

## VỐN MẠO HIỂM - MỘT TÁC NHÂN CỦA NỀN KINH TẾ TRI THỨC

**Trần Thị Thái Hà**

*Khoa Kinh tế - Đại học Quốc gia Hà Nội*

Hơn hai thập niên qua là khoảng thời gian mà nền kinh tế thế giới chứng kiến sự hình thành và khẳng định một nấc thang mới của sự phát triển, đó là nền kinh tế tri thức mà cơ sở của nó là những sản phẩm và dịch vụ có hàm lượng công nghệ cao. Những tên tuổi doanh nghiệp gắn liền với thành công trong công nghệ và thương trường, như là hạt nhân của nền kinh tế tri thức, là Intel, DEC, Apple, Microsoft, Sun Microsystems, FedEx, Genetech, Netscape, v.v... Có một điểm chung của những công ty này là chúng đều được nuôi dưỡng bằng một nguồn tài chính đặc biệt gọi là vốn mạo hiểm, và thị trường vốn mạo hiểm ở Mỹ được coi là thị trường sôi động và thành công nhất trong việc tiếp nguồn năng lượng cho nền kinh tế tri thức này. Vốn mạo hiểm là chất xúc tác quan trọng trong sự phát triển, áp dụng, và thương mại hóa những công nghệ mới, thậm chí là tạo ra những ngành hoàn toàn mới.

### **Vậy vốn mạo hiểm là gì?**

Quá trình tìm kiếm, thử nghiệm, phát triển một ý tưởng khoa học, công nghệ, biến nó thành phát minh và thương mại hóa sản phẩm để thu lợi nhuận luôn luôn đòi hỏi một nguồn tài chính khổng lồ. Những doanh nghiệp lớn thường dành một phần đáng kể trong luồng thu nhập nội bộ cho hoạt động nghiên cứu và phát triển (R&D), và khi nguồn lực nội bộ này không đủ để chi phí cho quá trình đó, họ có thể tiếp cận thị trường tài chính truyền thống một cách dễ dàng, tức là có thể vay ngân hàng hay huy động vốn trên thị trường chứng khoán. Doanh nghiệp lớn có đủ những điều kiện cần thiết để làm điều

đó, như tài sản thế chấp, uy tín và những mối quan hệ sẵn có, cùng những triển vọng thu nhập trong tương lai.

Tuy nhiên, khi những ý tưởng mới, những phát minh tiềm năng lại xuất hiện ở những người mới khởi nghiệp, những công ty trẻ, thì ngoài sự hạn chế của nguồn lực tự có ban đầu, việc tiếp cận tới những kênh cung cấp vốn truyền thống nói trên là cực kỳ khó khăn, nếu không nói là không thể. Lý do là đối với những doanh nghiệp khởi nghiệp này, tài sản chủ yếu của họ là tài sản vô hình (những ý tưởng, phát minh thậm chí mới đang ở trong đầu); triển vọng của doanh nghiệp đang phụ thuộc mạnh vào quá trình nghiên cứu và phát triển, có thể thành công, có thể thất bại, nghĩa là rủi ro rất cao. Hơn nữa, hầu như chắc chắn rằng trong một số năm trước mắt, họ chưa thể có doanh thu, chưa nói là lợi nhuận. Mặt khác, những thông tin về triển vọng lợi nhuận lại là thứ không thể chia sẻ, liên quan tới những bí mật kinh doanh.

Sự kết hợp giữa các yếu tố như bị phụ thuộc vào nghiên cứu và phát triển; tài sản chủ yếu là tài sản vô hình; triển vọng không chắc chắn và thiếu một bề dày thành tích được chứng minh - những đặc trưng của giai đoạn khởi nghiệp và tiền thương mại này tạo nên một nhận thức của những định chế tài chính thông thường về mức độ rủi ro cao đến mức không thể chấp nhận được. Kết quả là đối với những hãng này thì việc tài trợ từ các kênh cung cấp vốn truyền thống như ngân hàng và thị trường chứng khoán là tốn kém hoặc rất khó khăn. Như vậy, nếu không khai thông được một kênh dẫn vốn nào khác thì có thể những ý tưởng, phát minh đầy tiềm năng lợi nhuận kia sẽ bị thui chột.

Động lực tìm kiếm lợi nhuận trên thị trường cùng những chính sách thúc đẩy tăng trưởng kinh tế của chính phủ đã dần hình thành nên một kênh dẫn vốn đặc biệt, tài trợ cho những quá trình như thế. Đó là thị trường vốn mạo hiểm, một nhánh của thị trường tài chính được khởi đầu ở nước Mỹ từ năm 1946 nhưng chỉ mới trở nên sôi động trong vài thập niên gần đây. Vốn mạo hiểm được coi như một bà đỡ đặc biệt hữu hiệu cho những phát minh công nghệ, đem lại những nguồn lợi nhuận khổng lồ và tạo thành những người khổng lồ trong nền kinh tế mới đặc trưng bởi các lĩnh vực công nghệ cao.

Do tính chất mới mẻ của loại hình vốn này, và do những khác biệt trong cơ chế huy động và sử dụng nó, nên vốn mạo hiểm được định nghĩa theo nhiều cách khác nhau và chưa có một định nghĩa chung hoàn toàn thống nhất. Tuy nhiên, một định nghĩa được giới nghiên cứu và hành nghề chấp nhận tương đối rộng rãi đã nêu được ba đặc trưng quan trọng liên quan tới bản chất của loại vốn này, và đây cũng là định nghĩa phù hợp với cách hiểu của người Mỹ, bởi lẽ nước Mỹ là nơi khởi nguồn và cho tới nay vẫn là quốc gia thành công nhất trong việc xây dựng và phát triển thị trường vốn mạo hiểm. Những đặc trưng đó là:

- **Thứ nhất**, vốn mạo hiểm là một khoản tiền được quản lý một cách chuyên nghiệp. Các nhà tư bản mạo hiểm (tổ chức hoặc cá nhân) trên thực tế là những chuyên gia thay mặt cho một tập hợp các nhà đầu tư để tiến hành đầu tư theo một cách thức được xác định và có cấu trúc rõ ràng.

- **Thứ hai**, các nhà tư bản mạo hiểm nắm giữ những công cụ giống như vốn chủ sở hữu. Mặc dù trong cơ cấu giao dịch có thể có phần phức tạp, song yếu tố quan trọng là họ tham gia trực tiếp vào rủi ro kinh doanh của những công ty mà họ tài trợ. Như vậy vốn mạo hiểm không chỉ liên quan tới những khoản lợi nhuận tài chính ngoạn mục mà báo chí thường đăng tải, mà nó còn liên quan tới cả những rủi ro quan trọng.

- **Thứ ba**, các nhà tư bản mạo hiểm chủ yếu đầu tư vào những công ty mới, thường là trước khi đạt tới khả năng thu lợi nhuận, trước khi bán được một sản phẩm nào đó hay thậm chí là trước khi phát triển được sản phẩm. Tuy nhiên các nhà tư bản mạo hiểm không đầu tư vào cái mà thường được gọi là các "doanh nghiệp nhỏ". Thực ra họ chỉ quan tâm tới những hãng sẵn sàng theo đuổi một con đường tăng trưởng nhanh (mặc dù rủi ro). Nói một cách đơn giản, các nhà tư bản đầu tư vào những người khổng lồ trong thời thơ ấu, chứ không phải là các công ty nhỏ.

Như vậy, có thể nói: *Vốn mạo hiểm là khoản đầu tư do những tổ chức chuyên môn hóa thực hiện tới những hãng tăng trưởng cao, rủi ro cao và thường là có công nghệ cao đang cần vốn cổ phần để tài trợ cho phát triển sản phẩm hoặc tăng trưởng* (Ronald J. Gilson và

Bernard Black - Journal of Applied Corporate Finance 36-48 - Mùa Đông 1999).

Tham gia trực tiếp vào quá trình vận hành của vốn mạo hiểm có ba đối tượng chủ yếu:

- *Các nhà đầu tư.* Họ có thể là những cá nhân giàu có (angel capitalists), có thể là những công ty lớn hoạt động trong lĩnh vực tài chính (ngân hàng, công ty bảo hiểm, quỹ hưu trí...) hoặc phi tài chính (các tập đoàn sản xuất). Họ có lượng tiền lớn sẵn sàng để đầu tư và chấp nhận rủi ro cao, hy vọng đạt được những mức lợi nhuận lớn.

- *Các nhà tư bản mạo hiểm.* Họ là những người hành nghề đầu tư mạo hiểm chuyên nghiệp. Vừa có tri thức về công nghệ, vừa có tài năng quản trị, họ đảm nhiệm chức năng huy động vốn từ các nhà đầu tư; tìm kiếm và đánh giá các cơ hội đầu tư, tiến hành đầu tư theo những chiến lược nhất định để làm tăng giá trị cho công ty nhận đầu tư, và cuối cùng là thực hiện thoát đầu tư để thu hồi vốn và lợi nhuận, hoàn trả cho các nhà đầu tư. Chu kỳ này được tái tạo với việc huy động quỹ mới cho những cơ hội đầu tư mới. Vốn mạo hiểm vì thế mang tính chu kỳ.

- *Các doanh nhân khởi nghiệp.* Họ là những kỹ sư hay nhà khoa học đang muốn biến một phát hiện công nghệ thành một thành công trên thương trường. Để nhận được những khoản đầu tư mạo hiểm, họ không chỉ cần một ý tưởng có tiềm năng lợi nhuận lớn, mà còn phải thực hiện những cam kết về phân chia lợi nhuận cũng như quyền lực với các nhà tư bản mạo hiểm.

Ở những nước có kênh lưu thông vốn mạo hiểm, mối quan hệ giữa ba đối tượng này được xử lý theo những mô hình tổ chức và hoạt động khác nhau. Một mô hình tốt là mô hình đảm bảo được những lợi ích hài hòa của cả ba đối tượng, nhờ đó đạt được ba mục tiêu là: (1) Khuyến khích và duy trì nguồn ý tưởng công nghệ mới mẻ và tinh thần khởi nghiệp (duy trì nhu cầu về vốn mạo hiểm); (2) Tạo động lực cho người có vốn bỏ vốn ra đầu tư mạo hiểm và lập lại hành động đó (phát triển nguồn cung); và (3) Phát huy triệt để năng lực đặc biệt của các nhà quản lý quỹ chuyên nghiệp (đảm bảo hiệu quả đầu tư). Kết quả tổng thể của một mô hình như thế là thúc đẩy sự hình thành và phát triển của nền kinh tế tri thức.

Chúng ta sẽ xem xét một số đặc trưng trong mô hình thị trường vốn mạo hiểm của Mỹ, từ đó có thể hiểu được vì sao trong một môi trường như thế, vốn mạo hiểm trở thành chất xúc tác của những phát minh công nghệ và nước Mỹ lại là nước dẫn đầu trong lĩnh vực này.

### 1. Cơ cấu tổ chức quỹ vốn mạo hiểm

Kết nối người cung cấp vốn (nhà đầu tư mạo hiểm) với người quản lý đầu tư vốn mạo hiểm (các nhà tư bản mạo hiểm) theo hình thức một tổ chức *hợp danh hữu hạn* (limited partnerships) là phương thức thống trị trên thị trường vốn mạo hiểm Mỹ. Nó được coi là cơ cấu ưu việt nhất trong việc tạo ra một cơ chế phân chia trách nhiệm và quyền hạn hợp lý và hiệu quả. Trong cơ cấu này, các hãng quản lý vốn mạo hiểm chuyên nghiệp sẽ đóng vai trò là những *thành viên hợp danh thường trực* (general partnership) có chức năng tổ chức, tiến hành đầu tư, quản trị và cuối cùng là thanh lý số vốn huy động được từ các nhà đầu tư. Các nhà đầu tư (cá nhân, tổ chức) chỉ là những *thành viên hợp danh hữu hạn* (limited partners), họ góp vốn vào hợp danh này và được chia lãi (hoặc chịu rủi ro), nhưng không có vai trò gì trong các quyết định đầu tư. Các nhà tư bản mạo hiểm sẽ nhận được một khoản phí quản lý (2-3% tổng số vốn cam kết) và một tỷ lệ nhất định trong tổng số tiền thu được sau khi thoát vốn để đổi lại những dịch vụ mà họ cung cấp. Điều này tạo ra những khuyến khích mạnh mẽ để các thành viên hợp danh thường trực này tạo ra những mức lợi nhuận cao. Với cơ cấu này, cái mà công ty khởi nghiệp nhận được không chỉ là tiền mà theo đó còn là sự hỗ trợ về quản trị, là lời khuyên, và cả về uy tín đối với các bên thứ ba nữa.

Các hợp danh hữu hạn là những *tổ chức độc lập*, có thời gian hoạt động xác định. Thông thường, hãng vốn mạo hiểm huy động một quỹ có thời gian hoạt động là mười năm và phần lớn đầu tư được thực hiện trong vòng ba năm đầu. Khi quỹ được đầu tư hết, hãng vốn mạo hiểm sẽ có thể huy động một quỹ mới khác. Tại thời điểm này, việc nó quản lý quỹ trước tốt đến mức nào sẽ quyết định khả năng nó có huy động được một quỹ mới hay không. Các dòng vốn đổ vào hợp danh hữu hạn vì thế mang tính cạnh tranh, phụ thuộc nhiều hơn vào chất lượng hoạt động của nó.

Khác với cấu trúc hợp danh hữu hạn, có một cấu trúc khác trong đó bản thân quỹ là một công ty con của các hãng tài chính hay phi tài chính. Công ty mẹ thực hiện tài trợ vốn mạo hiểm cho một doanh

ngành khởi nghiệp nào đó là nhằm tạo mối quan hệ với những doanh nghiệp mới này để rồi sẽ cung cấp những dịch vụ khác (nếu các công ty mẹ là các định chế tài chính) hoặc hy vọng vào những khoản lợi nhuận trong tương lai. So với hình thức hợp danh, những bất lợi thế của loại hình này có thể tóm tắt như sau:

- Hội đồng quản trị và chủ tịch hội đồng quản trị của công ty con, tức là những người góp vốn hoặc sáng lập, sẽ đưa ra quyết định phê chuẩn các khoản đầu tư, trong khi đó việc quản lý các khoản đầu tư của quỹ lại do công ty quản lý vốn mạo hiểm được thuê để đảm trách, như vậy là lãng phí năng lực của các nhà hoạt động đầu tư chuyên nghiệp (trường hợp ở Đài Loan).

- Thù lao cho những người quản lý quỹ là một khoản tiền lương và một khoản thưởng nào đó, vì thế tính chất khuyến khích của nó không mạnh.

- Công ty con phải trung thành với những lợi ích của các công ty mẹ chứ không phải với lợi ích của công ty nhận đầu tư, và điều này đôi khi dẫn tới xung đột lợi ích giữa người tài trợ với người khởi nghiệp, giữa quỹ của công ty với các nhà đầu tư mạo hiểm khác.

- Đội ngũ nhân viên quản lý của công ty con là do công ty mẹ cử tới, sau một thời gian hoạt động họ lại trở về làm việc cho công ty mẹ, tốc độ luân chuyển cao và vì thế khó hình thành được một đội ngũ chuyên gia đầu tư vốn mạo hiểm giỏi nghề (trường hợp ở Nhật Bản).

### **Phương thức tài trợ**

Các nhà tư bản mạo hiểm được ví như các huấn luyện viên, còn các doanh nghiệp khởi sự thì giống như các đội tuyển. Trước hết, huấn luyện viên sẽ phải lựa chọn đội tuyển mà ông ta có thể làm việc với họ. Nguyên tắc để ra với các nhà tư bản mạo hiểm trước hết là họ phải đầu tư vào những ý tưởng mà họ tin rằng thành công và hơn nữa họ có thể hiểu rõ về nó. Điều này đòi hỏi các chuyên gia này phải rất tinh thông và cập nhật những kiến thức mới. Thứ hai, việc các nhà tư bản mạo hiểm bỏ công sức ra "huấn luyện" một công ty phải chứng tỏ là đáng làm, điều đó trước hết có nghĩa là công ty đó phải theo đuổi một cơ hội lớn. Số lượng công ty thất bại thì nhiều, nên các nhà tư bản mạo hiểm đòi hỏi những khoản lợi nhuận lớn và chỉ đầu tư vào những hãng hứa hẹn mức sinh lời cao. Nếu công ty khởi nghiệp này không

nhằm vào một thị trường lớn, thì nó sẽ không thể tạo ra được những khoản lợi nhuận lớn cho dù nó có nỗ lực đến mấy. Nhưng chỉ một thị trường lớn cũng chưa đủ, công ty còn phải nhanh chóng biến cơ hội thành hiện thực trước khi cạnh tranh làm xói mòn tất cả những món lợi nhuận tiềm năng. Thường thì các khoản đầu tư phải có khả năng đem lại những món lợi vốn lớn trong vòng năm năm. Đây chính là nơi mà sự hỗ trợ của vốn mạo hiểm có thể trở thành cực kỳ quan trọng.

Doanh nhân khởi nghiệp và nhà tư bản mạo hiểm trước hết phải thỏa thuận được một vụ làm ăn trong đó quy định rõ không chỉ việc phân chia những kết quả tài chính mà cả về các vai trò và quyền kiểm soát tương ứng của mỗi bên. Một đặc điểm của việc tài trợ vốn mạo hiểm ở Mỹ là các nhà tư bản đầu tư vào cổ phiếu công ty, tức là họ là những người nắm giữ vốn chủ sở hữu, tham gia vào thành công của công ty nếu nó phát đạt, song cũng gánh chịu rủi ro nếu nó hoạt động tồi. Chính điều này đảm bảo rằng những khuyến khích đối với các nhà đầu tư và các doanh nhân khởi nghiệp là thống nhất với nhau. Và đây cũng chính là điểm khác biệt giữa các nhà tư bản mạo hiểm Mỹ và các nhà tư bản mạo hiểm của các nước Châu Âu và Châu Á, thường sử dụng các khoản vay để tài trợ vốn mạo hiểm. Điều này một phần được giải thích bằng văn hóa kinh doanh, quy định mức độ chấp nhận rủi ro của người Mỹ là khá cao so với doanh nhân châu Âu và Châu Á.

Tuy nhiên các nhà tư bản mạo hiểm không bao giờ trao cho một công ty đủ số tiền mà nó cần để có thể trở thành tự chủ. Họ thường mua cổ phiếu theo nhiều vòng nhỏ hơn, và điều kiện của mỗi vòng tiếp theo thường không được ấn định từ vòng tài trợ trước đó, hàm nghĩa là động lực cạnh tranh sẽ quyết định giá của các vòng tiếp theo. Hoạt động của doanh nghiệp càng tốt thì những cổ phiếu về sau càng được định giá cao hơn. Việc chia giai đoạn để tài trợ cũng đem lại cho các nhà đầu tư một phương pháp hữu ích để kiểm soát.

Đặc biệt, các nhà tư bản mạo hiểm không chỉ nhận được phần vốn chủ sở hữu đáng kể trong công ty, mà họ còn yêu cầu có những đại diện trong hội đồng quản trị để nắm quyền kiểm soát công ty. Cho dù họ chỉ kiểm soát một phần nhỏ trong số thu nhập song họ lại nắm đa số quyền bỏ phiếu. Với số phiếu đó, họ có thể giám sát, hỗ trợ và thậm chí là can thiệp vào những khoản đầu tư. Sự tham gia của họ mở rộng tới nhiều chức năng khác, bao gồm hỗ trợ tuyển dụng nhân

sự cho các vị trí quan trọng; cho những lời khuyên chiến lược; giới thiệu tới các khách hàng tiềm năng, những đối tác chiến lược, các nhà tài trợ cho những giai đoạn sau, các ngân hàng đầu tư, và nhiều mối quan hệ khác nữa.

### Giai đoạn tài trợ

Quá trình khởi nghiệp của một công ty thường được chia thành ba giai đoạn, tương ứng với mỗi giai đoạn là những hình thức tài trợ thích hợp.

*Vốn hạt giống (seed capital)* được cung cấp để tìm kiếm, đánh giá và phát triển một ý tưởng, khái niệm ban đầu. Vốn hạt giống có thể nhận được từ một quỹ vốn mạo hiểm hay từ một nhà đầu tư cá nhân. Người khởi nghiệp sẽ sử dụng số tiền này để chứng minh và phát triển ý tưởng của mình, để nghiên cứu tiềm năng thị trường và chuẩn bị một kế hoạch kinh doanh. Nếu thành công, người khởi nghiệp sẽ phải bắt đầu thiết lập một nhóm quản lý, chắc chắn là với sự trợ giúp của người cung cấp vốn. Điều này rất quan trọng bởi vì người khởi nghiệp - có thể là một nhà khoa học hay một kỹ sư - họ không có những kỹ năng về tiếp thị, tài chính và quản trị cần thiết để bắc cầu cho "khoảng trống thương mại hóa" trước mắt.

*Vốn khởi động (start-up capital)* được cung cấp cho các công ty để phát triển sản phẩm và tiếp thị ban đầu; các công ty có thể đang trong quá trình hình thành hoặc đã bước vào kinh doanh trong một thời gian ngắn, song chưa bán sản phẩm theo phương thức thương mại.

Công ty sơ khai này sẽ cần thêm vốn để chuẩn bị và khởi động các hoạt động thương mại. Ở giai đoạn này công ty đã hoàn tất việc nghiên cứu thị trường, thiết lập được một ban quản lý, phát triển một kế hoạch kinh doanh và sẵn sàng tiến hành kinh doanh. Tuy nhiên vì chưa có bất kỳ một nguồn thu nào từ bán hàng, chứ chưa nói lợi nhuận, nên công ty vẫn đang dựa vào nguồn *tài chính thời kỳ đầu* để vận hành.

Vì không có cơ sở về thành tích hoạt động để có thể đánh giá về công ty nhận đầu tư, quỹ vốn mạo hiểm khi quyết định có cấp vốn hay không sẽ căn cứ vào nhận định của họ về thành công cuối cùng của công ty, và do đó, dựa vào tính chất triệt để của kế hoạch kinh doanh, kinh nghiệm cũng như tầm vóc của ban quản lý. Quỹ vốn mạo hiểm

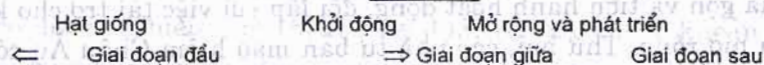


sẽ cố gắng bảo vệ khoản đầu tư của nó, thường được cung cấp dưới hình thức một sự tham gia vốn cổ phần của công ty, bằng cách áp đặt những điều kiện nhất định, như việc xem xét hồ sơ và bổ nhiệm ban quản lý then chốt, và được có đại diện trong hội đồng quản trị của công ty.

**Vốn mở rộng (expansion capital)** được cung cấp cho sự tăng trưởng và mở rộng của một công ty đã vượt qua điểm hòa vốn hoặc đang giao dịch có lợi nhuận; vốn có thể được sử dụng để tài trợ cho năng lực sản xuất đã tăng lên, để tiếp thị hoặc phát triển sản phẩm, hoặc để cung cấp vốn lưu động bổ sung. Ở giai đoạn này, công ty đã có nguồn thu từ bán hàng và chắc chắn là sẽ tạo ra lợi nhuận, nhưng khoản lợi nhuận này có thể không đủ để tài trợ cho sự mở rộng công ty. Vì thế nó có thể trở lại với nhà cung cấp vốn để có được **tài chính giai đoạn mở rộng và tăng trưởng**. Hơn nữa lúc này công ty đã có một bề dày thành tích để hỗ trợ cho quỹ vốn mạo hiểm trong việc quyết định có cấp vốn hay không.

<b>Cao</b>				<b>Thấp</b>
<b>Nhu cầu vốn</b>			Thị trường vốn (Trái phiếu, cổ phiếu) Vốn cổ phần tư nhân Các khoản vay ngân hàng Vốn mạo hiểm Trợ cấp	<b>Mức độ rủi ro</b>
	Ngân hàng Vốn mạo hiểm Nhà tư bản cá nhân			
	Vốn mạo hiểm Nhà tư bản cá nhân Gia đình và bạn bè	Trợ cấp		
<b>Thấp</b>	Tiết kiệm			<b>Cao</b>

#### Kiểu tài trợ



Có thể nhận thấy rằng vốn mạo hiểm có thể được tài trợ cho bất kỳ giai đoạn nào của quá trình phát triển của công ty, hoặc có thể ở tất cả các giai đoạn, cho tới khi hoàn thành được việc thoát đầu tư để thu hồi vốn. Với mỗi giai đoạn, tương ứng có một quan hệ rủi ro-lợi

nhuận nhất định. Tùy theo đặc điểm riêng của từng thị trường, từng cộng đồng đầu tư ở mỗi quốc gia, việc tài trợ cho giai đoạn này hay giai đoạn khác sẽ chiếm tỷ trọng vốn lớn hơn trong tổng lượng vốn mạo hiểm được đầu tư.

Là những nhà đầu tư hợp lý, các nhà tư bản mạo hiểm cũng cảnh giác như bất kỳ một người nào khác trong việc hỗ trợ cho những công ty mới cực kỳ rủi ro, và họ sẽ chỉ làm điều đó nếu như người khởi nghiệp hay người sáng lập rất nổi tiếng đối với các nhà tư bản mạo hiểm, hoặc dự án mạo hiểm này là đặc biệt nhiều triển vọng, hoặc cả hai. Cho dù sự phân bổ thực tế giữa việc tài trợ cho giai đoạn đầu và giai đoạn sau thường thay đổi từ năm này sang năm khác, một nguyên lý của tài trợ vốn mạo hiểm không bao giờ thay đổi là giai đoạn phát triển của công ty nhận đầu tư càng sớm, thì lợi nhuận dự tính trên khoản đầu tư của nhà tư bản mạo hiểm phải càng cao. Các nhà tư bản mạo hiểm chuyên nghiệp thường đòi hỏi mức lợi nhuận kép vượt quá 50% hàng năm trên các khoản đầu tư giai đoạn khởi động, nhưng cũng thường sẵn sàng chấp nhận mức lợi nhuận 20-30 % một năm trên những giao dịch giai đoạn sau, vì rủi ro trên khoản đầu tư này thấp hơn nhiều ở những công ty nhận đầu tư lâu năm hơn.

Mặt khác, sự lựa chọn giữa các khoản đầu tư giai đoạn đầu và giai đoạn sau thường không hoàn toàn rõ ràng. Đa số các quỹ vốn mạo hiểm Mỹ đầu tư vào một công ty trong những năm đầu của nó vẫn cam kết vốn cho công ty khi nó phát triển, và sẽ thường tham gia vào tài trợ vòng thứ hai, thứ ba, thứ tư và hơn nữa khi công ty nhận đầu tư này trưởng thành. Mỗi vòng tiếp theo thường với một mức giá cao hơn, chứa đựng một mức lợi nhuận đòi hỏi thấp hơn. Trái lại giai đoạn đầu - giai đoạn khởi động của doanh nghiệp - không phải là lựa chọn chủ yếu của các nhà tư bản mạo hiểm Châu Âu. Thứ nhất, phần lớn loại vốn được phân loại là vốn mạo hiểm ở Châu Âu được giành cho việc mua gọn và tiến hành hoạt động, đối lập với việc tài trợ cho khởi động và mở rộng. Thứ hai, các nhà tư bản mạo hiểm Châu Âu có xu hướng tài trợ cho những công ty an toàn hơn, trưởng thành hơn và ít biến động hơn so với các nhà tư bản mạo hiểm Mỹ. So với những người đồng cấp ở Mỹ, đa số các nhà đầu tư thể chế Châu Âu (ngoài Anh và Hà Lan) lo ngại hơn về đầu tư vốn cổ phần vào các hãng khởi động và thích những khoản đầu tư có thu nhập cố định và tương đối

an toàn hơn. Vốn mạo hiểm ở dạng cổ điển tập trung vào những doanh nghiệp rất mới với những tiềm năng lớn nhưng có rủi ro về doanh thu và lợi nhuận. Trái lại, ở Châu Âu, các nhà đầu tư bị hấp dẫn bởi những giai đoạn sau, ở đó việc mua gọn (buyout) là cơ hội đạt được lợi nhuận dễ dàng và nhanh chóng hơn so với những giai đoạn tài trợ sớm hơn. Giai đoạn mở rộng cũng thu hút được một khối lượng lớn của các quỹ mặc dù trong những năm gần đây có sự chuyển hướng sang mua gọn. Đó là những lý do giải thích cho thực tế là mặc dù trong một vài năm gần đây vốn mạo hiểm được sử dụng nhiều hơn ở Châu Âu, song nó không tạo ra loại doanh nghiệp khởi nghiệp năng động giống như những doanh nghiệp mà các nhà tư bản mạo hiểm ở Mỹ đã nuôi dưỡng.

### **Thoát vốn**

#### ***Thoát vốn và tốc độ quay vòng dịch vụ phi tài chính***

Vốn mạo hiểm hoạt động theo chu kỳ, và mỗi chu kỳ thường kết thúc bằng một đợt thoát vốn, tức là việc các nhà tư bản mạo hiểm tiến hành thanh lý các khoản đầu tư, thu hồi vốn và lãi (nếu có) để phân phối cho các bên tham gia. Thoát vốn là một khâu quan trọng, không chỉ vì nó thỏa mãn những lợi ích của các bên mà còn vì nó sẽ làm tăng hiệu quả sử dụng nguồn đóng góp tài chính và phi tài chính của các nhà bản mạo hiểm do việc quay vòng để hỗ trợ cho một thế hệ công ty khởi nghiệp mới. Đây là một nét đặc thù của kênh dẫn vốn này, và nó cũng giải thích phần nào cho tốc độ phát triển nhanh đến chóng mặt của những phát minh công nghệ mới và quá trình thương mại hóa những phát minh đó.

Các nhà tư bản mạo hiểm không chỉ cung cấp vốn cho các công ty trong danh mục. Họ còn cung cấp **sự trợ giúp quản lý, giám sát sâu các hoạt động và cả vốn uy tín**. Chẳng hạn, các quỹ vốn mạo hiểm có kinh nghiệm trong việc phát triển các công ty khởi nghiệp và họ có được sự hiểu biết thị trường dựa trên cơ sở các khoản đầu tư danh mục khác của họ trong cùng ngành hoặc trong những ngành có liên quan. Họ có thể hỗ trợ một công ty trong giai đoạn đầu trong việc xác định địa điểm và tuyển dụng ban quản lý và nhân viên kỹ thuật mà công ty cần có khi hoạt động kinh doanh đã phát triển, và có thể giúp công ty trước những vấn đề có thể dự đoán mà những hãng công nghệ cao gặp phải khi chuyển từ bước triển khai ý tưởng sang sản

xuất, tiếp thị và phân phối. Tri thức và kinh nghiệm của các nhà tư bản mạo hiểm với những hãng khởi nghiệp trước đây giúp họ có thể tìm kiếm các nhà quản trị cho những công ty khởi nghiệp mới. Mặt khác, việc tài trợ vốn mạo hiểm làm tăng tính đáng tin cậy của công ty nhận đầu tư đối với các bên thứ ba. Các nhà quản trị có tài năng sẽ dễ chấp nhận làm việc với một công ty được hỗ trợ bằng vốn mạo hiểm hơn, vì sự tham gia của nhà tư bản mạo hiểm cung cấp một tín hiệu đáng tin cậy về khả năng thành công của công ty này. Các nhà cung cấp sẽ sẵn sàng hơn trong việc chấp nhận rủi ro bỏ vốn và dành tín dụng thương mại cho một công ty nếu như có một nhà tư bản mạo hiểm vừa bỏ vốn vừa giám sát tiến độ quản trị và kỹ thuật của nó. Các khách hàng cũng sẽ coi hứa hẹn của công ty về việc giao sản phẩm trong tương lai là nghiêm túc hơn. Sau này, uy tín của nhà tư bản mạo hiểm sẽ giúp thu hút một nhà bảo lãnh phát hành có chất lượng cao cho một IPO cho cổ phiếu của công ty danh mục.

Những đầu vào phi tài chính của nhà tư bản mạo hiểm có giá trị đặc biệt đối với các công ty đang ở giai đoạn đầu. Khi ban quản trị của công ty nhận đầu tư đã tích lũy được kinh nghiệm, chứng tỏ được kỹ năng của mình, và thiết lập được uy tín của chính mình, thì nhu cầu của nó đối với kinh nghiệm quản lý, giám sát và dịch vụ của nhà cung cấp vốn mạo hiểm với tư cách là một trung gian có uy tín, sẽ giảm đi. ***Như vậy, tới một điểm nào đó, những đóng góp phi tài chính của nhà cung cấp vốn mạo hiểm có thể được giành cho, một cách có lợi nhuận hơn, một loạt mới các công ty đang ở giai đoạn đầu.*** Song vì tính kinh tế nhờ quy mô được đề cập trên đây kết nối những đóng góp tài chính và phi tài chính với nhau, nên việc quay vòng những đóng góp phi tài chính này của nhà tư bản cũng đòi hỏi nhà tư bản mạo hiểm phải thoát ra và quay vòng khoản đóng góp tài chính của nó, từ những công ty đã thành công sang các công ty ở giai đoạn đầu.

Thoát vốn cũng có tác động tới mối quan hệ giữa một quỹ vốn mạo hiểm và các nhà đầu tư vào quỹ. Thoát vốn đáp ứng ba vấn đề mang tính hợp đồng trong mối quan hệ nhà tư bản mạo hiểm - người cung cấp vốn. Một là, những người cung cấp vốn cần có một phương thức để đánh giá kỹ năng của nhà tư bản mạo hiểm, để còn quyết định sẽ cam kết những lượng tiền mới cho những nhà quản trị nào.

Hai là, những người cung cấp vốn cần phải đánh giá rủi ro và lợi nhuận trên các khoản đầu tư vốn mạo hiểm trong tương quan với các khoản đầu tư khác, để quyết định có đầu tư vào vốn mạo hiểm không và đầu tư bao nhiêu. Ba là, các nhà cung cấp vốn cần có khả năng rút lại vốn từ những nhà quản trị kém thành công. Việc các quỹ vốn mạo hiểm thoát vốn khỏi những khoản đầu tư danh mục cụ thể sẽ tạo ra một chuẩn so sánh cho phép những nhà cung cấp vốn đánh giá cả kỹ năng của các nhà tư bản mạo hiểm khác nhau cũng như khả năng thu lợi nhuận của vốn mạo hiểm so với những khoản đầu tư khác. Đồng thời, việc thanh toán số tiền nhận được sau khi thoát vốn cho các nhà cung cấp vốn sẽ cho phép họ quay vòng quỹ từ những nhà quản trị vốn mạo hiểm ít thành công sang các nhà quản trị thành công hơn.

### **Các kênh thoát vốn**

Những kênh thoát vốn phổ biến là (1) bán thương mại (trade sales); (2) chào bán lần đầu ra công chúng (IPO); (3) mua lại cổ phần, do ban quản trị của công ty khởi nghiệp tiến hành.

**Bán thương mại** là kênh thoát vốn khá phổ biến, nhất là ở châu Âu nơi mà đa số các quốc gia đều có thị trường tài chính dựa vào ngân hàng là chính. Đó là việc bán (hoặc sáp nhập) một công ty mới cho một công ty khác lớn hơn. Cách này có vẻ hấp dẫn cả các thành viên hợp danh hữu hạn và thành viên hợp danh thường trực, bởi nó là sự hoàn trả tiền hoặc các chứng khoán dễ mua bán, và kết thúc sự tham gia của hợp danh vào hãng vốn mạo hiểm. So với IPO, bán thương mại được coi là phương thức thoát vốn nhanh hơn và rẻ hơn. Những công ty lớn, đặc biệt là những công ty đã có sản phẩm hoàn chỉnh và các luồng thu nhập ổn định, thường quan tâm nhiều tới việc mua những doanh nghiệp khởi sự có khả năng lợi nhuận hơn là xây dựng từ đầu những doanh nghiệp mới.

Kênh thoát vốn này thể hiện một bất lợi thế quan trọng của ban quản lý công ty, bởi họ sẽ mất tính độc lập khi bị thôn tính hoặc bị sáp nhập với một công ty lớn hơn. Mặt khác, bán thương mại thường có bên mua là một hãng công nghiệp hay tài chính, nên nó có những lợi thế được thừa nhận. Nó xác nhận khả năng được tái tài trợ bởi một nhà đầu tư mới tại thời điểm kết thúc một quỹ đóng, trong khi cũng đảm bảo được sự định giá độc lập. Ngoài ra, nó cho phép ban quản lý

của doanh nghiệp nhận đầu tư vẫn ở lại ngay cả khi không lựa chọn IPO, và cho phép một doanh nghiệp được tái vay vốn.

**Chào bán lần đầu ra công chúng** (IPO) diễn ra khi một công ty lần đầu bán cổ phiếu ra công chúng, với mong muốn là một thị trường thanh khoản sẽ phát triển. Nếu một công ty trẻ phát đạt và cần thêm vốn cổ phần, thì "ra đại chúng" thông qua việc bán cổ phiếu cho một số lượng lớn các nhà đầu tư đa dạng hóa có thể là việc làm đáng mong muốn. Khi cổ phiếu đó được giao dịch đại chúng, tính thanh khoản tăng lên này cho phép công ty huy động vốn với những điều kiện thuận lợi hơn so với khi nó phải bù đắp cho các nhà đầu tư do tình trạng thiếu tính thanh khoản thường gắn liền với một công ty nắm giữ tư nhân.

Kênh thoát vốn này thường là kênh được ưa thích vì nói chung, nó đem lại sự **định giá cao nhất đối với công ty trong khi vẫn bảo toàn được tính độc lập của ban quản lý**. IPO đòi hỏi những khoản phí tổn nhất định. Trước hết là khoản chi phí thường xuyên phát sinh do nhu cầu phải cung cấp thông tin cho các nhà đầu tư và các cơ quan quản lý đối với những công ty được giao dịch đại chúng. Tiếp theo là những khoản chi phí bổ sung, có thời điểm, như là những khoản chi phí trực tiếp liên quan tới các loại phí pháp lý, kiểm toán và bảo lãnh phát hành, và những khoản chi phí gián tiếp liên quan tới thời gian quản lý và nỗ lực dành cho việc tiến hành đợt chào bán, và liên quan tới tình trạng pha loãng gắn với việc bán cổ phần tại một mức giá chào bán mà tính trung bình là thấp hơn mức giá hiện hành trên thị trường ngay sau đợt IPO.

Tiềm năng thoát vốn thông qua một IPO cho phép người khởi nghiệp và quỹ vốn mạo hiểm tham gia vào **một hợp đồng ngầm tự động có hiệu lực đối với vấn đề kiểm soát**, trong đó quỹ vốn mạo hiểm thỏa thuận trả lại quyền kiểm soát cho một người khởi nghiệp thành công, bằng cách thoát vốn thông qua một IPO, với giả định là người khởi nghiệp sẽ giữ lại quyền kiểm soát đối với một khối lượng cổ phần đủ lớn.

Thông qua IPO, phần đóng góp của hãng vốn mạo hiểm bị giảm đi và công ty đại chúng lúc này sẽ không còn phụ thuộc vào sự tài trợ theo giai đoạn của các nhà tư bản mạo hiểm nữa. IPO giảm bớt những hạn chế về tính thanh khoản của doanh nghiệp khởi nghiệp và thị

trường cổ phiếu giảm bớt nhu cầu về sự giám sát chặt chẽ của các nhà tư bản mạo hiểm. Cuối cùng, hợp đồng công khai giữa nhà tư bản mạo hiểm và công ty nhận đầu tư đảm bảo rằng những quyền kiểm soát quan trọng mà lúc đầu được trao cho quỹ sẽ mất đi sau một IPO, bất kể quỹ có bán cổ phần hay không.

**Mua lại cổ phần** là kênh thoát vốn thứ ba, được thực hiện bởi những người đồng đầu tư hoặc ban quản lý. Cơ chế này được coi là một kênh thoát vốn hỗ trợ và được sử dụng chủ yếu khi khoản đầu tư không thành công. Đối với những khoản đầu tư nhỏ thì một điều khoản về mua lại có đảm bảo là rất quan trọng, vì nó là phương tiện duy nhất theo đó công ty hợp danh có thể được đảm bảo về tính thanh khoản.

### **Những hàm ý chính sách cho sự phát triển của thị trường vốn mạo hiểm**

Hoạt động vốn mạo hiểm giữa các nước có sự chênh lệch đáng kể về quy mô và phạm vi. Điều này bắt nguồn từ những yếu tố khác nhau, trong đó có trình độ phát triển của nền kinh tế thị trường, thành quả nghiên cứu và phát triển, văn hóa kinh doanh, và đặc biệt là các biện pháp chính sách của chính phủ. Chính phủ có thể tác động tới sự hình thành của cả ba yếu tố quan trọng cho sự vận hành của thị trường vốn mạo hiểm. Đó là:

1. *Nguồn cung vốn sẵn sàng để tài trợ cho những dự án chấp nhận rủi ro.* Sự sẵn có của vốn là một điều kiện cần thiết, song đối với nhiều nước nó lại không phải là vấn đề. Trái lại, mức độ sẵn lòng rót vốn cho những khoản đầu tư rủi ro có lẽ rất khác nhau giữa các nước và nó phụ thuộc vào sự tồn tại của các dự án có tiềm năng lớn thích hợp để đầu tư và sự đánh đổi giữa rủi ro và lợi nhuận dự tính. Sự đánh đổi này đến lượt nó lại phụ thuộc vào nhiều yếu tố, trong đó có tính hiệu quả của các thị trường tài chính (ví dụ như sự tồn tại của những cơ chế tham gia và thoát ra dễ dàng), cấu trúc khuyến khích (phần thưởng xứng đáng cho rủi ro được chấp nhận), và những triển vọng tăng trưởng chung và tăng trưởng của hãng và ngành.

Các chính phủ có thể tác động vào nguồn cung vốn mạo hiểm theo cách trực tiếp (thành lập các quỹ vốn mạo hiểm do ngân sách nhà nước tài trợ) hoặc gián tiếp (tạo ra một môi trường thuận lợi

khuyến khích vốn mạo hiểm tư nhân). Trong các biện pháp tác động trực tiếp, sự tài trợ vốn mạo hiểm của chính phủ phải tạo ra những yếu tố tiên đề cho sự phát triển của thị trường vốn mạo hiểm, mở đường cho đầu tư tư nhân mà không gây ra bất kỳ một hiệu ứng đẩy bật nào đối với đầu tư tư nhân (kinh nghiệm của Mỹ). Trong biện pháp gián tiếp, chính phủ có thể tác động được tới rất nhiều khía cạnh: chính sách thuế lợi vốn thấp tạo khuyến khích cho các nhà đầu tư bỏ vốn mạo hiểm; phát triển thị trường vốn để nó trở thành một lựa chọn kênh thoát vốn sẵn có; tạo điều kiện để đa dạng hóa nguồn cung ứng vốn mạo hiểm. Cụ thể hơn, những thay đổi trong thuế suất lợi vốn làm thay đổi lợi nhuận dự tính từ hoạt động kinh doanh mạo hiểm, từ cả hai phía người cung cấp vốn và người có nhu cầu về vốn. Một mặt, giảm thuế lợi vốn làm tăng cung vốn mạo hiểm, bằng cách tăng lợi nhuận sau thuế của những tài sản đem lại lợi vốn, giảm đòi hỏi về mức sinh lời trước thuế. Điều này dẫn tới sự chuyển dịch của đường cung sang bên phải. Mặt khác, giảm thuế suất làm tăng cầu về quỹ vốn mạo hiểm, bằng cách làm tăng số lượng những cá nhân tiến hành khởi sự doanh nghiệp, và giúp cho họ dễ dàng thu hút lao động. Thêm vào đó, thu nhập từ lợi vốn có thể trở nên hấp dẫn hơn đối với những người khởi nghiệp đang cân nhắc việc từ bỏ thu nhập từ tiền công để tham gia các doanh nghiệp mạo hiểm tư nhân. Vì thế sẽ có sự dịch chuyển đường cầu sang bên phải.

Đặc biệt là việc chính phủ phải sử dụng những biện pháp xúc tiến sự bảo vệ các quyền đối với tài sản sở hữu trí tuệ (bằng sáng chế phát minh và bản quyền). Các biện pháp này một mặt khuyến khích được việc đầu tư vào các tài sản vô hình - điển hình cho khu vực công nghệ, và mặt khác có thể giúp bảo đảm được cho khoản đầu tư qua việc cung cấp tài sản thế chấp trong trường hợp vỡ nợ.

*2. Sự tồn tại những ý tưởng nhiều triển vọng, các doanh nhân khởi nghiệp hoặc các hãng có tiềm năng lớn, xứng đáng được đầu tư.* Điều kiện nền tảng cho sự xuất hiện những ý tưởng và sự sáng tạo bao gồm những hệ thống giáo dục và phát minh vận hành tốt, trong khi đó những cấu trúc khuyến khích thích hợp và những rào cản thấp đối với tư cách doanh nhân khởi nghiệp có thể ảnh hưởng tích cực tới thái độ chấp nhận rủi ro và với tư cách doanh nhân khởi nghiệp, và chuyển những ý tưởng này thành những thể nghiệm mạo hiểm có khả



năng thu lợi nhuận. Vai trò của chính phủ một lần nữa là vô cùng quan trọng. Các biện pháp tác động tới bên cầu bao gồm:

- Khuyến khích thành lập các doanh nghiệp và khích lệ doanh nhân khởi nghiệp, nhằm duy trì nhu cầu vốn mạo hiểm, nhất là trong giới các nhà khoa học và kỹ sư ở các trường đại học. Kiểu can thiệp này nhằm kích thích các hoạt động kinh doanh dựa trên công nghệ mà nguồn gốc của nó là cơ sở lý thuyết từ các trường đại học. Nếu những người có đủ tri thức chuyên sâu về kỹ thuật lại có khả năng khởi động doanh nghiệp mới, thì các ý tưởng hay phát minh mới sẽ được chuyển thành các sản phẩm mới với một tỷ lệ cao hơn. Khả năng thu hút được nguồn nhân lực tới những cơ sở kinh doanh mới, tức là quyết định có từ bỏ một việc làm ổn định và thành lập một doanh nghiệp mới hay không, bị khống chế bởi thị trường lao động và chính sách thuế. Luật lao động linh hoạt và các khoản lương hưu trí có thể chuyển nhượng dễ dàng sẽ giúp thúc đẩy tính linh hoạt của lao động. Việc giảm thuế lợi vốn, như đã đề cập ở trên, có tác động tích cực tới quyết định triển khai một doanh nghiệp mới.

- Đầu tư cho giáo dục và nghiên cứu phát triển (R&D) sẽ góp phần tạo ra nhu cầu về vốn mạo hiểm trong tương lai. Những công nghệ mới có xu hướng mở ra những thị trường mới và những cơ hội mới cho lợi nhuận, làm giàu cho cả các nhà tư bản mạo hiểm cá nhân và định chế, cũng như các nhà doanh nghiệp khởi sự. Đổi lại, luồng vốn mạo hiểm do các nhà cung cấp tài trợ sẽ giúp việc tiếp tục nghiên cứu những công nghệ mới này. Chi tiêu R&D cao cho thấy một số lượng lớn các doanh nhân khởi nghiệp tiềm năng có những ý tưởng mới đầy triển vọng. Biến số R&D cũng có thể chứa đựng về tiềm năng các hiệu ứng bên cầu của các hãng công nghệ cao. Do đó tăng chi tiêu R&D sẽ tạo ra một hiệu ứng tương tự đối với tổng cầu.

- Tạo ra những "lông ấp kinh doanh", do các cơ quan nhà nước hoặc do khu vực tư nhân trực tiếp sở hữu, nhằm khuyến khích tư cách doanh nhân khởi nghiệp thông qua việc cung cấp một sự kết hợp nào đó về văn phòng và các dịch vụ kế toán và pháp luật và những thành phần khác nữa của "cơ sở hạ tầng công ty tiện dụng". Đây là môi trường hội tụ đầy đủ những điều kiện cần thiết cho doanh nghiệp khởi nghiệp (sự gắn gũi với thị trường, với các trường đại học, tri thức chuyên sâu sẵn có trong cộng đồng, sự cam kết của các nhà chức trách

địa phương...). Tính hợp lý của việc thiết lập những lồng áp này là nó cung cấp sự hỗ trợ về quản lý cho các doanh nghiệp khởi động để tránh những thất bại có nguyên nhân là quản lý tồi. Một công ty trẻ được dự đoán là sẽ rời khỏi lồng áp này sau một vài năm đầu rất quan trọng. Các lồng áp kinh doanh này mang lại những lợi thế chính là trực tiếp tạo việc làm, đem lại một sức mạnh nhân bội do việc đưa các doanh nghiệp và tài sản mang tính bổ sung cho nhau gắn lại nhau về mặt địa lý, và cuối cùng là sự hỗ trợ tài chính và mối liên hệ với các nhà tư bản cá nhân đang tìm kiếm các mục tiêu đầu tư. Thung lũng Silicon là một ví dụ thành công về kiểu lồng áp này. Khi tập trung cộng đồng kinh doanh và tài chính lại gần nhau, nó khuyến khích được hoạt động theo mạng và chia sẻ các ý tưởng, trong đó các công ty nhỏ được lợi từ những chuyên gia chung quanh họ và cả từ khả năng sử dụng những sản phẩm mới nhất trong doanh nghiệp của họ.

Các công viên khoa học và công nghệ cũng có nhiều điểm chung với những lồng áp kinh doanh này. Điểm khác là các công viên khoa học công nghệ tập trung nhiều hơn vào nghiên cứu cơ bản và ít hơn vào việc thương mại hóa các sản phẩm nghiên cứu.

3. Sự sẵn có một số lượng đủ các chuyên gia với sự tinh thông cần thiết trong các nghiệp vụ định giá, cấp vốn và trợ giúp các hãng có rủi ro cao, đặc biệt là trong những ngành hoặc những công nghệ đang hình thành. Các quỹ vốn mạo hiểm đóng một vai trò quan trọng không chỉ bằng cách hành động với tư cách là một trung gian giữa các nhà đầu tư và các hãng, mà cả bằng cách cung cấp giá trị gia tăng cho các hãng nhận đầu tư. Đương nhiên, yếu tố này là kết quả của một mặt là sản phẩm của thị trường, một mặt là thành tựu của hệ thống giáo dục và đào tạo.

### **Kết luận**

Vốn mạo hiểm rõ ràng là một phương thức tài trợ đặc biệt hữu hiệu cho những doanh nghiệp trẻ dựa trên công nghệ cao - động lực của nền kinh tế tri thức. Mô hình của Mỹ đã hoạt động rất tốt trong quá khứ và đã được chuyển giao thành công tới một số quốc gia. Song rõ ràng là nó không phải là mô hình cho tất cả các quốc gia. Sau Mỹ, các nước Châu Âu và Châu Á đang thử nghiệm những mô hình riêng của mình và ở những mức độ khác nhau đã có những thành công. Trong tiến trình đi tới nền kinh tế tri thức, Việt Nam cũng không thể

không quan tâm tới việc tìm kiếm cho mình một mô hình thị trường vốn mạo hiểm. Xét theo những điều kiện tiền đề cho sự hình thành loại thị trường này, chúng ta đã có được những cơ sở quan trọng ban đầu (như môi trường mới cho doanh nhân khởi nghiệp, thị trường chứng khoán sơ khai, tăng trưởng GDP của nền kinh tế, v.v...), song trước mắt còn rất nhiều việc phải làm. Trong phạm vi tham luận này, người viết chỉ mong muốn mang lại được một gợi ý nào đó dù rất nhỏ, cho các nhà khoa học, các kỹ sư, các nhà doanh nghiệp, và các nhà quản lý, về một lĩnh vực rất quan trọng đối với từng cá nhân cũng như ới nền kinh tế của đất nước - lĩnh vực biến tri thức thành của cải.

#### TÀI LIỆU THAM KHẢO

- 1 The Venture Capital Revolution - *Paul A. Gompers; Josh Lerner.*
- 2 What drives Venture Capital Fundraising? *Paul A. Gompers; Josh Lerner.*
- 3 Assessing the Contribution of venture capital innovation - *Samuel Kortum; Josh Lerner.*
- 4 Financing Innovative Firms through Venture Capital - *European Investment Bank.*
- 5 Does Venture Capital Require an Active Stock Market? *Ronald J. Gilson; Bernard Black.*
- 6 Venture Capitalists: The Coaches of Silicon Valley - *Thomass Hellmann.*
- 7 Information Technology, Venture Capital and the Stock Market - *Ajit Singh; Alaka Singh and Bruce Weisse.*
- 8 International Venture Capital: the Role of start-up Financing in the United State, Europe and Asia - *Jeffrey D. Nuechterlein.*
- 9 Nothing Venture, Nothing Gained? *Lee W. McKnight; Jesse Parke.r.*