BỘ GIÁO DỤC VÀ ĐÀO TẠO
TRƯỜNG ĐẠI HỌC KINH DOANH VÀ CÔNG NGHỆ HÀ NỘI

--------□□□□□--------

NGUYỄN QUANG LONG

HOÀN THIỆN HOẠT ĐỘNG QUỸ ĐẦU TƯ MẠO HIỂM TẠI VIỆT NAM

***Ngành*: Quản trị kinh doanh**
***Mã số* : 9.34.01.01**

LUẬN ÁN TIẾN SĨ KINH TẾ

NGƯỜI HƯỚNG DẪN KHOA HỌC:
1. PGS., TS Phạm Văn Đăng
2. PGS., TS Phạm Văn Hiếu

HÀ NỘI – 2026

Công trình được hoàn thành tại
TRƯỜNG ĐẠI HỌC KINH DOANH VÀ CÔNG NGHỆ HÀ NỘI

Người hướng dẫn khoa học:
1. PGS.TS. Phạm Văn Đăng
2. PGS.TS. Phạm Văn Hiếu

Phản biện 1**. PGS.TS. Ngô Văn Hiền**
Phản biện 2. **PGS.TS. Trần Mạnh Dũng**
Phản biện 3. **PGS.TS. Từ Quang Phương**

Luận án sẽ được bảo vệ tại Hội đồng đánh giá luận án cấp trường

Địa điểm: *Phòng bảo vệ luận án tiến sĩ: Phòng 503, tại nhà A Trường Đại học Kinh doanh và Công nghệ Hà Nội*

Thời gian:..... giờ, ngày ..... tháng..... năm 2026.

Có thể tìm hiểu luận án tại:

- **Thư viện quốc gia Việt Nam**
- **Thư viện Trường Đại học Kinh doanh và Công nghệ Hà Nội**

MỞ ĐẦU

1. Lý do chọn đề tài

Trong bối cảnh kinh tế toàn cầu chuyển dịch sang mô hình phát triển dựa trên tri thức, công nghệ và đổi mới sáng tạo, doanh nghiệp khởi nghiệp sáng tạo trở thành động lực thúc đẩy năng suất và chuyển dịch cơ cấu kinh tế. Tuy nhiên, do mô hình kinh doanh mới, rủi ro cao, thiếu tài sản bảo đảm và dữ liệu tài chính lịch sử, các doanh nghiệp này khó tiếp cận nguồn vốn truyền thống. Quỹ đầu tư mạo hiểm (quỹ VC) là định chế tài chính chuyên biệt giúp lấp đầy khoảng trống vốn, hỗ trợ doanh nghiệp tồn tại và tăng trưởng.

Hoạt động của quỹ VC mang tính dài hạn và chủ động, không chỉ cung cấp vốn mà còn tham gia quản trị, tư vấn chiến lược, hỗ trợ nhân sự và kết nối thị trường theo mô hình "Tiền thông minh". Để phát huy vai trò này, các quỹ cần có mô hình tổ chức, quy trình vận hành và cơ chế kiểm soát rủi ro, chi phí phù hợp.

Tại Việt Nam, hệ sinh thái khởi nghiệp phát triển năng động, nhu cầu vốn lớn, nhưng hoạt động của các quỹ VC còn non trẻ. Số lượng và quy mô quỹ nội địa còn hạn chế, thị trường phụ thuộc nhiều vào vốn nước ngoài; năng lực quản lý danh mục, tạo giá trị sau đầu tư của các quỹ và khả năng hấp thụ vốn, quản trị của doanh nghiệp chưa đồng đều. Quy trình sàng lọc, thẩm định, định giá và quản trị rủi ro thiếu chuẩn hóa; cơ chế kiểm soát xung đột lợi ích giữa nhà đầu tư góp vốn (LPs) và nhà quản lý quỹ (GPs) chưa rõ ràng, làm gia tăng rủi ro đại diện và hạn chế huy động vốn dài hạn trong nước. Bên cạnh đó, hành lang pháp lý, cơ chế thoái vốn và môi trường hỗ trợ chưa hoàn thiện, ảnh hưởng đến hiệu quả phân bổ vốn và sự phát triển bền vững của thị trường.

Trong khi đó, các chính sách ưu đãi đối với hoạt động công nghệ cao và đầu tư mạo hiểm, đặc biệt là Nghị định số 264/2025/NĐ-CP ngày 14/10/2025 về Quỹ đầu tư mạo hiểm quốc gia, mở ra cơ hội huy động, kết nối nguồn lực nhà nước, địa phương và doanh nghiệp. Bối cảnh này đặt ra yêu cầu hoàn thiện tổ chức, vận hành và quản trị quỹ VC để khai thác hiệu quả các nguồn lực.

Về học thuật, nghiên cứu về VC tại Việt Nam còn hạn chế, chủ yếu tiếp cận từ chính sách vĩ mô hoặc mô tả thực trạng; thiếu các nghiên cứu hệ thống dưới góc độ quản trị kinh doanh về nội dung hoạt động, mô hình quản trị, quy trình vận hành và các nhân tố ảnh hưởng đến hiệu quả hoạt động quỹ.

Xuất phát từ những yêu cầu cả về lý luận và thực tiễn nêu trên, nghiên cứu sinh chọn đề tài **"Hoàn thiện hoạt động quỹ đầu tư mạo hiểm tại Việt Nam"** làm Luận án Tiến sĩ nhằm góp phần bổ sung cơ sở lý luận, đánh giá thực trạng và đề xuất các giải pháp phát triển thị trường VC ở Việt Nam trong giai đoạn tới.

2. Mục tiêu nghiên cứu

Mục tiêu tổng quát

Luận án phân tích đánh giá thực trạng và đề xuất giải pháp hoàn thiện hoạt động các quỹ VC ở Việt Nam.

Mục tiêu cụ thể

Hệ thống hóa và làm rõ cơ sở lý luận về vốn VC và quỹ VC, bao gồm khái niệm, đặc điểm, mô hình tổ chức, cơ chế vận hành và các hoạt động chủ yếu của quỹ; trên cơ sở đó, xây dựng khung phân tích hoạt động quỹ VC phù hợp với bối cảnh Việt Nam.

Phân tích, đánh giá thực trạng hoạt động của các quỹ VC tại Việt Nam, qua đó, làm rõ kết quả đạt được, những hạn chế và nguyên nhân của các hạn chế trong từng nội dung hoạt động, xét từ phía quỹ, doanh nghiệp nhận đầu tư và môi trường thể chế, thị trường.

Đề xuất các giải pháp hoàn thiện hoạt động của các quỹ VC tại Việt Nam gắn với những hạn chế và nguyên nhân đã xác định; làm rõ chủ thể thực hiện, nội dung và điều kiện thực hiện từng nhóm giải pháp. Đồng thời, đề xuất kiến nghị đối với cơ quan quản lý nhà nước và các tổ chức liên quan, cùng những yêu cầu đối với doanh nghiệp nhận đầu tư nhằm hỗ trợ triển khai các giải pháp.

3. Đối tượng và phạm vi nghiên cứu

3.1. Đối tượng nghiên cứu

Hoạt động đầu tư mạo hiểm, quỹ đầu tư mạo hiểm tại Việt Nam.

3.2. Phạm vi nghiên cứu

Phạm vi thời gian: Giai đoạn từ 2021-2025 (riêng phần nghiên cứu về quá trình hình thành phát triển hoạt động VC tại Việt Nam được đề cập từ năm 1996), đề xuất giải pháp, khuyến nghị cho giai đoạn tới.

Phạm vi nội dung: Nghiên cứu các vấn đề lý thuyết, về tổ chức hoạt động, cách thức vận hành của quỹ VC; nghiên cứu nội dung và thực trạng hoạt động của quỹ VC, mô hình quản trị, quy trình đầu tư, quản trị rủi ro, quản lý danh mục, chiến lược thoái vốn và hiệu quả hoạt động của các quỹ VC.

Phạm vi không gian: Hoạt động quỹ VC ở Việt Nam và kinh nghiệm quản

lý quỹ VC ở một số nước trên thế giới, từ đó rút ra bài học cho Việt Nam.

4. Nhiệm vụ nghiên cứu

(1) Tổng quan và hệ thống hóa các công trình nghiên cứu trong và ngoài nước liên quan đến VC và quỹ VC để xác định khoảng trống nghiên cứu.

(2) Hệ thống hóa và phát triển cơ sở lý luận về hoạt động của quỹ VC, xác định các tiêu chí đánh giá và xây dựng khung phân tích hệ thống cho luận án.

(3) Nghiên cứu, phân tích kinh nghiệm quốc tế về quản lý, phát triển hoạt động quỹ VC tại một số quốc gia tiêu biểu và rút ra bài học vận dụng cho Việt Nam.

(4) Phân tích, đánh giá thực trạng hoạt động của các quỹ VC tại Việt Nam; chỉ rõ những kết quả đạt được, những hạn chế và nguyên nhân của hạn chế.

(5) Đề xuất hệ thống giải pháp đồng bộ và các kiến nghị khả thi nhằm hoàn thiện hoạt động của các quỹ VC tại Việt Nam trong giai đoạn tới.

5. Câu hỏi nghiên cứu

(1) Tổng quan nghiên cứu cho thấy những khoảng trống khoa học nào mà luận án cần tiếp tục tập trung giải quyết?

(2) Cơ sở lý luận nền tảng giải thích hoạt động của quỹ VC là gì và hệ tiêu chí nào phù hợp để đánh giá toàn diện hoạt động này?

(3) Các quốc gia trên thế giới đã quản lý và phát triển hoạt động quỹ VC như thế nào, bài học nào có khả năng vận dụng phù hợp vào thực tiễn Việt Nam?

(4) Thực trạng hoạt động của các quỹ VC tại Việt Nam hiện nay đang đối mặt với những điểm nghẽn, hạn chế cốt lõi nào và nguyên nhân do đâu?

(5) Cần triển khai hệ thống giải pháp đồng bộ nào và cơ chế thực thi của các chủ thể ra sao để hoàn thiện hiệu quả hoạt động của các quỹ VC tại Việt Nam?

6. Phương pháp nghiên cứu

Luận án sử dụng kết hợp phương pháp nghiên cứu định tính và nghiên cứu định lượng theo phương thức tích hợp chéo. Cách tiếp cận này cho phép đối chiếu, bổ trợ và kiểm chứng dữ liệu từ nhiều nguồn khác nhau, phục vụ trực tiếp cho việc làm rõ thực trạng hoạt động và xây dựng giải pháp hoàn thiện hoạt động của quỹ VC tại Việt Nam.

7. Đóng góp mới của luận án

7.1. Đóng góp mới về mặt lý luận

(1) Xây dựng khung phân tích hệ thống tích hợp (Input - Process - Output) về hoạt động của quỹ VC: Định hình hoạt động quỹ VC thành một chỉnh thể mở gồm ba cấu phần gắn kết hữu cơ: Hệ sinh thái VC (điều kiện đầu vào), Tổ chức quản trị vận hành (quy trình lõi) và Hiệu quả hoạt động (kết quả đầu ra). Khung phân tích này khắc phục sự phân tán trong các nghiên cứu tiền nhiệm vốn chỉ xem xét các khía cạnh nghiệp vụ riêng lẻ.

(2) Bổ sung cơ sở lý luận về cơ chế vận hành nội tại gắn liền với hiệu quả của quỹ VC: Luận giải sâu bản chất khoa học của "cơ chế bên trong" (sàng lọc, thẩm định chuyên sâu, thiết kế hợp đồng kiểm soát, quản trị rủi ro, hỗ trợ phi tài chính sau đầu tư và thoái vốn) dưới góc độ Quản trị kinh doanh. Xác định rõ mối quan hệ nhân quả để trả lời câu hỏi: Vì sao quỹ đạt hoặc không đạt được hiệu quả mục tiêu.

(3) Thiết lập hệ tiêu chí đánh giá hiệu quả hoạt động quỹ VC lưỡng hợp (tài chính và quản trị): Đưa ra bộ tiêu chí kết hợp giữa khía cạnh định lượng tài chính (IRR, TVPI, DPI) và khía cạnh định tính quản trị (chất lượng quy trình, năng lực tạo giá trị Smart Money). Hệ tiêu chí này giải quyết triệt để bài toán thiếu hụt và bất cân xứng dữ liệu tài chính công khai của các quỹ tại thị trường Việt Nam.

(4) Kiểm định thực nghiệm các nhân tố ảnh hưởng đến hoạt động quỹ VC tại thị trường cận biên: Xác định và lượng hóa chiều hướng, mức độ tác động của các nhóm nhân tố khách quan (thể chế, cơ chế thoái vốn, văn hóa kinh doanh) và chủ quan (năng lực GP, cấu trúc quản trị nội bộ) đến hoạt động của quỹ, cung cấp bằng chứng thực nghiệm khoa học thay vì mô tả định tính thông thường.

7.2. Đóng góp mới về mặt thực tiễn

(1) Cung cấp bức tranh thực trạng toàn diện theo chuỗi giá trị và vòng đời hoạt động của các quỹ VC tại Việt Nam: Chỉ rõ các điểm nghẽn thực tiễn mang tính hệ thống trong hoạt động huy động vốn, định giá, quản lý danh mục, đặc biệt là các rủi ro đại diện giữa LP - GP và nút thắt thoái vốn.

(2) Vận dụng mô hình lấy mẫu chuyên gia có định hướng (Purposive Sampling) đạt độ tin cậy cao cho thị trường ngách: Minh chứng bằng tập dữ liệu sơ cấp từ 91 chuyên gia (GPs, LPs, Cơ quan quản lý, Nhà sáng lập) có độ chín muồi về kinh nghiệm, làm cơ sở khoa học để xác định các khâu yếu và nguyên nhân hạn chế của thị trường.

(3) Đề xuất hệ thống giải pháp đồng bộ gắn với các cột mốc thể chế mới của Việt Nam: Thiết kế các nhóm giải pháp từ vĩ mô (hoàn thiện khung pháp lý, cơ chế sandbox, mô hình Fund of funds theo tinh thần Nghị định 264/2025/NĐ-CP) đến vi mô (chuẩn hóa hợp đồng mẫu Term Sheet, hoàn thiện cơ chế Carried Interest, xây dựng năng lực hỗ trợ phi tài chính sau đầu tư cho GPs).

(4) Phân định rõ trách nhiệm thực thi và điều kiện triển khai của từng nhóm chủ thể: Gắn kết các kiến nghị với vai trò cụ thể của Nhà nước, Công ty quản lý quỹ, nhà đầu tư tổ chức và doanh nghiệp khởi nghiệp, nâng cao tối đa tính khả thi và khả năng ứng dụng thực tế của luận án tại Việt Nam.

CHƯƠNG 1

TỔNG QUAN CÁC CÔNG TRÌNH NGHIÊN CỨU LIÊN QUAN ĐẾN ĐỀ TÀI LUẬN ÁN

1.1. Tổng quan tình hình nghiên cứu về đầu tư mạo hiểm và quỹ đầu tư mạo hiểm

1.1.1. Các công trình nghiên cứu ở nước ngoài về quỹ đầu tư mạo hiểm

1.1.2. Các công trình nghiên cứu trong nước về quỹ đầu tư mạo hiểm

1.2. Tổng hợp kết quả nghiên cứu, khoảng trống nghiên cứu

1.2.1. Tổng hợp kết quả các nghiên cứu quốc tế và trong nước

So sánh giữa các nghiên cứu quốc tế và trong nước cho thấy một số điểm khác biệt đáng chú ý. Các nghiên cứu quốc tế có xu hướng đa dạng về phương pháp và chiều sâu phân tích, đặc biệt là trong việc sử dụng dữ liệu lớn và mô hình kinh tế lượng để đánh giá hiệu quả đầu tư. Trong khi đó, các nghiên cứu tại Việt Nam chủ yếu mang tính mô tả và định hướng chính sách, do hạn chế về dữ liệu và sự phát triển chưa hoàn thiện của thị trường VC.

Tuy nhiên, các nghiên cứu trong nước lại có lợi thế trong việc phản ánh sát thực tiễn và đề xuất các giải pháp phù hợp với bối cảnh kinh tế – xã hội của Việt Nam. Điều này cho thấy sự cần thiết phải kết hợp giữa các phương pháp nghiên cứu hiện đại và hiểu biết thực tiễn để nâng cao chất lượng nghiên cứu trong tương lai.

1.2.2. Khoảng trống nghiên cứu

Từ tổng quan nghiên cứu trong và ngoài nước, luận án xác định năm khoảng trống nghiên cứu chủ yếu:

Thứ nhất, về bối cảnh nghiên cứu: Phần lớn các nghiên cứu quốc tế về quỹ VC được thực hiện tại các thị trường phát triển, trong khi khả năng áp dụng vào các thị trường mới nổi như Việt Nam còn hạn chế do khác biệt về thể chế, pháp lý và điều kiện thoái vốn.

Thứ hai, về cách tiếp cận hoạt động quỹ VC: Các nghiên cứu còn tương đối phân tán, chưa tiếp cận hoạt động quỹ VC như một hệ thống thống nhất gồm ba nhóm nội dung: hệ sinh thái (điều kiện), cơ chế vận hành nội tại (quá trình) và hiệu quả hoạt động (kết quả).

Thứ ba, về hệ sinh thái VC: Các yếu tố cấu thành hệ sinh thái và thị trường VC chưa được nghiên cứu một cách hệ thống, đặc biệt là các trụ cột thị

trường và mối quan hệ giữa các chủ thể, dẫn đến cách nhìn còn phân mảnh về toàn bộ hệ sinh thái VC.

Thứ tư, về đo lường hiệu quả: Các thước đo phổ biến như IRR, TVPI và DPI còn gặp hạn chế do thiếu minh bạch và khả năng tiếp cận dữ liệu, trong khi các giải pháp bổ sung hoặc điều chỉnh thước đo phù hợp với điều kiện Việt Nam chưa được phân tích đầy đủ.

Thứ năm, về cơ chế vận hành và quản trị nội bộ: Các nghiên cứu tại Việt Nam chưa đi sâu vào các yếu tố bên trong quỹ như chất lượng sàng lọc và thẩm định, năng lực giám sát và tạo giá trị sau đầu tư, quản trị nội bộ và cơ chế khuyến khích; đồng thời còn thiếu mô hình tích hợp giữa các yếu tố vi mô và vĩ mô.

1.3. Định hướng nghiên cứu

Trên cơ sở các khoảng trống trên, luận án định hướng nghiên cứu theo năm nội dung chính:

Thứ nhất, điều chỉnh và kiểm định các khung lý thuyết về VC trong bối cảnh Việt Nam, có tính đến đặc thù về thể chế, pháp lý và cơ chế thoái vốn.

Thứ hai, xây dựng khung phân tích hoạt động quỹ VC theo ba trụ cột: hệ sinh thái – cơ chế vận hành nội tại – hiệu quả hoạt động, qua đó tiếp cận quỹ VC như một hệ thống thống nhất.

Thứ ba, nhận diện và hệ thống hóa các yếu tố cấu thành hệ sinh thái VC, đồng thời phân tích mối quan hệ và tương tác giữa các chủ thể chủ yếu của thị trường.

Thứ tư, xây dựng và khai thác dữ liệu ở cấp quỹ và cấp thương vụ để đánh giá hiệu quả hoạt động; sử dụng các chỉ tiêu IRR, TVPI, DPI trong phạm vi khả thi, đồng thời đề xuất hướng bổ sung hoặc điều chỉnh phù hợp với điều kiện dữ liệu tại Việt Nam.

Thứ năm, luận án tập trung phân tích "cơ chế bên trong" của quỹ VC, bao gồm: Quy trình sàng lọc và thẩm định dự án; Năng lực giám sát và hỗ trợ sau đầu tư; Cơ chế quản trị nội bộ và khuyến khích.

Cuối cùng, nhằm tích hợp các khoảng trống nghiên cứu đã nêu, luận án xây dựng mô hình nghiên cứu đa cấp (micro–macro), kết nối các yếu tố vi mô (năng lực quỹ, quy trình đầu tư, quản trị nội bộ) với các yếu tố vĩ mô (thể chế, điều kiện thị trường, chu kỳ vốn).

CHƯƠNG 2
CƠ SỞ LÝ LUẬN VÀ THỰC TIỄN VỀ HOÀN THIỆN QUỸ ĐẦU TƯ MẠO HIỂM

2.1. Một số vấn đề cơ bản về đầu tư mạo hiểm và quỹ đầu tư mạo hiểm

2.1.1. Đầu tư mạo hiểm

2.1.1.1. Khái niệm về đầu tư mạo hiểm

Đầu tư mạo hiểm là phương thức đầu tư trong đó nhà đầu tư cung cấp vốn để đổi lấy quyền sở hữu hoặc quyền chuyển đổi thành sở hữu tại doanh nghiệp chưa niêm yết có tiềm năng tăng trưởng cao, đồng thời tham gia hỗ trợ quản trị và phát triển doanh nghiệp. Phương thức này gắn với việc chấp nhận rủi ro cao nhằm tìm kiếm lợi nhuận từ sự gia tăng giá trị khoản đầu tư và thực hiện thoái vốn trong tương lai.

2.1.1.2. Đặc điểm của đầu tư mạo hiểm

(1) là một dạng kinh doanh vốn; (2) mang tính đầu tư chủ động và gắn với quản trị doanh nghiệp; (3) có rủi ro cao nhưng kỳ vọng lợi nhuận lớn; (4) yếu tố con người có vai trò then chốt; và (5) có tính dài hạn, gắn chặt với chiến lược thoái vốn.

2.1.1.3. Vai trò của đầu tư mạo hiểm

VC cung cấp nguồn vốn chiến lược cho doanh nghiệp, đặc biệt là doanh nghiệp khởi nghiệp và đổi mới sáng tạo; thúc đẩy đổi mới công nghệ, tăng trưởng kinh tế và chuyển dịch cơ cấu kinh tế. Đồng thời, VC đóng vai trò kết nối các chủ thể trong hệ sinh thái khởi nghiệp, bao gồm doanh nghiệp, nhà đầu tư, trường đại học, tổ chức hỗ trợ và cơ quan quản lý nhà nước.

2.1.1.4. Phân loại đầu tư mạo hiểm

Đầu tư mạo hiểm được phân loại theo ba tiêu chí chủ yếu: theo giai đoạn phát triển của doanh nghiệp; theo hình thức và công cụ đầu tư; và theo nguồn vốn, chủ thể đầu tư.

2.1.2. Quỹ đầu tư mạo hiểm

2.1.2.1. Khái niệm

Quỹ VC là một loại hình quỹ đầu tư chuyên biệt, huy động vốn từ các nhà đầu tư góp vốn (LPs) và được quản lý bởi các nhà quản lý quỹ (GPs) để đầu tư chủ động vào các doanh nghiệp chưa niêm yết, có khả năng tăng trưởng cao, thường ở giai đoạn hình thành ý tưởng, khởi nghiệp, phát triển và mở rộng.

2.1.2.2. Đặc điểm của quỹ đầu tư mạo hiểm

2.1.2.3. Chức năng của quỹ đầu tư mạo hiểm

2.1.2.4. Vai trò của quỹ đầu tư mạo hiểm

2.1.3. Phân loại quỹ đầu tư mạo hiểm

Theo nguồn vốn hình thành, quỹ VC được phân thành quỹ nội địa và quỹ nước ngoài. Theo giai đoạn đầu tư: Quỹ VC có thể đầu tư ở các giai đoạn ươm mầm, khởi nghiệp, ban đầu, mở rộng và ổn định. Theo phạm vi giai đoạn đầu tư, có thể phân thành quỹ đầu tư giai đoạn ban đầu, quỹ đầu tư giai đoạn ổn định và quỹ đầu tư đa giai đoạn.

2.2. Cơ sở lý thuyết nền tảng về hoạt động của quỹ đầu tư mạo hiểm

2.2.1. Lý thuyết Thông tin bất cân xứng (Asymmetric Information Theory)

2.2.2. Lý thuyết Đại diện (Principal-Agent Theory)

2.2.3. Lý thuyết Phụ thuộc Nguồn lực (Resource-Based View - RBV)

2.2.4. Lý thuyết Phân phối Luật lũy thừa (The Power Law)

2.2.5. Khung phân tích hoạt động quỹ đầu tư mạo hiểm theo cách tiếp cận hệ thống tích hợp

2.3. Nội dung hoạt động quỹ đầu tư mạo hiểm

Hoạt động của quỹ VC được tiếp cận theo ba phương diện có quan hệ chặt chẽ: hệ sinh thái VC - tổ chức, vận hành và quản trị quỹ - hiệu quả hoạt động của quỹ. Dựa trên cách tiếp cận đó, tác giả xác định hoạt động của quỹ VC được cấu thành bởi 3 nội dung, phản ánh toàn bộ vòng đời và môi trường vận hành của quỹ, bao gồm: (i) Hệ sinh thái VC (các trụ cột và nhân tố thiết yếu cấu thành thị trường VC); (ii) Tổ chức vận hành và quản trị quỹ VC và; (iii) Hiệu quả hoạt động của quỹ VC. Trong đó, hệ sinh thái VC là nền tảng, là điều kiện thiết yếu cho sự hình thành và phát triển của quỹ VC; tổ chức vận hành và quản trị quỹ VC là yếu tố cốt lõi quyết định hiệu quả sử dụng vốn; tới lượt mình, hiệu quả hoạt động của quỹ VC là thước đo tổng hợp phản ánh mức độ thành công của toàn bộ hệ thống.

2.3.1. Hệ sinh thái và các yếu tố cấu thành thị trường quỹ đầu tư mạo hiểm

2.3.1.1. Năm trụ cột trong hoạt động quỹ đầu tư mạo hiểm

Thị trường VC được cấu thành bởi năm trụ cột: (1) Chính phủ có vai trò xây dựng khung pháp lý, chính sách hỗ trợ và cơ chế khuyến khích đầu tư. (2)

Mạng lưới hỗ trợ cung cấp các dịch vụ tư vấn, nghiên cứu, pháp lý, kế toán và công nghệ. (3) Mạng lưới cơ hội tạo ra nguồn dự án, công nghệ và ý tưởng sáng tạo. (4) Nguồn nhân lực bao gồm công ty quản lý quỹ, nhà đầu tư chuyên nghiệp và nhà đầu tư thiên thần. (5) Tài chính bao gồm nguồn vốn, hoạt động định giá, thoái vốn và thị trường vốn.

2.3.1.2. Chín nhân tố thiết yếu trong hoạt động quỹ đầu tư mạo hiểm

Chín nhân tố thiết yếu được chia thành hai nhóm. Mạng lưới lõi gồm nhà đầu tư ủy thác, quỹ VC và doanh nghiệp có ý tưởng kinh doanh sáng tạo. Mạng lưới tương hỗ gồm Chính phủ, tổ chức quốc tế, tổ chức tài chính quốc tế, các hiệp hội, vườn ươm - trung tâm nghiên cứu - nhà đầu tư thiên thần, cùng các chuyên gia, tổ chức trung gian và gọi vốn cộng đồng. Hai mạng lưới tạo thành hệ thống hỗ trợ và thúc đẩy sự phát triển của thị trường VC.

2.3.2. Tổ chức quản trị, vận hành quỹ đầu tư mạo hiểm

2.3.2.1. Mô hình tổ chức quản trị quỹ đầu tư mạo hiểm

Quỹ VC điển hình gồm ba chủ thể chính: LPs, GPs và doanh nghiệp nhận đầu tư. LPs cung cấp vốn và giám sát ở cấp độ chiến lược; GPs chịu trách nhiệm quản lý quỹ, lựa chọn dự án, quản trị danh mục và thoái vốn; doanh nghiệp nhận đầu tư tiếp nhận vốn và phối hợp với quỹ để phát triển. Về mô hình hoạt động, quỹ VC có thể là quỹ nội địa, quỹ nước ngoài, CVC hoặc cấu trúc lai VC - PE. Mô hình quản trị cũng thay đổi theo vòng đời doanh nghiệp và đòi hỏi cơ cấu tổ chức chuyên nghiệp gồm bộ phận đầu tư, quản trị rủi ro, bộ phận hỗ trợ danh mục,...

2.3.2.2. Quy trình vận hành quỹ đầu tư mạo hiểm

Quy trình vận hành quỹ VC gồm năm giai đoạn: (1) hình thành quỹ; (2) huy động vốn; (3) đầu tư; (4) hoạt động tăng giá trị; và (5) thoái vốn. Đây là một chu trình liên tục, trong đó kết quả thoái vốn ảnh hưởng trực tiếp đến khả năng hoàn vốn, lợi nhuận và tái huy động vốn của quỹ.

2.3.2.3. Hoạt động quản trị quỹ đầu tư mạo hiểm

Hoạt động quản trị quỹ gồm ba nhóm chính:

- Lựa chọn và thẩm định dự án.
- Quản trị danh mục và hỗ trợ doanh nghiệp.
- Quản trị rủi ro và chiến lược thoái vốn.

2.3.3. Hiệu quả hoạt động của quỹ đầu tư mạo hiểm

2.3.3.1. Hiệu quả tài chính

Hiệu quả tài chính phản ánh khả năng chuyển hóa vốn đầu tư thành giá trị kinh tế cho nhà đầu tư. Các chỉ tiêu thường được sử dụng gồm IRR, TVPI và DPI, bên cạnh các chỉ tiêu thay thế như số lượng thương vụ thoái vốn, số vòng gọi vốn tiếp theo và mức tăng trưởng định giá doanh nghiệp trong điều kiện dữ liệu hạn chế.

2.3.3.2. Hiệu quả quản trị

Hiệu quả quỹ VC không chỉ phụ thuộc vào lợi nhuận mà còn phụ thuộc vào chất lượng quản trị, năng lực tổ chức và khả năng tạo giá trị sau đầu tư. Bốn nhóm nhân tố quản trị được nhấn mạnh gồm: Năng lực đội ngũ quản lý quỹ; Chất lượng quy trình sàng lọc - thẩm định; Năng lực giám sát và tạo giá trị gia tăng; Quản trị nội bộ và cơ chế khuyến khích.

2.3.4. Các nhân tố ảnh hưởng đến hoạt động quỹ đầu tư mạo hiểm tại Việt Nam

2.3.4.1. Nhóm nhân tố khách quan, gồm: (1) sự trưởng thành và hiệu quả hoạt động của thị trường VC; (2) mức độ hoàn thiện của hệ thống pháp lý và thể chế; (3) cơ chế và khả năng thoái vốn; và (4) sự khác biệt về văn hóa kinh doanh.

2.3.4.2. Nhóm nhân tố chủ quan, gồm: (1) khẩu vị rủi ro và mục tiêu lợi nhuận; (2) năng lực và kinh nghiệm của đội ngũ quản lý quỹ; (3) năng lực quản trị và vận hành quỹ; và (4) năng lực xây dựng, khai thác mạng lưới.

2.4. Hoàn thiện hoạt động quỹ đầu tư mạo hiểm

2.4.1. Khái niệm hoàn thiện hoạt động quỹ đầu tư mạo hiểm

Hoàn thiện hoạt động quỹ VC là quá trình tác động có hệ thống nhằm cải thiện hệ sinh thái, nâng cao chất lượng tổ chức, vận hành và quản trị quỹ, đồng thời nâng cao hiệu quả hoạt động, qua đó tăng khả năng huy động, phân bổ và sử dụng vốn cho các doanh nghiệp có tiềm năng tăng trưởng cao.

2.4.2. Nội dung hoàn thiện hoạt động quỹ đầu tư mạo hiểm

- Hoàn thiện hệ sinh thái VC.
- Hoàn thiện tổ chức, vận hành và quản trị quỹ VC.
- Nâng cao hiệu quả hoạt động của quỹ VC.

2.4.3. Chủ thể hoàn thiện hoạt động quỹ VC

Quá trình hoàn thiện quỹ VC có sự tham gia của nhiều chủ thể gồm: Nhà nước; cơ quan quản lý nhà nước; công ty quản lý quỹ/ban quản lý quỹ; nhà đầu tư LP; doanh nghiệp nhận đầu tư; các tổ chức trung gian và hỗ trợ; cơ sở nghiên

cứu, trường đại học và tổ chức hỗ trợ đổi mới sáng tạo; cùng các chủ thể liên quan đến thị trường thoái vốn.

2.4.4. Mức độ hoàn thiện quỹ VC

Mức độ hoàn thiện quỹ VC được đánh giá trên ba phương diện: (1) Mức độ hoàn thiện hệ sinh thái VC; (2) Mức độ hoàn thiện tổ chức, vận hành và quản trị quỹ VC; (3) Mức độ hoàn thiện hiệu quả hoạt động của quỹ VC.

2.4.5. Đánh giá mức độ hoàn thiện quỹ VC

Việc đánh giá mức độ hoàn thiện quỹ VC được thực hiện theo logic: Điều kiện đầu vào → Cơ chế vận hành → Kết quả đầu ra: *Mức độ hoàn thiện quỹ VC = Mức độ hoàn thiện hệ sinh thái + Mức độ hoàn thiện tổ chức, vận hành và quản trị + Mức độ hoàn thiện hiệu quả hoạt động.*

2.5. Cơ sở thực tiễn trong quản lý quỹ đầu tư mạo hiểm và bài học rút ra cho Việt Nam

Kinh nghiệm quốc tế về quản lý quỹ VC cho thấy sự phát triển của VC không chỉ phụ thuộc vào sự hình thành các quỹ mà còn chịu tác động đồng thời của thể chế, nguồn vốn, năng lực quản lý quỹ, chất lượng cơ hội đầu tư và khả năng thoái vốn. Tuy nhiên, cách thức tổ chức và quản lý VC có sự khác biệt đáng kể giữa các quốc gia phát triển và các nền kinh tế mới nổi.

2.5.1. Kinh nghiệm quản lý hoạt động quỹ đầu tư mạo hiểm tại một số quốc gia: Hoa Kỳ**;** I-xra-en**;** Ấn Độ**;** Ma-lai-xi-a**;** Hàn Quốc.

2.3.4. Bài học từ kinh nghiệm quốc tế rút ra cho Việt Nam

Một là, phát huy vai trò kiến tạo của Nhà nước trong phát triển đầu tư mạo hiểm.

Hai là, nâng cao năng lực quản trị của các quỹ đầu tư mạo hiểm.

Ba là, phát huy vai trò của nguồn vốn trong và ngoài nước.

Bốn là, phát triển các ngành công nghệ mũi nhọn và tăng cường liên kết hệ sinh thái khởi nghiệp.

Năm là, phát triển thị trường vốn và đa dạng hóa kênh thoái vốn.

CHƯƠNG 3
THỰC TRẠNG HOẠT ĐỘNG QUỸ ĐẦU TƯ MẠO HIỂM TẠI VIỆT NAM

3.1. Khái quát quá trình hình thành và phát triển hoạt động đầu tư mạo hiểm tại việt nam

Hoạt động VC ở Việt Nam được khởi đầu từ đầu những năm 1990 và từng bước phát triển qua các giai đoạn. Có thể chia thành 3 giai đoạn chính**.**

Giai đoạn 1 **(**1991–2002**)** là thời kỳ hình thành, với dòng vốn đạt đỉnh khoảng 318 triệu USD vào năm 1999 nhưng suy giảm sau khủng hoảng tài chính châu Á.

Giai đoạn 2 (2002–2007) đánh dấu sự phục hồi và chuyên nghiệp hóa với sự tham gia của các định chế VC quốc tế và quy mô vốn tăng mạnh.

Giai đoạn 3 (từ năm 2007 đến nay), thị trường tiếp tục mở rộng và đa dạng hóa nguồn vốn, duy trì vị thế trong nhóm hệ sinh thái khởi nghiệp hàng đầu Đông Nam Á.

3.2. Bối cảnh kinh tế và thị trường đầu tư mạo hiểm tại Việt Nam

Môi trường kinh doanh và đổi mới sáng tạo: Giai đoạn 2020–2025, kinh tế Việt Nam phục hồi trước các cú sốc toàn cầu, tăng trưởng GDP đạt 8,02% năm 2025. Việt Nam xếp thứ 44/139 về đổi mới sáng tạo và thứ 55 về hệ sinh thái khởi nghiệp, song khả năng hấp thụ vốn mạo hiểm còn hạn chế.

Hệ sinh thái khởi nghiệp và vai trò của vốn mạo hiểm: Vốn mạo hiểm hỗ trợ tài chính, quản trị và tăng trưởng doanh nghiệp. Tuy nhiên, hạn chế về IPO, M&A và thị trường thứ cấp tiếp tục cản trở thoái vốn.

Quy mô, cơ cấu và xu hướng dòng vốn: Vốn mạo hiểm giảm từ 1,442 tỷ USD năm 2021 xuống 398 triệu USD năm 2024, rồi phục hồi lên 445 triệu USD năm 2025. Dòng vốn ngày càng chọn lọc, tập trung vào thương vụ lớn, đòi hỏi đánh giá hiệu quả quỹ gắn với chu kỳ thị trường và cơ cấu danh mục.

Lĩnh vực đầu tư chủ yếu: Vốn tập trung vào tài chính, bán lẻ, y tế, giáo dục và thanh toán, ưu tiên doanh nghiệp có triển vọng sinh lời rõ ràng. Ngành và giai đoạn đầu tư ảnh hưởng trực tiếp đến lợi nhuận, rủi ro và thời gian thoái vốn.

Vai trò của nhà đầu tư trong và ngoài nước: Quỹ quốc tế chi phối các vòng lớn, giai đoạn muộn; quỹ nội địa và CVC hỗ trợ giai đoạn sớm, với NIC giữ vai trò kết nối. Sự phối hợp bổ sung nguồn lực nhưng đặt ra khác biệt về quản trị và kỳ vọng thoái vốn, đòi hỏi quỹ nội địa nâng cao năng lực quản lý danh mục và đồng đầu tư.

3.3. Thực trạng hoạt động quỹ đầu tư mạo hiểm tại việt nam và các nhân tố ảnh hưởng

3.3.1. Thực trạng hoạt động hệ sinh thái đầu tư mạo hiểm tại Việt Nam

Về 5 trụ cột cơ bản nhìn chung đã được hình thành nhưng chưa tạo thành một hệ thống vận hành đồng bộ và hiệu quả.

Về 9 nhân tố thiết yếu, gồm mạng lưới lõi và mạng lưới tương hỗ. Mạng lưới lõi đã hình thành nhưng chưa cân bằng và còn phụ thuộc vào nguồn vốn ngoại; mạng lưới tương hỗ đã phát triển nhưng chưa đồng bộ, thiếu liên kết và một số nhân tố còn non trẻ.

3.3.2. Thực trạng mô hình tổ chức, cơ chế quản trị, vận hành quỹ đầu tư mạo hiểm tại Việt Nam

3.3.2.1. Thực trạng mô hình tổ chức quản trị quỹ đầu tư mạo hiểm

Các quỹ VC tại Việt Nam có mô hình hoạt động đa dạng gồm quỹ nội địa, quỹ nước ngoài, quỹ đầu tư doanh nghiệp (CVC) và các cấu trúc kết hợp VC - PE. Phần lớn quỹ áp dụng mô hình LP - GP, trong đó LP cung cấp vốn và GP chịu trách nhiệm quản lý, ra quyết định đầu tư. Tuy nhiên, thị trường vẫn phụ thuộc đáng kể vào nguồn vốn và nhà quản lý nước ngoài, trong khi sự tham gia của các LP nội địa như ngân hàng, bảo hiểm và quỹ hưu trí còn rất hạn chế. Quan hệ LP - GP đã hình thành nhưng chưa đạt mức chuẩn hóa cao về minh bạch thông tin, giám sát, kiểm soát xung đột lợi ích và trách nhiệm giải trình.

3.3.2.2. Thực trạng hoạt động quy trình vận hành quỹ đầu tư mạo hiểm

Quy trình vận hành quỹ VC tại Việt Nam về cơ bản đã hình thành theo chuỗi giá trị quốc tế. Ở giai đoạn hình thành và huy động vốn, một số quỹ đã xác định rõ chiến lược thu hút LP quốc tế, nhưng vẫn gặp khó khăn trong việc xây dựng uy tín và huy động nguồn vốn nội địa dài hạn.

Trong khâu tìm kiếm và thẩm định, dù nguồn cung startup ngày càng lớn nhưng chất lượng không đồng đều, thông tin tài chính thiếu minh bạch, buộc các quỹ phải dựa nhiều vào mạng lưới riêng và đánh giá định tính của GPs. Việc quyết định đầu tư và hỗ trợ sau đầu tư đang chuyển dịch chuyên nghiệp hơn nhờ vai trò của ủy ban đầu tư và hoạt động quản trị rủi ro. Thoái vốn tiếp tục là điểm nghẽn lớn, quy trình vận hành khi kênh IPO còn hạn chế, thị trường M&A chưa phát triển tương xứng và thời gian hoàn vốn kéo dài, làm giảm sức hấp dẫn của kênh VC đối với các LP.

3.3.2.3. Thực trạng hoạt động quản trị quỹ đầu tư mạo hiểm

Quản trị danh mục đầu tư: Các quỹ đã chú trọng hơn đến kỷ luật phân bổ vốn, nhưng nhiều quỹ vẫn thiếu hệ thống quản trị danh mục hiện đại, dữ liệu theo dõi hiệu quả còn hạn chế và năng lực tạo giá trị sau đầu tư chưa đồng đều.

Quản trị rủi ro vẫn mang tính phản ứng hơn là phòng ngừa; hệ thống cảnh báo sớm chưa phổ biến.

Minh bạch thông tin: Thông tin về hiệu quả đầu tư như IRR, MOIC còn hạn chế và khả năng tiếp cận thông tin của LPs chưa đồng đều, làm ảnh hưởng đến niềm tin của nhà đầu tư.

Đảm bảo lợi ích giữa LPs và GPs: do cơ chế phí, chia sẻ lợi nhuận (carried interest) và kiểm soát xung đột lợi ích chưa được chuẩn hóa hoàn toàn, rủi ro đại diện giữa LP và GP vẫn hiện hữu trên thị trường.

3.3.3. Thực trạng hiệu quả hoạt động của quỹ đầu tư mạo hiểm tại Việt Nam và nhân tố ảnh hưởng

Nhìn chung, hiệu quả hoạt động của các quỹ được đánh giá ở mức trung bình khá, nhưng chưa thực sự bền vững và còn chịu ảnh hưởng đáng kể của điều kiện thị trường cũng như năng lực quản trị quỹ.

3.3.3.1. Thực trạng hiệu quả tài chính của quỹ đầu tư mạo hiểm

Dữ liệu về các chỉ tiêu đánh giá hiệu quả tài chính của quỹ VC chưa được công bố rộng rãi, do đó việc đánh giá phải sử dụng kết hợp các chỉ báo về quy mô vốn, số lượng và cơ cấu thương vụ, khả năng tăng trưởng định giá và kết quả thoái vốn. Hiệu quả tài chính của quỹ VC tại Việt Nam chưa ổn định và còn chịu tác động trực tiếp từ chất lượng lựa chọn dự án, năng lực quản trị danh mục, hỗ trợ sau đầu tư và chiến lược thoái vốn.

3.3.3.2. Thực trạng hiệu quả quản trị của quỹ đầu tư mạo hiểm

Hiệu quả quản trị quỹ được xem xét trên ba phương diện chính: năng lực đội ngũ quản lý quỹ; chất lượng quy trình sàng lọc và thẩm định; năng lực giám sát và quản trị nội bộ.

Thứ nhất, năng lực đội ngũ quản lý quỹ đã được cải thiện nhưng chưa đồng đều; một số quỹ còn phụ thuộc vào cá nhân chủ chốt, thiếu kinh nghiệm quản trị danh mục và tạo giá trị sau đầu tư, đồng thời hạn chế về khả năng hỗ trợ startup mở rộng quy mô và thị trường quốc tế.

Thứ hai, chất lượng sàng lọc và thẩm định dự án có xu hướng chuyên nghiệp hóa, nhưng quy trình chưa được chuẩn hóa giữa các quỹ, vẫn phụ thuộc đáng kể vào kinh nghiệm cá nhân và gặp khó khăn do thiếu dữ

Thứ ba, năng lực giám sát và quản trị nội bộ đã có những cải thiện nhưng vẫn là điểm yếu của nhiều quỹ do hạn chế về nguồn nhân lực, khả năng kiểm soát gián tiếp đối với doanh nghiệp nhận đầu tư, hệ thống quản trị rủi ro và kiểm soát nội bộ chưa hoàn thiện.

Kết quả phân tích dữ liệu bằng SPSS cho thấy bốn nhân tố chính có tác động đến hiệu quả hoạt động quỹ VC tại Việt Nam, gồm: (1) năng lực đội ngũ

quản lý quỹ (GPHC) đạt 3,074 điểm; (2) chất lượng sàng lọc và thẩm định dự án (SSQ) đạt 2,974 điểm; (3) năng lực giám sát và tạo giá trị gia tăng sau đầu tư (SYN) đạt 3,450 điểm; và (4) quản trị nội bộ và cơ chế khuyến khích (FGI) 3,666 điểm trên thang Likert 5 điểm. Như vậy, quản trị nội bộ và cơ chế khuyến khích được đánh giá cao nhất, trong khi chất lượng sàng lọc và thẩm định dự án là khía cạnh còn hạn chế nhất.

3.4. Tổng hợp kết quả khảo sát về thực trạng hoạt động của quỹ đầu tư mạo hiểm tại Việt Nam

Để đánh giá thực trạng hoạt động của quỹ VC tại Việt Nam, nghiên cứu sinh đã tiến hành khảo sát các nhóm đối tượng liên quan trực tiếp và gián tiếp. Kết quả cho thấy các đối tượng đánh giá tương đối tích cực về cơ hội đầu tư, năng lực quản trị, vận hành quỹ và hoạt động hỗ trợ doanh nghiệp sau đầu tư. Ngược lại, môi trường pháp lý, khả năng thoái vốn và mức độ liên kết hệ sinh thái vẫn được nhận diện là những điểm nghẽn lớn.

Kết quả nổi bật là nhận thức rất tích cực về tiềm năng thị trường Việt Nam với 98,9% người được hỏi đánh giá tích cực về cơ hội đầu tư. Tuy nhiên, nguồn vốn dài hạn trong nước còn hạn chế, khiến các quỹ phụ thuộc nhiều vào vốn quốc tế. Về quản trị, 100% ý kiến khẳng định cơ chế quản trị nội bộ ảnh hưởng đáng kể đến hiệu quả quỹ; 93,4% đánh giá tích cực việc đa dạng hóa danh mục, song 60,4% cho rằng cần nâng cao chuyên môn của đội ngũ quản lý.

Pháp lý và thoái vốn là hai điểm nghẽn nổi bật. Chỉ 27,5% đánh giá khung pháp lý thuận lợi và 22,0% nhận định các quy định rõ ràng, minh bạch. Tương tự, chỉ 35,2% cho rằng thị trường có phương thức thoái vốn phù hợp; 68,1% khẳng định khả năng thoái vốn ảnh hưởng trực tiếp đến quyết định đầu tư và 49,5% coi thiếu cơ chế thoái vốn hiệu quả là rào cản lớn nhất.

Hiệu quả hoạt động hiện tại được đánh giá thận trọng, với 36,3% nhận định quỹ hoạt động tốt và 39,6% đánh giá quỹ đáp ứng mục tiêu. Dù vậy, 50,5% ghi nhận xu hướng cải thiện và 59,3% tin tưởng vào triển vọng nâng cao hiệu suất. Kết quả câu hỏi mở tiếp tục nhấn mạnh yêu cầu hoàn thiện thể chế, đơn giản hóa thủ tục, cải thiện cơ chế thoái vốn và nâng cao năng lực quản trị để chuyển hóa tiềm năng thị trường thành hiệu quả đầu tư.

3.5. Đánh giá thực trạng hoạt động của quỹ đầu tư mạo hiểm tại Việt Nam

3.5.1. Những kết quả đạt được

Thứ nhất, cơ hội đầu tư và nguồn vốn đa dạng: 98,9% ý kiến ghi nhận tiềm năng tăng trưởng của Việt Nam. Quỹ nội, quỹ ngoại và tổ chức tài chính cung cấp vốn từ giai đoạn sớm đến tăng trưởng.

Thứ hai, thể chế bước đầu hỗ trợ phát triển VC thông qua chính sách đổi mới sáng tạo và thu hút vốn tư nhân, phản ánh chuyển biến tích cực trong nhận thức quản lý.

Thứ ba, tổ chức và quản trị từng bước chuyên nghiệp hóa theo chuẩn quốc tế. 100% ý kiến khẳng định vai trò quyết định của quản trị nội bộ; 93,4% đánh giá cao đa dạng hóa danh mục để kiểm soát rủi ro.

Thứ tư, mô hình "smart money" được chú trọng, kết hợp cấp vốn với tư vấn chiến lược, hoàn thiện quản trị, kết nối nhân sự, thị trường và hỗ trợ gọi vốn tiếp theo.

Thứ năm, định hướng chất lượng và hiệu quả rõ hơn, với 50,5% ghi nhận hiệu quả cải thiện và 59,3% tin tưởng triển vọng bứt phá, thúc đẩy chuyển trọng tâm từ quy mô sang hiện thực hóa lợi nhuận.

3.5.2. Những hạn chế

Thứ nhất, vốn nội địa còn hạn chế, thiếu sự tham gia tương xứng của nhà đầu tư tổ chức, khiến thị trường phụ thuộc vốn ngoại.

Thứ hai, pháp lý chưa phù hợp đặc thù VC, thiếu đồng bộ và khó dự báo. Chỉ 27,5% đánh giá thuận lợi; 22,0% nhận thấy quy định rõ ràng; 69,2% coi thể chế là rào cản lớn nhất.

Thứ ba, quản trị chưa đồng đều, quỹ nhỏ còn phụ thuộc kinh nghiệm cá nhân của GPs. Có 60,4% đề xuất nâng cao chuyên môn về thẩm định, cấu trúc thương vụ và quản trị danh mục.

Thứ tư, liên kết hệ sinh thái phân tán, thiếu liên thông dữ liệu; hỗ trợ sau đầu tư chưa đồng đều, một số quỹ chủ yếu cung cấp vốn.

Thứ năm, thoái vốn tiếp tục là điểm nghẽn: chỉ 35,2% đánh giá phương thức phù hợp và 33,0% nhận thấy pháp lý thuận lợi, trong khi 68,1% khẳng định khả năng thoái vốn quyết định hành vi đầu tư. Hệ quả là giá trị đầu tư khó hiện thực hóa, vòng quay vốn bị hạn chế.

Thứ sáu, hiệu quả chưa tương xứng tiềm năng: chỉ 36,3% đánh giá hoạt động tốt, cho thấy hạn chế trong chuyển hóa cơ hội và năng lực vận hành thành giá trị tài chính.

3.5.3. Nguyên nhân của những hạn chế

(1) Môi trường thể chế và pháp lý: Đây là nguyên nhân cốt lõi (69,2% đồng thuận). Các quy định về VC còn phân tán, chưa phản ánh đặc thù về mô hình quỹ, quan hệ gọi vốn và đầu tư xuyên biên giới, làm tăng chi phí giao dịch và rủi ro pháp lý cho nhà đầu tư (71,4% kiến nghị ưu tiên cải cách).

(2) Nguồn vốn và mức độ phát triển thị trường: VC đòi hỏi vốn dài hạn, chấp nhận rủi ro cao và thanh khoản thấp. Thiếu vốn từ các tổ chức trong nước hạn chế việc hình thành quỹ quy mô lớn, đủ khả năng đồng hành xuyên suốt quá trình phát triển doanh nghiệp.

(3) Năng lực nội tại và quản trị: Chuyên môn của đội ngũ quản lý quỹ chưa đồng đều về thẩm định, kiểm soát rủi ro và chiến lược thoái vốn; thiếu dữ liệu lịch sử tiếp tục hạn chế chất lượng phân tích, ra quyết định.

(4) Mạng lưới lõi và tương hỗ: Liên kết LP–GP–Startup còn phân tán, hạn chế đồng đầu tư và chia sẻ thông tin; dịch vụ pháp lý, kiểm toán, ươm tạo và tư vấn chưa phát triển tương xứng. Điều này làm tăng chi phí giao dịch, giảm hiệu quả hỗ trợ sau đầu tư và mô hình "smart money".

(5) Cơ chế thoái vốn và hiện thực hóa giá trị: Hạn chế về IPO, M&A và chuyển nhượng cổ phần kéo dài thời gian nắm giữ, ảnh hưởng toàn bộ chuỗi hoạt động VC. Trong khi 68,1% khẳng định khả năng thoái vốn quyết định hành vi đầu tư, chỉ 35,2% nhận thấy phương thức phù hợp. Giá trị đầu tư vì vậy khó chuyển thành lợi nhuận thực hiện, làm giảm hiệu suất và khả năng huy động vốn mới.

CHƯƠNG 4
GIẢI PHÁP HOÀN THIỆN HOẠT ĐỘNG QUỸ ĐẦU TƯ MẠO HIỂM TẠI VIỆT NAM

4.1. Bối cảnh kinh tế xã hội và quan điểm, định hướng hoàn thiện hoạt động quỹ đầu tư mạo hiểm tại việt nam

4.1.1. Bối cảnh kinh tế xã hội Việt Nam hiện nay

4.1.2. Quan điểm hoàn thiện quỹ đầu tư mạo hiểm tại Việt Nam

4.1.3. Định hướng hoàn thiện hoạt động quỹ đầu tư mạo hiểm tại Việt Nam

4.2. Các giải pháp hoàn thiện hoạt động quỹ đầu tư mạo hiểm tại Việt Nam

4.2.1. Giải pháp hoàn thiện hoạt động hệ sinh thái quỹ đầu tư mạo hiểm

4.2.1.1. Hoàn thiện hoạt động năm trụ cột phát triển

Trụ cột Chính phủ: Hoàn thiện khung pháp lý theo hướng thống nhất,

minh bạch; đơn giản hóa thủ tục thành lập, huy động vốn, đầu tư và thoái vốn; nghiên cứu cơ chế sandbox, quỹ của quỹ (fund of funds) và đồng đầu tư để chia sẻ rủi ro, thu hút nguồn vốn dài hạn.

Mạng lưới hỗ trợ và liên kết: Xây dựng cơ chế kết nối, chia sẻ thông tin giữa quỹ VC, startup, trường đại học, viện nghiên cứu, doanh nghiệp và tổ chức hỗ trợ; phát triển cơ sở dữ liệu VC và tăng cường thương mại hóa công nghệ, hình thành pipeline đầu tư chất lượng.

Mạng lưới cơ hội đầu tư, hồ sơ gọi vốn (deal flow): Chuyển trọng tâm từ gia tăng số lượng sang nâng cao chất lượng startup; tăng cường hỗ trợ về quản trị, tài chính, sở hữu trí tuệ và khả năng mở rộng; thúc đẩy CVC và liên kết giữa doanh nghiệp lớn với startup.

Nguồn nhân lực: Phát triển đội ngũ chuyên môn về thẩm định, định giá, quản trị danh mục, quản trị rủi ro và thoái vốn; đồng thời nâng cao năng lực quản trị, tài chính và gọi vốn của startup

Trụ cột tài chính và thoái vốn: Mở rộng sự tham gia của các nhà đầu tư tổ chức trong nước, phát triển các nguồn vốn dài hạn; đồng thời hoàn thiện cơ chế M&A, chuyển nhượng vốn, thị trường thứ cấp và điều kiện tiếp cận thị trường chứng khoán nhằm tăng khả năng hiện thực hóa lợi nhuận và tái đầu tư.

4.2.1.2. Hoàn thiện hoạt động các nhân tố thiết yếu

Nhóm mạng lưới lõi: Tập trung vào ba nhân tố: LPs, quỹ VC và startup. Mở rộng sự tham gia của các nhà đầu tư tổ chức trong nước; nâng cao tính chuyên nghiệp, chuẩn mực quản trị và năng lực quản lý danh mục của quỹ; đồng thời nâng cao chất lượng, tính minh bạch và năng lực hấp thụ vốn của startup.

Nhóm mạng lưới tương hỗ: Tăng cường vai trò điều phối của Chính phủ; nâng cao hiệu quả chuyển giao tri thức của các tổ chức phát triển quốc tế; đa dạng hóa nguồn vốn từ các tổ chức tài chính quốc tế thông qua đồng đầu tư; phát huy vai trò của hiệp hội ngành VC; nâng cao chất lượng vườn ươm, nhà đầu tư thiên thần và kết nối với quỹ VC; đồng thời chuyên nghiệp hóa các tổ chức trung gian, tư vấn và nền tảng gọi vốn.

4.2.2. Các giải pháp hoàn thiện mô hình tổ chức, vận hành và quản trị quỹ đầu tư mạo hiểm

4.2.2.1. Hoàn thiện mô hình tổ chức và quản trị quỹ đầu tư mạo hiểm

Hoàn thiện cấu trúc LP–GP: Phân định rõ quyền hạn, trách nhiệm giữa LP và GP; tăng cường cơ chế giám sát, minh bạch và kiểm soát xung đột lợi ích.

Xây dựng bộ máy quản trị tinh gọn, chuyên nghiệp: Phân định rõ chức năng đầu tư, pháp lý, tài chính, quản trị rủi ro và hỗ trợ doanh nghiệp; tăng vai trò của Investment Committee.

Nâng cao năng lực đội ngũ GP: Phát triển chuyên môn về đầu tư, công nghệ, pháp lý và quản trị startup; đồng thời xây dựng cơ chế đãi ngộ gắn với hiệu quả dài hạn của danh mục.

4.2.2.2. Hoàn thiện quy trình vận hành quỹ đầu tư mạo hiểm

Hoàn thiện chiến lược đầu tư.

Nâng cao chất lượng huy động vốn và quan hệ LP.

Chuẩn hóa tìm kiếm, sàng lọc và thẩm định

Nâng cao quản trị danh mục và phân bổ vốn.

Chuyển từ cung cấp vốn sang tạo giá trị, phát triển mô hình "smart money", tăng cường hỗ trợ startup về chiến lược, tài chính, nhân sự, thị trường và kết nối nguồn lực.

4.2.2.3. Hoàn thiện hoạt động quản trị rủi ro và thoái vốn

Chuyển quản trị rủi ro từ bị động sang chủ động.

Hoàn thiện giám sát và báo cáo nội bộ: Chuẩn hóa hệ thống báo cáo, tăng cường kiểm toán, kiểm soát xung đột lợi ích và minh bạch thông tin.

Xây dựng chiến lược thoái vốn ngay từ đầu: Xác định các phương án IPO, M&A, bán cho nhà đầu tư chiến lược hoặc chuyển nhượng khác ngay từ khi đầu tư và thường xuyên cập nhật.

Hoàn thiện cơ chế đánh giá và phân phối lợi ích LP–GP.

4.2.3. Giải pháp nâng cao hiệu quả hoạt động quỹ đầu tư mạo hiểm

4.2.3.1. Giải pháp nâng cao hiệu quả tài chính

- Tối ưu hóa phân bổ vốn và danh mục đầu tư. Chủ động phân bổ vốn cho các khoản đầu tư có tiềm năng cao, kiểm soát vốn follow-on và sử dụng các chỉ tiêu IRR, MOIC, TVPI, DPI để theo dõi hiệu quả.

- Nâng cao khả năng tạo giá trị sau đầu tư: Chuyển từ cung cấp vốn sang mô hình "smart money", tăng cường hỗ trợ startup về quản trị, tài chính, nhân sự, sản phẩm, thị trường và huy động vốn.

- Nâng cao khả năng hiện thực hóa lợi nhuận và tái tạo vốn: Xây dựng chiến lược thoái vốn ngay từ đầu, đa dạng hóa các kênh IPO, M&A, strategic sale và secondary sale.

- Nâng cao hiệu quả huy động và sử dụng vốn: Đa dạng hóa nguồn LP, tăng thu hút vốn dài hạn trong nước, nâng cao tính minh bạch và gắn giải ngân với chiến lược danh mục, vòng đầu tư tiếp theo và nhu cầu tăng trưởng.

- Hoàn thiện hệ thống đo lường hiệu quả tài chính: Kết hợp các chỉ tiêu tài chính với chất lượng danh mục; đánh giá theo năm và so sánh với các quỹ có chiến lược tương đồng để phản ánh chính xác hiệu quả.

4.2.3.2. Giải pháp nâng cao hiệu quả quản trị

- Nâng cao năng lực đội ngũ quản lý và gắn lợi ích với kết quả dài hạn: Phát triển đội ngũ GP đa năng, tăng đào tạo và gắn cơ chế carried interest với hiệu quả dài hạn.

- Tăng cường quản trị rủi ro và khả năng thích ứng: Thiết lập hệ thống cảnh báo sớm, quản trị rủi ro toàn diện và điều chỉnh chiến lược đầu tư theo chu kỳ thị trường.

- Nâng cao tính minh bạch và kỷ luật quản trị: Chuẩn hóa báo cáo, tăng cường kiểm toán, kiểm soát xung đột lợi ích và áp dụng các cơ chế bảo vệ LP phù hợp.

- Xây dựng khả năng cải thiện hiệu quả liên tục: Tích lũy dữ liệu và kinh nghiệm từ các thương vụ, thường xuyên rà soát chiến lược đầu tư, danh mục và phương thức tạo giá trị để nâng cao chất lượng quyết định đầu tư.

4.2.4. Các giải pháp khác

Hoàn thiện thể chế và cơ chế chính sách.

Hình thành nguồn vốn dài hạn trong nước.

Xây dựng hạ tầng dữ liệu và minh bạch thông tin.

Phát triển nguồn nhân lực và năng lực chuyên môn.

Hoàn thiện cơ chế hiện thực hóa giá trị và thị trường thoái vốn.

4.3. Điều kiện thực hiện giải pháp và kiến nghị

4.3.1. Điều kiện thực hiện giải pháp

Sự thống nhất về định hướng và cam kết phối hợp.

Nguồn lực tài chính và nhân sự tương xứng.

Năng lực thực thi và mức độ sẵn sàng của các chủ thể.

Khả năng tiếp cận thông tin và sự tin cậy trong hợp tác.

Lộ trình thực hiện và cơ chế giám sát, điều chỉnh.

4.3.2. Các kiến nghị

Kiến nghị đối với các cơ quan Nhà nước (Quốc hội; Chính phủ; các bộ, ngành, địa phương). Yêu cầu đối với các tổ chức trong hệ sinh thái (các hiệp hội,

cơ sở đào tạo; doanh nghiệp khởi nghiệp**).**

KẾT LUẬN

Luận án **"Hoàn thiện hoạt động quỹ đầu tư mạo hiểm tại Việt Nam"** đã tiến hành nghiên cứu tổng quan các công trình khoa học trong và ngoài nước liên quan đến hoạt động VC và quỹ VC; nghiên cứu lý luận, thực tiễn; đề xuất các giải pháp và điều kiện thực hiện giải pháp. Cụ thể:

Về lý luận, Luận án đã hệ thống hóa các vấn đề cơ bản về VC và quỹ VC, đồng thời xây dựng khung phân tích hoạt động quỹ dựa trên ba nhóm nội dung: hệ sinh thái VC; tổ chức, vận hành và quản trị quỹ; hiệu quả hoạt động của quỹ.

Về thực tiễn, Luận án cho thấy thị trường VC Việt Nam đã có những bước phát triển tích cực nhưng vẫn tồn tại các hạn chế như quy mô còn nhỏ, phụ thuộc vào vốn nước ngoài, khung pháp lý chưa đồng bộ, năng lực quản trị chưa đồng đều, cơ chế thoái vốn hạn chế và hiệu quả đầu tư chưa cao. Những hạn chế này xuất phát từ cả nguyên nhân khách quan và chủ quan.

Trên cơ sở nghiên cứu lý luận, kinh nghiệm quốc tế và thực tiễn Việt Nam, Luận án đề xuất hệ thống giải pháp theo ba hướng trọng tâm: (1) hoàn thiện hệ sinh thái VC; (2) hoàn thiện tổ chức, vận hành và quản trị quỹ; (3) nâng cao hiệu quả tài chính và hiệu quả quản trị của quỹ. Đồng thời, Luận án đề xuất các giải pháp nền tảng về thể chế, nguồn vốn dài hạn, dữ liệu, nhân lực và thị trường thoái vốn.

Về điều kiện thực hiện, cần có sự hỗ trợ của Nhà nước thông qua hoàn thiện pháp lý, chính sách vốn, cải cách thủ tục hành chính và xây dựng hệ sinh thái hỗ trợ đồng bộ. Đồng thời, cần tăng cường sự tham gia của các quỹ VC, startup, hiệp hội, cơ sở đào tạo và các tổ chức trung gian. Có thể khẳng định, hoàn thiện hoạt động quỹ VC không chỉ nhằm phát triển một kênh cung ứng vốn cho startup mà còn góp phần thúc đẩy đổi mới sáng tạo, nâng cao chất lượng tăng trưởng và năng lực cạnh tranh của nền kinh tế. Việc phát triển thị trường VC bền vững đòi hỏi sự phối hợp đồng bộ giữa Nhà nước, quỹ đầu tư, doanh nghiệp khởi nghiệp và toàn bộ hệ sinh thái đổi mới sáng tạo.

DANH MỤC CÁC CÔNG TRÌNH KHOA HỌC CỦA NCS ĐÃ CÔNG BỐ LIÊN QUAN ĐẾN ĐỀ TÀI NGHIÊN CỨU

Đề tài nghiên cứu khoa học

1. Nguyễn Quang Long (2015*), Xếp hạng thị trường chứng khoán và giải pháp nâng hạng thị trường chứng khoán Việt Nam*, đề tài nghiên cứu khoa học cấp cơ sở. Mã số UB.1504; Chủ nhiệm đề tài thạc sĩ Nguyễn Quang Long, Phó Vụ trưởng, Bộ Tài chính, UBCKNN, Hà Nội, năm 2015;

2. Nguyễn Quang Long (2016), *Quỹ đầu tư mạo hiểm - kinh nghiệm quốc tế và khuyến nghị cho Việt Nam*, đề tài nghiên cứu khoa học cấp cơ sở. Mã số UB.16.10; Chủ nhiệm đề tài: Thạc sĩ Nguyễn Quang Long Phó Vụ trưởng, Bộ Tài chính, UBCKNN, Hà Nội, năm 2016;

3. Nguyễn Quang Long (2024), *Tuân thủ nghĩa vụ công bố thông tin trên thị trường chứng khoán của công ty đại chúng - Thực trạng và giải pháp,* đề tài nghiên cứu khoa học cấp cơ sở. Mã số UB.24.07; Chủ nhiệm đề tài: Thạc sĩ Nguyễn Quang Long, Phó Vụ trưởng, Bộ Tài chính, UBCKNN, Hà Nội, năm 2024;

Bài báo khoa học

4. Nguyễn Quang Long (2024), *Đầu tư mạo hiểm tại Việt Nam: tiềm năng, thách thức và khuyến nghị,* Tạp chí Kinh doanh và Công nghệ số 37/2024;

5. Nguyễn Quang Long (2025), *Những nhân tố và trụ cột phát triển thị trường đầu tư mạo hiểm*, Tạp chí Kinh doanh và Công nghệ, số 56/2025;

6. Nguyễn Quang Long (2026), *Nghị định 264/2026: bước đột phá về thể chế cho dòng vốn đổi mới sáng tạo*, Tạp chí Kinh tế - Tài chính, Tháng 6/2026;

7. Nguyễn Quang Long (2026), *Nâng cao hiệu quả hoạt động quỹ đầu tư mạo hiểm ở Việt Nam*, Tạp chí Kinh tế - Tài chính, Tháng 6/2026

8. Nguyễn Quang Long (2026), *Hệ sinh thái đầu tư mạo hiểm – điều kiện thiết yếu hình thành và phát triển quỹ đầu tư mạo hiểm,* Tạp chí Quản lý Nhà nước, Tháng 7/2026

9. Nguyễn Quang Long (2026), *Giải pháp nâng cao năng lực quản trị quỹ đầu tư mạo hiểm tại Việt Nam,* Tạp chí Quản lý Nhà nước, Tháng 7/2026