

**NHÌN RA THẾ GIỚI****TÀI CHÍNH TRONG KHỞI NGHIỆP:  
ĐÁNH GIÁ CHƯƠNG TRÌNH VÀ QUAN ĐIỂM CHÍNH SÁCH<sup>1</sup>****Jin Joo Ham<sup>2</sup>**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 nghiệp<sup>3</sup>, 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 chồng 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.

(tiếp theo)

<sup>1</sup> 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.

<sup>2</sup> 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

<sup>3</sup> 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.

## 2. Đánh giá vốn đầu tư mạo hiểm nhà nước

### 2.3. Trường hợp Thụy Điển

Trong năm 2009, đầu tư vốn mạo hiểm đạt 0,08% tỉ lệ GDP so với mức trung bình của OECD là 0,03%, đứng thứ ba, trong khi đó GERD chiếm 3,40% GDP năm 2010. Đầu tư mạo hiểm của nhà nước (PVC) chiếm tỉ lệ đầu tư lớn ở giai đoạn đầu phát triển của các công ty ở Thụy Điển. Các dữ liệu (SVCA, 2011) cho thấy con số đáng chú ý, 73% số vốn ban đầu và 55% vốn tiếp theo đến từ quỹ PVC trong nửa đầu năm 2011. Vốn mạo hiểm chỉ là một phần nhỏ của thị trường cổ phần tư nhân Thụy Điển, nơi các thương vụ mua lại năm 2010 chiếm 74,2% số vốn được đầu tư. Trong vốn mạo hiểm được đầu tư, đầu tư cho giai đoạn bắt đầu và giai đoạn sau này chiếm một phần lớn và chỉ có 4,6% vốn mạo hiểm được đầu tư trong giai đoạn ươm mầm (EVCA, 2012).

Trong lịch sử, từ năm 1994 đến năm 2000, vốn đầu tư mạo hiểm đã tăng lên với tốc độ hàng năm đáng kinh ngạc là 188% ở Thụy Điển với sự hỗ trợ của các sáng kiến mạo hiểm từ Nhà nước và tư nhân. Giai đoạn này được gọi là sự bùng nổ mạo hiểm của Thụy Điển. Các quỹ công lập như “Atle” và “Bure”<sup>4</sup> đã kích hoạt sự phát triển thị trường vốn mạo hiểm và thúc đẩy hoạt động khởi nghiệp. Tuy nhiên, các quỹ công lập này đã được cấu trúc lại để khuyến khích đầu tư theo khối tài trợ vốn lớn và kích thích các dự án sử dụng nhiều vốn ở giai đoạn sau. Đây không phải là mục tiêu mà các quỹ mạo hiểm công lập ban đầu hướng tới.

Chính phủ Thụy Điển đã đóng vai trò quan trọng trong sự phát triển của ngành công nghiệp vốn mạo hiểm trong nước, đặc biệt là trong những năm 1970 và 1980. Ngày nay, Chính phủ chủ yếu hỗ trợ thông qua 5 quỹ đầu tư mạo hiểm lớn của nhà nước trong nỗ lực mang tính toàn quốc để khuyến khích đổi mới sáng tạo và hoạt động khởi nghiệp: Industrifonden, Fourier Transform, Innovationsbron, ALMI Invest và Inlandsinnovation (Uhrbom & Krakowski, 2012). Ban đầu, mục đích chủ yếu của các quỹ này là cải thiện tiếp cận tài chính thông qua việc cung cấp thêm vốn, đặc biệt là hướng tới các doanh nhân khởi nghiệp trẻ có sáng tạo.

*Industrifonden*, được Chính phủ Thụy Điển thành lập năm 1979, là nhà đầu tư lớn nhất của Thụy Điển vào các công ty tăng trưởng nhỏ. Quỹ này có những điểm khác biệt quan trọng: (i) mục tiêu là các DNNVV tại Thụy Điển với tiềm năng tăng trưởng quốc tế; (ii) hầu như toàn bộ đầu tư được

---

<sup>4</sup> Quỹ mạo hiểm Thụy Điển mới Attlee và Bure đã được thành lập vào năm 1992 để thúc đẩy các doanh nghiệp mạo hiểm mới ở giai đoạn đầu của họ. Tuy nhiên, quỹ nhà nước được cấu trúc để khuyến khích đầu tư của khối tài trợ lớn và do đó, tăng cường đầu tư vào các dự án giai đoạn sau cần nhiều vốn mà không thể hoàn thành nhiệm vụ dự định ban đầu như tài trợ từ phía nhà nước.

thực hiện cùng với doanh nghiệp khởi nghiệp, các nhà đồng đầu tư và hoạt động như một nhà đầu tư thiểu số tích cực; (iii) giai đoạn đầu tư chủ yếu vào giai đoạn sau cần vốn để phát triển sản phẩm và vào giai đoạn mở rộng cần thêm vốn để tăng trưởng; và (iv) tất cả lợi nhuận có được từ khoản đầu tư này được tái đầu tư vào các dự án mới, giữ vốn ban đầu không bị thay đổi trong kỳ hạn thực tế.

*Fourier Transform*, được nhà nước thành lập năm 2009, nhằm đầu tư vào các dự án R&D định hướng thương mại trong cụm sản xuất ô tô, trong đó, nhấn mạnh động lực chiến lược nhằm tăng cường khả năng cạnh tranh của ngành công nghiệp ô tô. Quỹ này được phép đầu tư từ giai đoạn đầu đến giai đoạn trưởng thành, cũng tập trung vào vai trò quan trọng trong tương lai để hỗ trợ chuyển dịch cơ cấu và sự hình thành của các công ty spin-off trong giai đoạn tăng trưởng và trưởng thành. Đặc trưng của quỹ là đầu tư lâu dài mà không bị giới hạn thời hạn cố định, lợi nhuận hàng năm từ 10-15%.

*Innovationsbron*, được thành lập vào năm 2005, nhằm thúc đẩy thương mại hóa và tận dụng các nguồn lực mà Thụy Điển đã đầu tư vào R&D và tạo ra tri thức. Quỹ cung cấp cả năng lực và vốn để phát triển và thương mại hóa các ý tưởng có hàm lượng tri thức cao có thể tạo ra năng lực cạnh tranh quốc gia và tăng trưởng bền vững. Điều đáng chú ý là quỹ chỉ tập trung vào các dự án ở các giai đoạn phát triển rất sớm, làm cầu nối thay vì tạo ra lợi nhuận cho chủ sở hữu. Các khoản đầu tư thường được đồng đầu tư, đặc trưng bởi các dự án dài hơi và rủi ro với tiềm năng tăng trưởng cao, chủ yếu là dự án có cường độ R&D cao và đổi mới sáng tạo dựa vào công nghệ. Đáng chú ý, Ủy ban đầu tư trong khu vực tham gia vào việc đưa ra quyết định đầu tư, cho phép các đối tác trong vùng làm việc chặt chẽ với nhau.

*ALMI Invest* được thành lập vào năm 2009 cùng với các nhà đầu tư trong khu vực như lời hưởng ứng đối với ERDF (Quỹ Phát triển khu vực Châu Âu<sup>5</sup>). Quỹ nhằm mục đích đầu tư vào các công ty nhỏ có tiềm năng tăng trưởng dài hạn ở giai đoạn mở rộng, ngay cả khi số lượng đáng kể các khoản đầu tư được đưa ra dành cho các công ty khởi nghiệp.

Cuối cùng, *Inlandsinnovation* được thành lập vào năm 2010 với mục đích tăng nguồn cung tài chính chấp nhận rủi ro tại Bắc Thụy Điển. Quỹ này khác về quy mô và phạm vi đầu tư từ giai đoạn đầu đến giai đoạn trưởng thành. Quỹ đầu tư vào các dự án có tầm nhìn dài hơn và cam kết thời hạn khi mà các nhà đầu tư khác không thể đảm nhận.

---

<sup>5</sup> ERDF nhằm mục đích tăng cường sự gắn kết kinh tế - xã hội trong Liên minh Châu Âu bằng cách điều chỉnh sự mất cân đối giữa các khu vực, Họ tập trung đầu tư vào các lĩnh vực ưu tiên then chốt như đổi mới và nghiên cứu, chương trình nghị sự số, hỗ trợ SME và nền kinh tế carbon thấp. Các nguồn lực được phân bổ cho các ưu tiên này sẽ phụ thuộc vào loại hình của khu vực.

**Bảng 2.** Thông tin chính về Quỹ Vốn mạo hiểm nhà nước Thụy Điển

	<b>Industri fonden</b>	<b>Fourier transform</b>	<b>Innovations bron</b>	<b>ALMI Invest</b>	<b>Inlands innovation</b>
Năm bắt đầu	1979	2009	2005	2009	2010
Cơ cấu sở hữu	Quỹ tài trợ	Nhà nước sở hữu	Nhà nước đồng sở hữu với Industrifonden (83.7% vs.16.3%)	Nhà nước sở hữu thông qua ALMI Företags partner	Nhà nước sở hữu
Vốn cổ phần (Triệu SEK)	3,800	3,000	300-400	1,000	2,000
Quy mô đầu tư (Triệu SEK)	5-100	7-103	2.5 và tiếp tục tối đa 1 triệu bảng	2-4 và tiếp tục 10 triệu SEK	-
Giai đoạn đầu tư	Từ start-up đến khi mở rộng	Từ start-up đến khi đủ chín	Giai đoạn ươm mầm và start-up	sau start-up đến trước khi mở rộng	Mở rộng Start-up
Tỉ lệ sở hữu	15-50%	Tối đa 49%	10-49%	Tối đa 50%	Tối đa 30%
Đồng đầu tư với tư nhân	Ưu tiên	Không	Không	Có, ít nhất theo tỉ lệ 1:1	Không
Lợi nhuận cần thiết	Lợi tức trái phiếu chính phủ 5 năm	10-15%	Không	Có, 2%, (lạm phát)	Có, linh hoạt

Nguồn: Uhrbom & Krakowski (2012)

Các doanh nghiệp đầu tư mạo hiểm mới hoặc hiện có tại Thụy Điển phải chịu sự thiếu hụt vốn trong giai đoạn đầu, đặc biệt là kể từ khi bùng nổ hiện tượng bong bóng dot-com vào năm 2000. Đây được coi là thách thức lớn đối với ngành công nghiệp đầu tư mạo hiểm và các quan điểm chính sách. Các quỹ đầu tư mạo hiểm tư nhân có thể rất tốn kém khi thực hiện đầu tư nhỏ trong giai đoạn đầu, khi tính đến những nỗ lực của các nhà đầu tư tư nhân về thời gian, chi phí nghiên cứu và quản lý. Điều này khiến nhà đầu tư tư nhân chuyển hướng ưu tiên cho đầu tư lớn ở giai đoạn sau, do rủi ro sẽ được coi là thấp hơn. Một số chuyên gia cho rằng, sự sụt giảm đáng kể của thị trường mạo hiểm tại Thụy Điển và khoảng thời gian dài trong khoa học đời sống đã tạo ra khoảng trống trong tài trợ. Ngoài ra, đầu tư trong giai đoạn đầu có xu hướng quá nhỏ để có thể mang lại lợi nhuận cho các quỹ mạo hiểm tư nhân. Điều này khiến các nhà đầu tư chuyển hướng sang giai đoạn sau với hy vọng gặt hái lợi nhuận cao hơn từ các khoản đầu tư ít rủi ro hơn. Điều này phần nào giải thích tại sao lại xuất hiện khoảng trống về tài trợ giai đoạn đầu, dẫn đến việc thiếu hụt khi tích lũy vốn trong giai đoạn

đầu cho các doanh nghiệp ở Thụy Điển. Ở thời điểm quan trọng này, Chính phủ có thể đóng vai trò là cầu nối bằng cách lấp đầy khoảng trống này, vì nhận thức về rủi ro và nhu cầu về lợi nhuận có thể là trở ngại trong việc thương mại hóa ý tưởng kinh doanh và sáng chế trong nghiên cứu cao hơn nhiều trong khối tư nhân so với các quỹ tài trợ công lập.

Điều thú vị là, các quỹ công lập như Fourier Transform và Inlandsinnovation hoạt động trên cơ sở thương mại. Đây là loại hình quản lý quỹ có thể thúc đẩy các hoạt động khởi nghiệp tư nhân, nhưng sự chú trọng vào mục tiêu thương mại này có thể thiên về hướng theo đuổi lợi nhuận đầu tư hấp dẫn hơn là thu hẹp khoảng cách tài trợ trong giai đoạn đầu, điều này được minh họa trong “Atle” và “Bure”. Việc cung cấp các PVC như thế cho thấy động lực chiến lược từ bối cảnh chính sách nhằm thúc đẩy ngành công nghiệp mục tiêu cụ thể như ô tô, hoặc củng cố cơ sở công nghiệp của khu vực. Điều rất thú vị cần lưu ý ở đây là, hầu hết các quỹ công lập nói trên đều có xu hướng đầu tư vào tất cả các giai đoạn phát triển của công ty, thay vì tập trung vào giai đoạn ươm mầm và giai đoạn sơ khởi khi khoảng trống về đầu tư luôn xảy ra một cách nghiêm trọng. Quỹ công lập cần phải phục vụ và làm gia tăng việc thực hiện mục tiêu chính sách đã dự định, dẫn đến việc tiếp cận tài chính tốt hơn cho các doanh nghiệp khởi nghiệp.

Sự tham gia của khu vực, như quỹ Innovationsbron, là định hướng chính sách mong muốn và được kỳ vọng tạo ra tác động tích cực, làm tăng cơ hội đầu tư và nâng cao nhận thức về khởi nghiệp thông qua tương tác tích cực. Quỹ ALMI Invest có trọng tâm khu vực và tìm cách hợp tác đồng đầu tư với khu vực tư nhân, tăng cường chia sẻ kinh nghiệm và mạng lưới liên quan đến đổi mới sáng tạo và tinh thần khởi nghiệp, giúp các nhà đầu tư tư nhân tránh được những rủi ro đạo đức và hiệu ứng chèn ép. Quỹ Fourier Transform đầu tư lâu dài vào ngành công nghiệp ô tô trên cơ sở dài hạn mà không bị giới hạn thời gian cố định, điều này rất hữu ích để giảm thiểu ách tắc tài chính trong giai đoạn phát triển sau này.

#### ***2.4. Tóm tắt các trường hợp ở ba quốc gia***

Nghiên cứu vốn đầu tư mạo hiểm nhà nước ở ba quốc gia (Australia, Canada, Thụy Điển) đã chứng minh nhận thức chung rằng, ngành công nghiệp mạo hiểm hiện tại của họ phải đối mặt với một vấn đề quan trọng, buộc họ phải tiến hành đánh giá chuyên sâu hoặc có các biện pháp khác đối với ngành công nghiệp mạo hiểm của mình. Các đánh giá về ngành công nghiệp vốn mạo hiểm tiếp sau một loạt sáng kiến chính sách đổi mới sáng tạo, với mục đích thúc đẩy ngành công nghiệp đầu tư mạo hiểm thông qua nhiều hành động như: thành lập quỹ mới, ưu đãi về thuế và xóa bỏ nhiều rào cản. Các quan sát trên cho thấy, sự can thiệp tích cực trong ngành công nghiệp vốn mạo hiểm từ đầu những năm 1970, khi thị trường mạo hiểm về

cơ bản còn đang ở giai đoạn ban đầu. Như một hệ quả, thực tế cho thấy, Chính phủ đóng vai trò quan trọng trong việc thúc đẩy ngành công nghiệp đầu tư mạo hiểm. Những thách thức quan trọng có thể được tóm tắt như sau (Bảng 3): thiếu quy mô tới hạn về số lượng quỹ tại Australia, quy mô của quỹ nhỏ, sự kém hiệu quả trong các ưu đãi thuế, sự suy giảm của đầu tư mạo hiểm bất chấp việc bổ sung thêm các PVC lớn ở Canada và rối loạn chức năng nói chung do quá nhiều quỹ PVC tại Thụy Điển.

**Bảng 3.** Đặc điểm vốn mạo hiểm nhà nước tại một số quốc gia

	<b>Australia</b>	<b>Canada</b>	<b>Thụy Điển</b>
Đầu tư mạo hiểm theo tỉ lệ GDP (2009)*	0.06	0.03	0.08
Nhận thức về ngành công nghiệp VC	Rất kém phát triển	Đầu tư VC liên tục giảm	Khoảng cách tài trợ tăng trong chuỗi tài chính
Cơ sở cho sự can thiệp của nhà nước	Đánh giá của Chính phủ, 2005	Đánh giá của BDC, 2010	Thúc đẩy chiến lược
Phân biệt chính	Ươm mầm, tài trợ giai đoạn đầu và đồng đầu tư	Đầu tư quá mức ở giai đoạn đầu, lợi nhuận thuế cao	Có quá nhiều quỹ VC nhà nước
Kích cầu đầu tư	Ưu đãi thuế đối với thu nhập hoặc lợi nhuận vốn (back-end)	Ưu đãi thuế cho đầu tư (front-end)	Đồng đầu tư, trọng tâm khu vực, khối ngành
Thách thức phía trước	Thiếu số lượng quan trọng trong quy mô quỹ	Chèn lấn tiềm năng, quy mô GP nhỏ, vai trò của PVCs	Kém hiệu quả của nhiều quỹ VC nhà nước

### 3. Thảo luận

Nghiên cứu này cho thấy, ba nước đã thực hiện những biện pháp can thiệp rõ ràng trên thị trường thông qua sáng kiến công như nỗ lực để hồi sinh ngành công nghiệp đầu tư mạo hiểm đang yếu kém của họ. Tác động kinh tế - xã hội của những sáng kiến này được công nhận là yếu tố quan trọng nhất trong thiết kế, thực hiện và đánh giá đầu tư mạo hiểm. Một số vấn đề quan trọng về tác động chính sách đã được thảo luận ở đây dù còn nhiều hạn chế trong dữ liệu và thông tin liên quan.

#### *Hiệu ứng thúc đẩy hoặc chèn lấn*

Sự can thiệp của Chính phủ là chính đáng khi một thị trường không hoạt động tốt, ví dụ ngành công nghiệp đầu tư mạo hiểm. Nói cách khác, sự can

thiệt của Nhà nước chỉ hợp lý khi mà tồn tại thất bại thị trường. Các quốc gia nói trên đưa ra một số lượng quỹ đầu tư mạo hiểm công lập cũng như ưu đãi thuế (trừ Thụy Điển) thông qua một loạt cách tiếp cận tài chính, mà mục tiêu là lấp đầy những khoảng trống tài chính, đặc biệt là ở giai đoạn đầu hình thành doanh nghiệp khởi nghiệp. Các dòng tài chính công tại những nước này chủ yếu được hình thành do nhận thức dựa vào đánh giá rằng, ngành công nghiệp VC còn kém phát triển hoặc thiếu vốn đầu tư, hoặc không đủ vốn trong các lĩnh vực chiến lược. Bằng chứng cho thấy, nếu quản lý kém PVC có thể gây ra hiệu ứng chèn lấn đầu tư tư nhân tiềm năng hơn là bổ sung cho những hạn chế về tài chính (*Cumming & MacIntosh, 2006; Engel & Heger, 2005; Leleux & Surlemont, 2003; Wallsten, 2000*). Nghiên cứu về trường hợp của Canada, *Brander et al. (2008)* cho rằng, PVC hoạt động kém có thể là do hiệu ứng ứng xử chứ không phải do hiệu ứng lựa chọn khi so sánh với các quỹ đầu tư mạo hiểm tư nhân. Nghiên cứu này dễ dàng chỉ ra rằng, PVC chiếm hơn 50% tổng đầu tư mạo hiểm ở Canada và có quá nhiều quỹ PVC ở Thụy Điển, dẫn đến sự kém hiệu quả về tổng thể trong quản lý các PVC. Tác động của PVC vẫn còn gây tranh cãi (*Brader, Du, & Hellmann, 2010*). Quan trọng hơn, sự tham gia của nhà nước cần được giảm xuống và chỉ đóng vai trò xúc tác để thị trường hoạt động, chứ không nên là người dẫn dắt ngành công nghiệp VC. Trong bối cảnh đó, mối quan ngại đáng kể là có quá nhiều PVC có thể thay thế hoặc chèn lấn đầu tư mạo hiểm tư nhân ở Canada. Thách thức cơ bản là làm thế nào để tạo ra tác dụng hiệp lực (*Callegati, Grandi, & Napier, 2005*) thông qua việc thực hiện các chính sách can thiệp trong khi vẫn ngăn ngừa hiệu ứng chèn lấn vốn đầu tư mạo hiểm tư nhân.

### ***Khoảng trống tài chính hay sự can thiệp chiến lược***

Can thiệp của Nhà nước xung quanh đổi mới công nghệ thường hướng tới mục tiêu hoặc là thu hẹp khoảng trống tài chính ở giai đoạn đầu, hoặc là củng cố lĩnh vực công nghiệp khu vực cụ thể nào đó xét từ quan điểm chiến lược. Một đánh giá của Australia chỉ ra rằng, ngành công nghiệp VC của họ kém phát triển và nhỏ hơn quy mô tới hạn, chính sách nên tập trung vào việc cung cấp vốn đầu tư thông qua việc tạo ra và mở rộng quỹ nhà nước, cải thiện hệ sinh thái đầu tư mạo hiểm cũng như xây dựng chu kỳ tích cực của ngành công nghiệp mạo hiểm nói chung. Sự gia tăng đầu tư VC từ phía nhà nước và khu vực tư nhân có thể là lựa chọn hợp lý, là một phần của chiến lược ngắn hạn, chẳng hạn như, việc mở rộng các chương trình Quỹ đầu tư đổi mới sáng tạo IIF hiện tại và các ưu đãi thuế lớn như ESVCLP. Ngoài ra, việc xây dựng điều kiện khung thuận lợi có thể khuyến khích các lựa chọn thay thế, chẳng hạn như, xây dựng hoặc hỗ trợ văn hóa và giáo dục khởi nghiệp từ quan điểm dài hạn, dẫn đến ngành công nghiệp VC có tính khả thi.

Các ngành công nghiệp VC ở Canada được các đối tác hợp danh từng phần GP đầu tư quá mức ở giai đoạn đầu và với quy mô nhỏ bé, dẫn đến sự thiếu hụt về vốn trong giai đoạn sau. Với tình hình này, quỹ đầu tư mạo hiểm hiện nay không ở đúng vị thế để đầu tư đầy đủ vào các giai đoạn phát triển sau, phần lớn là do quy mô nhỏ của quỹ. Xu hướng đầu tư sai lệch này gây ra khoảng trống tài chính đáng kể ở giai đoạn sau, nơi các doanh nghiệp mới đòi hỏi ngày càng nhiều vốn để hướng đến sản xuất các sản phẩm đáp ứng thị trường. Điều quan trọng đối với PVC để lấp đầy khoảng trống tài trợ trong giai đoạn đầu trong khi các quỹ đầu tư mạo hiểm tư nhân tập trung vào đáp ứng nhu cầu tài trợ ngày càng tăng ở giai đoạn sau, ít rủi ro. Chiến lược này có vẻ là một lựa chọn hợp lý cho Canada.

Trường hợp của Thụy Điển có bản chất rất khác ở chỗ các PVC đều mang tính chiến lược và định hướng mục tiêu. Thụy Điển cũng đưa ra một số PVC định hướng chiến lược giữa các ngành và các vùng, tập trung vào việc giảm thiểu khoảng trống tài chính cho doanh nghiệp khởi nghiệp sáng tạo, tiếp tục tăng cường năng lực cạnh tranh quốc gia thông qua bồi dưỡng ngành công nghiệp VC. Sự chòng chẹo giữa các quỹ có thể bù đắp những tác động tích cực của gói kích thích kinh tế nhà nước. Cơ cấu tài trợ quỹ này không nhiều và do đó rộng hơn, có thể được xem là tối ưu, đề xuất một mức độ nhất định cấu trúc trong việc quản lý các PVC hiện có theo hướng tăng hiệu quả chính sách. Đáng chú ý là, vai trò của PVC trong tài trợ khởi nghiệp được coi là rất quan trọng, nếu xem xét về tỉ lệ lớn các PVC trong ngành công nghiệp VC Thụy Điển.

### ***Vấn đề cung đẩy hay cầu kéo***

Vấn đề công cụ chính sách nào sẽ được sử dụng trong thực tế phụ thuộc vào các chuyên gia có liên quan và đánh giá của nhà hoạch định chính sách về điều kiện thị trường và cơ cấu ngành công nghiệp. Những nước đưa ra ở trên chủ yếu áp dụng các biện pháp chính sách truyền thống từ phía cung để giải quyết phục hồi ngành công nghiệp VC của họ (ví dụ: nguồn cung vốn PVC tăng lên, điều khoản về tín dụng thuế, đồng đầu tư từ cả hai phía nhà nước và tư nhân). Chính sách về phía cầu là cố gắng kích thích nhu cầu thị trường và lần lượt củng cố điều kiện khung trên cơ sở lâu dài, có thể có lợi cho việc tăng cường sẵn sàng đầu tư của các nhà đổi mới (*Mason & Harrison, 2001*). Điều này cho thấy, các doanh nghiệp khởi nghiệp còn non trẻ sẵn sàng để đầu tư vào dự án, đủ để đáp ứng yêu cầu đầu tư do các nhà đầu tư bên ngoài thiết lập thông qua thẩm định nghiêm ngặt.

Các chuyên gia cho rằng, khoảng trống tài chính trong giai đoạn đầu có thể phần nào phát sinh từ chất lượng đề xuất dự án thấp của các doanh nghiệp khởi nghiệp trẻ. Điều này đề cập đến việc tồn tại một số sự bất hợp lý đáng



kể về chất lượng của các sáng kiến kinh doanh. Tỷ lệ lựa chọn dự án để được đầu tư mạo hiểm có xu hướng rất thấp (*Lerner, 2009*), cho thấy, chất lượng của đề xuất kinh doanh là mối quan tâm chung trong quá trình lựa chọn từ phía các nhà đầu tư. Đây là bằng chứng cho thấy làm thế nào để chính sách dựa trên nhu cầu có thể thực sự có ảnh hưởng tới cộng đồng doanh nghiệp. Việc xác định rõ ràng lý do tại sao khoảng trống tài chính lại xuất hiện trong tài chính khởi nghiệp sẽ là một biện pháp tốt để giải quyết bản chất của vấn đề. Do đó, điều quan trọng cần lưu ý là chất lượng của dự án do doanh nghiệp chuẩn bị liên quan chặt chẽ đến quyết định tài chính của các nhà đầu tư tư nhân. Cuối cùng, sức hấp dẫn của đầu tư và chất lượng của các đề xuất đầu tư được coi là yếu tố quan trọng để thu hẹp khoảng trống tài chính giữa doanh nghiệp và nhà đầu tư.

### ***Vấn đề ưu đãi hay tài trợ***

Thuế có thể được khai thác là công cụ quan trọng để làm đòn bẩy thúc đẩy tư nhân đầu tư vào nơi có độ rủi ro cao ở giai đoạn tài trợ ban đầu. Tình trạng miễn thuế đối với nhà đầu tư trong và ngoài nước tại Australia đáng được chú ý trong bối cảnh sẵn có của nguồn lực toàn cầu. Tuy nhiên, ảnh hưởng của phương pháp ưu đãi thuế đầu ra hiện nay có thể bị hạn chế do không có miễn giảm thuế đối với các khoản lỗ vốn phát sinh, mặc dù có các sáng kiến thuế lũy tiến. Đây là loại ưu đãi thuế phải mất một thời gian tương đối dài để gặt hái được tác động chính sách rõ ràng so với ưu đãi thuế đầu vào. Cần phải xem xét sự thay đổi chính sách theo hướng miễn thuế đầu vào bởi chúng có thể mang lại tác động hữu hình hơn trong thời gian ngắn hơn.

Ngược lại, Canada giới thiệu phương pháp ưu đãi thuế đầu vào và nó có tác động chính sách rõ ràng hơn so với phương pháp ưu đãi thuế đầu ra nhờ vào miễn thuế đối với đầu tư không phân biệt lợi nhuận hoặc lợi nhuận từ vốn. Lựa chọn cấp ưu đãi thuế đầu vào hay đầu ra phụ thuộc vào mục tiêu chính sách mong muốn đạt được. Có thể thấy rằng, Canada thực hiện phương pháp ưu đãi thuế hào phóng như LSVCC trả lại 30% số tiền đầu tư. Một số người nghi ngờ hiệu quả của hệ thống thuế này khi cho rằng, tại sao ngành công nghiệp VC vẫn còn quy mô nhỏ và thiếu nguồn tài trợ VC nói chung. Mối quan tâm ở đây là cơ cấu ưu đãi thuế đóng góp như thế nào để lấp đầy khoảng trống tài chính và kích thích phát triển cho ngành công nghiệp VC phát triển. Hơn nữa, trường hợp tại Canada cho thấy rằng, các quỹ PVC xuất hiện quá rời rạc nên không thể tăng hiệu quả, trong khi cơ cấu quản lý phức tạp giữa các cấp địa phương, quốc gia, liên bang và thậm chí toàn cầu. Hệ thống thuế có thể được kiểm tra tính hiệu quả một cách toàn diện trong phạm vi quốc gia. Điều đáng chú ý là, Kế hoạch hành động

VC<sup>6</sup> gần đây xem xét từ năm 2017 sẽ loại bỏ dần các LSVCC đã tồn tại lâu đời, thay thế bằng việc triển khai số tiền 400 triệu CAD từ nguồn vốn mạo hiểm mới của Chính phủ trong 7 - 10 năm tới.

Thụy Điển đặc biệt thích hình thành quỹ PVC hơn là cung cấp các quy định thu hút về thuế để giải quyết các vấn đề ngành công nghiệp VC đang phải đối mặt. Ảnh hưởng chính sách tạo ra sự khác biệt xoay quanh các lựa chọn chính sách giữa việc đầu tư trực tiếp từ quỹ nhà nước với việc đầu tư gián tiếp thông qua các cơ chế đánh thuế. Thông thường, người ta coi chính sách thuế có tác động một cách không phân biệt vào các lĩnh vực, phần lớn là do bản chất không loại trừ của chúng. Ở khía cạnh này, tác động thông qua đầu tư trực tiếp như các chương trình tài trợ và trợ cấp có thể sẽ mạnh hơn trong việc giải quyết các vấn đề chính sách theo mục tiêu hơn là các ưu đãi thuế gián tiếp. Trong bối cảnh của Thụy Điển, đến một mức độ nào đó, ưu đãi thuế là một lựa chọn tốt để một mặt điều chỉnh các tác động tiêu cực của đầu tư trực tiếp như hiệu ứng chèn lấn tiềm năng, mặt khác, giúp thu hút doanh nghiệp liên tục đầu tư vào ngành công nghiệp VC.

### ***Đầu tư trực tiếp hay gián tiếp***

Cách đầu tư tài chính cho các doanh nghiệp mạo hiểm mới ảnh hưởng lớn tới hiệu quả quản lý quỹ đầu tư mạo hiểm. Thông thường, khu vực công không có kinh nghiệm chuyên môn và kỹ năng kinh doanh để có thể mang lại lợi nhuận đầu tư hấp dẫn so với khu vực tư nhân. Và một doanh nghiệp mới ra đời không chỉ cần vốn mà còn cần được tập huấn chuyên môn tương ứng trong giai đoạn phát triển ban đầu.

Điều đó giải thích tại sao hiện nay hầu hết các PVC được quản lý bởi nhóm chuyên gia về quỹ dưới hình thức quỹ trong quỹ chứ không phải thông qua đầu tư trực tiếp vào dự án của các nhà đầu tư công. Cách tiếp cận quỹ trong quỹ dường như là rất hữu ích để quản lý có hiệu quả PVC, để lại quyền quản lý toàn bộ quỹ cho các chuyên gia có chuyên môn. Cách vận hành của PVC khác nhau tại ba quốc gia này. Australia quản lý quỹ PVC chủ yếu thông qua hợp tác đầu tư giữa các đối tác nhà nước và tư nhân. Canada quản lý quỹ PVC hoặc thông qua các quỹ đầu tư đại chúng hoặc thông qua hình thức quỹ trong quỹ. Trong khi Thụy Điển hoạt động đa dạng thông qua quỹ đầu tư đại chúng, hoặc quỹ trong quỹ hoặc hợp tác cùng đầu tư (OECD, 2013). Kết quả thực tế cho thấy, hiệu suất của VC liên quan chặt

---

<sup>6</sup> Kế hoạch được đưa ra năm 2013 là một chiến lược toàn diện triển khai 400 triệu CAD vốn mới trong 7-10 năm tới. Kế hoạch gồm các hành động chính sau đây: (i) phân bổ 250 triệu CAD để thành lập các quỹ trong quỹ quốc gia do khu vực tư nhân lớn và mới dẫn đầu; (ii) bơm đến 100 triệu CAD để tái cơ cấu vốn các quỹ trong quỹ do khu vực tư nhân lớn hiện nay dẫn đầu; (iii) sử dụng tổng đầu tư lên tới 50 triệu CAD trong 3-5 quỹ đầu tư mạo hiểm có hiệu quả cao hiện có; và (iv) tạo thêm nguồn lực để tiếp tục phát triển mạnh mẽ hệ thống vốn mạo hiểm và văn hóa khởi nghiệp mạnh mẽ.

chê đến năng lực của các nhà quản lý quỹ, như minh họa rõ ràng trong quỹ Yozma<sup>7</sup> ở Israel. Ngoài ra, điều đáng lưu ý rằng việc tiếp cận nguồn tài nguyên, mạng lưới toàn cầu và cơ chế khuyến khích ưu đãi tỷ lệ với hiệu quả quản lý có thể coi là yếu tố quyết định quan trọng để quản lý quỹ thành công. Nói chung, điều quan trọng để quản lý quỹ VC một cách chuyên nghiệp là phải thông qua sự tham gia của các chuyên gia toàn cầu trong quản lý PVC từ giai đoạn ban đầu, theo hướng đẩy mạnh huy động nguồn vốn từ nước ngoài và sự tương tác của các nhà quản lý quỹ có thẩm quyền xuyên biên giới (*Lerner, 2009*). Những phương pháp này sẽ làm tăng tỷ lệ thành công.

#### 4. Gợi ý về chính sách

Ba trường hợp này đưa ra cái nhìn sâu sắc, có giá trị về quá trình thiết kế, thực hiện, đánh giá và tác động chính sách của chương trình tài chính có tính rủi ro do nhà nước khởi xướng, cả từ góc độ vi mô và vĩ mô. Thảo luận này có thể giúp rút ra những gợi ý về chính sách nhất định cho đến nay.

Từ quan điểm chính sách vĩ mô, trọng tâm chính sách nên được đặt vào cả hai cách tiếp cận ngắn hạn và dài hạn dựa trên sự xem xét đánh giá thấu đáo, nhằm mục đích xây dựng điều kiện khung lành mạnh cho phát triển ngành công nghiệp đầu tư mạo hiểm. Tạo dựng môi trường hấp dẫn cho đầu tư khởi nghiệp là cách tốt nhất để ứng phó với nhu cầu tài chính cho giai đoạn đầu mà các doanh nghiệp khởi nghiệp đổi mới sáng tạo phải đối mặt. Điều kiện thuận lợi để tái sinh ngành công nghiệp đầu tư mạo hiểm có thể được hình thành thông qua chính sách hỗ trợ liên tục như sáng kiến mới và xây dựng thể chế mới. Điều này cũng có thể được xây dựng thông qua một kế hoạch chính sách dài hạn, ví dụ như chương trình giáo dục hay nuôi dưỡng văn hóa khởi nghiệp hướng tới việc tạo ra hệ sinh thái sáng tạo (*Kelly, 2011; Godin, 2006*). Điều quan trọng cần phải nhận ra đó là, cả 3 nước đều cần phải cân bằng các lựa chọn chính sách khác nhau một cách cẩn thận nhằm giải quyết các thách thức quan trọng về tài chính. Rõ ràng rằng, sự kết hợp chính sách cân bằng sẽ giúp đạt được mục tiêu chính sách thông thoáng, hiệu quả được tăng lên. Cần chú ý đến bản chất của vấn đề đã được xác định, không làm ảnh hưởng tới thị trường nhưng vẫn giải quyết được các vấn đề cốt lõi như đã minh họa ở trên.

---

<sup>7</sup> Quỹ Yozma đã được thành lập năm 1992 dựa vào sáng kiến của chính phủ Israel nhằm thúc đẩy đầu tư mạo hiểm tại Israel. Quỹ có sự tham gia của 10 nhóm với số vốn ban đầu là 100 triệu USD thuộc sở hữu của khu vực công. Một thập kỷ sau khi thành lập Quỹ, mười nhóm Yozma đã mở rộng để quản lý các quỹ của Israel với tổng trị giá 2,9 tỷ USD. Quỹ tiếp tục phát triển, dù để quản lý khoảng 10 tỷ USD thông qua 60 nhóm của mình. Quỹ được tư nhân hóa vào năm 1997. Chia khóa thành công của Quỹ chủ yếu là do sự hấp dẫn của đầu tư mạo hiểm ở nước ngoài với chuyên môn đầu tư và mạng lưới toàn cầu.

Một số gợi ý cụ thể được rút ra khi nhìn từ góc độ chính sách vi mô. Trong trường hợp của Australia, sự can thiệp của Chính phủ được chứng minh là đúng đắn và thích hợp về mặt cung cấp các quỹ đầu tư mạo hiểm công lập thông qua thực hiện chương trình IIF và chính sách ưu đãi thuế như VCLPs và ESVCLP. Đáng chú ý, IIF đã thành công trong việc thu hút đầu tư tư nhân theo đánh giá năm 2008. Tuy nhiên, phương án ưu đãi thuế được xây dựng là ưu đãi thuế cuối kỳ sẽ mang lại ích lợi chỉ khi nhà đầu tư thu được lợi nhuận như kết quả của đầu tư. Cần phải tính đến việc ngành công nghiệp vốn mạo hiểm của Australia “kém phát triển” như thế nào tại thời điểm đó, các biện pháp chính sách sau này cần phải triệt để hơn và hướng tới tương lai, chứ không phải chỉ giới thiệu về ưu đãi thuế cuối kỳ, mà phải tập trung đầu tư không phân biệt vào tỉ suất thu hồi vốn đầu tư ROI. Điều này có thể sẽ làm tăng nguồn cung vốn cho quỹ đầu tư mạo hiểm từ khu vực tư nhân, do đó là cầu nối giữa khoảng trống tài chính trong giai đoạn ươm mầm và giai đoạn đầu. Ngoài ra, kinh phí đầu tư thông qua Quỹ đối xứng giữa các nhà đầu tư có khả năng ngăn ngừa rủi ro đạo đức của đối tác tư nhân (*Rigby & Ramlogan, 2012*) và thúc đẩy hoạt động khởi nghiệp, do đó, giúp đạt giá trị tối hạn về quy mô quỹ.

Trong trường hợp của Canada, sự tham gia của Nhà nước vào ngành công nghiệp đầu tư mạo hiểm chủ yếu được thực hiện thông qua 2 việc hình thành quỹ và đưa ra các chương trình ưu đãi thuế. Cơ chế chính sách chung cho ngành công nghiệp đầu tư mạo hiểm xuất hiện rời rạc nhưng không đồng bộ trên toàn quốc, có thể thấy điều đó qua sự chòng chéo và tính kém hiệu quả của các sáng kiến công. Chính sách nên tập trung vào chuyển đổi sang cơ cấu hấp dẫn đầu tư tư nhân, do đó, thay thế vốn đầu tư mạo hiểm nhà nước ở mức độ thích hợp. Bên cạnh đó, sự phức tạp của chương trình tài trợ và ưu đãi thuế làm cho chương trình kém hiệu quả và sai lệch về lợi ích, dẫn tới giảm tác động chính sách tổng thể. Sự không hiệu quả này có thể thấy trong thực tế đầu tư mạo hiểm công đạt khoảng 50% tổng đầu tư mạo hiểm ở Canada. Có những nghiên cứu chỉ ra sự lấn át và kém hiệu quả của vốn đầu tư mạo hiểm công lập so với vốn đầu tư mạo hiểm tư nhân về mặt tạo ra giá trị, cạnh tranh và đổi mới sáng tạo. Ưu đãi thuế quá hào phóng như LSVCCs cần phải được đánh giá chuyên sâu tác động của nó tới ngành công nghiệp đầu tư mạo hiểm trong ba thập kỷ, để có thể điều chỉnh phù hợp. Quy mô nhỏ của các đối tác liên doanh GP cần phải được giải quyết theo hướng để các quỹ cá nhân có thể nâng cao khả năng tồn tại ở cả cấp độ quốc gia và liên quốc gia thông qua thay đổi cơ cấu của các quỹ nhỏ hiện có.

Trong trường hợp của Thụy Điển, một loạt các quỹ đầu tư mạo hiểm công lập đã đầu tư có chiến lược vào tất cả các giai đoạn của đổi mới công nghệ. Chỉ có một phần tương đối nhỏ đầu tư mạo hiểm công lập (khoảng 16%)

hướng tới giai đoạn ươm mầm (Svensson, 2011). Điều này có nghĩa rằng, phần lớn kinh phí từ quỹ đầu tư tài chính được đầu tư vào giai đoạn tăng trưởng sau, ít rủi ro nhưng lợi nhuận cao. Điều đáng chú ý là, giai đoạn tăng trưởng sau có thể được tài trợ bởi nhiều tổ chức tài chính khác hiện có mà không cần đến tài trợ của nhà nước. Điều này có thể mâu thuẫn với lợi ích tư nhân, do đó, lấn át đầu tư tư nhân bởi có sự tham gia của tài chính công. Trong bối cảnh đó, việc đặt trọng tâm của tài chính công vào mục tiêu thương mại tại Thụy Điển có thể phải đối mặt với những khó khăn trong việc giảm nhẹ những hạn chế về tài chính mà các doanh nghiệp đổi mới phải đối mặt ở giai đoạn đầu phát triển doanh nghiệp. Rõ ràng, định hướng thương mại chịu sự ảnh hưởng của khu vực tư nhân đặt ra quan ngại về việc hướng các đầu tư mang tính rủi ro vì lý do lợi nhuận. Về vấn đề này, cần xem xét một chính sách cân bằng trong tài chính công (hoặc lựa chọn đúng công cụ chính sách) là yếu tố quan trọng trong tác động chính sách, các biện pháp này bao gồm: tài chính trực tiếp hoặc gián tiếp như chính sách thuế, tài chính hoặc phi tài chính, hoặc các công cụ chính sách dựa vào phía cung hoặc dựa vào phía cầu. Rất có thể là, việc có quá nhiều quỹ nhà nước ở Thụy Điển đặt các doanh nghiệp khởi nghiệp vào sự phụ thuộc nặng nề vào tài chính công, dẫn đến tác dụng phụ như hiệu ứng lấn át và làm suy yếu khả năng tồn tại của ngành công nghiệp đầu tư mạo hiểm. Cuối cùng, việc cơ cấu lại các quỹ tài chính của nhà nước sẽ trở thành mối quan tâm đáng chú ý để tăng hiệu quả, cho phép các yếu tố thị trường vận hành trơn tru.

## 5. Kết luận

Sự can thiệp của Nhà nước trong thúc đẩy ngành công nghiệp VC hoặc thu hẹp khoảng trống đầu tư tài chính được coi là sáng kiến cần thiết và quan trọng trong hệ thống thị trường phức tạp hiện đại, phần lớn là do vai trò kích thích nhằm gửi tín hiệu tích cực cho thị trường. Tuy nhiên, biện pháp do nhà nước khởi xướng không phải luôn luôn diễn ra như dự định ban đầu, kết quả là gây tác dụng phụ nhất định như hiệu ứng lấn át và bóp méo thị trường. Thách thức mà 3 nước phải đối mặt là tính thiếu hiệu quả của nhiều PVC và các ưu đãi thuế khác nhau hiện có. Câu hỏi cơ bản đặt ra là, làm thế nào để cho các sáng kiến công thực hiện trên thị trường hướng tới đạt được các mục tiêu chính sách đề ra ban đầu. Các chuyên gia cho rằng, tài chính công không nên gắn liền với lĩnh vực hay ngành công nghiệp cụ thể mà nên được tự do cung cấp vốn cho các dự án tốt nhất để giúp nâng cao hiệu quả và hiệu suất. Thông điệp nền tảng ở đây là, các sáng kiến chính sách công cần phải hỗ trợ hơn là tạo ra xung đột với khu vực tư nhân và giúp tạo ra sự hợp lực gia tăng trên thị trường. Trong khi đó, các sáng kiến của Quỹ PVC nên được đặt một cách thận trọng, thông qua việc không ngừng giám sát và

đánh giá chu kỳ đầy đủ của dự án hoặc chương trình theo hướng giúp bổ sung cho thất bại thị trường tiềm năng, đặc biệt là trong việc đầu tư tài chính cho giai đoạn đầu phát triển doanh nghiệp, do đó, nâng cao khả năng chịu đựng và phản ứng với các thách thức và thay đổi môi trường bên ngoài. Điểm mấu chốt là, việc định hướng chính sách một cách cân bằng, thông qua cách tiếp cận hoặc thúc đẩy cung hoặc cách tiếp cận nhu cầu kéo sẽ là lựa chọn chính sách khả thi để giải quyết các vấn đề liên quan./.

### 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 VCLP 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](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](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](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](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??07d1dfb3352b46af93d38aee843821cd>, and [http://ec.europa.eu/enterprise/policies/finance/data/enterprise-finance-index/european-surveys/ecb-surveys/index\\_en.htm](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/media/12067/2012\\_Pan-European\\_PEVC\\_Activity.pdf](http://www.evca.eu/media/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](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](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](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](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](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](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.