

## **NGHIÊN CỨU VỀ CHÍNH SÁCH VÀ QUẢN LÝ**

### **VỐN ĐẦU TƯ MẠO HIỂM - TỪ GÓC NHÌN CỦA LÝ THUYẾT ĐẠI DIỆN**

**TS. Tạ Doãn Trịnh, ThS. Nguyễn Thanh Tùng**  
**ThS. Đặng Thu Giang, CN. Tạ Doãn Hải**  
Viện Chiến lược và Chính sách khoa học và công nghệ

---

#### **Tóm tắt:**

*Đầu tư mạo hiểm là một hình thức đầu tư đóng vai trò quan trọng trong việc thúc đẩy sự thành công của các doanh nghiệp khởi nghiệp, đặc biệt là doanh nghiệp khởi nghiệp dựa vào công nghệ cao, công nghệ mới ở nhiều quốc gia trên thế giới. Đây cũng là vấn đề được các nhà quản lý, các nhà nghiên cứu chính sách ở nước ta rất quan tâm.*

*Tuy nhiên, thực tế Việt Nam chỉ ra rằng, không nhiều các doanh nghiệp khởi nghiệp dựa vào công nghệ cao, công nghệ mới nhận được sự đầu tư của các quỹ đầu tư mạo hiểm, mặc dù nước ta đang sở hữu một lực lượng cán bộ trình độ cao ngày càng đông đảo với nhiều ý tưởng đổi mới sáng tạo độc đáo cũng như hoài bão cống hiến cho xã hội rất lớn lao. Thêm vào đó, dòng vốn đầu tư mạo hiểm ở Việt Nam hiện nay chủ yếu xuất phát từ các quỹ đầu tư có nguồn gốc nước ngoài và chưa có các quỹ đầu tư mạo hiểm chính danh được thành lập từ nguồn vốn trong nước.*

*Ngoài ra, bên cạnh việc các cơ quan chức năng đang rất nỗ lực để hình thành một loại quỹ đầu tư của Nhà nước nhằm trực tiếp tham gia khắc phục khiếm khuyết của thị trường vốn trong hoạt động khởi nghiệp công nghệ cao, công nghệ mới và tạo ra một dòng vốn có vai trò xúc tác trong việc thu hút các nhà đầu tư trong và ngoài nước tham gia tích cực hơn vào hoạt động đầu tư mạo hiểm thì cũng luôn xuất hiện những ý kiến không đồng thuận, phản đối những nỗ lực này với quan ngại về tính rủi ro quá cao của đầu tư khởi nghiệp.*

*Dựa trên những phân tích về tính chất đặc thù của đầu tư mạo hiểm, xét từ khía cạnh quan hệ kinh tế giữa chủ sở hữu (nhà đầu tư vốn) và doanh nhân khởi nghiệp (người trực tiếp sử dụng đồng vốn của nhà đầu tư), bài báo mong muốn cung cấp một cách nhìn sâu sắc hơn về bản chất kinh tế của mối quan hệ chủ sở hữu - người sử dụng vốn qua góc nhìn của lý thuyết đại diện, một lý thuyết được sử dụng khá rộng rãi trong khoa học chính trị và kinh tế để luận giải về tính đặc thù trong cách ứng xử của nhà đầu tư. Qua đó, cung cấp thêm một cách nhìn mới, giúp các nhà quản lý, nhà nghiên cứu chính sách có thêm thông tin hữu ích trong quá trình ra chuẩn bị ra các quyết sách liên quan đến việc khuyến khích hoạt động đầu tư mạo hiểm tham gia đầu tư phát triển doanh nghiệp khởi nghiệp trong các lĩnh vực công nghệ cao, công nghệ mới ở nước ta.*

**Từ khóa:** Đầu tư mạo hiểm; Doanh nghiệp khởi nghiệp; Công nghệ cao; Công nghệ mới.

**Mã số:** 15121501

## **1. Vốn đầu tư mạo hiểm, vai trò của đầu tư mạo hiểm đối với doanh nghiệp khởi nghiệp dựa vào khoa học và công nghệ và vấn đề của Việt Nam**

### ***1.1. Vốn đầu tư mạo hiểm và sự khác biệt với các dòng vốn khác***

Theo quan niệm của OECD (1996), vốn đầu tư mạo hiểm là “vốn được cung cấp bởi các công ty vừa tiến hành đầu tư vừa tham gia quản lý các doanh nghiệp non trẻ chưa niêm yết trên thị trường chứng khoán”. Các công ty đầu tư này là các doanh nghiệp vì lợi nhuận. Hoạt động đầu tư mạo hiểm của họ có mục đích là thu được lợi nhuận cao. Họ kỳ vọng các doanh nghiệp khởi nghiệp non trẻ khi thiết lập được quan hệ đối tác tốt và sử dụng vốn đầu tư mạo hiểm cũng như kinh nghiệm quản lý chuyên nghiệp của họ sẽ mang lại giá trị kinh tế và lợi nhuận cao.

Tuy nhiên, các nghiên cứu của OECD cũng cho thấy, trên thực tế, các công ty đầu tư mạo hiểm gọi vốn và đầu tư vào các doanh nghiệp khởi nghiệp hay mua lại các doanh nghiệp đang hoạt động.

Theo quan niệm của Hiệp hội vốn đầu tư mạo hiểm quốc gia Hoa Kỳ, vốn đầu tư mạo hiểm là “vốn được cung cấp bởi các nhà đầu tư chuyên nghiệp vừa tiến hành đầu tư vừa tham gia quản lý các doanh nghiệp non trẻ, tăng trưởng nhanh, có tiềm năng phát triển thành những doanh nghiệp có đóng góp kinh tế quan trọng”.

Ở Việt Nam, khái niệm đầu tư mạo hiểm được chính thức định nghĩa trong Luật Công nghệ cao, năm 2008: “đầu tư mạo hiểm cho phát triển công nghệ cao là đầu tư cho nghiên cứu phát triển công nghệ cao, hình thành và phát triển doanh nghiệp ứng dụng, sản xuất sản phẩm, cung ứng dịch vụ công nghệ cao, được thực hiện bằng hình thức góp vốn và tư vấn cho tổ chức, cá nhân nhận đầu tư”<sup>1</sup>.

Căn cứ những khái niệm về vốn đầu tư mạo hiểm, chúng ta có thể phân biệt chúng với các loại vốn đầu tư khác đang tồn tại trên thị trường vốn:

*Thứ nhất*, có sự khác biệt giữa vốn đầu tư mạo hiểm với vốn đầu tư cổ phần đại chúng. Vốn đầu tư mạo hiểm thường nhằm vào các doanh nghiệp nhỏ có tiềm năng tăng trưởng lớn. Những doanh nghiệp này thường chưa đủ trưởng thành để mua bán trên thị trường vốn đại chúng. So với vốn đầu tư cổ phần đại chúng, vốn đầu tư mạo hiểm có độ thanh khoản rất kém, tính bất cân xứng thông tin lớn và độ rủi ro đầu tư cao.

*Thứ hai*, vốn đầu tư mạo hiểm khác với đầu tư cổ phần phi mạo hiểm (gồm mua lại, tái cấu trúc) bởi chúng tập trung vào các doanh nghiệp tăng trưởng nhanh. Các doanh nghiệp được trợ giúp của vốn đầu tư mạo hiểm thường

---

<sup>1</sup> Điều 24, Luật Công nghệ cao có quy định về Đầu tư mạo hiểm cho phát triển công nghệ cao

có tiềm năng tăng trưởng đáng kể. Đối với các doanh nghiệp này, dòng tiền sinh ra từ hoạt động tác nghiệp thường không đủ để đầu tư tiếp cho tăng trưởng và việc đi vay vốn là rất khó khăn. Ngược lại, các dòng vốn đầu tư cổ phần phi mạo hiểm hướng đến các doanh nghiệp đã trưởng thành hơn và đã có dòng tiền ổn định và tiềm năng tăng trưởng hạn chế.

Ngoài ra, dễ dàng nhận thấy, sự khác biệt cơ bản giữa quan niệm của OECD và Hiệp hội vốn đầu tư mạo hiểm quốc gia Hoa Kỳ là ở chủ thể cung cấp vốn: một bên là từ các công ty đầu tư, còn bên kia là từ các nhà đầu tư chuyên nghiệp<sup>2</sup>. Sự khác biệt về chủ thể cung cấp vốn trong hai định nghĩa nói trên cũng giúp cho ta phân biệt giữa vốn đầu tư mạo hiểm (venture capital) và vốn đầu tư thiên thần (angel capital). Những nhà quản lý vốn đầu tư thiên thần là nhà đầu tư sử dụng đồng tiền của chính bản thân họ để đầu tư. Trong khi đó, nhà quản lý vốn đầu tư mạo hiểm là nhà đầu tư chuyên nghiệp sử dụng đồng vốn được huy động từ các nhà đầu tư khác.

Nét khác biệt tiếp theo của đầu tư mạo hiểm so với các dạng đầu tư khác cũng nằm ở thời điểm và hình thức thoái vốn đầu tư. Khác với các dạng đầu tư khác, nhà đầu tư mạo hiểm chấp nhận vòng quay của vốn đầu tư trung bình là 5-7 năm. Thời điểm nhà đầu tư mạo hiểm thực hiện việc thoái vốn đầu tư là thời điểm doanh nghiệp khởi nghiệp đã trưởng thành đến mức độ nhất định<sup>3</sup>, để tiếp tục sử dụng đồng vốn đầu tư vào các doanh nghiệp khởi nghiệp khác. Thời điểm rút vốn thường xảy ra ở sau giai đoạn hoàn thành việc phát triển sản phẩm, quảng bá marketing sản phẩm, trước giai đoạn mở rộng quy mô sản xuất và cung cấp sản phẩm, dịch vụ và thông qua phương thức: niêm yết lên thị trường chứng khoán hoặc chuyển nhượng cổ phần cho nhà đầu tư khác, hoặc bán lại cổ phần cho doanh nghiệp, hoặc bán doanh nghiệp cho doanh nghiệp khác.

*Như vậy*, có thể nói: “đầu tư mạo hiểm là một phương thức đầu tư, theo đó, nhà đầu tư chuyên nghiệp sẽ đầu tư vốn vào doanh nghiệp trẻ, mới được thành lập, chưa niêm yết trên thị trường chứng khoán cùng với việc cung cấp các dịch vụ cần thiết nhằm nuôi dưỡng và đẩy nhanh quá trình trưởng thành, phát triển của doanh nghiệp; sau một thời hạn nhất định, nhà đầu tư sẽ rút vốn đầu tư cùng lãi suất đầu tư”.

<sup>2</sup> Định nghĩa về đầu tư mạo hiểm trong Luật Công nghệ cao 2008 ở Việt Nam, chủ thể cung cấp (góp) vốn không được chỉ rõ, nhưng trên thực tế họ là những pháp nhân, đại diện cho các nhà đầu tư góp vốn vào các quỹ đầu tư (ví dụ: quỹ đầu tư mạo hiểm IDGVV) hoặc các nhà đầu tư thiên thần sử dụng vốn tự có để thực hiện đầu tư.

<sup>3</sup> Các dạng đầu tư của những nhà đầu tư mạo hiểm có thể là một trong các hình thức sau: (i) cung cấp vốn cho các doanh nghiệp ở giai đoạn đầu phát triển để cùng thực hiện chia sẻ lợi nhuận và rủi ro; (ii) đầu tư vào các doanh nghiệp có lịch sử phát triển lâu dài và ở giai đoạn trưởng thành của chu kỳ phát triển; (iii) đầu tư vào doanh nghiệp tiềm năng để trở thành một doanh nghiệp đầu ngành; (iv) cứu vớt doanh nghiệp khó khăn đang đứng bên bờ vực phá sản. Sau đó, với kinh nghiệm và các mối quan hệ của mình, họ có thể trợ giúp các công ty này trong hoạt động kinh doanh với hy vọng một ngày nào đó, các công ty này trở thành “những chú khủng long” thực sự. Lúc đó, khoản tiền đầu tư trước kia sẽ được thu về với số lượng lớn hơn gấp nhiều lần.

Xét về khía cạnh tài chính, hoạt động đầu tư mạo hiểm có sự tham gia của các đối tượng chủ yếu sau: (i) các nhà đầu tư là người bỏ vốn, thường không trực tiếp quản lý đồng vốn và tham gia quyết định đầu tư; (ii) người quản lý vốn - thường là người đứng ra huy động vốn, quản lý vốn, trực tiếp ra quyết định đầu tư, đồng thời tham gia trực tiếp vào các hoạt động quản trị kinh doanh của doanh nghiệp khởi nghiệp; (iii) người nhận đầu tư (doanh nhân khởi nghiệp). Quy trình đầu tư mạo hiểm gồm 3 bước chính sau:

- *Bước 1:* Gọi vốn đầu tư;
- *Bước 2:* Lựa chọn, thẩm định và tiến hành đầu tư, rót vốn vào các dự án hay doanh nghiệp khởi nghiệp<sup>4</sup>;
- *Bước 3:* Kết thúc đầu tư hay thoái vốn đầu tư, bán lại cổ phần đã đầu tư hay bán doanh nghiệp cho nhà đầu tư khác.

Với kỳ vọng mang lại lợi nhuận cao cho tất cả các nhà đầu tư, vốn đầu tư mạo hiểm thường được đầu tư cho các cơ hội, các công ty, các ý tưởng và con người tốt nhất để tạo ra những sản phẩm và dịch vụ có khả năng làm thay đổi thị trường trong nước và thế giới. Cần nhấn mạnh rằng, mặc dù đầu tư mạo hiểm thường gắn liền với việc đầu tư vào các doanh nghiệp công nghệ cao, nhưng bản thân hoạt động đầu tư mạo hiểm không nhắm đến đích cuối cùng là phát triển bản thân công nghệ cao. Mục tiêu đích thực của đầu tư mạo hiểm là nhằm nuôi dưỡng và phát triển doanh nghiệp khởi nghiệp còn non trẻ.

Sự gắn kết giữa phát triển công nghệ cao và vốn đầu tư mạo hiểm có thể được giải thích do trên thực tế các doanh nghiệp công nghệ cao thường là những doanh nghiệp có tính sáng tạo cao, với tiềm năng tăng trưởng tốt và kỳ vọng tạo ra những ngành nghề mới, lĩnh vực kinh doanh mới có thể làm thay đổi căn bản hoạt động kinh tế không chỉ trong phạm vi một quốc gia mà còn trên quy mô thế giới<sup>5</sup>. Vì vậy, doanh nghiệp khởi nghiệp hoạt động trong lĩnh vực công nghệ cao thường là đích nhắm của các nhà đầu tư mạo hiểm. Thực tế cũng cho thấy, có nhiều doanh nghiệp hoạt động trong các ngành sản xuất truyền thống cũng có thể phát triển các ý tưởng mới, sản phẩm mới và cũng là mục tiêu của các công ty đầu tư mạo hiểm một khi được kỳ vọng mang lại lợi nhuận cao.

---

<sup>4</sup> Quá trình đầu tư đầy đủ trong bước 2 gồm 6 giai đoạn sau: (i) giai đoạn gieo mầm (seed money): đầu tư mức thấp cần thiết để chứng minh một ý tưởng mới; (ii) giai đoạn khởi động (start up): giai đoạn tài trợ cho các chi phí liên quan đến tiếp thị và phát triển sản phẩm; (iii) vòng thứ nhất (serie A round): đầu tư sản xuất và bắt đầu bán hàng; (iv) vòng thứ hai (serie B round): cấp vốn hoạt động cho giai đoạn đầu bán sản phẩm, nhưng chưa thu được lợi nhuận; (v) vòng thứ ba (serie C round hay còn gọi là tài trợ Mezzanine): đầu tư mở rộng để tạo ra lợi nhuận; (vi) vòng thứ tư (còn gọi là tài trợ bắc cầu): đầu tư cho quá trình lên sàn IPO.

<sup>5</sup> Các tập đoàn kinh tế lớn trên thế giới như: Microsoft, Apple, Google,... khi khởi nghiệp đều nhận được vốn đầu tư từ các nhà đầu tư mạo hiểm.

## **1.2. Vai trò của vốn đầu tư mạo hiểm trong phát triển doanh nghiệp khởi nghiệp dựa vào khoa học và công nghệ**

Mặc dù khá kén chọn đối tượng đầu tư, phương thức đầu tư mạo hiểm lại có vai trò quan trọng và rất cần thiết đối với việc chuyển hóa kết quả nghiên cứu khoa học và phát triển công nghệ vào cuộc sống. Trong thực tế cuộc sống, có hai hình thức cơ bản để chuyển hóa hay thương mại hóa kết quả nghiên cứu: *một là*, chuyển giao công nghệ thông qua hình thức chuyển giao quyền sử dụng hoặc chuyển nhượng quyền sở hữu kết quả nghiên cứu; *hai là*, các nhà khoa học sử dụng kết quả nghiên cứu để thành lập doanh nghiệp KH&CN. Tuy nhiên, không phải ý tưởng nào cũng có thể được thương mại hóa để trở thành hiện thực, hoặc có trở thành hiện thực thì khá ít ý tưởng trong số đó có thể mang lại lợi ích kinh tế to lớn.

Trong trường hợp tự thành lập doanh nghiệp để kinh doanh các kết quả nghiên cứu của mình, bản thân nhà khoa học với vai trò doanh nhân khởi nghiệp sẽ phải kinh qua nhiều hoạt động “phi nghiên cứu” để xây dựng doanh nghiệp thành công. Các hoạt động đó là: xây dựng ý tưởng kinh doanh; tìm kiếm thị trường và thiết kế phương án sản xuất; hoàn thiện công nghệ và sản phẩm để có thể đáp ứng nhu cầu cũng như chiếm lĩnh thị trường,... Các hoạt động này về cơ bản khá xa lạ đối với hoạt động nghiên cứu thuần túy nên phần lớn các nhà khoa học đều rất chật vật để đưa ý tưởng kinh doanh kết quả nghiên cứu đến thành công trên thương trường.

Thêm vào đó, vấn đề vay vốn hay gọi vốn đầu tư từ ngân hàng thương mại đối với nhà khoa học trong kinh tế thị trường sẽ rất khó khăn do khả năng bảo lãnh vốn vay bằng tài sản thế chấp là rất nhỏ, kể cả trong trường hợp nhà khoa học có nguồn vốn tự có (vốn cá nhân, hỗ trợ của gia đình, bạn bè hoặc tài trợ từ các nguồn hợp pháp khác). Bản thân các ngân hàng thương mại, vì lợi ích của mình và các cổ đông góp vốn cũng không dám quá mạo hiểm để cho vay hoặc đầu tư vào các doanh nghiệp khởi nghiệp khi không thể tính toán được lợi nhuận cuối cùng dựa trên nguyên tắc tính chi phí - lợi ích đầu tư theo chuẩn mực thông thường.

Lúc này, các nhà đầu tư mạo hiểm, tư nhân hay tổ chức, sẽ đóng vai trò quan trọng để lấp khoảng trống đầu tư này. Họ là những nhà đầu tư chuyên nghiệp, những người có nguồn lực hoặc được ủy thác quản lý nguồn lực của các nhà đầu tư cá nhân khác, sẽ cùng các nhà khoa học để nuôi dưỡng và phát triển các doanh nghiệp khởi nghiệp. Điều này lý giải tại sao, khi đầu tư vào doanh nghiệp khởi nghiệp, các nhà đầu tư mạo hiểm ngoài việc cung cấp vốn theo một quy trình chặt chẽ luôn sát cánh cùng các nhà khoa học để chủ động tư vấn và truyền kinh nghiệm quản lý kinh doanh, cùng xây dựng phương án sản xuất sản phẩm, kế hoạch kinh doanh và tìm kiếm thị trường cho doanh nghiệp khởi nghiệp.

Như vậy, đầu tư mạo hiểm là công cụ quan trọng giúp hình thành và phát triển các doanh nghiệp khởi nghiệp. Điều này đặc biệt quan trọng đối với các doanh nghiệp khởi nghiệp xuất phát từ các kết quả nghiên cứu khoa học và phát triển công nghệ của các nhà khoa học.

### ***1.3. Đầu tư mạo hiểm ở Việt Nam và những vấn đề đặt ra cho nghiên cứu lý luận***

#### ***a) Về hoạt động đầu tư mạo hiểm***

Khái niệm về đầu tư mạo hiểm đầu tiên được giới thiệu vào Việt Nam từ những năm đầu thập niên 90, thế kỷ XX. Cho đến nay, ở Việt Nam đã có một số quỹ đầu tư đang hoạt động như: IDG Venture, Quỹ Mekong Capital, Vina Capital, Dragon Capital, Cyber Agent... Xét về tính chất vốn đầu tư, các quỹ này quản lý nguồn vốn đầu tư được huy động từ các nhà đầu tư nước ngoài. Xét về đối tượng đầu tư, phần lớn các quỹ nêu trên đều đầu tư vào các doanh nghiệp hoặc đã phát triển ổn định, có tốc độ tăng trưởng nhanh và tính thanh khoản cao, hoặc đã niêm yết trên thị trường chứng khoán hoặc đang ở giai đoạn đầu thực hiện quá trình cổ phần hóa và đã hoạt động từ 2 năm trở lên. Lĩnh vực chủ yếu được các quỹ đầu tư quan tâm là: bất động sản, thương mại điện tử, truyền thông giải trí, mạng xã hội.

Rất hiếm trường hợp các quỹ này đầu tư tài chính vào các doanh nghiệp công nghệ mới, công nghệ cao ở giai đoạn đầu khởi nghiệp như kỳ vọng của các nhà hoạch định chính sách<sup>6</sup>.

#### ***b) Về việc hình thành Quỹ đầu tư mạo hiểm công nghệ cao Quốc gia***

Ý tưởng thành lập quỹ đầu tư mạo hiểm của Nhà nước đã được Bộ KH&CN đề xuất từ năm 2006<sup>7</sup>. Luật Công nghệ cao năm 2008 là văn bản pháp lý đầu tiên quy định về hoạt động đầu tư mạo hiểm và việc thành lập Quỹ đầu tư mạo hiểm Quốc gia nhằm khuyến khích các tổ chức, cá nhân tham gia hoạt động đầu tư mạo hiểm công nghệ cao tại Việt Nam. Việc nhà nước can thiệp trực tiếp vào hoạt động đầu tư mạo hiểm được lý giải từ khía cạnh bù lấp khoảng trống đầu tư do thị trường vốn đầu tư thông thường (ngân hàng thương mại,...) không mặn mà với việc đầu tư chuyển hóa các kết quả nghiên cứu khoa học thành các doanh nghiệp KH&CN.

Tuy nhiên, do vốn điều lệ của Quỹ đầu tư mạo hiểm công nghệ cao quốc gia được hình thành chủ yếu từ nguồn ngân sách nhà nước nên việc thành lập Quỹ quốc gia gặp khó khăn về khía cạnh pháp lý do e ngại về khả năng

<sup>6</sup> Quỹ DFJ Vinacapital, IDG Venture Vietnam và CyberAgent Capital là các quỹ duy nhất đầu tư vào lĩnh vực công nghệ mới, công nghệ cao, đầu tư vào các công ty CNTT, viễn thông cổ phần hóa đầu tư DN có quy mô vừa và nhỏ, có ý tưởng sáng tạo, có khả năng niêm yết trên TTCK và nhất là có thể được các công ty khác mua lại.

<sup>7</sup> Năm 2006, Bộ KH&CN đã xây dựng và trình Thủ tướng Chính phủ “Đề án thành lập quỹ đầu tư mạo hiểm”, nhưng do một số ràng buộc trong chính sách tài chính, nhất là ràng buộc về việc bảo toàn vốn có nguồn gốc từ ngân sách nhà nước nên đề án này không được thông qua.

bảo toàn vốn bởi độ rủi ro trong đầu tư phát triển doanh nghiệp công nghệ cao, công nghệ mới ở giai đoạn khởi nghiệp là khá cao.

### *c) Về cơ sở pháp lý cho hoạt động đầu tư mạo hiểm*

Cho đến nay, chúng ta chưa có các quy định pháp lý cụ thể về việc thành lập quỹ đầu tư mạo hiểm. Các quy định liên quan đến quỹ đầu tư trong các văn bản quy phạm pháp luật hiện hành (Luật Công nghệ cao, Luật Chứng khoán, Luật Đầu tư và các văn bản hướng dẫn khác) cũng không đề cập đến nội dung đầu tư mạo hiểm nên không thể áp dụng cho việc thành lập quỹ đầu tư mạo hiểm.

Ngoài ra, các nội dung liên quan đến việc hỗ trợ quỹ đầu tư tìm kiếm các đối tác khởi nghiệp, tạo dựng môi trường thúc đẩy phát triển doanh nghiệp khởi nghiệp dựa trên công nghệ mới, công nghệ cao... cũng chưa được nghiên cứu, thể chế hóa thành các chính sách cụ thể.

Từ thực tiễn nêu trên, có 3 vấn đề lý luận được đặt ra trong điều kiện của Việt Nam là: (i) có thể giải thích hiện tượng các quỹ đầu tư nước ngoài không mặn mà đầu tư vào doanh nghiệp ở giai đoạn đầu khởi nghiệp và nhà đầu tư trong nước không tham gia vào thị trường vốn đầu tư mạo hiểm như thế nào? (ii) Liệu có thể giảm thiểu mức độ rủi ro của nhà nước khi can thiệp trực tiếp vào thị trường vốn đầu tư mạo hiểm hay không? (iii) Liệu hành lang pháp lý đầy đủ có thể giúp tăng được nguồn vốn đầu tư trong nước tham gia đầu tư mạo hiểm hay không? Các vấn đề trên có thể được giải đáp phần nào khi được soi xét dưới góc nhìn lý thuyết đại diện.

## **2. Đầu tư mạo hiểm dưới góc nhìn của lý thuyết đại diện**

### **2.1. Lý thuyết đại diện và thông tin bất cân xứng**

Trong khoa học chính trị và kinh tế, vấn đề chủ sở hữu và người đại diện đề cập đến những khó khăn nảy sinh trong điều kiện thông tin không hoàn hảo và bất cân xứng khi chủ sở hữu thuê người đại diện để thực hiện lợi ích của mình, nhưng người đại diện có thể không hành động vì lợi ích của chủ sở hữu mà vì mục tiêu tư lợi.

Chủ sở hữu (principal) là người sở hữu các nguồn lực, còn người đại diện (agent) là người được chủ sở hữu ủy quyền, hay được thuê và được trao một số quyền quản lý nhất định đối với nguồn lực của chủ sở hữu nhằm phục vụ lợi ích của chủ sở hữu.

Ví dụ: trong các doanh nghiệp, giám đốc, quản lý và người làm công là người được ủy quyền hay được thuê (agent) để tối đa hóa lợi nhuận cho chủ sở hữu và các cổ đông (principal). Còn trong các cơ sở dịch vụ (bệnh viện, trường học, viện nghiên cứu) thì bác sỹ, y tá, giáo viên, nhà nghiên cứu

(agents) có nghĩa vụ sử dụng các kiến thức và kỹ năng chuyên môn để đáp ứng những nhu cầu và lợi ích của người bệnh, sinh viên hoặc khách hàng (principals). Trong trường hợp này, khách hàng đã giao phó bản thân họ và một số nguồn lực của họ cho các nhà chuyên môn (agents) để đổi lấy những dịch vụ chuyên môn liên quan đến khám chữa bệnh, giáo dục, nghiên cứu được thực hiện cho họ.

Sự tách biệt giữa quyền sở hữu và quyền điều hành đã tạo ra sự không cân xứng về thông tin giữa chủ sở hữu và người đại diện. Thông tin bất cân xứng (asymmetric information) là trạng thái, trong đó, các bên tham gia giao dịch có sự nhận biết thông tin không giống nhau về đối tượng và các vấn đề liên quan đến giao dịch đó.

Từ đây, đã xuất hiện vấn đề liên quan đến việc một bên này lại hoạt động vì lợi ích của một bên khác cả từ phương diện lý luận lẫn trong hành xử thực tế. Trong mỗi quan hệ này, người quản lý điều hành (hay người đại diện) có ưu thế hơn chủ sở hữu về thông tin nên dễ dàng dẫn đến các hành động tự lợi. Hơn nữa, nếu người chủ sở hữu muốn giám sát các hành động của người đại diện thì việc giám sát này cũng đòi hỏi chi phí rất tốn kém, khó khăn, phức tạp.

Do vậy, khi người đại diện hành động theo nhiệm vụ được giao và vì lợi ích của những người khác thì họ sẽ cần có động lực phù hợp (như được hưởng một số lợi ích về vật chất, tinh thần hoặc bị bắt buộc thực hiện trách nhiệm, nhiệm vụ được uỷ thác). Thông thường, với nhiều quyền tự chủ và động lực từ vật chất, tinh thần đủ mạnh thì người đại diện sẽ làm việc hiệu quả và đầy đủ hơn nhiệm vụ mà người chủ sở hữu giao cho. Còn trong trường hợp bị trừng phạt có tính cưỡng bức thì hiệu quả sẽ thấp hơn. Vì lẽ đó, lý thuyết về người đại diện đòi hỏi cơ chế điều hành phải được thiết kế và thực hiện theo cách để người đại diện hăng say, cần cù làm việc, lợi ích của chủ sở hữu và lợi ích của người đại diện phải được gắn liền với nhau trong dài hạn.

Lý thuyết thông tin bất cân xứng lần đầu tiên xuất hiện vào những năm 1970 và đã khẳng định được vị trí của mình trong nền kinh tế học hiện đại bằng sự kiện năm 2001, các nhà khoa học nghiên cứu lý thuyết này là George Akerlof, Michael Spence và Joseph Stiglitz<sup>8</sup> cùng vinh dự nhận giải Nobel kinh tế.

---

<sup>8</sup>George Arthur Akerlof (sinh ngày 17/6/1940) là nhà kinh tế học Mỹ, giáo sư kinh tế tại Đại học California, Berkeley. Akerlof được biết đến nhiều nhất từ bài viết: "Thị trường ô tô cũ: Bất định về chất lượng và cơ chế thị trường" (The Market for Lemons: Quality Uncertainty and the Market Mechanism), xuất bản trên tạp chí *Quarterly Journal of Economics* năm 1970. Trong bài báo này, ông xác định các vấn đề lớn ảnh hưởng tới thị trường, đó là sự bất cân xứng về thông tin. Bài viết này đã đem lại giải Nobel cho ông.

Andrew Michael Spence (sinh ngày 07/11/1943) là một nhà kinh tế học Mỹ.

Joseph Eugene Stiglitz (sinh ngày 09/02/1943) là một nhà kinh tế học Mỹ, giáo sư tại Đại học Columbia. Ông là cựu Phó Chủ tịch và nhà Kinh tế trưởng của Ngân hàng Thế giới. Ông nhận giải John Bates

Thông tin bất cân xứng thường được biết đến như là sự kết hợp của chủ nghĩa cơ hội xảy ra trước và sau khi hai bên tiến hành một giao dịch nhất định và dẫn đến hai hệ quả kinh tế sau: (i) thông tin bị che đậy dẫn đến sự lựa chọn bất lợi; (ii) hành động bị che đậy dẫn đến rủi ro đạo đức.

*a) Thông tin bị che đậy và sự lựa chọn bất lợi*

Thông tin bất cân xứng có thể xảy ra trước khi tiến hành giao dịch (ký kết hợp đồng) khi một bên tham gia giao dịch cố tình che đậy thông tin. Thông tin bị che đậy xảy ra khi một bên trong quan hệ giao dịch biết thêm một số thông tin được cho là thích hợp mà bên thứ hai trong quan hệ giao dịch không biết. Thông tin bị che đậy dẫn đến hiệu ứng lựa chọn bất lợi. Trong trường hợp này, người mua không có thông tin xác thực, đầy đủ và kịp thời nên trả giá thấp hơn giá trị đích thực của hàng hóa. Hậu quả là người bán cũng không còn động lực để sản xuất hàng có giá trị, dẫn đến xu hướng cung cấp những sản phẩm có chất lượng thấp hơn chất lượng trung bình trên thị trường. Rốt cuộc trên thị trường chỉ còn lại những sản phẩm chất lượng xấu và hàng tốt bị loại bỏ, dẫn đến hiệu ứng lựa chọn bất lợi cho cả hai bên. Như vậy, hiện tượng lựa chọn bất lợi đã cản trở việc giao dịch trên cơ sở hai bên cùng có lợi.

*b) Hành động bị che đậy và rủi ro đạo đức*

Thông tin bất cân xứng cũng có thể xảy ra sau khi tiến hành giao dịch (ký kết hợp đồng) khi xảy ra trường hợp hành động bị che đậy. Hành động bị che đậy sẽ xuất hiện trong tình huống khi một bên tham gia giao dịch không thể quan sát những hành động có liên quan do bên thứ hai thực hiện (hoặc ít nhất không thể xác minh các hành động của phía bên kia một cách hợp pháp). Hành động bị che đậy sẽ gây ra hiệu ứng rủi ro đạo đức. Đây là trường hợp mà một bên có hành động cố ý che đậy thông tin nhằm đạt lợi ích lớn nhất cho mình mà không quan tâm đến việc điều đó có thể gây tổn hại cho bên thứ hai. Còn phía bên kia lại khó lòng kiểm soát, hoặc muốn kiểm soát thì cũng phải chi phí rất tốn kém.

*c) Cơ chế hạn chế tình trạng thông tin bất cân xứng*

Michael Spence chỉ ra được cơ chế phát tín hiệu: bên có nhiều thông tin có thể phát tín hiệu đến những bên ít thông tin một cách trung thực và tin cậy. Với việc phát tín hiệu này, người bán những sản phẩm chất lượng cao phải sử dụng những biện pháp được coi là quá tốn kém so với người bán hàng hóa chất lượng thấp. Việc triển khai các chương trình quảng cáo đắt tiền, việc duy trì chế độ bảo hành cho sản phẩm, việc chia cổ tức cho cổ đông... đều là những ví dụ về cách phát tín hiệu trên thương trường.

Joseph Stiglitz đã tiếp tục bổ sung vào công trình nghiên cứu của Akerlof và Spence. Stiglitz đặt ra vấn đề là bản thân những người có ít thông tin hơn cũng có thể tự cải thiện tình trạng của mình thông qua cơ chế sàng lọc. Ông đã chỉ ra rằng bên có ít thông tin hơn có thể thu thập thông tin từ bên kia bằng cách đưa ra các điều kiện giao dịch hợp đồng khác nhau. Chẳng hạn, các công ty bảo hiểm thường cung cấp những loại hợp đồng bảo hiểm với các mức phí bảo hiểm khác nhau, tương ứng với mức bồi thường khác nhau. Các khách hàng sẽ tự lựa chọn loại hợp đồng bảo hiểm phù hợp với mình, do đó tự phân hóa thành các loại khách hàng khác nhau. Những khách hàng có rủi ro thấp thường thích loại hợp đồng có phí bảo hiểm thấp trong khi khách hàng có rủi ro cao lại lựa chọn hợp đồng có phí bảo hiểm cao.

## **2.2. Đầu tư mạo hiểm dưới góc nhìn của lý thuyết người đại diện**

Xuất phát từ lý thuyết người đại diện, đã có nhiều nghiên cứu chứng minh rằng, lựa chọn bất lợi và rủi ro đạo đức là yếu tố quyết định quan trọng trong đầu tư tài chính cho hoạt động đầu tư mạo hiểm. Trong mối quan hệ kinh tế giữa nhà đầu tư mạo hiểm và doanh nhân khởi nghiệp, nhà đầu tư mạo hiểm tham gia giao dịch với doanh nhân khởi nghiệp với tư cách là người mua lại các tài sản của doanh nghiệp khởi nghiệp. Nhà đầu tư mạo hiểm đồng thời cũng sẽ là người bán lại hay phải biết thoái vốn một cách hiệu quả từ các khoản đầu tư của mình. Trong mối quan hệ giữa nhà đầu tư mạo hiểm và doanh nhân khởi nghiệp, luôn xuất hiện 2 loại bất cân xứng về thông tin.

### *a) Thông tin bị che đậy trong đầu tư mạo hiểm*

Trong trường hợp đầu tư mạo hiểm, doanh nhân khởi nghiệp phát triển một sản phẩm mới có thể có ý niệm tốt hơn các nhà đầu tư mạo hiểm, người đầu tư vào doanh nghiệp khởi nghiệp, về khả năng của sản phẩm do mình tạo ra. Vấn đề này được nêu ra bởi lẽ, bên có nhiều thông tin hơn thường nảy sinh các động cơ riêng để không công bố hết hoặc làm sai lệch các thông tin. Chẳng hạn, chủ doanh nghiệp khởi nghiệp có thể có động cơ riêng để khuếch đại khả năng thành công của sản phẩm đang phát triển. Trong trường hợp đó, thị trường trở nên có quá nhiều các đề xuất khởi nghiệp với chất lượng thấp. Chính điều này làm cho các nhà đầu tư gặp nhiều khó khăn để phân biệt các đề xuất khởi nghiệp có chất lượng tốt với đề xuất có chất lượng kém.

Hiện tượng này dẫn đến hiệu ứng lựa chọn bất lợi. Các nhà đầu tư tiềm năng hiểu rằng có sự lựa chọn bất lợi tồn tại và do đó có thể cảnh giác với việc cấp vốn cho các nỗ lực khởi nghiệp.

### *b) Hành động bị che đậy trong đầu tư mạo hiểm*

Trong đầu tư mạo hiểm, nhà đầu tư vào doanh nghiệp khởi nghiệp có thể không có khả năng quan sát được xem liệu các doanh nhân khởi nghiệp này

có thực sự đang làm việc chăm chỉ và đưa ra các quyết định hợp lý hay không, hoặc là liệu các doanh nhân có áp ủ kế hoạch để “ôm tiền và chạy” hay không.

Vấn đề này dẫn đến hiệu ứng rủi ro đạo đức. Bên có được thông tin lúc này sẽ có động cơ riêng để hành động theo lợi ích cá nhân mình, ngay cả khi hành động đó tạo ra chi phí rất lớn cho phía bên kia.

Dễ dàng nhận thấy, sự lựa chọn bất lợi và rủi ro đạo đức có thể phát sinh trong bất kỳ môi trường đầu tư nào. Tuy nhiên, chúng đặc biệt nghiêm trọng và là một thách thức lớn trong đầu tư tài chính vào doanh nghiệp khởi nghiệp, do nhiều cơ chế được sử dụng cho các doanh nghiệp thông thường và đã lên sàn chứng khoán không phù hợp với các nhà đầu tư vốn đầu tư mạo hiểm.

Có thể đưa ra ví dụ về vay vốn. Vốn vay là một công cụ tài chính được sử dụng rộng rãi trong hoạt động tài chính của các doanh nghiệp đã ổn định nhưng không phù hợp với các doanh nghiệp khởi nghiệp.

Đối với các doanh nghiệp lớn đã hoạt động ổn định, các khoản đầu tư được thực hiện an toàn hơn bằng cách sử dụng các tài sản hiện có làm tài sản thế chấp hoặc sử dụng danh tiếng làm tài sản tín chấp. Việc e ngại mất tài sản thế chấp hoặc danh tiếng có thể giúp giảm thiểu những tác động tiêu cực của cả hai hiện tượng: lựa chọn bất lợi và tâm lý y lại.

Trong trường hợp khởi nghiệp, doanh nghiệp khởi nghiệp thường có ít tài sản hữu hình và giá trị thanh khoản thấp. Không thể mong đợi sản sinh ra dòng vốn dương một cách nhanh chóng và không có mức lãi suất nào đủ cao để bù đắp các rủi ro cũng như tránh được sự lựa chọn bất lợi. Đồng thời, doanh nghiệp khởi nghiệp cũng chưa đủ các "thành tích" cần thiết để tạo nên uy tín hay danh tiếng nên hiệu ứng bất cân xứng thông tin tác động đến thất bại thị trường sẽ nghiêm trọng hơn so với các doanh nghiệp đã hoạt động ổn định. Thêm vào đó, không tồn tại một thị trường chứng khoán có tính thanh khoản tốt để sẵn sàng phục vụ các nhà đầu tư và giúp đánh giá hoạt động của doanh nghiệp khởi nghiệp, bởi việc đánh giá hoạt động của doanh nghiệp khởi nghiệp sẽ khó khăn hơn rất nhiều so với việc đánh giá một doanh nghiệp đã lên sàn. Những yếu tố này làm cho doanh nghiệp khởi nghiệp trở thành những đối tượng kém hiệu quả của hoạt động cho vay vốn.

### **3. Cơ chế kinh tế đặc thù - giải pháp giảm thiểu tác động của sự bất đối xứng thông tin trong đầu tư mạo hiểm**

Trong đầu tư mạo hiểm, vòng đời của dòng vốn đầu tư có thể được phân chia làm 3 giai đoạn chính sau: (i) gọi vốn đầu tư từ các nhà đầu tư tư nhân; (ii) lựa chọn các dự án đầu tư và tiến hành rót vốn; (iii) kết thúc đầu tư hay

thoái vốn đầu tư. Những đặc điểm khác biệt về bất đối xứng thông tin trong từng giai đoạn trong vòng đời của dòng vốn đầu tư mạo hiểm cần đến những giải pháp hay cơ chế kinh tế khác biệt tương ứng để giải quyết vấn đề người đại diện. Việc đề xuất những cơ chế đặc thù, giúp giải quyết tốt hai vấn đề nêu trên có ý nghĩa vô cùng quan trọng để có thể thành công trong việc cung cấp vốn đầu tư mạo hiểm.

### **3.1. Cơ chế đặc thù trong gọi vốn đầu tư**

Để đáp ứng các thách thức về đầu tư vốn cho doanh nghiệp khởi nghiệp, các công ty đầu tư mạo hiểm đã xuất hiện làm trung gian tài chính giữa các nhà đầu tư vốn mạo hiểm và doanh nhân khởi nghiệp. Bằng hoạt động chuyên nghiệp trong đầu tư vốn mạo hiểm, các công ty này có những kỹ năng cần thiết để giúp các nhà đầu tư giải quyết vấn đề quản lý các doanh nghiệp khởi nghiệp. Các công ty này cũng giúp tạo ra một khối lượng vốn đủ lớn để đầu tư vào một lĩnh vực nhất định đang cần vốn đầu tư mạo hiểm.

Sự xuất hiện của các công ty đầu tư mạo hiểm đã tạo ra vấn đề người đại diện mới bởi những công ty này chính là những đại diện của nhà đầu tư góp vốn. Các nhà đầu tư góp vốn cũng cần phải giải quyết vấn đề quản lý đồng vốn của họ trước khi cho phép công ty đầu tư mạo hiểm giúp quản lý nguồn vốn đầu tư của mình. Rất nhiều học giả cho rằng, quan hệ đối tác hữu hạn là một giải pháp mạnh để giải quyết vấn đề người đại diện trong việc gọi vốn đầu tư mạo hiểm.

Quan hệ đối tác hữu hạn là hình thức tổ chức chủ yếu trong hoạt động đầu tư mạo hiểm ở Hoa Kỳ. Trong quan hệ đối tác hữu hạn, các nhà đầu tư cá nhân là những đối tác hữu hạn cung cấp phần chính nguồn vốn mạo hiểm (thường là 99%). Các nhà đầu tư cá nhân này không tham dự vào quá trình điều hành hàng ngày trong quan hệ đối tác để có thể có được thẩm quyền pháp lý giới hạn cũng như các ưu đãi về chính sách thuế. Các công ty đầu tư mạo hiểm là các đối tác tổng quát sẽ là người trực tiếp quản lý vốn đầu tư và chịu trách nhiệm thực thi mối quan hệ đối tác này.

Các cơ chế sau đây đã được xác định để giúp giải quyết có hiệu quả các vấn đề nảy sinh trong quan hệ người đại diện nêu trên:

#### **a) Cơ chế ký hợp đồng giao ước**

Các vấn đề đại diện có thể rất trầm trọng trong quan hệ đối tác hữu hạn bởi các đối tác hữu hạn không tham gia vào quá trình điều hành kinh doanh hàng ngày. Trong khi đó, do lợi nhuận của quan hệ đối tác hữu hạn không dễ thanh khoản nên nhà đầu tư vốn sẽ không thể kiểm soát được hoạt động của công ty bằng thị trường. Trong trường hợp này, một bản giao ước được thiết kế tốt nhằm hạn chế các hành vi mang tính cơ hội sẽ có ý nghĩa rất quan trọng để giảm thiểu chi phí người đại diện.

Gompers và Lerner (1996) đã xác định các yếu tố sau là những biến số ảnh hưởng đến chi phí người đại diện: (i) đầu tư vào doanh nghiệp khởi nghiệp khi còn trong giai đoạn khởi động, bởi trong giai đoạn này doanh nghiệp thường có độ bất đối xứng thông tin rất cao; (ii) đầu tư vào doanh nghiệp công nghệ cao với độ bất định và bất đối xứng thông tin cao, bởi công nghệ cũng như mô hình kinh doanh của doanh nghiệp còn chưa được khẳng định; (iii) ảnh hưởng của quy mô quỹ bởi công ty quản lý vốn đầu tư mạo hiểm sẽ được khuyến khích mạnh hơn khi quy mô quỹ lớn lên.

#### *b) Cơ chế tự thanh khoản*

Quan hệ đối tác hữu hạn trong đầu tư mạo hiểm rất khác so với các hình thức quan hệ khác bởi nó được thiết kế để tạo ra tính tự thanh khoản. Bản thân sự tồn tại hữu hạn về thời gian đã tự tạo ra một kỷ luật khắt khe lên các đối tác tổng quát: họ phải cung cấp kết quả trong một khoảng thời hạn nhất định. Thời gian tồn tại hữu hạn cũng buộc các đối tác tổng quát phải thường xuyên gọi vốn đầu tư. Sự thất bại trong thỏa mãn những khách hàng trước đó sẽ dẫn tới các khó khăn khi gọi vốn để tạo lập các mối quan hệ đối tác hữu hạn tiếp theo.

Áp lực trong việc gọi vốn đầu tư được coi là cơ chế sàng lọc hữu hiệu để ngăn cản các nhà đầu tư mạo hiểm ít năng lực tham gia thị trường đầu tư mạo hiểm.

#### *c) Cơ chế thù lao gắn với hiệu quả hoạt động*

Theo Sahlman (1990), các nhà đầu tư mạo hiểm thường nhận được 2,5% vốn và 20% lợi nhuận như là khoản thù lao để bù đắp cho việc làm của họ. Khoản đãi ngộ này là khá cao và có tác dụng nhạy bén để giảm thiểu tác động của bất đối xứng thông tin trong hoạt động của nhà đầu tư mạo hiểm.

Cơ chế thù lao gắn với hiệu quả hoạt động áp dụng cho các đối tác tổng quát có thể giúp gắn kết lợi ích của nhà đầu tư mạo hiểm với lợi ích của những người cung cấp vốn đầu tư. Thực tế cho thấy, khi các khoản thù lao được lấy từ lợi nhuận đầu tư có thể giúp ngăn ngừa được các nhà đầu tư mạo hiểm ít năng lực tham gia vào thị trường đầu tư mạo hiểm.

#### *d) Cơ chế sử dụng các thể chế trung gian*

Một giải pháp khác cho vấn đề bất cân xứng thông tin là sử dụng dịch vụ trung gian chuyên nghiệp: sự xuất hiện của các nhà tư vấn đầu tư. Các nhà tư vấn đầu tư này sẽ đóng vai trò “gác cổng” để giúp các nhà đầu tư vốn lựa chọn các tổ chức đầu tư mạo hiểm, thương thảo hợp đồng và giám sát thực hiện.

Các dịch vụ chuyên môn chuyên nghiệp của các thể chế trung gian giúp đưa các kinh nghiệm đầu tư vốn mạo hiểm đến với các nhà đầu tư, giảm thiểu

sự bất cân xứng thông tin và giúp các nhà đầu tư vốn mạo hiểm đưa ra các quyết định chính xác hơn.

### **3.2. Cơ chế đặc thù trong thực hiện đầu tư**

Sau khi huy động được vốn từ các nhà đầu tư tư nhân, nhà đầu tư mạo hiểm cần phải thực hiện đầu tư vào các doanh nghiệp khởi nghiệp. Lúc này, nhà đầu tư mạo hiểm đóng vai chủ sở hữu (chính xác hơn là đại diện chủ sở hữu) còn doanh nhân khởi nghiệp là người đại diện.

Những cơ chế sau sẽ được nhà đầu tư mạo hiểm sử dụng để giảm thiểu vấn đề người đại diện trong đầu tư.

#### *a) Cơ chế phân đoạn đầu tư - rót vốn theo nhiều giai đoạn*

Rót vốn theo nhiều giai đoạn là một khác biệt rõ nét nhất trong hoạt động đầu tư vốn mạo hiểm. Nhà đầu tư mạo hiểm thường chia gói đầu tư của họ thành những gói nhỏ để đầu tư thành nhiều giai đoạn khác nhau. Chỉ những doanh nghiệp có kết quả hoạt động đáp ứng được những kết quả đã được xác định trước mới nhận được sự đầu tư tiếp theo. Sahlman và Gomper cho rằng, việc rót vốn theo giai đoạn là cơ chế kiểm soát hiệu nghiệm nhất dành cho nhà đầu tư mạo hiểm. Trong cơ chế này, các nhà đầu tư mạo hiểm thường không can dự trực tiếp vào hoạt động hàng ngày của doanh nghiệp. Thay vào việc can thiệp hàng ngày, các quyết định chính sẽ được thực hiện ở cuối mỗi giai đoạn đầu tư.

Lý thuyết đại diện cho rằng, các đặc điểm sau của doanh nghiệp khởi nghiệp sẽ giúp dự đoán chi phí đại diện: (i) giá trị của tài sản hữu hình mà doanh nghiệp sở hữu, một tỷ lệ nhỏ về tài sản hữu hình sẽ chứng tỏ rằng chi phí đại diện mong đợi sẽ là cao hơn; (ii) lịch sử phát triển của doanh nghiệp, những doanh nghiệp có lịch sử phát triển dài hơn sẽ có nhiều thông tin hữu ích để các nhà đầu tư mạo hiểm có thể đánh giá tốt hơn về triển vọng của doanh nghiệp; (iii) mức độ trưởng thành của doanh nghiệp, doanh nghiệp đang trong giai đoạn đầu của khởi nghiệp sẽ có độ bất định lớn hơn và ít cung cấp được các thông tin cho các nhà đầu tư tiềm năng.

#### *b) Cơ chế sở hữu tỷ lệ vốn cổ phần tùy thuộc*

Đặc điểm thứ hai của đầu tư mạo hiểm là tỷ lệ vốn cổ phần do doanh nhân khởi nghiệp sở hữu sẽ tùy thuộc vào hiệu quả tài chính của doanh nghiệp. Các điều khoản về tỷ lệ vốn cổ phần phụ thuộc sẽ giảm thiểu vấn đề thông tin trong quan hệ đại diện, bởi nhà đầu tư mạo hiểm có nhiều quyền hơn đối với dòng tiền mặt khi doanh nghiệp hoạt động kém hiệu quả.

Một doanh nhân khởi nghiệp kém hiệu quả sẽ buộc phải chấp nhận điều khoản như vậy với nhà đầu tư, vì điều khoản này sẽ ngăn ngừa doanh nhân khởi nghiệp sử dụng lợi thế về thông tin cho riêng mình.

*c) Cơ chế sử dụng cổ phần được phép chuyển đổi*

Đặc điểm thứ ba của đầu tư mạo hiểm là sử dụng cổ phần được phép chuyển đổi được áp dụng phổ biến bởi vì nó giúp tạo ra một giải pháp hữu hiệu để giải quyết vấn đề quản lý trong hoạt động đầu tư mạo hiểm. Cổ phần được phép chuyển đổi cho phép doanh nhân khởi nghiệp có một tỷ lệ lợi ích đáng kể nếu doanh nghiệp hoạt động tốt. Một tỷ lệ ưu tiên về cổ phần được phép chuyển đổi sẽ là cơ chế có tính kỹ luật cao trong trường hợp doanh nghiệp hoạt động kém.

Cơ chế kỹ luật này cũng có thể ngăn ngừa những doanh nhân khởi nghiệp không đủ khả năng thâm nhập thị trường. Cổ phần sẽ chỉ được phép chuyển đổi thành cổ phiếu thông thường khi nhà đầu tư mạo hiểm chứng tỏ được rằng doanh nghiệp đang hoạt động tốt.

*d) Cơ chế tách biệt giữa quyền sở hữu và quyền quản lý*

Đặc điểm thứ tư của đầu tư mạo hiểm là sự tách biệt giữa quyền sở hữu và quyền quản lý. Quyền quản lý doanh nghiệp nói chung thường được trao cho người có quyền sở hữu nhiều nhất. Tuy nhiên, cơ chế này có thể không tối ưu trong trường hợp đầu tư mạo hiểm. Các nhà đầu tư mạo hiểm thường phải đối mặt với sự lựa chọn khó khăn: một mặt, cần phải cho các doanh nhân khởi nghiệp một tỷ lệ cổ phần xứng đáng để khuyến khích họ một cách thích đáng; mặt khác, một tỷ lệ cổ phần xứng đáng và vị thế là người trong cuộc có thể tạo cho doanh nhân khởi nghiệp nhiều cơ hội có thể chiếm đoạt tài sản của nhà đầu tư.

Để giải quyết vấn đề này, nhà đầu tư mạo hiểm thường giữ lại quyền kiểm soát doanh nghiệp bằng các hợp đồng giao ước. Quyền kiểm soát này có thể gồm: chiếm số đông trong hội đồng quản trị; đòi hỏi ưu thế tuyệt đối đối với những quyết định quan trọng; quyền hoàn trả bắt buộc; cấm bán tài sản; hạn chế chi tiêu; hạn chế cổ phần mới;... Với các điều khoản quy định này, doanh nhân khởi nghiệp sẽ gặp khó khăn để đưa ra các quyết định quan trọng nếu không có sự đồng thuận của nhà đầu tư mạo hiểm.

Sự tách biệt quyền sở hữu và quyền kiểm soát cũng giúp tạo ra cơ chế sàng lọc. Những doanh nhân khởi nghiệp giỏi sẽ chấp nhận dễ dàng điều khoản tạm thời từ bỏ quyền kiểm soát bởi họ tin tưởng rằng, họ sẽ có được quyền này trong tương lai. Những doanh nhân khởi nghiệp kém tin tưởng vào mình hơn sẽ khó chấp nhận sự tách biệt quyền sở hữu và quyền kiểm soát hơn.

*đ) Cơ chế về cơ cấu thành phần ban quản trị doanh nghiệp*

Ban quản trị có vai trò quan trọng trong việc giám sát doanh nghiệp. Lý thuyết đại diện dự đoán rằng khi dự kiến chi phí người đại diện càng cao thì sự giám sát của ban quản trị sẽ càng quan trọng.

Việc giám sát của ban quản trị thường được đo bằng tỷ lệ người ngoài cuộc trong ban quản trị. Lerner (1995) kiểm chứng giả thuyết này đối với hoạt động đầu tư mạo hiểm trong lĩnh vực công nghệ sinh học ở 271 doanh nghiệp có nhận 653 vòng đầu tư tài chính từ các nhà đầu tư mạo hiểm trong thời gian từ năm 1978 đến năm 1989<sup>9</sup>. Kết quả kiểm chứng đã chỉ ra rằng, khi nhà đầu tư mạo hiểm càng có hiểu biết về doanh nghiệp thì họ càng có thể tham gia ban quản trị.

#### *e) Cơ chế cùng phối hợp đầu tư*

Cuối cùng, cơ chế cùng đầu tư vốn mạo hiểm là một đặc điểm quan trọng nữa của đầu tư mạo hiểm. Cùng phối hợp đầu tư là hoạt động thông thường trong đầu tư mạo hiểm. Trong cơ chế này, nhà đầu tư mạo hiểm có xu hướng lựa chọn những nhà đầu tư mạo hiểm có kinh nghiệm khác để cùng tiến hành đầu tư vào giai đoạn sơ khởi của doanh nghiệp khởi nghiệp khi bất cân xứng thông tin là cao nhất.

Lerner (1995) cũng đã kiểm chứng giả thuyết này và cũng củng cố quan điểm về cơ chế cùng phối hợp đầu tư là một phương thức được sử dụng để nâng cao chất lượng lựa chọn doanh nhân khởi nghiệp để đầu tư.

#### **4. Ý nghĩa của việc sử dụng lý thuyết người đại diện để giải thích hoạt động đầu tư mạo hiểm**

Lý thuyết người đại diện dựa vào 2 loại thông tin bất cân xứng: thông tin bị che đậy dẫn đến lựa chọn bất lợi và hành động bị che đậy dẫn đến rủi ro đạo đức để lý giải các hành vi xảy ra trong quan hệ giữa các bên tham gia vào thị trường đầu tư mạo hiểm. Dựa vào lý thuyết người đại diện, các nhà nghiên cứu cũng cố gắng lý giải các hành vi của nhà đầu tư mạo hiểm.

Trong nghiên cứu của mình, Raphael Amit, James Brander và Christoph Zott<sup>10</sup> đã đưa ra các nhận định sau về các lựa chọn hành động của nhà đầu tư mạo hiểm:

1) Các nhà đầu tư mạo hiểm sẽ hoạt động trong môi trường mà ở đó họ có thể phát huy hiệu quả tương đối trong việc lựa chọn và giám sát các khoản đầu tư của mình, cũng như trong môi trường nơi mà ở đó việc cung cấp dịch vụ giá trị gia tăng có thể tạo cho họ lợi thế so sánh cao hơn các nhà đầu tư khác.

Như vậy, có thể mong đợi các nhà đầu tư mạo hiểm đầu tư vào những ngành mà sự bất cân xứng về thông tin hay việc có được các thông tin liên quan có ý nghĩa quan trọng như lĩnh vực công nghệ sinh học, phần mềm

<sup>9</sup> Dữ liệu để kiểm chứng được lấy từ cơ sở dữ liệu của Venture Economics.

<sup>10</sup> Raphael Amit, James Brander và Christoph Zott. Why do venture capital firms exist? Theory and Canadian evidence. Journal of Business Venturing 13, 1998 Elsevier, Vancouver, Canada.

máy tính,... hơn là trong các lĩnh vực khởi nghiệp “thông thường” khác (như mở hàng ăn, cửa hiệu,...). Các lĩnh vực này tuy cũng rủi ro, bởi lợi nhuận cũng có thể dao động khá lớn, nhưng các rủi ro này đều có thể được các tổ chức tài chính truyền thống nhận biết tương đối dễ dàng so với các lĩnh vực đầu tư mạo hiểm nơi các giá trị gia tăng được tạo ra là nhờ các tri thức đặc biệt và các tổ chức tài chính truyền thống khó có thể nhận biết hoặc đánh giá đúng ngay được.

2) Trong số các dự án đầu tư mà các nhà đầu tư mạo hiểm có lợi thế và có thể đầu tư, các nhà đầu tư mạo hiểm vẫn sẽ thích những dự án có chi phí giám sát, lựa chọn tương đối thấp hoặc những trường hợp mà các chi phí do sự bất đối xứng thông tin gây ra là ít nghiêm trọng.

Như vậy, khi dự kiến tập trung đầu tư vào một ngành nào đó, thì nhà đầu tư mạo hiểm sẽ thích các doanh nghiệp nào có hồ sơ khởi nghiệp “sạch sẽ” hơn.

3) Trong trường hợp bất cân xứng thông tin nghiêm trọng, việc thoái vốn đầu tư mạo hiểm qua sàn chứng khoán sẽ bị ảnh hưởng.

Trường hợp thoái vốn lý tưởng nhất của nhà đầu tư mạo hiểm là việc bán cổ phần khi lên sàn trên thị trường chứng khoán. Tuy nhiên, nếu việc đầu tư được thực hiện trong trường hợp bất đối xứng thông tin nghiêm trọng, nhà đầu tư có thể sẽ khó khăn khi bán cổ phần trên sàn chứng khoán, bởi đa số các nhà đầu tư trên sàn đều có rất ít thông tin về hoạt động của doanh nghiệp khởi nghiệp.

Do vậy, sẽ có hai dạng thoái vốn chủ yếu như sau: (i) thoái vốn được thực hiện thông qua việc bán lại cổ phần cho các nhà đầu tư đã nắm được thông tin về doanh nghiệp khởi nghiệp (chủ doanh nghiệp khởi nghiệp, hoặc công ty quản lý quỹ đầu tư hay các doanh nghiệp khác trong cùng ngành sản xuất); (ii) tiếp tục nỗ lực để tạo ra danh tiếng cho doanh nghiệp khởi nghiệp để đưa doanh nghiệp có kết quả hoạt động tốt ra thị trường chứng khoán.

4) Cuối cùng, lý thuyết bất cân xứng thông tin cho rằng doanh nghiệp sẽ hoạt động tốt hơn khi các nhà quản lý doanh nghiệp đồng thời là chủ sở hữu vốn đầu tư mạo hiểm và sở hữu đa số cổ phần trong doanh nghiệp.

Điều này có nghĩa là, ở các doanh nghiệp nơi mà các nhà đầu tư mạo hiểm không phải là nhà quản lý có sở hữu phần lớn cổ phần sẽ hoạt động kém hơn doanh nghiệp khác. Đây là vấn đề rủi ro đạo đức, bởi tỷ lệ cổ phần vốn đầu tư mạo hiểm cao sẽ làm giảm mức độ khuyến khích để doanh nhân khởi nghiệp phải nỗ lực nhiều.

Tuy nhiên, trong những tình huống nhất định, nhà đầu tư mạo hiểm chiếm một tỷ lệ cổ phần sở hữu cao vẫn có thể là phương án tốt nhất, bởi lẽ đây có thể là cách duy nhất để có được đầy đủ nguồn vốn đầu tư tài chính cho

doanh nghiệp khởi nghiệp. Trong trường hợp này, cần chú ý đến mối tương quan tỷ lệ nghịch giữa tỷ lệ cổ phần sở hữu và hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp.

### **Thay lời kết**

Nhiều quốc gia trên thế giới đã và đang dành nhiều sự quan tâm đến hoạt động đầu tư mạo hiểm. Sự quan tâm này một phần xuất phát từ thực tiễn rằng nhiều tập đoàn kinh tế có tầm ảnh hưởng toàn cầu (như Google, Intel, Apple, Microsoft,...) đều được các nhà đầu tư mạo hiểm rót vốn đầu tư khi còn là những doanh nghiệp khởi nghiệp. Thêm vào đó, sự phát triển nhanh chóng của các doanh nghiệp khởi nghiệp còn được coi là thành quả quan trọng của hoạt động đổi mới sáng tạo và phương thức tăng nhanh năng suất lao động, tạo thêm việc làm cho xã hội.

Mặc dù nhận được sự chú ý và có tầm quan trọng ngày càng tăng, nhưng ngành đầu tư mạo hiểm ít được quan tâm nghiên cứu hơn nhiều lĩnh vực đầu tư tài chính khác như bảo hiểm, ngân hàng, chứng khoán. Lý do chủ yếu là lĩnh vực này có rất ít thông tin được công bố công khai bởi các doanh nghiệp khởi nghiệp nhận đầu tư từ các nhà đầu tư mạo hiểm là những doanh nghiệp tư nhân, chưa niêm yết nên không bị ràng buộc phải báo cáo công khai như các doanh nghiệp đã ổn định và đã được công khai tài chính khác. Ngoài ra, do không có những hoạt động trao đổi có tổ chức đối với các khoản vốn đầu tư mạo hiểm nên cũng không có bất kỳ thông tin nào xuất phát từ nguồn này.

Lý thuyết đại diện giúp chỉ ra rằng, rủi ro đạo đức và lựa chọn bất lợi tạo ra thất bại thị trường trong hoạt động tài chính khởi nghiệp. Rủi ro đạo đức và lựa chọn bất lợi có thể dẫn đến việc nhiều doanh nhân khởi nghiệp đáng giá không được đầu tư hoặc đầu tư dưới ngưỡng. Các luận giải dựa vào lý thuyết đại diện cũng giúp giải thích rằng, nhà đầu tư mạo hiểm là những nhà đầu tư có đủ kỹ năng để lựa chọn các doanh nhân khởi nghiệp tốt trong môi trường tồn tại các thông tin bị che giấu, và cũng là những người rất giỏi trong việc giám sát, tư vấn cho các doanh nhân khởi nghiệp những người có thể bị tổn thương trước các vấn đề rủi ro đạo đức.

Các nhà đầu tư mạo hiểm tồn tại bởi vì họ là những nhà đầu tư chuyên nghiệp, có kỹ năng thực hành đầu tư tốt hơn so với các nhà đầu tư khác. Các nhà đầu tư mạo hiểm có kỹ năng cao sẽ làm cho lĩnh vực đầu tư mạo hiểm hoạt động có hiệu quả hơn bởi khả năng giảm thiểu thất bại thị trường. Nói cách khác, đầu tư mạo hiểm là trung gian tài chính có lợi thế so sánh khi hoạt động trong môi trường có sự bất đối xứng thông tin cao. Đây là chỗ đứng thích hợp của họ mặc dù trên thực tế, không ít doanh nghiệp khởi nghiệp non trẻ đã lên sàn thị trường giao dịch chứng khoán mà không

cần tìm kiếm nguồn đầu tư tài chính từ vốn đầu tư mạo hiểm, mà có thể huy động các nguồn tài chính từ ngân hàng và vốn đầu tư tư nhân (gồm cả vốn đầu tư tự có và huy động từ các thành viên trong gia đình).

Tuy vậy, nhà đầu tư mạo hiểm không thể loại bỏ hoàn toàn sự lựa chọn bất lợi và rủi ro về đạo đức. Hai vấn đề này luôn nghiêm trọng đối với các doanh nghiệp non trẻ, và đặc biệt, càng trở nên trầm trọng hơn đối với hầu hết các doanh nghiệp khởi nghiệp. Điều này cũng lý giải tại sao các nhà đầu tư mạo hiểm luôn tập trung vào các giai đoạn phát triển cuối của doanh nghiệp khởi nghiệp. Ở giai đoạn phát triển cuối này, doanh nghiệp khởi nghiệp đã tạo dựng được một hồ sơ lý lịch “sạch sẽ” để cung cấp thông tin cho các nhà đầu tư. Vào lúc đó, họ đã có tương đối đủ lượng tài sản để giảm thiểu các hạn chế liên quan đến tài sản thế chấp và sự hạn chế về trách nhiệm. Nhờ chuyên môn của mình, nhà đầu tư mạo hiểm sẽ ứng phó tốt hơn với vấn đề bất cân xứng thông tin so với những nhà đầu tư khác.

Các nhận định trên cũng hoàn toàn phù hợp với mô hình thoái vốn đầu tư. Nếu bất cân xứng thông tin vẫn tiếp tục xảy ra ở giai đoạn rút vốn, các nhà đầu tư “ngoài cuộc” sẽ không đủ thông tin để đánh giá giá trị tài sản của doanh nghiệp khởi nghiệp, và những nhà đầu tư “trong cuộc” sẽ thuận lợi hơn để mua lại và thế chỗ vị trí của các nhà đầu tư mạo hiểm. Những nhà đầu tư “trong cuộc” này có thể là nhà quản lý hoặc nhân viên của phía nhận đầu tư, hoặc họ có thể là các doanh nghiệp khác trong lĩnh vực kinh doanh có liên quan. Vì vậy, điều không đáng ngạc nhiên khi tỉ lệ thoái vốn qua sàn giao dịch chứng khoán đối với doanh nghiệp khởi nghiệp chỉ chiếm một phần khiêm tốn.

Đối với nước ta, việc xem xét hoạt động đầu tư mạo hiểm từ góc nhìn lý thuyết đại diện cũng giúp tìm ra những giải pháp quản lý thỏa đáng cho các vấn đề đặt ra từ thực tiễn một khi được phối hợp với các công cụ chính sách khác./.

## TÀI LIỆU THAM KHẢO

### Tiếng Việt:

1. Lê Quang Huy. (1998) *Nghiên cứu vấn đề vốn mạo hiểm đối với hoạt động khoa học và công nghệ*. Viện Chiến lược và Chính sách KH&CN.
2. Vũ Cao Đàm, Nguyễn Thanh Hà. (2008) *Đầu tư mạo hiểm*. Tạp chí Hoạt động khoa học, số 1/2008.
3. Phan Thị Bích Nguyệt. (2009) *Thu hút vốn đầu tư mạo hiểm cho đổi mới công nghệ tại Việt Nam*. Tạp chí Phát triển kinh tế, số 07/2009.

**Tiếng Anh:**

4. OECD/GD (96)168. *Venture capital and innovation*, Paris.
5. OECD/GD (97)201. *Government venture capital for technology-based firms*. Paris.
6. Akerlof, George. (1970) *The market for “lemon”*: qualitative uncertainty and the market mechanism. [https://en.wikipedia.org/wiki/The\\_Market\\_for\\_Lemons](https://en.wikipedia.org/wiki/The_Market_for_Lemons).
7. Gorman, Michael and William Sahlman. (1989) *What do venture capitalists do?* Journal of Business Venturing, 4: 231-248
8. Sahlman, W.A. (1990) *The structure and governance of venture capital organizations*. Journal of Financial Economics. Vol.27. Issue 20
9. Lerner, Josh. (1994) *The Syndication of venture capital investments*. Financial Management, Autumn 1994.
10. Gompers. (1994) *The Rise and Fall of Venture Capital*. Business and Economic history. Volume 23, no. 2. Winter 1994.
11. Gompers, Paul and Josh Lerner. (1996) *The use of covenants: An analysis of venture partnership agreements*. Journal of Law and Economics, October 1996.
12. Gompers, Paul (1997) *Ownership and control in entrepreneurial firms: An examination of convertible securities in venture capital investments*. NBER Working Paper.
13. Amit.R, Brander.J, Zott.C. (1998) *Why do venture capital firms exist? Theory and Canadian evidence*. Journal of Business Venturing 13, 441-466p. 1998 Elsevier Science Inc. New York, NY 10010.
14. Lerner. J. (1998) *“Angel” Financing and public policy: An overview*. Journal of Banking & Finance 22 . Elsevier.
15. Gompers and Josh Lerner. (2001) *The Venture Capital Revolution*. The Journal of Economic Perspectives, Vol. 15, No. 2, (Spring, 2001), Published by: American Economic Association.
16. Baygan, G. (2003) *Venture Capital Policy Review: United States, OECD Science, Technology and Industry Working Papers*. 2003/12, OECD Publishing.
17. Bronwyn H. Hall and Josh Lerner. (2010) *The Financing of R&D and Innovation*. Handbook of the Economics of Innovation, Elsevier-North Holland 2010.
18. Duruflé Gilles. (2010) *Government involvement in the venture capital industry*. International comparisons, May 2010.