

HỆ SINH THÁI ĐẦU TƯ MẠO HIỂM - ĐIỀU KIỆN THIẾT YẾU HÌNH THÀNH VÀ PHÁT TRIỂN QUỸ ĐẦU TƯ MẠO HIỂM

*Nguyễn Quang Long **

Tóm tắt: Trong bối cảnh đổi mới sáng tạo và khởi nghiệp, công nghệ ngày càng đóng vai trò quan trọng đối với tăng trưởng kinh tế. Việc phát triển hệ sinh thái quỹ đầu tư mạo hiểm trở thành yêu cầu cấp thiết nhằm thúc đẩy huy động vốn cho doanh nghiệp khởi nghiệp sáng tạo tại Việt Nam. Nghiên cứu sử dụng phương pháp phân tích, tổng hợp tài liệu, phương pháp thống kê mô tả và phương pháp đánh giá hệ thống dựa trên khung phân tích gồm năm trụ cột phát triển và chín nhân tố thiết yếu của hệ sinh thái quỹ đầu tư mạo hiểm. Kết quả nghiên cứu cho thấy hệ sinh thái quỹ đầu tư mạo hiểm tại Việt Nam đã hình thành tương đối đầy đủ, nhưng vẫn đang ở giai đoạn phát triển trung gian, với nhiều hạn chế, như khung pháp lý chưa đồng bộ, nguồn vốn trong nước còn hạn chế, chất lượng startup chưa đồng đều, nguồn nhân lực chuyên sâu còn thiếu và thị trường thoái vốn chưa phát triển. Trên cơ sở đó, nghiên cứu đề xuất các giải pháp hoàn thiện đồng bộ năm trụ cột và chín nhân tố thiết yếu nhằm nâng cao hiệu quả hoạt động của quỹ đầu tư mạo hiểm, tăng cường khả năng huy động và phân bổ vốn, góp phần thúc đẩy hệ sinh thái đổi mới sáng tạo và phát triển kinh tế bền vững tại Việt Nam.

Từ khóa: Đầu tư mạo hiểm, hệ sinh thái, quỹ, đổi mới sáng tạo.

Abstract: In the context of innovation and entrepreneurship, technology is playing an increasingly important role in economic growth. Developing a venture capital ecosystem has become a pressing requirement to promote fundraising for innovative startups in Vietnam. The study utilizes document analysis and synthesis, descriptive statistics, and systems evaluation methods based on an analytical framework comprising five pillars of development and nine essential factors of the venture capital ecosystem. The research results show that the venture capital ecosystem in Vietnam has been relatively fully formed, but is still in an intermediate stage of development, with many limitations, such as an inconsistent legal framework, limited domestic capital, uneven quality of startups, a shortage of specialized human resources, and an underdeveloped exit market. Based on this, the study proposes comprehensive solutions to improve the five pillars and nine essential factors aimed at enhancing the operational efficiency of venture capital funds, strengthening their ability to mobilize and allocate capital, and contributing to the promotion of the innovation ecosystem and sustainable economic development in Vietnam.

Keywords: Venture capital, ecosystem, funds, innovation.

.....
* Thạc sĩ, Ủy ban Chứng khoán Nhà nước.

Mở đầu

Trong bối cảnh nền kinh tế số và đổi mới sáng tạo đang trở thành động lực tăng trưởng quan trọng của nhiều quốc gia, đầu tư mạo hiểm (Venture Capital - VC) được xem là một trong những công cụ tài chính có vai trò đặc biệt trong việc hỗ trợ doanh nghiệp khởi nghiệp sáng tạo, thúc đẩy thương mại hóa công nghệ và nâng cao năng lực cạnh tranh quốc gia. Những năm gần đây, hệ sinh thái khởi nghiệp đổi mới sáng tạo tại Việt Nam đã có sự phát triển mạnh mẽ cả về số lượng doanh nghiệp. Tuy nhiên, sự phát triển của thị trường quỹ VC vẫn chưa tương xứng với tiềm năng của nền kinh tế. Dòng vốn VC có xu hướng suy giảm, khả năng huy động vốn và thoái vốn còn hạn chế, trong khi nhiều quỹ đầu tư vẫn lựa chọn đặt pháp nhân ở nước ngoài thay vì hoạt động trong khuôn khổ pháp lý trong nước. Thực tiễn này cho thấy việc nghiên cứu và hoàn thiện hệ sinh thái quỹ VC tại Việt Nam có ý nghĩa quan trọng cả về mặt lý luận và thực tiễn.

Mặc dù đã có nhiều nghiên cứu đề cập đến hoạt động VC, khởi nghiệp đổi mới sáng tạo hoặc chính sách hỗ trợ doanh nghiệp khởi nghiệp, song phần lớn các nghiên cứu thường tập trung vào từng khía cạnh riêng lẻ như nguồn vốn đầu tư, môi trường pháp lý hoặc hiệu quả hoạt động của startup. Trong khi đó, cách tiếp cận hệ sinh thái quỹ VC với sự tương tác đồng thời giữa các chủ thể và điều kiện thị trường vẫn chưa được nghiên cứu một cách toàn diện. Điểm mới của bài báo là xây dựng và vận dụng khung

phân tích hệ sinh thái quỹ VC dựa trên năm (5) trụ cột phát triển gồm: Chính phủ, mạng lưới hỗ trợ, mạng lưới cơ hội, nguồn nhân lực và tài chính; đồng thời phân tích chín (9) nhân tố thiết yếu chia thành mạng lưới lõi và mạng lưới tương hỗ. Trên cơ sở đó, bài báo đánh giá mức độ phát triển, những hạn chế và nguyên nhân của các thành tố trong hệ sinh thái quỹ VC tại Việt Nam hiện nay.

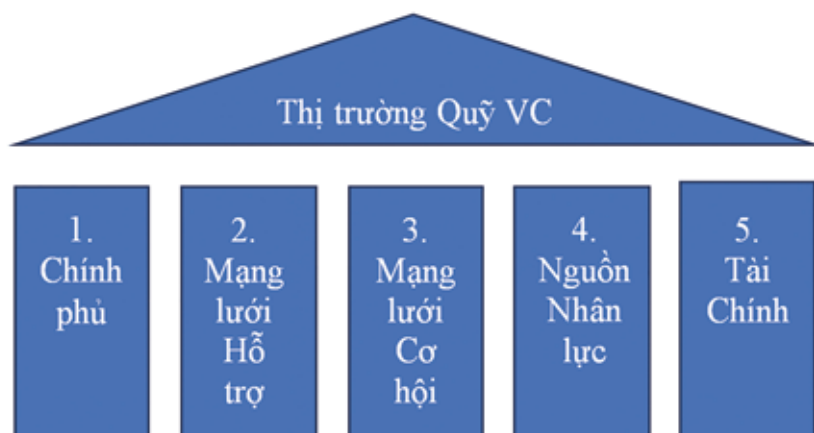
Từ cách tiếp cận trên, bài báo tập trung giải quyết ba nội dung chính. *Thứ nhất*, làm rõ cơ sở lý luận về hệ sinh thái quỹ VC thông qua mô hình năm trụ cột và chín nhân tố thiết yếu. *Thứ hai*, phân tích thực trạng hoạt động của các trụ cột và nhân tố cấu thành hệ sinh thái quỹ VC tại Việt Nam, qua đó nhận diện những điểm mạnh, hạn chế và các nút thắt đang cản trở sự phát triển của thị trường. *Thứ ba*, đề xuất hệ thống giải pháp nhằm hoàn thiện đồng bộ các trụ cột phát triển và các nhân tố thiết yếu của hệ sinh thái, góp phần nâng cao hiệu quả hoạt động của quỹ VC và thúc đẩy sự phát triển bền vững của hệ sinh thái đổi mới sáng tạo tại Việt Nam.

1. Hệ sinh thái đầu tư mạo hiểm và thực trạng hoạt động tại Việt Nam

1.1. Hệ sinh thái đầu tư mạo hiểm

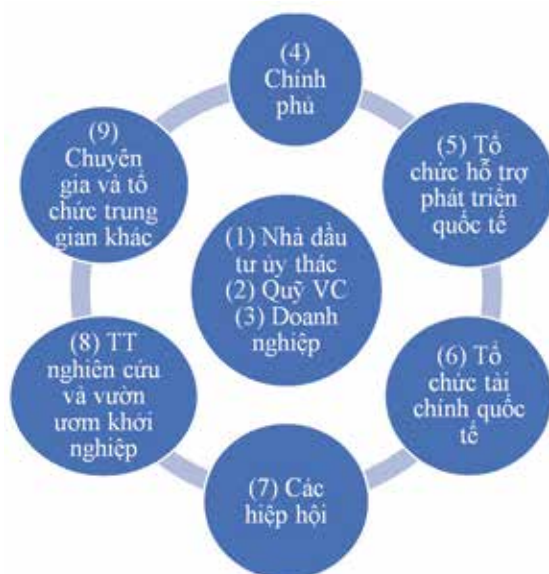
Hệ sinh thái VC là nền tảng, là điều kiện thiết yếu cho sự hình thành và phát triển của quỹ VC. Hệ sinh thái cấu thành thị trường VC nói chung và quỹ VC nói riêng gồm 5 trụ cột cơ bản, tương đồng với nó là 9 nhân tố thiết yếu.

5 trụ cột cơ bản gồm: Chính phủ, Mạng lưới hỗ trợ, Mạng lưới cơ hội, Nguồn nhân lực, Tài chính.



Sơ đồ 1. 5 trụ cột cấu thành thị trường quỹ đầu tư mạo hiểm

9 nhân tố thiết yếu đảm bảo cho hoạt động của thị trường được chia làm hai mạng lưới: Mạng lưới lõi và mạng lưới tương hỗ. Mạng lưới lõi gồm 3 nhân tố: Nhà đầu tư uy thác, Quỹ VC và Doanh nghiệp có ý tưởng kinh doanh sáng tạo. Mạng lưới này đóng vai trò trung tâm, quyết định sự phát triển của thị trường quỹ VC.



Sơ đồ 2. 9 nhân tố thiết yếu - mạng lưới lõi và mạng lưới tương hỗ trong hoạt động quỹ VC

Mạng lưới tương hỗ gồm 6 nhân tố: Chính phủ, Tổ chức quốc tế, Tổ chức tài chính quốc tế, Hiệp hội, Vườn ươm khởi nghiệp và nhà đầu tư thiên thần, Các chuyên gia trung gian và gọi vốn cộng đồng (Crowdfunding). Nhóm này đóng vai trò hỗ trợ và tạo môi trường thuận lợi cho VC phát triển.

1.2. Thực trạng hoạt động 5 trụ cột cơ bản

Thị trường quỹ VC tại Việt Nam phát triển trong bối cảnh hệ sinh thái khởi nghiệp gia tăng mạnh, tuy nhiên còn nhiều hạn chế liên quan đến nguồn lực, chính sách và cơ chế thị trường.

Trụ cột 1 (Chính phủ). Chính phủ

đóng vai trò then chốt trong việc lập khung pháp lý và chính sách hỗ trợ VC. Các chương trình hỗ trợ thuế, cơ sở hạ tầng và khởi nghiệp đã được ban hành (Đại hội Khởi nghiệp Đổi mới sáng tạo quốc gia, 2021). Tuy nhiên, khung pháp lý về đầu tư VC còn thiếu đồng bộ, ưu đãi chưa rõ ràng và thủ tục hành chính phức tạp, làm hạn chế dòng vốn tư nhân vào thị trường này.

Thực trạng trên có tác động trực tiếp đến hiệu quả hoạt động của quỹ VC tại Việt Nam, thể hiện qua các số liệu thị trường: Tổng vốn VC và PE năm 2024 chỉ đạt 2,3 tỷ USD, giảm 35% so với năm trước. Riêng VC cho startup chỉ đạt 398 triệu USD với 118 thương vụ, giảm đáng kể so với 2023. Xu hướng đầu tư chuyển sang các vòng sau (late-stage), quy mô 5-10 triệu USD, cho thấy nhà đầu tư ngày càng thận trọng. Những số liệu này phản ánh niềm tin thị trường chưa ổn định, cơ chế quản trị và cấu trúc quỹ chưa đủ mạnh để hấp dẫn dòng vốn dài hạn, nhà đầu tư ưu tiên giảm rủi ro thay vì mở rộng đầu tư.

Trụ cột 2 (Mạng lưới hỗ trợ). Hệ thống hiệp hội ngành, viện nghiên cứu và tổ chức hỗ trợ như hiệp hội VC Việt Nam, trường đại học đã hỗ trợ kết nối mạng lưới trong hệ sinh thái. Tuy nhiên, sự thiếu liên kết giữa các tổ chức này làm giảm hiệu quả chia sẻ dữ liệu, chuẩn hóa chuẩn mực và hỗ trợ chuyên sâu cho quỹ và startup (Tran et al., 2022).

Trụ cột 3 (Mạng lưới cơ hội). Mạng lưới cơ hội có vai trò cung cấp các ý tưởng sáng tạo và áp dụng công nghệ vào thực tiễn kinh doanh. Ở mạng lưới này,

vai trò của các trung tâm nghiên cứu phát triển, các vườn ươm và các công ty khởi nghiệp là đặc biệt quan trọng. Đây là sự kết hợp giữa hệ sinh thái khởi nghiệp và các sáng tạo về công nghệ, kỹ thuật được bảo vệ bản quyền. Sự gia tăng của vườn ươm, accelerator và startup công nghệ tạo nguồn cơ hội đầu tư dồi dào. Song chất lượng startup chưa đồng đều; nhiều doanh nghiệp thiếu mô hình kinh doanh bền vững và minh bạch tài chính, làm giảm xác suất thành công của khoản đầu tư (Do Ventures & NIC, 2024).

Trụ cột 4 (Nguồn nhân lực). Nguồn nhân lực là yếu tố quan trọng hàng đầu, ảnh hưởng lớn tới thị trường quỹ VC ở nhiều khía cạnh khác nhau. Việt Nam có lực lượng lao động trẻ, năng động, nhưng đội ngũ quản lý quỹ, chuyên gia tư vấn và nhân sự startup thiếu kinh nghiệm trong quản trị danh mục, định giá và thoái vốn. Điều này ảnh hưởng trực tiếp đến hiệu quả hoạt động của quỹ (Pham & Le, 2023).

Trụ cột 5 (Tài chính). Hệ thống tài chính vững mạnh và thị trường vốn phát triển hỗ trợ cho việc gia tăng thanh khoản cho các khoản đầu tư và hoạt động của các quỹ VC. Trong đó, thị trường IPO phát triển góp phần tăng khả năng thoái vốn, hấp thụ được nguồn cung của các doanh nghiệp IPO. Từ đó thúc đẩy hoạt động VC của các nhà đầu tư trên thị trường quỹ VC.

Hệ thống tài chính và thị trường vốn chưa phát triển, khả năng thoái vốn qua IPO và M&A hạn chế, làm giảm dòng thu thực tế của nhà đầu tư (Báo cáo Đổi mới sáng tạo và Vốn tư nhân tại Việt

Nam, 2025). Tổng vốn VC đầu tư vào Việt Nam giảm từ đỉnh 1,4 - 1,5 tỷ USD năm 2021, xuống còn khoảng 529 triệu USD năm 2023 và tiếp tục giảm trong 2024 (Do Ventures & NIC, 2024; 2025).

1.3. Thực trạng hoạt động 9 nhân tố thiết yếu

Dựa trên khung phân tích gồm 9 nhân tố thiết yếu chia thành hai nhóm: mạng lưới lõi (core network) và mạng lưới tương hỗ (supporting network). Thực trạng phát triển của các nhân tố này tại Việt Nam thời gian qua phản ánh rõ mức độ trưởng thành của thị trường VC.

Thực trạng mạng lưới lõi

(1) *Nhà đầu tư ủy thác (LPs)*. Tại Việt Nam, cơ cấu nhà đầu tư ủy thác còn mất cân đối, với sự chi phối chủ yếu của nhà đầu tư nước ngoài. Các quỹ VC lớn hoạt động tại Việt Nam phần lớn huy động vốn từ tổ chức tài chính quốc tế, quỹ đầu tư nước ngoài, các tập đoàn đa quốc gia. Trong khi đó, sự tham gia của các định chế tài chính trong nước, như: Quỹ hưu trí, Công ty bảo hiểm, Ngân hàng thương mại trong nước, Nhà đầu tư cá nhân có tài sản lớn,... còn rất hạn chế. Nguyên nhân chủ yếu là do: Khung pháp lý chưa cho phép hoặc chưa khuyến khích các tổ chức này đầu tư vào tài sản rủi ro cao; Thiếu cơ chế bảo vệ và phân tán rủi ro. Điều này dẫn đến việc thị trường VC Việt Nam phụ thuộc lớn vào dòng vốn ngoại, làm giảm tính ổn định và khả năng phát triển dài hạn.

(2) *Quỹ đầu tư mạo hiểm*. Số lượng quỹ VC tại Việt Nam đã tăng nhanh trong những năm gần đây, bao gồm cả quỹ nội

địa và quỹ quốc tế. Một số quỹ đã từng bước chuyên nghiệp hóa hoạt động đầu tư, áp dụng các thông lệ quốc tế trong quản trị. Tuy nhiên, vẫn tồn tại nhiều hạn chế: Quy mô quỹ nhỏ, phân tán; Năng lực quản trị danh mục và hỗ trợ startup còn hạn chế; Thiếu kinh nghiệm trong hoạt động thoái vốn. Các quỹ hiện nay chủ yếu tập trung vào giai đoạn đầu tư (deal sourcing) hơn là tối ưu hóa giá trị sau đầu tư, ảnh hưởng đến hiệu quả tài chính tổng thể. Nguyên nhân là do: Quy mô quỹ nhỏ, phân tán; năng lực quản trị danh mục hạn chế, Thiếu kinh nghiệm thoái vốn, dẫn đến hiệu quả tài chính chưa ổn định, Tỷ lệ đầu tư vào giai đoạn seed cao, trong khi startup Việt Nam ở giai đoạn này thường rủi ro và thiếu khả năng tăng trưởng nhanh.

(3) *Doanh nghiệp có ý tưởng kinh doanh sáng tạo (startup)*. Hệ sinh thái startup tại Việt Nam phát triển nhanh về số lượng trong nhiều lĩnh vực công nghệ. Điều này tạo ra nguồn cơ hội đầu tư dồi dào cho các quỹ VC. Tuy nhiên, chất lượng startup còn hạn chế: Tỷ lệ doanh nghiệp có khả năng tăng trưởng quy mô lớn còn thấp; Thiếu minh bạch tài chính và quản trị doanh nghiệp; Năng lực cạnh tranh quốc tế còn hạn chế. Điều này làm giảm xác suất thành công của danh mục đầu tư, từ đó ảnh hưởng trực tiếp đến hiệu quả tài chính của quỹ. Nguyên nhân là do: Chất lượng startup chưa đồng đều; thiếu minh bạch tài chính, quản trị chưa tốt; thiếu kỹ năng quản trị công ty và tiếp cận thị trường quốc tế; thị trường chưa có văn hóa IPO mạnh để tạo cơ hội thoái vốn thuận lợi.

Thực trạng mạng lưới tương hỗ

(4) *Chính phủ.* Chính phủ Việt Nam đã có nhiều chính sách thúc đẩy hệ sinh thái khởi nghiệp, bao gồm hỗ trợ thuế, phát triển hạ tầng và chương trình đổi mới sáng tạo quốc gia. Tuy nhiên vai trò của Chính phủ hiện nay vẫn mang tính hỗ trợ hơn là kiến tạo thị trường mạnh mẽ. Nguyên nhân là do khung pháp lý chưa đồng bộ, chính sách ưu đãi chưa mạnh, thủ tục hành chính vẫn rườm rà, kéo dài thời gian triển khai dự án, các chương trình hỗ trợ còn rời rạc, thiếu liên kết với mạng lưới VC và startup.

(5) *Tổ chức hỗ trợ phát triển quốc tế.* Các tổ chức quốc tế như UNIDO, IFC, USAID, JICA... đã có những đóng góp tích cực trong việc hỗ trợ kỹ thuật, tư vấn chính sách, kết nối nhà đầu tư. Tuy nhiên, sự phụ thuộc vào các tổ chức này cũng phản ánh năng lực nội tại của hệ sinh thái trong nước còn hạn chế, thiếu các tổ chức trung gian nội địa có vai trò tương đương. Nhân tố này đóng vai trò hỗ trợ quan trọng nhưng chưa bền vững. Nguyên nhân là do sự phụ thuộc vào tổ chức nước ngoài làm hạn chế khả năng phát triển nội lực, chưa có nhiều tổ chức trong nước đóng vai trò tương tự (trung gian, tư vấn).

(6) *Tổ chức tài chính quốc tế.* Các tổ chức như IFC, ADB, World Bank đóng vai trò quan trọng trong việc cung cấp vốn, thiết lập chuẩn mực quản trị và giảm thiểu rủi ro thị trường. Tuy nhiên, dòng vốn này thường có tính chọn lọc cao và tập trung vào các quỹ lớn hoặc dự án có tiêu chuẩn cao, khiến các quỹ nhỏ trong nước khó tiếp cận nguồn lực. Nguyên

nhân là do tiêu chuẩn cao, khó tiếp cận với quỹ nhỏ hoặc startup nội địa, trong khi nguồn vốn và hỗ trợ kỹ thuật thường tập trung vào dự án lớn.

(7) *Các hiệp hội.* Vai trò chủ yếu của các hiệp hội là triển khai các chính sách và duy trì trao đổi tin tức đối với các cơ quan hoạch định chính sách và các cơ quan quản lý trong nước và quốc tế, thông thường là phối hợp với các hiệp hội thương mại và công nghiệp. Tại Việt Nam, vai trò này còn hạn chế: Thiếu dữ liệu thị trường minh bạch; Chưa đóng vai trò mạnh trong kết nối chính sách và thị trường; Chưa xây dựng được chuẩn mực ngành rõ ràng. Nguyên nhân là do chưa xây dựng được chuẩn mực ngành rõ ràng, vai trò kết nối và chia sẻ dữ liệu còn yếu và thiếu cơ chế hỗ trợ chính sách thực chất cho quỹ và startup.

(8) *Vườn ươm khởi nghiệp và nhà đầu tư thiên thần.* Số lượng vườn ươm, accelerator và mạng lưới angel investor đã gia tăng đáng kể, từ đó hỗ trợ startup giai đoạn đầu, cung cấp vốn môi và đào tạo. Tuy nhiên hạn chế của nhân tố này là quy mô nhỏ, chất lượng hỗ trợ chưa đồng đều, thiếu liên kết với quỹ VC. Nhân tố này đang phát triển nhanh nhưng chưa có hiệu quả cao. Nguyên nhân là do quy mô nhỏ, chất lượng hỗ trợ chưa đồng đều; Liên kết với quỹ VC còn hạn chế, chưa hình thành hệ sinh thái liên kết chặt chẽ.

(9) *Các chuyên gia trung gian và gọi vốn cộng đồng (Crowdfunding).* Hệ thống tư vấn pháp lý, tài chính, kiểm toán đã hình thành nhưng chưa chuyên sâu cho lĩnh vực VC, chi phí cao đối với startup; Crowdfunding tại Việt Nam

mới ở giai đoạn sơ khai, khung pháp lý chưa rõ ràng, chưa trở thành kênh huy động vốn phổ biến. Đây là nhân tố còn rất non trẻ và chưa phát huy vai trò rõ rệt. Nguyên nhân là do chưa đủ đội ngũ chuyên gia chuyên sâu cho VC (tài chính, pháp lý, kế toán, quản trị), crowdfunding mới hình thành, khung pháp lý chưa hoàn thiện, chưa phổ biến.

2. Đánh giá

Các trụ cột và nhân tố đã hình thành tương đối đầy đủ, phần nào phát huy tác dụng, nhưng còn nhiều hạn chế. Thể hiện ở chỗ:

- Khung pháp lý về đầu tư VC còn thiếu đồng bộ, ưu đãi chưa rõ ràng, thủ tục hành chính phức tạp, làm giảm hiệu quả chia sẻ dữ liệu;

- Chuẩn hóa chuẩn mực và hỗ trợ chuyên sâu cho quỹ và startup, cũng như chất lượng startup chưa đồng đều, nhiều doanh nghiệp thiếu mô hình kinh doanh bền vững và minh bạch tài chính, làm giảm xác suất thành công của khoản đầu tư, đội ngũ quản lý quỹ, chuyên gia tư vấn và nhân sự startup thiếu kinh nghiệm trong quản trị danh mục, định giá và thoái vốn, ảnh hưởng trực tiếp đến hiệu quả hoạt động của quỹ, hệ thống tài chính và thị trường vốn chưa phát triển, khả năng thoái vốn qua IPO và M&A hạn chế, làm giảm dòng thu thực tế của nhà đầu tư.

- Mạng lưới lõi có sự phát triển nhưng chưa cân bằng và thiếu chiều sâu, phụ thuộc vào vốn ngoại và chất lượng startup chưa cao. Mạng lưới tương hỗ đã hình thành nhưng chưa đồng bộ và thiếu liên kết, một số nhân tố còn ở giai đoạn sơ khai. Điều này dẫn đến hệ quả là hiệu

quả tài chính của quỹ VC chưa ổn định, khả năng thoái vốn và hiện thực hóa lợi nhuận còn hạn chế, thị trường phát triển nhanh nhưng chưa bền vững.

Tóm lại, từ kết quả nghiên cứu thực trạng các trụ cột và nhân tố thiết yếu của thị trường cho thấy hệ sinh thái thị trường quỹ đầu tư mạo hiểm tại Việt Nam đang ở giai đoạn phát triển trung gian (emerging stage), trong đó các yếu tố nền tảng đã hình thành nhưng chưa đạt mức trưởng thành. Để nâng cao hiệu quả hoạt động của quỹ, cần cải thiện đồng bộ cả mạng lưới lõi và mạng lưới tương hỗ, đặc biệt là phát triển nguồn vốn nội địa, nâng cao chất lượng startup và hoàn thiện khung pháp lý và thị trường thoái vốn.

3. Giải pháp hoàn thiện các trụ cột và nhân tố thiết yếu trong hệ sinh thái quỹ đầu tư mạo hiểm tại Việt Nam

3.1. Giải pháp hoàn thiện 5 trụ cột phát triển

Trước hết, trụ cột Chính phủ giữ vai trò trung tâm trong việc thiết lập môi trường thể chế thuận lợi cho hoạt động VC. Mặc dù trong thời gian qua đã có nhiều chính sách hỗ trợ liên quan đến thuế, hạ tầng và khởi nghiệp, song vẫn tồn tại những hạn chế như thủ tục hành chính còn phức tạp và các chính sách ưu đãi chưa đồng bộ. Điều này làm suy giảm khả năng thu hút dòng vốn tư nhân dài hạn. Vì vậy, mục tiêu đặt ra là tăng cường niềm tin của thị trường và thu hút hiệu quả nguồn vốn đầu tư. Để đạt được điều này, cần (i) hoàn thiện khung pháp lý chuyên biệt cho VC; (ii) thiết kế các chính sách ưu đãi thuế có trọng tâm, đặc biệt dành cho các khoản đầu tư dài hạn và

các nhà đầu tư tổ chức trong nước, là hết sức cần thiết; (iii) đơn giản hóa thủ tục hành chính thông qua cơ chế thử nghiệm chính sách (sandbox) trong các lĩnh vực như fintech hay gọi vốn cộng đồng; (iv) Nhà nước đóng vai trò “nhà đầu tư dẫn dắt” thông qua các quỹ đồng đầu tư nhằm chia sẻ rủi ro với khu vực tư nhân.

Tiếp theo, trụ cột mạng lưới hỗ trợ đóng vai trò kết nối các thành phần trong hệ sinh thái, bao gồm hiệp hội ngành, viện nghiên cứu và các trường đại học. Tuy nhiên, sự thiếu liên kết giữa các chủ thể hiện nay đang làm giảm hiệu quả chia sẻ thông tin và chuẩn hóa hoạt động. Do đó, mục tiêu trọng tâm là giảm tình trạng phân mảnh thông tin và nâng cao hiệu quả phối hợp. Giải pháp quan trọng là xây dựng một nền tảng dữ liệu VC quốc gia nhằm chuẩn hóa và chia sẻ thông tin về startup, quỹ đầu tư và các dòng giao dịch. Đồng thời, cần tăng cường liên kết giữa các chủ thể thông qua các chương trình hợp tác chính thức, qua đó tạo ra mạng lưới hỗ trợ chặt chẽ và hiệu quả hơn. Việc phát triển các trung tâm đổi mới sáng tạo tại nhiều địa phương cũng góp phần giảm sự tập trung quá mức tại các đô thị lớn, từ đó thúc đẩy sự phát triển cân bằng của hệ sinh thái.

Đối với trụ cột mạng lưới cơ hội (deal flow), nguồn cung cơ hội đầu tư chủ yếu đến từ các startup, vườn ươm và chương trình tăng tốc. Mặc dù thời gian qua đã ghi nhận sự gia tăng của số lượng startup, song chất lượng vẫn là vấn đề đáng quan tâm. Thực tế cho thấy, chất lượng của các startup vẫn chưa đồng đều. Vì vậy, thay vì chỉ gia tăng số lượng, mục

tiêu cần hướng tới là nâng cao chất lượng các cơ hội đầu tư. Để thực hiện điều này, cần chú trọng đào tạo và nâng cao năng lực cho startup, đặc biệt trong các lĩnh vực như xây dựng mô hình kinh doanh, quản trị tài chính và chuẩn hóa báo cáo.

Bên cạnh đó, trụ cột nguồn nhân lực là yếu tố then chốt quyết định hiệu quả vận hành của hệ sinh thái VC. Mục tiêu đặt ra là nâng cao hiệu quả đầu tư và giảm thiểu rủi ro thất bại. Để đạt được mục tiêu này, cần phát triển đội ngũ quản lý quỹ chuyên nghiệp thông qua các chương trình đào tạo chuyên sâu về định giá, quản trị danh mục và chiến lược thoái vốn. Đồng thời, việc xây dựng các chính sách thu hút chuyên gia quốc tế thông qua ưu đãi về visa và thuế thu nhập sẽ góp phần bổ sung nguồn nhân lực chất lượng cao. Ngoài ra, cần nâng cao năng lực của các nhà sáng lập startup thông qua các chương trình huấn luyện về quản trị doanh nghiệp, mở rộng quy mô và kỹ năng gọi vốn.

Cuối cùng, trụ cột tài chính và thị trường vốn giữ vai trò quyết định trong việc đảm bảo khả năng hiện thực hóa lợi nhuận của các quỹ đầu tư mạo hiểm. Hiện nay, thị trường vốn tại Việt Nam vẫn chưa phát triển đầy đủ, đặc biệt là các kênh thoái vốn như IPO và M&A còn nhiều hạn chế, dẫn đến tính thanh khoản thấp. Điều này thể hiện qua sự sụt giảm đáng kể của tổng vốn đầu tư VC trong những năm gần đây. Vì vậy, mục tiêu trọng tâm là giải quyết nút thắt về thoái vốn và nâng cao tính thanh khoản của thị trường. Các giải pháp bao gồm phát triển thị trường IPO theo hướng nói lỏng điều

kiện niêm yết đối với các startup có tốc độ tăng trưởng cao, đồng thời hoàn thiện khung pháp lý cho hoạt động mua bán và sáp nhập nhằm thúc đẩy các thương vụ thoái vốn. Bên cạnh đó, việc hình thành thị trường thứ cấp cho VC, cho phép giao dịch cổ phần startup trước IPO, cũng là một hướng đi quan trọng. Ngoài ra, cần khuyến khích sự tham gia của các nhà đầu tư tổ chức trong nước như ngân hàng và công ty bảo hiểm bằng cách cho phép phân bổ một phần danh mục đầu tư vào lĩnh vực VC.

3.2. Giải pháp hoàn thiện 9 nhân tố thiết yếu

Giải pháp đối với các nhân tố trong nhóm mạng lưới lỗi.

Thứ nhất, đối với nhà đầu tư ủy thác (LPs), thực trạng cho thấy sự tham gia của các nhà đầu tư tổ chức như quỹ hưu trí, công ty bảo hiểm hay các cá nhân có giá trị tài sản lớn còn hạn chế do lo ngại rủi ro và thiếu cơ chế bảo vệ. Vì vậy, cần cho phép các tổ chức này đầu tư vào VC với hạn mức hợp lý nhằm vừa kiểm soát rủi ro vừa mở rộng nguồn vốn. Đồng thời, việc xây dựng cơ chế bảo vệ nhà đầu tư thông qua minh bạch thông tin, kiểm toán độc lập và chuẩn hóa báo cáo là rất cần thiết. Một giải pháp mang tính dẫn dắt là phát triển mô hình “quỹ của các quỹ” (fund of funds) do Nhà nước khởi xướng, từ đó tạo hiệu ứng lan tỏa và thu hút vốn tư nhân.

Thứ hai, đối với các quỹ VC, quy mô nhỏ, năng lực quản trị danh mục hạn chế và thiếu kinh nghiệm thoái vốn đang là những điểm nghẽn lớn. Để khắc phục, cần nâng cao tiêu chuẩn quản trị theo

thông lệ quốc tế, bao gồm quản trị rủi ro, phân bổ danh mục và đánh giá hiệu suất. Bên cạnh đó, việc hỗ trợ các quỹ nội địa tiếp cận nguồn vốn từ các tổ chức tài chính quốc tế sẽ giúp tăng quy mô và năng lực tài chính. Mô hình hợp tác giữa quỹ trong nước và quốc tế (co-GP) cũng nên được khuyến khích nhằm tận dụng kinh nghiệm và mạng lưới toàn cầu.

Thứ ba, đối với doanh nghiệp khởi nghiệp sáng tạo (startups), hạn chế về quản trị và minh bạch tài chính làm giảm niềm tin của nhà đầu tư. Do đó, cần chuẩn hóa quản trị doanh nghiệp theo hướng chuyên nghiệp, áp dụng các chuẩn mực kế toán quốc tế như IFRS và tăng cường kiểm toán độc lập. Những cải thiện này không chỉ giúp startup tiếp cận vốn dễ dàng hơn mà còn nâng cao khả năng mở rộng ra thị trường quốc tế.

Giải pháp đối với các nhân tố trong nhóm mạng lưới tương hỗ.

Thứ tư, vai trò của Chính phủ cần được củng cố thông qua việc điều phối chính sách một cách tập trung, tránh tình trạng chồng chéo giữa các bộ ngành. Việc xây dựng một chiến lược quốc gia về đầu tư mạo hiểm sẽ tạo định hướng dài hạn, đồng thời cần bổ sung các chính sách ưu đãi thuế và cơ chế chia sẻ rủi ro nhằm khuyến khích nhà đầu tư nội địa tham gia.

Thứ năm, đối với các tổ chức hỗ trợ phát triển quốc tế, mặc dù đã có đóng góp quan trọng về tài chính và kỹ thuật, nhưng sự phụ thuộc quá mức cho thấy nội lực trong nước còn yếu. Vì vậy, cần chuyển trọng tâm từ hỗ trợ tài chính sang chuyển giao tri thức, công nghệ và kinh

nghiệm quản lý. Đồng thời, việc phối hợp xây dựng các chương trình đào tạo chuyên sâu về VC sẽ giúp phát triển nguồn nhân lực chất lượng cao.

Thứ sáu, các tổ chức tài chính quốc tế thường đặt ra tiêu chuẩn đầu tư cao, gây khó khăn cho các quỹ nhỏ trong nước. Để giải quyết, cần thiết kế các mô hình tài chính linh hoạt như blended finance nhằm phù hợp với quy mô và mức độ rủi ro của thị trường Việt Nam. Song song đó, việc giảm bớt rào cản tiếp cận vốn cũng là yếu tố quan trọng giúp các quỹ nội địa phát triển.

Thứ bảy, hiệp hội ngành VC hiện chưa phát huy đầy đủ vai trò trong việc định hướng và kết nối thị trường. Do đó, cần xây dựng bộ tiêu chuẩn ngành nhằm thống nhất thông lệ hoạt động, đồng thời tăng cường vai trò kết nối giữa các chủ thể và tham gia tích cực vào quá trình vận động chính sách.

Thứ tám, vườn ươm và nhà đầu tư thiên thần dù gia tăng về số lượng nhưng chất lượng hỗ trợ còn chưa đồng đều và thiếu liên kết với các quỹ VC. Giải pháp đặt ra là chuẩn hóa chất lượng các chương trình tăng tốc khởi nghiệp, thiết lập pipeline rõ ràng kết nối startup với VC, và phát triển các mạng lưới nhà đầu tư thiên thần theo hướng chuyên nghiệp, có tổ chức.

Cuối cùng, *thứ chín*, các chuyên gia trung gian và nền tảng gọi vốn cộng đồng (crowdfunding) vẫn còn ở giai đoạn sơ khai. Điều này đòi hỏi phải hoàn thiện khung pháp lý cho mô hình gọi vốn cổ phần, đồng thời phát triển đội ngũ tư vấn tài chính và pháp lý có chuyên môn sâu.

Việc xây dựng các nền tảng gọi vốn minh bạch, đáng tin cậy cũng sẽ góp phần đa dạng hóa nguồn vốn cho startup.

Tổng thể, việc hoàn thiện hệ sinh thái VC tại Việt Nam cần một cách tiếp cận đồng bộ, từ các trụ cột phát triển đến các nhân tố thiết yếu trong mạng lưới lõi và mạng lưới tương hỗ. Yêu cầu quan trọng trước hết là cần khuyến khích sự tham gia của các LPs thông qua việc hoàn thiện cơ chế bảo vệ nhà đầu tư và mở rộng danh mục đầu tư cho các định chế tài chính. Bên cạnh đó, các quỹ VC nội địa cần nâng cao năng lực quản trị và tiếp cận các nguồn vốn quốc tế thông qua hợp tác với các tổ chức tài chính toàn cầu. Đối với các startup, việc áp dụng chuẩn mực quản trị doanh nghiệp và minh bạch tài chính là yếu tố then chốt để nâng cao khả năng gọi vốn và mở rộng quy mô.

Đối với Chính phủ cần đóng vai trò điều phối chính sách một cách nhất quán và xây dựng chiến lược phát triển VC ở tầm quốc gia. Các tổ chức quốc tế cần chuyển từ hỗ trợ tài chính sang hỗ trợ kỹ thuật và đào tạo, trong khi các tổ chức tài chính quốc tế cần thiết kế các công cụ tài chính phù hợp với quy mô của các quỹ nội địa. Ngoài ra, các hiệp hội ngành cần nâng cao vai trò trong việc xây dựng tiêu chuẩn và kết nối các thành viên trong hệ sinh thái. Các vườn ươm và nhà đầu tư thiên thần cần được chuẩn hóa về chất lượng hoạt động và tăng cường liên kết với các quỹ VC để tạo ra dòng chảy cơ hội đầu tư hiệu quả. Cuối cùng, các trung gian tài chính và nền tảng gọi vốn cộng đồng (crowdfunding) cần được phát triển với khung pháp lý rõ ràng và minh bạch./.

Tài liệu tham khảo

1. Trung tâm Đổi mới sáng tạo Quốc gia (NIC) và Do Ventures (2025). *Báo cáo Đổi mới sáng tạo và Vốn tư nhân tại Việt Nam*. Hà Nội.
2. Do Ventures & National Innovation Center (NIC) (2024), *Vietnam Innovation and Private Capital Report 2024*, Hà Nội.
3. Do Ventures & National Innovation Center - NIC (2025). *Vietnam Innovation and Private Capital Report 2025*, Hà Nội.
4. Đại hội Khởi nghiệp Đổi mới sáng tạo quốc gia (2021), *Báo cáo hệ sinh thái khởi nghiệp đổi mới sáng tạo Việt Nam*. Hà Nội.
5. Nguyễn, H. T., & Trần, Q. D. (2023). “Khung pháp lý cho hoạt động đầu tư mạo hiểm tại Việt Nam: Thực trạng và khuyến nghị”. Tạp chí Nghiên cứu Tài chính - Kế toán, số 5, tr. 45-53.
6. Pham, T.T. & Le, H.M. (2023). “Human Capital and Venture Capital Investment Performance in Emerging Markets: Evidence from Vietnam”. *Journal of Asian Finance, Economics and Business*, Vol. 10, No. 4, pp. 123-134.
7. Tran, N.H., Nguyen, T.T. & Pham, D.M. (2022). “The Development of Venture Capital Ecosystem in Vietnam: Challenges and Opportunities”. *Asian Economic and Financial Review*, Vol. 12, No. 7, pp. 587-602.
8. IFC (2023). *Creating Impact Through Venture Capital in Emerging Markets*. International Finance Corporation, Washington D.C.
9. OECD (2023). *Financing SMEs and Entrepreneurs 2023: An OECD Scoreboard*. OECD Publishing, Paris.
10. World Bank (2024). *Vietnam Country Economic Memorandum: Innovation and Productivity for Sustainable Growth*. World Bank, Washington D.C.
11. Gompers, P. & Lerner, J. (2004). *The Venture Capital Cycle*, Second Edition. MIT Press, Cambridge, Massachusetts.
12. Metrick, A. & Yasuda, A. (2021). *Venture Capital and the Finance of Innovation*, 3rd Edition, John Wiley & Sons, Hoboken, New Jersey.