếp và gián tiếp đưa ra một số lượng vốn mạo hiểm thông qua việc thực hiện hàng loạt chương trình được thiết kế để thu hẹp khoảng cách tài chính trong chu trình hình thành và phát triển doanh nghiệp. LSVCC cung cấp các ưu đãi thuế nhằm khuyến khích đầu tư vốn mạo hiểm cũng như đổi mới công nghệ. Hơn thế nữa, nhiều chính quyền cấp tỉnh tại Canada cũng cung cấp các khoản trợ cấp và tín dụng thuế thông qua nhiều chương trình đa dạng, điển hình là Quebec, Ontario, Manitoba, New Brunswick... Có thể ước tính các quỹ vốn đầu tư mạo hiểm do Chính phủ tài trợ bao gồm LSVCC, BDC, VCC và các quỹ mạo hiểm do chính quyền địa phương điều hành đạt hơn 50% vốn mạo hiểm đầu tư tại Canada (*Brander, Egan & Hellman, 2008*). Có thể nêu một điểm để so sánh là có sự tương phản khá rõ ràng so với Hoa Kỳ khi tỉ lệ này ở Hoa Kỳ chỉ chiếm xấp xỉ 5% tổng vốn đầu tư.

Bản đánh giá Ngành công nghiệp vốn mạo hiểm (*BDC, 2010*)¹⁸ chỉ ra ngành công nghiệp vốn mạo hiểm của Canada đang đối mặt với nhiều khoảng trống với vô vàn yếu tố. Những khoảng trống này gồm: thiếu các doanh nhân khởi nghiệp và kỹ năng quản lý với mạng lưới toàn cầu, đầu tư quá mức vào giai đoạn đầu mà không có vốn cho giai đoạn tiếp theo, quy mô nhỏ của các đối tác hợp doanh (GPs) có năng lực và kinh nghiệm, sự suy giảm nhanh chóng trong đầu tư vốn mạo hiểm, mức độ vốn vay thấp (non-delutive capital) so với vốn mạo hiểm ban đầu, phân bổ quỹ nhà nước không hiệu quả do chính sách công và ưu đãi sai lệch. Những điểm yếu này chỉ ra rằng, Canada phải giải quyết hàng loạt thách thức đang đặt ra trước khi có thể dẫn dắt ngành công nghiệp vốn mạo hiểm một cách đúng đắn.

Để hiểu hơn nữa về khoảng trống này cần xem xét các yếu tố sau đây: (i) kỹ năng thương mại hóa và đưa các ý tưởng vào các kết quả kinh doanh có thể thương mại hóa là một khía cạnh quan trọng, điều này có nghĩa là, nhu cầu về các doanh nhân khởi nghiệp có kỹ năng cả về vốn và đào tạo kèm cặp; (ii) mô hình đầu tư mới do nhà nước tài trợ thông qua cách tiếp cận quỹ trong quỹ là mô hình đầy hứa hẹn đã được chứng minh ở Quỹ Teralys¹⁹

¹⁸ Đánh giá do McKinsey & Company tiến hành theo yêu cầu của nhóm mạo hiểm thuộc Ngân hàng phát triển doanh nghiệp Canada (BDC VC) năm 2010. Mục tiêu của đánh giá này là hiểu được tình trạng của ngành công nghiệp vốn mạo hiểm, để đánh giá ảnh hưởng của BDC VC và phát triển chiến lược cho BDC VC tăng tính hiệu quả là nhà phân tích chính sách công nghiệp.

¹⁹ Teralys Capital được khởi xướng vào năm 2004, Quebec Canada, là quỹ trong quỹ tập trung vào công nghệ tài trợ cho đầu tư mạo hiểm từ gồm các lĩnh vực công nghệ thông tin, khoa học đời sống và các công ty công nghệ sạch. Quỹ có hơn 700 triệu USD trong cam kết vốn từ Caisse de Depot et đặt tại du Québec, các Quỹ liên kết QFL và INVESTISSEMENT Québec. Teralys Capital cũng đang quản lý hai danh mục đầu tư hiện tại của quỹ đầu tư mạo hiểm cùng với tài sản khác thuộc quyền quản lý với hơn 600 triệu USD. Đây hiện là quỹ lớn nhất tại Canada.

trong Quebec và OVCF (Quỹ Vốn mạo hiểm Ontario); (iii) đầu tư thiên vào các công ty giai đoạn đầu, chiếm khoảng 70%, đã buộc các doanh nghiệp khởi nghiệp ở Canada dành quá nhiều thời gian vào việc huy động vốn và sau đó phải chịu đựng tình trạng thiếu vốn trong các vòng đầu tư tiếp theo; (iv) các lựa chọn thoái vốn hấp dẫn, phân bổ hợp lý nguồn vốn và cơ sở hạ tầng đầu tư mạo hiểm mạnh là những yếu tố quan trọng để tạo ra hệ sinh thái vốn mạo hiểm lành mạnh.

Theo báo cáo đánh giá này, khoảng trống trong ngành công nghiệp mạo hiểm Canada bao gồm: thiếu hàng loạt các nhà khởi nghiệp và nhà quản lý có năng lực và mạng lưới toàn cầu, quy mô của đối tác hợp doanh và năng lực cũng như kinh nghiệm của các đối tác hợp doanh Mỹ cũng còn thiếu. Các khoản đầu tư quan trọng từ các quỹ Chính phủ và từ các quỹ bán lẻ có các mục tiêu và ràng buộc (ví dụ theo ưu tiên của vùng, yêu cầu về tốc độ phát triển) có thể ảnh hưởng tới lợi nhuận. Việc đầu tư quá mức vào giai đoạn sớm mà không có đủ vốn tương ứng cho các giai đoạn sau này dẫn đến sự suy giảm vốn. Việc vốn hóa thấp và đôi khi việc liên kết sai chức năng cũng làm cho việc đầu tư tiếp theo trở nên khó khăn. Các đối tác hợp doanh thiếu kinh nghiệm và mạng lưới để phát triển công ty tiềm năng và các đối tác hợp doanh nước ngoài nắm tỉ lệ giá trị thoái vốn không cân xứng.

Việc thoái vốn không tốt do thị trường công cho phép chiết khấu đối với các công ty Canada hình thành từ vốn đầu tư mạo hiểm cũng như việc yêu cầu niêm yết trên TSX (Sàn giao dịch chứng khoán Toronto) tương đối thấp có thể gây phản tác dụng. Số vốn đầu tư cho các doanh nghiệp đủ điều kiện đầu tư mạo hiểm tại Canada có tỷ lệ tương ứng cao hơn so với ở Mỹ vào đầu thập niên, nhưng đã giảm đáng kể trong những năm gần đây.

Hiện đang có một cuộc khủng hoảng nguồn cung vốn bởi các đối tác hợp danh hữu hạn (LP) là tổ chức và các quỹ bán lẻ đã giảm đáng kể các khoản đầu tư. Quỹ do Chính phủ tài trợ chiếm gần một nửa số vốn hiện có của LP và việc phân bổ vốn đôi khi do các chính sách công cũng như các ưu đãi thiên lệch đưa ra. ¼ số quỹ còn lại được huy động từ bên dưới lên, chiếm tỉ lệ vốn lớn nhất, điều đó có nghĩa là quy trình chọn lọc tự nhiên của quỹ đầu tư mạo hiểm bị yếu đi.

Ngoài ra, còn có những yếu kém trong ngành công nghiệp vốn mạo hiểm như: mức độ vốn vay từ phía Chính phủ và các nguồn khác thấp so với vốn mạo hiểm ban đầu, thiếu tập trung thương mại hóa từ các đầu tư cho R&D, hiệu quả hoạt động của các văn phòng chuyên giao công nghệ (TTOs) trong thương mại hóa công nghệ còn thấp, thiếu kết nối với thị trường toàn cầu, và cơ hội trong hợp tác, phát triển kinh doanh và thoát vốn giảm.

Như đã thảo luận ở trên, Canada đã can thiệp đáng kể vào ngành công nghiệp đầu tư mạo hiểm, thông qua BDC và LSVCCs cả về số lượng vốn mạo hiểm do Nhà nước tài trợ nhằm nỗ lực giải quyết các vấn đề quan trọng như khoảng trống về tài chính và nguồn cung dưới ngưỡng của tài chính khởi nghiệp. Các chương trình này, nếu được quản lý đúng cách sẽ giảm thiểu được những hạn chế về tài chính tại giai đoạn ươm mầm và khởi động. Theo nhiều nghiên cứu, sự can thiệp thiên lệch của Chính phủ có nhiều khả năng ảnh hưởng xấu đến ngành công nghiệp sử dụng vốn mạo hiểm, dẫn đến hiệu ứng chèn ép tiềm năng và thiếu dự án chất lượng cao được lựa chọn (Mason & Harrison, 2001). Anderson và Tian (2003), Brander et al. (2008), Lerner (2009) đã chỉ ra rằng, các doanh nghiệp được hỗ trợ bằng vốn mạo hiểm tư nhân (PVC) có hiệu quả chung cao hơn trong các lĩnh vực tạo ra giá trị, cạnh tranh và đổi mới so với các doanh nghiệp có vốn đầu tư bằng vốn mạo hiểm do chính phủ tài trợ (GVC). Nhìn chung, các công ty do GVC hỗ trợ cho thấy hiệu quả kém hơn so với những doanh nghiệp do PVC tài trợ về tỉ lệ thoái vốn thành công, giá trị thoái vốn và sự tồn tại trong hoạt động.

Điều gây nhiều tranh cãi ở đây tập trung vào việc liệu trợ cấp của Chính phủ đối với đầu tư mạo hiểm có tăng quy mô thị trường, hay chúng có tạo ra hiệu ứng chèn ép²⁰ đầu tư tư nhân hay không (Cumming & MacIntosh, 2006; Leleux & Surlmont, 2003). Nghiên cứu cho thấy, dòng vốn đầu tư mạo hiểm do Chính phủ tài trợ đã thay thế hoặc chèn ép các dòng vốn đầu tư mạo hiểm của tư nhân, ngay cả khi có nhiều hạn chế về dữ liệu. Điều này cho thấy, các chương trình GVC của chính phủ không bổ sung mà lại cạnh tranh trực tiếp với các PVC. Ngoài ra, các nghiên cứu phát hiện ra rằng, hiệu quả của GVCs thấp hơn phần lớn là do “hiệu ứng ứng xử” chứ không phải là “hiệu ứng lựa chọn”²¹. Điều này liên quan chặt chẽ đến giả định rằng, PVC tư nhân có nhiều khả năng lựa chọn các doanh nghiệp có tiềm năng tăng trưởng cao để thực hiện tốt hơn. Ý nghĩa quan trọng ở đây là hiệu ứng sâu sắc liên quan chặt chẽ với quá trình học hỏi thông qua việc huấn luyện, đào tạo, xây dựng kỹ năng kinh doanh và kinh nghiệm quản lý. Hiệu ứng ứng xử này không quá nổi bật trong việc quản lý GVCs, dẫn đến hiệu quả tư vấn và giá trị gia tăng giảm đi so với PVC.

Như đã đánh giá, cơ cấu tài trợ tổng thể rất rời rạc trên cả nước với hệ thống kép, với sự tham gia của chính phủ liên bang và cấp tỉnh. Bên cạnh

²⁰ Nhiều bài báo đã bàn về khả năng lấn át là hậu quả do sự tham gia của Chính phủ như các quỹ đầu tư mạo hiểm và tài trợ. Một số bài báo thực nghiệm cho thấy, công ty đầu tư mạo hiểm nhà nước thực hiện những tài trợ này kém hiệu quả hơn so với các công ty đầu tư mạo hiểm tư nhân. Xem (Brander et al, 2008 và Engel & Heger, 2005).

²¹ Hiệu quả điều trị ở đây đề cập đến hiệu quả giá trị gia tăng là kết quả của tư vấn chuyên nghiệp, dịch vụ cố vấn và chuyên môn quản lý đối với các doanh nghiệp kinh doanh chứ không phải là lựa chọn một dự án đầy hứa hẹn. Ngược lại, hiệu ứng lựa chọn đề cập đến việc thực hiện được tạo ra từ lựa chọn dự án có tiềm năng tăng trưởng cao hơn là từ quan điểm quản lý.

đó, mặc dù bản chất của đầu tư mạo hiểm là do cơ chế thị trường vốn có định hướng nhưng có quá nhiều vốn đầu tư mạo hiểm của nhà nước được sử dụng để tiếp thêm sinh lực ngành công nghiệp VC. Kết quả này buộc chính phủ phải can thiệp quá mức vào ngành công nghiệp đầu tư mạo hiểm. Thách thức lớn ở đây là, tổng mức đầu tư cho mạo hiểm tại Canada tiếp tục suy giảm trong thập kỷ qua, bất chấp sự có mặt đáng kể của các quỹ đầu tư mạo hiểm của Nhà nước. Điều này cho thấy, cần xem xét việc chuyển đổi một số cơ cấu quan trọng trong cơ chế tài chính công này, trong đó, không chỉ nhắm đến thu hút đầu tư tư nhân mà còn cải thiện điều kiện khung cho các ngành công nghiệp VC phát triển trong dài hạn.

(còn tiếp)

TÀI LIỆU THAM KHẢO

1. Audretsch, D. B. Leyden, D. P., & Link, A. N. (2012). Universities as research partners in publicly-supported entrepreneurial firms. *Economics of Innovation and New Technology*, 21(5-6), 529-545.
2. AusIndustry (2012). *Venture capital in Australia*. Retrieved from <http://www.ausindustry.gov.au/programs/venture-capital/iif/Pages/IIFVentureCapitalInAustralia.aspx>
3. Australian Government (2011). *Innovation investment fund (IIF) programme progress report*. Retrieved from <http://www.innovation.gov.au/industry/VentureCapital/Documents/InnovationInvestmentFundProgramProgressReport.pdf>
4. Australian Venture Capital Association Ltd. (2005). *Australian venture capital industry review: Improving the VCIP to Attract Global Capital (AVCAL)*. Retrieved from <http://www.avcal.com.au/documents/item/256>
5. Brander, J. A. Egan, E. J., & Hellmann, T. F. (2008). *Government sponsored versus private venture capital: Canadian evidence* (NBER Working Paper No. 14029). Retrieved from http://www.nber.org/papers/w14029.pdf?new_window=1 Brander, J. A., Du, Q., & Hellmann, T. F. (2010). *The effects of government-sponsored venture capital: International evidence*. Retrieved from <http://strategy.sauder.ubc.ca/hellmann/pdfs/BranderDuHellmannJuly2012.pdf>
6. Business Development Bank of Canada (2010). *Venture capital industry review (BDC)*. Retrieved from https://www.bdc.ca/EN/Documents/other/VC_Industry_Review_EN.pdf
7. Callegati, E., Grandi, S., & Napier, G. (2005). *Business incubation and venture capital. An international survey on synergies and challenges*. (Joint IPI/IKED Working Paper, January) Retrieved from <http://www.insme.org/files/2203>
8. Cumings, D. J., & MacIntosh, J. G. (2006). *Crowding out private equity: Canadian evidence*. *Journal of Business Venturing*, 21(5), 569-609.
9. Durufle, G. (2010). *Government involvement in the venture capital industry international comparisons*. Toronto, ON: Canadian Venture Capital and Private

- Equity Association (CVCA)*. Retrieved from https://www.cvca.ca/files/downloads/Government_Involvement_in_the_VC_Industry_Intl_Comparisons_May_2010.pdf
10. Engel, D., & Heger, D. (2005). *Differences in public venture capital companies activities: Micro-econometric evidence for Germany*. Retrieved from ftp://zinc.zew.de/pub/zewdocs/veranstaltungen/inno_patenting_conf/EngelHeger.pdf
 11. European Central Bank (2011). *SMEs' access for finance in the Euro area - September 2010 to February 2011 (EC)*. Retrieved from <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/accesstofinancesmallmediumsizedenterprises201104en.pdf?707d1dfb3352b46af93d38aee843821cd>, and http://ec.europa.eu/enterprise/policies/finance/data/enterprise-finance-index/european-surveys/ecb-surveys/index_en.htm
 12. European Private Equity and Venture Capital Association (2012). *2012 Pan-European private equity and venture capital activity: Activity data on fundraising, investments and divestments (EVCA)*. Retrieved from http://www.evca.eu/me-dia/12067/2012_Pan-European_PEVC_Activity.pdf
 13. Godin, K. (2006). *Public policy and entrepreneurship: Venture capitalism in British Columbia (Master's thesis, Simon Fraser University)*. Retrieved from http://s3.amazonaws.com/zanran_storage/www.sfu.ca/ContentPages/82593789.pdf
 - Griliches, Z. (1992). *The search for R&D spillover (Working Paper No. 3768)*. Cambridge, MA: The national Bureau of economic research. Retrieved from <http://www.nber.org/chapters/c8349.pdf>
 14. Hood, N. (2000). *Public venture capital and economic development: The Scottish experience, venture capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, 2(4), 313-341. <http://dx.doi.org/10.1080/13691060050177013>
 15. House of Commons Science and Technology Committee (2013). *Bridging the valley of death: Improving the commercialisation of research (Eighth Report of Session 2012-13, HC 348)*. The United Kingdom: The House of Commons. Retrieved from <http://www.publications.parliament.uk/pa/cm201213/cmselect/cmsctech/348/348.pdf>
 16. Hurwitz, S. A. (2013). *Addressing Canada's commercialization crisis and shortage of venture capital: Will the federal government's solution work?* Retrieved from http://timreview.ca/sites/default/files/article_PDF/Hurwitz_TIMReview_September2013.pdf
 17. International Finance Corporation (2011). *Public private equity partnerships: Accelerating the growth of climate related private equity investment (IFC)*. Retrieved from <http://www.ifc.org/wps/wcm/connect/1df6f700499a4d62b9e9fba-8c6a8312a/Public%2BPrivate%2BEquity%2BPartnerships.pdf?MOD=AJPERES>
 18. International Organisation for Knowledge Economy and Enterprise Development (2007). *The role of venture capital, global trends and issues from a Nordic perspective (IKED)*. Retrieved from <http://www.iked.org/pdf/THE%20ROLE%20OF%20VENTURE%20CAPITAL,GLOBAL%20TRENDS%20AND%20ISSUES.pdf>
 19. Kelly, R. (2011). *The performance and prospects of European venture capital. European Investment Fund (EIF)*. (Working Paper 2011/09). Retrieved from http://www.eif.org/news_centre/publications/eif_wp_2011_009_EU_Venture.pdf
 20. Leleux, B., & Surlemont, B. (2001). *Public versus private venture capital: Seeding or crowding out? A pan-European analysis*. *Journal of Business Venturing*, 18(2003), 81-104.

21. Lerner, J. (2002). *When bureaucrats meets entrepreneurs: The design of effective "public venture programmes"*. The Economic Journal, 112, 73-84.
22. Lerner, J. (2009). *Boulevard of broken dreams, why public efforts to boost entrepreneurship and venture capital have failed and what to do about it?* New Jersey: Princeton University Press.
23. Lerner, J., & Watson, B. (2007). *The public venture capital challenge: The Australian case*. Venture Capital, 10(1), 1-20.
24. Mason, C. M., & Harrison, R. T. (2001). *Investment readiness: A critique of government proposals to increase the demand for venture capital*. Regional Studies, 35(7), 663-668. DOI: 10.1080/00343400120075939
25. OECD (2013). *OECD review of innovation policy: Sweden 2012*. Paris: OECD Publishing. <http://dx.doi.org/10.1787/sti/9789264184893-en>
26. OECD (2012). *OECD science, technology and industry outlook 2012*. Paris: OECD Publishing. http://dx.doi.org/10.1787/sti_outlook-2012-en
27. Rigby, J., & Ramlogan, R. (2012). *Access to finance: Impacts of publicly supported venture capital and loan Guarantees* (NESTA working paper No. 13/02). Retrieved from http://www.nesta.org.uk/sites/default/files/access_to_finance_impacts_of_publicly_supported_venture_capital_and_loan_guarantees.pdf
28. Schuelke-Leech, B. (2012). *Innovation finance: A synthesis of public funding and private financing of innovation*. Retrieved from http://glennschool.osu.edu/faculty/schuelke-leech/BASchuelke-Leech_2012_Innovation_Finance_shifting_roles_revision_May_7_2012.pdf
29. Svensson, L. (2011). *Practical monetary policy: Examples from Sweden and the United States*. The Brookings Institution, 42(1), 289-352.
30. The Economist (2010, August 5). *The global revival of industrial policy, picking winners, saving losers, industrial policy is back in fashion. Have Governments learned from past Failures?* (Bachelor's thesis, Stockholm School of Economics). Retrieved from <http://www.economist.com/node/16741043>
31. The Swedish Private Equity and Venture Capital (2011). *Riskkapitalaktiviteten i Sverige helåret 2011.n (SVCA)* Retrieved on April 26, 2012 from <http://svca.se/PageFiles/1756/Riskkapitalaktiviteten%20hel%C3%A5ret%202011.pdf>
32. Uhrbom, M., & Krakowski, S. (2012). *Public venture capital for Swedish innovation: Theory and practice*. (Bachelor's thesis, Stockholm School of Economics). Retrieved from <http://arc.hhs.se/download.aspx?MediumId=1594>
33. United Nations (2009). *Policy options and instruments for financing innovation: A practical guide to early-stage financing*. Retrieved from <http://www.unece.org/fileadmin/DAM/ceci/publications/fid2.pdf>
34. United Nations (2007). *Financing innovative development: Comparative review of the experiences of UNECE countries in early-stage financing*. Retrieved from <http://www.unece.org/fileadmin/DAM/ceci/publications/fid.pdf>
35. Wallsten, S. J. (2000). *The effects of government-industry R&D programs on private R&D: the case of the Small Business Innovation Research Program*. Rand Journal of Economics, 31(1), 82-100.