

Một số vấn đề cơ sở lý luận về vốn đầu tư mạo hiểm

NGUYỄN HỒNG THU*

NGUYỄN THANH NHÃ**

Tóm tắt: Trong những năm gần đây, sự phát triển nhanh chóng và những lợi ích kinh tế đem lại của vốn đầu tư mạo hiểm ngày càng thu hút nhiều sự quan tâm của các chuyên gia kinh tế, các nhà đầu tư tài chính và chính phủ các nước. Để giúp cho các nhà hoạch định chính sách, các bên liên quan hiểu biết thêm về vốn đầu tư mạo hiểm, bài viết sẽ tập trung nghiên cứu một số vấn đề cơ sở lý luận sau: i) Làm rõ khái niệm và phân tích các đặc điểm của vốn đầu tư mạo hiểm từ đối tượng, quy mô đến thoái vốn đầu tư; ii) Vai trò của vốn đầu tư mạo hiểm trong phát triển khoa học công nghệ và sự đổi mới sáng tạo, tạo việc làm và thúc đẩy tăng trưởng kinh tế, phát triển các công ty khởi nghiệp; iii) Các yếu tố ảnh hưởng đến hoạt động đầu tư mạo hiểm như thị trường tài chính, hệ thống luật pháp, thị trường lao động, các chính sách hỗ trợ của chính phủ, văn hóa khởi nghiệp và đổi mới sáng tạo.

Từ khóa: Đầu tư, đầu tư mạo hiểm, doanh nghiệp khởi nghiệp, đổi mới sáng tạo.

1. Khái niệm, đặc điểm vốn đầu tư mạo hiểm

1.1. Khái niệm

Vốn đầu tư mạo hiểm (ĐTMH) có nguồn gốc từ Tập đoàn Nghiên cứu và Phát triển Mỹ (ARD), tập đoàn này đã đầu tư 70.000 USD vào Công ty Thiết bị Kỹ thuật số (DEC) vào những năm 1940 để đổi lấy 7% cổ phần. Mười năm sau, số cổ phần của ARD có trị giá tới 355 triệu USD. Vì vậy, nó đã trở thành một trường hợp kinh điển về ĐTMH (Zhang C. và Cộng sự, 2020). Khi đó các nhà đầu tư tư nhân bắt đầu nhận ra tiềm năng tài trợ cho các doanh nghiệp khởi nghiệp dựa trên đổi mới sáng tạo mặc dù có độ rủi ro cao nhưng lại có thể mang lại lợi nhuận rất cao, và từ đó ĐTMH đã trở

thành một hiện tượng ngày càng phổ biến trên thế giới.

- Doanh nghiệp khởi nghiệp

Nói đến các doanh nghiệp khởi nghiệp đổi mới sáng tạo (từ đây gọi là doanh nghiệp/công ty khởi nghiệp - startup) là nói đến việc tạo ra doanh nghiệp mới với các mô hình kinh doanh mới, sản phẩm hay dịch vụ mới, có tiềm năng tăng trưởng cao nhưng cực kỳ không chắc chắn. Nói cách khác, doanh nghiệp khởi nghiệp là doanh nghiệp mới được xây dựng và hoạt động dựa trên đổi mới sáng tạo, có tiềm năng tăng trưởng cao và có độ rủi ro rất cao (Nguyễn Hồng Thu, 2024).

Các doanh nghiệp khởi nghiệp thường thực hiện những dự án mạo hiểm và cần có nguồn lực đáng kể để phát triển và thương mại hóa các sản phẩm, dịch vụ và công nghệ

* Viện Kinh tế và Chính trị thế giới

mới. Song các doanh nghiệp này có tỷ lệ thất bại rất cao và thường tăng theo thời gian. Cụ thể, các doanh nghiệp khởi nghiệp sau khi thành lập thất bại trong năm đầu tiên là 10%, nhưng trong vòng năm năm lên tới 90%; Trong khi các doanh nghiệp nhỏ (< 500 lao động) thất bại trong năm đầu tiên là 20,4%, và trong vòng 10 năm là 70% (LLC, 2024). Một trong những nguyên nhân hàng đầu dẫn đến thất bại là do thiếu vốn. Do có độ rủi ro cao, nên các doanh nghiệp khởi nghiệp thường không thể tiếp cận trực tiếp được các khoản vay ngân hàng, thị trường chứng khoán, hoặc các công cụ nợ khác (WIPO, 2022). Trong khi ở giai đoạn đầu các doanh nghiệp khởi nghiệp luôn hạn chế về nguồn vốn, nên tùy vào các giai đoạn phát triển mà các doanh nghiệp này sẽ tìm kiếm các kênh khác nhau để huy động vốn cho phù hợp. Vốn ban đầu thường đến từ chính những

người sáng lập hoặc từ bạn bè và gia đình. Khi nguồn vốn này cạn kiệt, các công ty có thể chuyển sang các nhà đầu tư thiên thần hoặc các quỹ ĐTMH để huy động thêm vốn chủ sở hữu cho giai đoạn phát triển tiếp theo. Trong đó, nhà đầu tư vốn chủ sở hữu phổ biến nhất cho các công ty khởi nghiệp vẫn là các nhà ĐTMH.

- Vốn đầu tư mạo hiểm

Vốn ĐTMH đã phát triển trong một khoảng thời gian dài, nhưng đến nay vẫn chưa có một định nghĩa tiêu chuẩn quốc tế được chấp nhận rộng rãi (OECD, 2016). Mặc dù có khá nhiều cách hiểu khác nhau về vốn ĐTMH do đặc thù kinh doanh khác biệt giữa các quốc gia và khu vực, nhưng chúng đều có điểm chung là đề cập đến việc đầu tư vào các công ty mới có tiềm năng tăng trưởng cao và đi kèm với rủi ro cao (Xem Bảng 1).

Bảng 1: Một số định nghĩa về vốn đầu tư mạo hiểm

Nguồn	Vốn đầu tư mạo hiểm
Invest Europe	Vốn ĐTMH là một tập hợp con của vốn cổ phần tư nhân và đề cập đến các khoản đầu tư vốn cổ phần được thực hiện để hỗ trợ các giai đoạn phát triển trước, ra mắt và giai đoạn đầu của một doanh nghiệp
Hiệp hội ĐTMH quốc gia – Mỹ (NVCA)	Vốn ĐTMH là một phân khúc của ngành cổ phần tư nhân tập trung đầu tư vào các công ty mới có tiềm năng tăng trưởng cao và đi kèm với rủi ro cao
Cục Thống kê Australia (ABS)	Vốn ĐTMH là nguồn vốn cổ phần tư nhân có rủi ro cao dành cho các công ty chưa niêm yết mới, sáng tạo hoặc đang phát triển nhanh. Vốn ĐTMH thường là khoản đầu tư ngắn hạn và trung hạn với chiến lược thoái vốn với lợi tức đầu tư dự kiến chủ yếu dưới dạng lãi vốn (chứ không phải đầu tư dài hạn liên quan đến dòng thu nhập thường xuyên).
Hiệp hội vốn cổ phần tư nhân và ĐTMH Canada (CVCA)	Một dạng vốn cổ phần tư nhân chuyên biệt, đặc trưng chủ yếu là đầu tư rủi ro cao vào các công ty mới hoặc trẻ đang theo con đường tăng trưởng
Hiệp hội ĐTMH Hàn Quốc (KVCA)	Công ty/Quỹ đầu tư vào các công ty đang ở giai đoạn đầu, có tiềm năng tăng trưởng cao
Trung tâm Doanh nghiệp Liên doanh - Nhật Bản (VEC)	Nguồn vốn được cung cấp thông qua các cổ phiếu, trái phiếu chuyển đổi, chứng quyền... cho các doanh nghiệp mạo hiểm, là các doanh nghiệp vừa và nhỏ (không thuộc đại chúng) đã đóng cửa và có tiềm năng tăng trưởng.

Nguồn: OECD, 2016.

Qua các khái niệm ở Bảng 1, có thể khái quát và đưa ra khái niệm về vốn ĐTMH như sau: Vốn ĐTMH là hình thức đầu tư cho các doanh nghiệp mới khởi nghiệp có tiềm năng tăng trưởng mạnh mẽ nhưng cũng tiềm ẩn nhiều rủi ro, để đổi lấy cổ phần của công ty đó nhằm thu được lợi nhuận cao sau một thời gian đầu tư nhất định.

- Quỹ đầu tư mạo hiểm

Đóng vai trò huy động nguồn vốn từ các nhà ĐTMH và trung chuyển đến đối tượng có nhu cầu về vốn ĐTMH là các quỹ ĐTMH. Nguồn vốn này có thể ở dưới dạng vốn tài chính và/hoặc vốn phi tài chính (cổ vấn, chuyên môn kỹ thuật, quản lý...) (CFI, 2024; Baldrige, 2023). Hay có thể hiểu quỹ ĐTMH là một tập hợp vốn góp của các nhà đầu tư tìm kiếm cổ phần vốn tư nhân trong các công ty khởi nghiệp có tiềm năng tăng trưởng cao nhưng cũng có độ rủi ro cao.

Các nhà ĐTMH góp vốn vào quỹ ĐTMH thường là các trung gian tài chính, với tiềm lực vốn và chiến lược đầu tư lâu dài, với mục tiêu đạt lợi nhuận cao. Tuy nhiên, cũng có một số trường hợp, quỹ ĐTMH được hình thành bởi một tổ chức đơn lẻ, với mục tiêu hoạt động rõ ràng (gọi là các quỹ ĐTMH được bảo trợ). Ví dụ, các quỹ ĐTMH là công ty con, được thành lập nhằm nghiên cứu các sản phẩm phục vụ nhu cầu của công ty mẹ (như quỹ đầu tư mạo hiểm Siemens); Hoặc các tổ chức tài chính (như Citigroup); Hoặc do chính phủ xây dựng nên (như FinPiemonte, được thành lập bởi một tổ chức tài chính ở vùng Piedmont, Italia)...

1.2. Đặc điểm của vốn đầu tư mạo hiểm

Có rất nhiều loại hình đầu tư, mỗi loại hình đầu tư sẽ chọn các đối tượng, giai đoạn khác nhau để đầu tư. Vốn ĐTMH và vốn đầu tư thiên thần đều tìm kiếm các doanh nghiệp khởi nghiệp để đầu tư, song các nhà

đầu tư thiên thần thường đầu tư vào các công ty khởi nghiệp nhằm nuôi dưỡng các ý tưởng đổi mới sáng tạo ở giai đoạn đầu. Trong khi ĐTMH thường đầu tư cho các công ty khởi nghiệp đã sẵn sàng thương mại hóa sản phẩm hoặc dịch vụ của mình. Vốn ĐTMH và vốn tư nhân đều đầu tư vào công ty tư nhân và bằng cách bán cổ phiếu, song vốn tư nhân thường đầu tư vào một công ty lớn đã trưởng thành và đã hoạt động trong nhiều năm thậm chí là nhiều thập kỷ (Baldrige, 2023). Do đó, tùy theo hình thức đầu tư mà mức độ rủi ro, quy mô đầu tư, mức độ sở hữu... cũng khác nhau. Dưới đây là một số đặc điểm riêng biệt giúp phân biệt vốn ĐTMH với các vốn đầu tư khác.

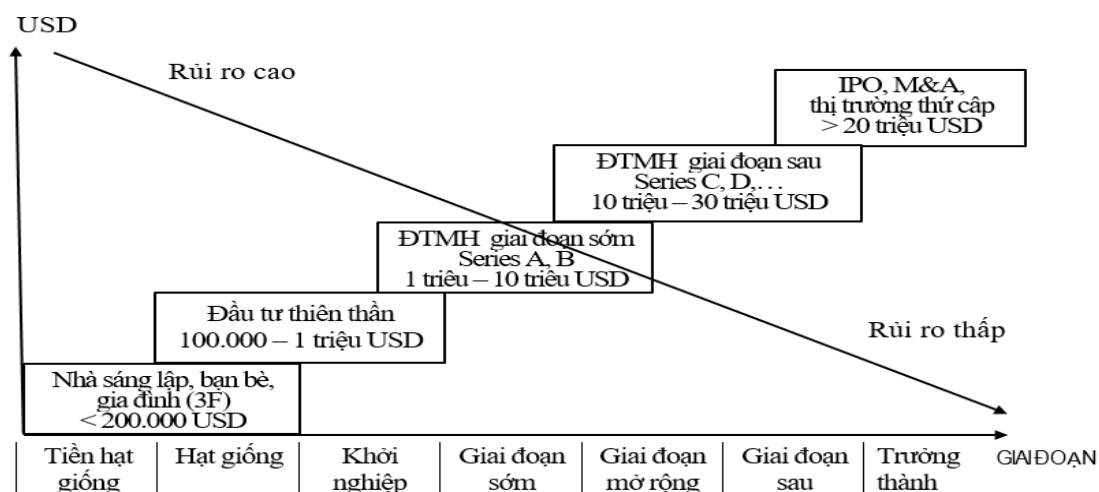
- Đối tượng đầu tư. ĐTMH thường đầu tư vào các công ty khởi nghiệp có khả năng mở rộng quy mô nhanh chóng và/hoặc có tiềm năng tăng trưởng cao với công nghệ tiên tiến hứa hẹn sự vượt trội trong tương lai nhưng không chắc chắn. Các công ty này đều là công ty tư nhân và có quy mô tương đối nhỏ hoạt động ở mọi lĩnh vực, nhưng tập trung chủ yếu ở các lĩnh vực có tiềm năng tăng trưởng cao như công nghệ, công nghệ sinh học, chăm sóc sức khỏe. Năm 2021, lĩnh vực công nghệ đạt 212 tỷ USD, chiếm 77% tổng vốn ĐTMH trên toàn cầu (Jennings, 2022). ĐTMH có tính chuyên biệt hoá cao, nên nó thường tập trung đầu tư vào một lĩnh vực, một địa bản, hoặc một quốc gia nhất định (Phạm Tiến Mạnh, 2018b).

- Thời gian đầu tư: ĐTMH thường là đầu tư trung và dài hạn, có thể kéo dài 5 - 10 năm từ khoản đầu tư ban đầu đến khi chào bán cổ phiếu công khai lần đầu (IPO) (Franklin, 2024; Loo, 2024; Grilli và Cộng sự, 2019). Thời gian đầu tư dài nên ĐTMH có tính thanh khoản kém hơn so với đầu tư tiêu chuẩn được giao dịch trên một số sàn giao dịch có tổ chức (như cổ phiếu hoặc trái phiếu).

- Quy mô đầu tư. Tùy vào từng giai đoạn gọi vốn của công ty khởi nghiệp mà các nhà ĐTMH sẽ đầu tư số tiền từ hàng trăm nghìn USD đến hàng triệu USD (Xem Hình 1). Việc phân chia các giai đoạn này chỉ mang tính tương đối và tùy thuộc vào quyết định của mỗi quốc gia, mỗi tổ chức (OECD, 2016). Song hầu hết ở giai đoạn hạt

giống/khởi nghiệp nhu cầu về vốn ít hơn đáng kể so với giai đoạn mở rộng và giai đoạn sau. Để phân tán rủi ro, các nhà ĐTMH thường đa dạng hóa các khoản đầu tư của mình vào nhiều công ty khác nhau, và họ đầu tư không quá 50% cổ phần vốn chủ sở hữu của một công ty (Loo, 2024; Baldridge, 2023).

Hình 1: Các giai đoạn và quy mô đầu tư mạo hiểm



Nguồn: Tác giả tổng hợp.

- Thoái vốn: Các nhà ĐTMH có thể thu lợi nhuận qua việc thoái vốn ở các giai đoạn đầu tư khác nhau thông qua các kênh: IPO, mua lại hoặc sáp nhập (M&A), hoặc bán lại cổ phần tư nhân trên thị trường tài chính thứ cấp (Baldridge, 2023; Loo, 2024; Bradley và cộng sự, 2019).

- Tính rủi ro và lợi nhuận. ĐTMH có tính rủi ro rất cao do đối tượng được đầu tư là các công ty tư nhân mới thành lập hay hoạt động trong những lĩnh vực mới hình thành nên có nguy cơ thất bại cao hơn so với các công ty đã trưởng thành. Để bù đắp cho rủi ro cao, đầu tư này có thể mang lại lợi nhuận cao đáng kể, gấp nhiều lần so với số vốn đầu tư ban đầu. Nhờ vốn ĐTMH, nhiều công ty đã phát triển thành công nổi

tiếng trên thế giới ngày nay như Google, Facebook, Airbnb, SpaceX, Twitter...

2. Vai trò của vốn đầu tư mạo hiểm

Vốn ĐTMH ngày càng đóng vai trò quan trọng trong việc thúc đẩy phát triển sự đổi mới sáng tạo, tạo việc làm, thúc đẩy tăng trưởng kinh tế, và phát triển các công ty khởi nghiệp tăng trưởng. Vì vậy, vốn ĐTMH ngày càng trở nên phổ biến và hoạt động rất sôi động trên thế giới.

2.1. Thúc đẩy phát triển khoa học công nghệ và sự đổi mới sáng tạo

Vốn ĐTMH rất quan trọng đối với thúc đẩy đổi mới sáng tạo. Các dự án đổi mới sáng tạo được thực hiện ở các công ty khởi nghiệp có nhiều cơ hội thành công hơn, nên

dù có độ rủi ro cao các nhà ĐTMH vẫn sẵn sàng thông qua các công cụ tài chính của mình để đầu tư vào các dự án này. Thực tế cho thấy các cuộc cách mạng công nghệ dẫn đến sự chuyển đổi của các ngành công nghiệp đều được dẫn dắt bởi các công ty được hỗ trợ bởi vốn ĐTMH; Ví dụ, các công ty đi tiên phong trong mỗi thế hệ công nghệ máy tính mới.

Hơn nữa, các công ty được hỗ trợ vốn ĐTMH có chi tiêu nghiên cứu và phát triển (R&D) trên mỗi nhân viên cao hơn các công ty trong danh sách Fortune 500, điều này giúp cho các công ty được hỗ trợ vốn ĐTMH thúc đẩy đổi mới tốt hơn so với các công ty không nhận được ĐTMH (OECD, 1996). Ở Mỹ, tốc độ tăng trưởng đổi mới hàng năm của các công ty được ĐTMH là 8,2% so với 1,1% của toàn bộ khu vực tư nhân. Sự đổi mới này được coi là chìa khóa để chống lại những thách thức kinh tế như lạm phát. Tiềm năng của vốn ĐTMH trong việc gieo mầm đổi mới không chỉ trong các công ty mà còn trong các cá nhân (Franklin, 2024).

2.2. Tạo việc làm và thúc đẩy tăng trưởng kinh tế

Xét về ý nghĩa kinh tế, thị trường vốn ĐTMH có quy mô nhỏ, ngay cả ở Mỹ, so với các thị trường tài chính khác. Tuy nhiên, vì các nhà ĐTMH chuyên đầu tư vào các công ty có tiềm năng tăng trưởng cao nên vai trò kinh tế của nó rất đáng kể. Từ năm 1975 đến năm 2015, ở Mỹ chỉ có 0,18% công ty nhận được sự hỗ trợ của các quỹ ĐTMH, tuy nhiên, tỷ lệ nhỏ bé này lại chiếm tới 57% tổng vốn hóa thị trường của các công ty đại chúng. Điều này cho thấy các công ty được quỹ ĐTMH hỗ trợ đã tạo ra giá trị vượt xa các công ty không được

ĐTMH hỗ trợ, mặc dù số lượng của họ ít (Franklin, 2024).

Dựa trên các nghiên cứu đánh giá chi tiết về mối quan hệ giữa mức độ đầu tư vốn ĐTMH tại các thành phố tới số lượng các công ty khởi nghiệp, số lượng việc làm và mức thu nhập của người dân đều cho thấy ĐTMH có tác động tích cực tới các nhân tố trên. Tại Mỹ, cứ 0,1% số công ty khởi nghiệp được các quỹ ĐTMH rót vốn vào, sẽ tạo ra 5% tổng số lượng lao động (Phạm Tiến Mạnh, 2018a). Sự khác biệt về tạo việc làm giữa các công ty được ĐTMH và không được ĐTMH rất rõ ràng, trong giai đoạn 1990 - 2020, công ty được ĐTMH có tỷ lệ tăng trưởng việc làm là 960%, so với tỷ lệ 40% của công ty không được ĐTMH (Franklin, 2024).

2.3. Thúc đẩy các công ty khởi nghiệp phát triển

Một trong những tác động chính của vốn ĐTMH là giúp các công ty khởi nghiệp tiếp cận được nguồn vốn tài chính đáng kể thông qua một loạt các vòng gọi vốn (series A, B...) để phát triển sản phẩm, tiếp thị sản phẩm, tuyển dụng nhân viên tài năng, mở rộng hoạt động và các nhu cầu kinh doanh quan trọng khác. Các nhà ĐTMH không chỉ cung cấp tài chính mà họ còn cung cấp cả phi tài chính như kinh nghiệm, kiến thức, tư vấn chiến lược, và mạng lưới, quan hệ đối tác (Jeong và cộng sự, 2020). Những điều này đóng vai trò quan trọng trong việc giúp các công ty khởi nghiệp hình thành quan hệ đối tác, đảm bảo các kênh phân phối và tiếp cận các nguồn lực chính, tránh được những thất bại và rủi ro phổ biến, đưa ra các quyết định sáng suốt, mở ra nhiều cơ hội mới và thúc đẩy nhanh sự tăng trưởng của công ty khởi nghiệp. Thêm nữa, không giống như các khoản vay khác, vốn ĐTMH không yêu cầu

hoàn trả ngay lập tức, nên nó cho phép các công ty khởi nghiệp tập trung vào tăng trưởng mà không phải chịu gánh nặng nợ nần.

Các công ty khởi nghiệp nhận vốn ĐTMH thường được đánh giá là công ty có tiềm năng tăng trưởng cao, nên các công ty này có được lợi thế cạnh tranh trong thu hút khách hàng, đối tác và các nhà đầu tư khác. Sự tham gia của các nhà ĐTMH có uy tín càng cao thì càng nâng cao danh tiếng của công ty khởi nghiệp và càng tăng cơ hội thành công cho nó.

Rõ ràng, vốn ĐTMH đã giúp rút ngắn thời gian đưa sản phẩm và dịch vụ của công ty khởi nghiệp ra thị trường. Cụ thể, nó cho phép các công ty này niêm yết thông qua IPO sớm hơn so với khả năng có thể. Sử dụng mẫu gồm 363 công ty niêm yết từ năm 2000 đến năm 2007 cho thấy, các công ty khởi nghiệp được duy trì bền vững và hoạt động tốt hơn khi họ nhận được khoản ĐTMH ở giai đoạn đầu (Jeong và cộng sự, 2020). Ở Mỹ hơn 50% các công ty niêm yết kể từ những năm 1970 đều có sự hỗ trợ của vốn ĐTMH (Franklin, 2024). Các công ty kỳ lân, được định giá hơn một tỷ USD, là minh chứng càng cho thấy rõ vai trò quan trọng của vốn ĐTMH đối với việc thúc đẩy các công ty khởi nghiệp phát triển.

3. Các yếu tố ảnh hưởng đến vốn đầu tư mạo hiểm

Các hình thức đầu tư khác nhau bị ảnh hưởng bởi các yếu tố khác nhau. Dưới đây là một số yếu tố ảnh hưởng đến vốn ĐTMH ở một quốc gia.

3.1. Hệ thống luật pháp

Hệ thống luật pháp là trụ cột cơ bản, đóng vai trò quan trọng trong mọi giao dịch trong nền kinh tế. Tất cả các đối tượng tham gia đầu tư nói chung và việc đưa ra quyết

định của các nhà ĐTMH nói riêng đều lệ thuộc vào các quy định của luật pháp nơi họ đầu tư, vì đây là cơ sở để xác lập các mối quan hệ giữa các nhà đầu tư và các đối tác thông qua việc thực thi hợp đồng (Kaplan và Stromberg, 2003; Lerner và Tag, 2013).

Khung pháp lý đối với ĐTMH có thể được nhóm lại như sau: i) Luật định nghĩa cụ thể các công ty/quỹ ĐTMH và quy trình hoạt động của chúng; ii) Luật điều chỉnh hoạt động của các công ty con vốn ĐTMH của các ngân hàng, công ty bảo hiểm và các tổ chức tài chính khác; iii) Các quy định đối với các khoản đầu tư của các quỹ hữu trí và công ty bảo hiểm nhân thọ; iv) Khuôn khổ pháp lý chung ảnh hưởng đến các giao dịch kinh doanh như quyền của cổ đông thiểu số, quy định thành lập công ty, xử lý phá sản và trách nhiệm pháp lý của giám đốc công ty ĐTMH (Grilli và cộng sự, 2019; Ibanez, 1989). Việc luật pháp quy định rõ ràng sẽ tránh được các vụ kiện tụng, tranh chấp về quyền lợi trong công ty, do đó sẽ giúp các nhà ĐTMH yên tâm hơn khi ra quyết định đầu tư của mình.

Thực tế, sự hiện diện của các thể chế pháp lý hiệu quả rất quan trọng đối với sự phát triển của quỹ ĐTMH vì nó tác động đến mức độ mà các hợp đồng giữa các quỹ ĐTMH, nhà đầu tư của họ và các doanh nhân có thể được thực thi. Hơn nữa, các thể chế pháp luật cũng bảo vệ quyền sở hữu trí tuệ của các doanh nhân. Mức độ bảo vệ quyền sở hữu trí tuệ và các thể chế pháp lý cũng là động lực thúc đẩy ĐTMH xuyên biên giới ở cấp quốc gia (Cumming và Cộng sự, 2010; Bradley và cộng sự, 2019).

3.2. Thị trường tài chính

Rủi ro chính mà các nhà ĐTMH phải đối mặt là có thể bị mất vốn đầu tư. Do đó, một thị trường tài chính năng động, dù hoạt động

chính thức thông qua sàn giao dịch chứng khoán hay không chính thức thông qua các mối liên hệ của cộng đồng doanh nghiệp, đều đóng vai trò quan trọng đối với hoạt động ĐTMH, đặc biệt là thị trường chứng khoán (Ibanez, 1989; Romain, 2024), vì IPO là cách thoái vốn ĐTMH phổ biến nhất.

Thoái vốn qua IPO cho phép các công ty ĐTMH thu được lợi nhuận, tái chế vốn của nhà ĐTMH và tái đầu tư vào danh mục đầu tư mới của họ. Việc thoái vốn này cũng mang lại trách nhiệm giải trình cho các nhà quản lý ĐTMH vì nó cung cấp cho các nhà ĐTMH thước đo định lượng về kỹ năng của ĐTMH, cho phép họ rút vốn từ các công ty ĐTMH kém kỹ năng hơn. Hơn nữa, lợi nhuận thu được sau khi IPO cũng là yếu tố thúc đẩy hơn nữa cho các hoạt động ĐTMH tiếp theo. Tuy nhiên IPO có thể không ảnh hưởng đến các khoản đầu tư giai đoạn đầu ở các quốc gia, nhưng là yếu tố quyết định quan trọng đối với các khoản vốn ĐTMH ở giai đoạn sau. Giới đầu tư luôn phải đối mặt với sự lựa chọn và quản lý những rủi ro có thể gặp phải trong quá trình kinh doanh của mình, nên các nhà ĐTMH luôn quan tâm đến môi trường đầu tư kinh doanh nơi mà họ đầu tư, đặc biệt là tính ổn định của kinh tế vĩ mô. Sự biến động kinh tế vĩ mô ảnh hưởng đến hoạt động khởi nghiệp nói chung. Sự mở rộng kinh tế vĩ mô được phát hiện dẫn đến sự gia tăng số lượng các công ty khởi nghiệp. Và sự gia tăng hoạt động khởi nghiệp làm tăng khả năng thu hút vốn ĐTMH. Tính ổn định của kinh tế vĩ mô được thể hiện qua tốc độ tăng trưởng GDP, tăng trưởng vốn hóa thị trường (Jeng, Wells, 2000).

3.3. Thị trường lao động

Trình độ và chất lượng nguồn lao động đóng vai trò dẫn dắt doanh nhân khởi

ngiệp và thu hút vốn ĐTMH khá rõ. Các khu vực, lãnh thổ có thể mạnh về trình độ nguồn nhân lực ở lĩnh vực, ngành nghề nào thì thường thúc đẩy xu hướng doanh nhân khởi nghiệp về lĩnh vực, ngành nghề đó. Với lợi thế về nhân lực, các công ty khởi nghiệp sẽ có tiềm năng tăng trưởng cao hơn so với các khu vực, lãnh thổ khác. Điều này cũng chính là một trong những yếu tố thúc đẩy thu hút vốn ĐTMH vào lĩnh vực và ngành nghề đó. Ví dụ, Singapore với thế mạnh về nhân lực trong lĩnh vực công nghệ tài chính (fintech), tháng 4/2023, công ty khởi nghiệp fintech Kredivo có trụ sở tại Singapore đã huy động được 270 triệu USD, một diễn biến cho thấy các nhà ĐTMH vẫn quan tâm nhiều đến lĩnh vực này bất chấp các điều kiện tài chính bị thắt chặt sau vụ sụp đổ của Ngân hàng Silicon Valley (Kim Dung, 2023). Hơn nữa, thị trường lao động nào có nguồn lao động có trình độ, kỹ năng tốt sẽ giúp các doanh nghiệp tiết kiệm chi phí, nâng cao năng suất lao động. Vì vậy, chất lượng lực lượng lao động là nhân tố quan trọng, mang tính cốt lõi ở mỗi quốc gia trong việc thu hút các nhà ĐTMH và thúc đẩy các doanh nhân khởi nghiệp (Phạm Tiến Mạnh, 2018a).

Mặt khác, sự cứng nhắc của thị trường lao động là rào cản đối với sự tăng trưởng của vốn ĐTMH, tức là sự cứng nhắc của thị trường lao động càng cao thì nhu cầu về quỹ ĐTMH càng thấp. Đo lường sự cứng nhắc của thị trường lao động dựa trên chỉ số luật lao động chi phối việc tuyển dụng và sa thải nhân viên, trợ cấp thất nghiệp và bảo hiểm... Luật lao động nghiêm ngặt khiến các công ty khó tuyển dụng nhân viên, vì chúng tước đi sự linh hoạt của công ty trong việc cho mọi người nghỉ việc sau này, nếu điều này trở nên cần thiết. Ngoài ra, các khoản thanh toán phúc lợi lớn, thường đi

kèm với thị trường lao động cứng nhắc hơn, khiến việc tuyển dụng trở nên tốn kém hơn ngay từ đầu (Grilli và cộng sự, 2019; Jeng và Wells, 2000).

3.4. Các chính sách hỗ trợ của chính phủ

Các doanh nghiệp khởi nghiệp chính là đối tượng thu hút các nhà ĐTMH, nên ở đâu có mật độ doanh nghiệp khởi nghiệp cao, ở đó sẽ có nhiều cơ hội thu hút vốn ĐTMH hơn. Do đó, nhiều chính phủ đã nỗ lực hỗ trợ để thúc đẩy phát triển các doanh nghiệp khởi nghiệp với các chương trình rất đa dạng bao gồm cả hỗ trợ tài chính và hỗ trợ phi tài chính. Trong đó, các chính sách hỗ trợ tài chính nhằm hỗ trợ cho các doanh nhân khởi nghiệp vượt qua khó khăn ban đầu thường là ưu đãi cho vay vốn, bảo lãnh các khoản vay, giảm thuế thu nhập... Chính sách hỗ trợ đối với các công ty ĐTMH tập trung vào miễn thuế thành lập công ty mới; Miễn giảm thuế thu nhập trong những năm đầu... (Grilli và cộng sự, 2019). Trong khi các hỗ trợ phi tài chính của chính phủ tập trung vào cung cấp cơ sở hạ tầng (vườn ươm khởi nghiệp), hỗ trợ kỹ thuật và dịch vụ tư vấn (quy định kế toán, pháp luật).

Nghiên cứu thực tế cho thấy, các chương trình hỗ trợ của chính phủ đã tạo môi trường thuận lợi trong việc thu hút vốn ĐTMH. Song, các chính sách này cũng có thể có những bất lợi đối với những hoạt động ĐTMH. Ví dụ, chi tiêu của chính phủ cho vốn ĐTMH có thể cản trở sự phát triển của một khu vực vốn ĐTMH tư nhân. Hơn nữa, nhiều người hoài nghi về khả năng của chính phủ trong việc nhắm mục tiêu phù hợp vào các dự án kinh doanh lành mạnh. Tuy nhiên nếu ngành công nghiệp ĐTMH trưởng thành, nó hoàn toàn có khả năng duy

trì sự phát triển lành mạnh ngay cả sau khi không có sự hỗ trợ của chính phủ (Ibanez, 1989; Jeng và Wells, 2000).

3.5. Văn hoá khởi nghiệp và đổi mới sáng tạo

Văn hoá khởi nghiệp ngày càng có ảnh hưởng lớn đến thái độ của các cá nhân đối với tinh thần khởi nghiệp. Nó giúp người ta sẵn sàng chấp nhận rủi ro, thất bại, vun đắp cho thế hệ trẻ khát vọng, ý chí bền bỉ, lạc quan vượt qua mọi khó khăn, thách thức để đạt được mục tiêu trở thành một doanh nhân thành công. Trong hoạt động phát triển, người ta ngày càng nhận ra rằng văn hoá và tinh thần khởi nghiệp, cùng với các chương trình bảo trợ xã hội là những yếu tố quan trọng quyết định mức độ khởi nghiệp của một quốc gia (Nguyễn Hồng Thu, 2024).

Một số nghiên cứu đã đưa ra bằng chứng khẳng định ảnh hưởng tích cực của văn hoá khởi nghiệp đến hoạt động ĐTMH, và cho rằng bất kỳ hệ thống kinh tế nào cũng nên có một mức độ hoạt động kinh doanh khởi nghiệp tối thiểu để kích hoạt nhu cầu về ĐTMH. Rõ ràng tinh thần khởi nghiệp ảnh hưởng đến quyết định khởi nghiệp của các cá nhân, và điều này có thể tạo điều kiện gia tăng nhu cầu tiếp cận các nguồn vốn tài chính như vốn ĐTMH. Bên cạnh đó, vốn xã hội bao gồm sự kết hợp của lòng tin, hình thành mạng lưới xã hội và sự tham gia của công dân cũng là điều kiện tiên quyết cần thiết thu hút vốn ĐTMH nước ngoài. Nghiên cứu thực tế cho thấy, khả năng ĐTMH vào một quốc gia tăng 7% khi lòng tin ở quốc gia đó tăng 1% (Grilli và cộng sự, 2019).

Việc đo lường tinh thần khởi nghiệp thường thông qua sự phổ biến của các doanh nhân khởi nghiệp hoặc là chủ sở hữu

và quản lý của các công ty trẻ (công ty hoạt động dưới 42 tháng), hay những doanh nhân có tiềm năng cao qua mức chi cho R&D. Thực tế, chi tiêu cho R&D đã thúc đẩy sự đổi mới và tăng tính hấp dẫn của việc trở thành một doanh nhân, sau đó làm tăng các công ty khởi nghiệp đòi hỏi thu hút vốn ĐTMH. Dòng vốn ĐTMH đến các khu vực và ngành công nghiệp nơi có sự đổi mới mạnh mẽ nhất cho thấy thu hút vốn ĐTMH phản ứng tích cực với tinh thần doanh nhân khởi nghiệp và đổi mới (Grilli và cộng sự, 2019; Hausman và cộng sự, 2020).

Kết luận

Qua nghiên cứu phân tích một số vấn đề cơ sở lý luận về vốn ĐTMH ở trên cho thấy, để vốn ĐTMH hoạt động hiệu quả cần lưu ý một số vấn đề sau.

Thứ nhất, các hoạt động khởi nghiệp và ĐTMH có những đặc trưng riêng, vì vậy cần có các nghiên cứu, rà soát, tổng kết, đánh giá thực trạng hoạt động khởi nghiệp và ĐTMH. Trên cơ sở đó chính phủ xây dựng và hoàn thiện hành lang pháp lý và có các điều chỉnh, bổ sung chính sách đặc thù đối với khởi nghiệp và ĐTMH, đặc biệt là các chính sách về thuế, lãi suất, tín dụng. Đồng thời tiếp tục hoàn thiện môi trường đầu tư kinh doanh phù hợp với điều kiện, bối cảnh trong và ngoài nước nhằm tạo môi trường

thuận lợi cho hoạt động ĐTMH, và khởi nghiệp phát triển hiệu quả.

Thứ hai, để thúc đẩy khởi nghiệp đổi mới sáng tạo cần có những đột phá trong tư duy, dám chấp nhận rủi ro, thất bại, tiếp tục khởi nghiệp ở những lần sau - nói cách khác là phải tạo được văn hóa khởi nghiệp để hấp dẫn các nhà ĐTMH. Do đó, cần nâng cao kiến thức và nhận thức của cá nhân để khơi dậy tinh thần doanh nhân khởi nghiệp thông qua tăng cường đầu tư R&D; giáo dục - đào tạo ở các cấp, và công tác tuyên truyền qua các phương tiện thông tin đại chúng...

Thứ ba, thị trường tài chính đóng một vai trò quan trọng đối với hoạt động ĐTMH, do đó cần phát triển thị trường tài chính theo hướng phù hợp với cơ chế thị trường và thông lệ quốc tế để tạo điều kiện thuận lợi cho các nhà ĐTMH rót vốn và rút vốn một cách chủ động, linh hoạt và minh bạch.

Thứ tư, phát triển nguồn nhân lực. Chú trọng phát triển nguồn lao động trong lĩnh vực công nghệ và quản lý ĐTMH để tăng khả năng gia tăng giá trị của doanh nghiệp khởi nghiệp được đầu tư, giảm mức độ rủi ro cho hoạt động ĐTMH. Bên cạnh đó cần có các chính sách thu hút nhân tài mạnh hơn thông qua các chính sách thị thực, nhập cư, phúc lợi xã hội...

Tài liệu tham khảo:

1. Kim Dung (2023). *Startup ở châu Á hấp dẫn dòng vốn đầu tư mạo hiểm*. Truy cập ngày 2/8/2024 tại <https://vietstock.vn/2023/04/startup-o-chau-a-hap-dan-dong-von-dau-tu-mao-hiem-4262-1057473.htm>
2. Phạm Tiến Mạnh (2018a). *Quy ĐTMH và vai trò đối với nền kinh tế*. Truy cập ngày 2/8/2024 tại <https://tapchichungkhoan.vn/nghien-cuu-trao-doi/quy-dau-tu-mao-hiem-va-vai-tro-doi-voi-nen-kinh-te-d118-t23329.html>

3. Phạm Tiến Mạnh (2018b). *Phát triển quỹ ĐTMH - Kinh nghiệm tại Trung Quốc và bài học cho Việt Nam*. Truy cập ngày 2/8/2024 tại <https://tapchichungkhoan.vn/nguyen-cuu-trao-doi/phat-trien-quy-dau-tu-mao-hiem-kinh-nghiem-tai-trung-quoc-va-bai-hoc-cho-viet-nam-d118-t23307.html>
4. Nguyễn Hồng Thu (chủ biên) (2024). *Phát triển hệ sinh thái khởi nghiệp đổi mới sáng tạo - Kinh nghiệm của các nước châu Á và hàm ý cho Việt Nam*. NXB Khoa học xã hội. Hà Nội.
5. Baldridge R. (2023). *Understanding venture capital*. Accessed July 20, 2024, <https://www.forbes.com/advisor/investing/venture-capital/>
6. Bradley W.A., Duruflé G., Hellmann T.F., Wilson K.E. (2019). *Cross-Border Venture Capital Investments: What Is the Role of Public Policy?* Journal of Risk and Financial Management. 12(3):112. <https://doi.org/10.3390/jrfm12030112>
7. CFI (2024). *Venture Capital Fund*. Accessed July 20, 2024, <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/career-map/sell-side/capital-markets/venture-capital-fund/>
8. Cumming D., Schmidt D. and Walz U. (2010). *Legality and venture capital governance around the world*. Journal of Business Venturing 25, pp. 66-69.
9. Franklin B. (2024). *The Vital Role of Venture Capital in Economic Growth and Innovation*. Accessed July 20, 2024, <https://www.forbes.com/advisor/investing/venture-capital/>
10. Grilli L., Latifi G., Mrkajic B. (2019). *Institutional determinants of venture capital activity: An empirically driven literature review and a research agenda*. Journal Economic Surveys. Volume 33, Issue 4. September 2019. Pages 1094-1122.
11. Hausman N., Fehder D., Hochberg Y.V. (2020). *The virtuous cycle of innovation and capital flows*. SSRN Working Paper No. 3714727.
12. Ibanez F. (1989). *Venture capital and Entrepreneurial Development*. Working Papers. WPS 53. The World Bank. August.
13. Jeng A.L., Wells C.P. (2000). *The determinants of venture capital funding: evidence across countries*. Journal of Corporate Finance. Volume 6, Issue 3, 2000. Pages 241-289, ISSN 0929-1199.
14. Jennings J. (2022). *Private Equity vs. Venture Capital: Here's what you need to know*. Accessed July 20, 2024, <https://www.linkedin.com/pulse/private-equity-vs-venture-capital-heres-what-you-need-jon-jennings-1c>
15. Jeong J.; Kim J.; Son H.; Nam D.-i. (2020). *The Role of Venture Capital Investment in Startups' Sustainable Growth and Performance: Focusing on Absorptive Capacity and Venture Capitalists' Reputation*. Sustainability, 12(8), 3447.

16. Kaplan S., and Stromberg P. (2003). *Financial contracting theory meets the real world: Evidence from venture capital contracts*. Review of Economic Studies 70 (2003), p. 281.
17. Lerner J., Tåg J. (2013). *Institutions and venture capital*. Industrial and Corporate Change, Volume 22, Issue 1, February, Pages 153–182, <https://doi.org/10.1093/icc/dts050>
18. LLC (2024). Startup Failure Statistics: Why Do They Fail? Truy cập ngày 22/4/2024 tại <https://www.llc.org/startup-failure-rate-statistics/>
19. Loo A. (2024). *Venture Capital*. CFI. Accessed July 20, 2024, <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/career-map/sell-side/capital-markets/what-is-venture-capital/>
20. OECD (1996). *Venture capital and innovation*. OECD/GD (96) 168. Paris. Accessed July 20, 2024, [https://one.oecd.org/document/OCDE/GD\(96\)168/en/pdf](https://one.oecd.org/document/OCDE/GD(96)168/en/pdf)
21. OECD (2016). *Entrepreneurship at a Glance 2016*. OECD Publishing, Paris.
22. Romain A. (2004). *The Determinants of Venture Capital: Additional Evidence*. Discussion Paper Series 1, No. 2004,19, Deutsche Bundesbank, Frankfurt.
23. WIPO (2022). *Global Innovation Index 2022*. World Intellectual Property Organization. Page 32-33. Geneva, Switzerland.
24. Zhang C., Mao D., and Wang M. (2020). *Role of Venture capital in enterprise innovation under psychological capital and heterogeneity of entrepreneur capital*. Frontier in Psychology, Volume 11.

Thông tin tác giả:

TS. NGUYỄN HỒNG THU
NGUYỄN THANH NHÃ

Viện Kinh tế và Chính trị thế giới

Viện Hàn lâm Khoa học xã hội Việt Nam

Email: nguyenhongthu1973@gmail.com