

ĐẦU TƯ MẠO HIỂM TẠI VIỆT NAM GIAI ĐOẠN 2019-2025: CHUYỂN DỊCH CHẤT LƯỢNG, XU HƯỚNG AI VÀ THÁCH THỨC THOÁI VỐN

NGUYỄN THỊ HÀ ANH¹ - ĐẶNG BẢO TRUNG^{2*}

¹Khoa Kế toán - Kiểm toán, Trường Đại học Kinh tế, Đại học Quốc gia Hà Nội, Hà Nội, Việt Nam
Faculty of Accounting and Auditing, University of Economics and Business,
Vietnam National University, Hanoi, Vietnam

²Viện Quản trị Kinh doanh, Trường Đại học Kinh tế, Đại học Quốc gia Hà Nội, Hà Nội, Việt Nam
School of Business Administration, University of Economics and Business,
Vietnam National University, Hanoi, Vietnam

*Tác giả liên hệ - Email: dangbaotrung@vnu.edu.vn

Ngày nhận bài: 1/7/2026

Ngày sửa bài: 14/7/2026

Ngày duyệt đăng bài: 29/7/2026

D

Tóm tắt:

Nghiên cứu phân tích sự chuyển dịch cơ cấu dòng vốn đầu tư mạo hiểm tại Việt Nam giai đoạn 2019-2025 theo 4 khía cạnh: (1) quy mô và chu kỳ đầu tư; (2) cấu trúc thương vụ; (3) cơ cấu lĩnh vực; và (4) chu trình vốn, dựa trên dữ liệu của Trung tâm Đổi mới sáng tạo Quốc gia và Do Ventures. Kết quả cho thấy năm 2025, dòng vốn phục hồi 28% dù số thương vụ giảm, khiến quy mô bình quân mỗi thương vụ tăng khoảng 44%. AI trở thành lĩnh vực thu hút vốn nổi bật, với vốn đầu tư tăng 13 lần trong 2 năm, chiếm hơn 1/4 tổng vốn. Trong khi đó, thoái vốn vẫn là điểm nghẽn của chu trình. Nghiên cứu nhận định xu hướng đầu tư mới gắn với AI đang hình thành, được hỗ trợ bởi cơ chế vốn mới và triển vọng nâng hạng thị trường chứng khoán. Quy mô và tính bền vững của dòng vốn phụ thuộc vào khả năng cải thiện cơ chế thoái vốn và mở rộng cơ sở nhà đầu tư trong nước.

Từ khóa: đầu tư mạo hiểm, khởi nghiệp sáng tạo, thoái vốn, trí tuệ nhân tạo, vốn tư nhân

Venture capital in Vietnam during 2019 - 2025: The shift toward quality, AI trends, and exit challenges

Abstract:

This study analyzes structural shifts in venture capital flows in Vietnam during 2019 - 2025 across four dimensions: investment scale and cyclicity, deal structure, sector allocation, and the capital cycle. Using data from the National Innovation Center and Do Ventures, the findings show that venture capital rebounded by 28% in 2025 despite fewer deals, increasing the average deal size by approximately 44%. Artificial intelligence emerged as a major investment theme, with funding increasing thirteenfold in two years and accounting for more than one-quarter of total capital. However, exit opportunities remain a major bottleneck. The study suggests that a new AI-centered investment cycle may be emerging, supported by seed-capital mechanisms and potential stock-market reclassification, although its sustainability depends on improving exit channels and expanding the domestic investor base.

Keywords: venture capital, innovative startups, exits, artificial intelligence, private capital

1. Đặt vấn đề

Doanh nghiệp khởi nghiệp sáng tạo có phần lớn giá trị nằm ở tài sản vô hình, dòng tiền hoạt động âm kéo dài và kết quả nghiên cứu bất định cao, khiến kênh tín dụng dựa trên tài sản bảo đảm gần như không tiếp cận được (Hall & Lerner, 2010). Vốn đầu tư mạo hiểm lấp khoảng cách tài trợ này thông qua thẩm định chuyên sâu, giải ngân theo giai đoạn, phân bổ quyền kiểm soát bằng hợp đồng và tham gia quản trị chủ động (Kortum & Lerner, 2000).

Tại Việt Nam, Nghị quyết số 57-NQ/TW xác định khoa học, công nghệ và đổi mới sáng tạo là đột phá chiến lược, Nghị quyết số 68-NQ/TW xác định kinh tế tư nhân là một động lực quan trọng nhất của nền kinh tế (Bộ Chính trị, 2024, 2025). Tăng trưởng 8,02% năm 2025 và mục tiêu hai con số từ năm 2026 (Cục Thống kê, 2026) kéo theo nhu cầu vốn rất lớn trong khi tín dụng ngân hàng đã chạm giới hạn cấu trúc (VPCA, NIC & BCG, 2026).

Giai đoạn 2019-2025 là quan sát hiếm có vì dòng vốn đã trải qua trọn một chu kỳ: nền trước đại dịch, bùng nổ trong môi trường tiền rẻ, điều chỉnh sâu 3 năm, phục hồi có chọn lọc gắn với làn sóng trí tuệ nhân tạo. Các nghiên cứu trong nước phần lớn dừng ở mô tả tổng vốn từng năm, chưa phân tích hệ thống dịch chuyển cơ cấu bên trong dòng vốn.

Nghiên cứu hướng tới 4 câu hỏi: dòng vốn vận động theo chu kỳ nào, cấu trúc thương vụ dịch chuyển ra sao, cơ cấu lĩnh vực được tái phân bổ thế nào cùng vị trí của trí tuệ nhân tạo và chu trình vốn bị ràng buộc ở khâu nào. Đóng góp chính là khung phân tích 4 lớp, chuỗi dữ liệu nhất quán tái lập từ nguồn giao dịch gốc và phép đối chiếu chu trình vốn của Việt Nam với chuẩn quốc tế.

2. Cơ sở lý thuyết, khung phân tích và phương pháp nghiên cứu

2.1. Cơ sở lý thuyết

2.1.1. Ràng buộc tài chính và cơ chế của vốn mạo hiểm

Hoạt động nghiên cứu và phát triển chịu ràng buộc tài chính nặng hơn đầu tư thông thường vì bất cân xứng thông tin lớn, chi tiêu chủ yếu là chi phí nhân lực nên không hình thành tài sản thể chấp, và phân phối kết quả có độ lệch cao (Hall & Lerner, 2010). Quỹ mạo hiểm khắc phục các thất bại này bằng cách phân tách quyền dòng tiền khỏi quyền kiểm soát và gắn giải ngân với các mốc hoạt động, biến khoản đầu tư thành một chuỗi quyền chọn.

2.1.2. Chu kỳ đầu tư và dịch chuyển sang chất lượng

Dòng vốn mạo hiểm có tính chu kỳ mạnh và gắn chặt với thị trường vốn đại chúng. Các quỹ phản ứng với tín hiệu từ thị trường niêm yết, và quỹ có kinh nghiệm phản ứng mạnh hơn vì đọc tín hiệu tốt hơn chứ không phải chạy theo đám đông (Gompers et al., 2008). Khi thanh khoản thắt lại, danh mục dịch chuyển về phía doanh nghiệp đã chứng minh được mô hình kinh doanh (Nanda & Rhodes-Kropf, 2013), tạo hiện tượng dịch chuyển sang chất lượng: tổng vốn có thể phục hồi trong khi số thương vụ tiếp tục thu hẹp.

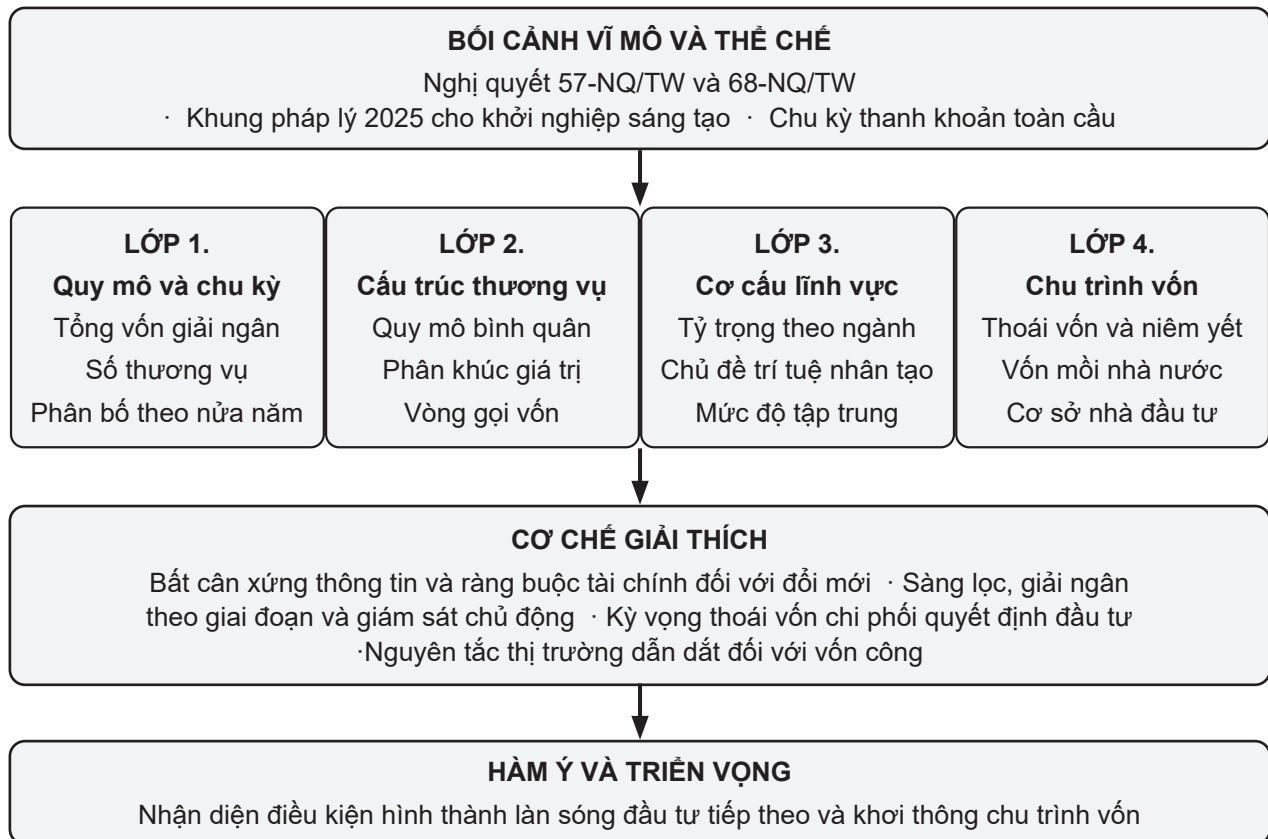
2.1.3. Kênh thoái vốn và vai trò của vốn nhà nước

Black & Gilson (1998) lập luận, ngành vốn mạo hiểm chỉ phát triển mạnh ở nền kinh tế có thị trường chứng khoán năng động, bởi khả năng thoái vốn qua niêm yết tạo hợp đồng ngầm về quyền kiểm soát giữa nhà đầu tư và nhà sáng lập; khi kênh này đóng, định giá đầu vào giảm. Về vai trò nhà nước, thất bại thường đến từ việc nhà nước trực tiếp chọn dự án hoặc đặt mục tiêu giải ngân thay cho hiệu quả (Lerner, 2009); doanh nghiệp nhận vốn hỗn hợp thoái vốn tốt hơn khi phần vốn nhà nước vừa phải, nhưng kém hơn khi tỷ trọng này lớn (Brander et al., 2015).

2.2. Khung phân tích đề xuất

Trên cơ sở đó, nghiên cứu đề xuất khung phân tích ở Hình 1, đặt bối cảnh vĩ mô và thể chế ở lớp trên cùng, triển khai 4 lớp quan sát gồm quy mô và chu kỳ, cấu trúc thương vụ, cơ cấu lĩnh vực và chu trình vốn, liên kết với 4 cơ chế giải thích rút ra từ tài liệu.

Hình 1. Khung phân tích dòng vốn đầu tư mạo hiểm vào Việt Nam



Ghi chú. Khung phân tích do tác giả xây dựng trên cơ sở tổng quan tài liệu tại mục 2.1.

2.3. Phương pháp nghiên cứu

Nghiên cứu sử dụng thiết kế mô tả trên dữ liệu thứ cấp, kết hợp tổng quan tài liệu, thống kê mô tả và so sánh theo thời gian. Nguồn dữ liệu chính là bộ số liệu giao dịch trong Báo cáo Đổi mới sáng tạo và Đầu tư vốn tư nhân Việt Nam 2026 do VPCA, NIC và BCG đồng thực hiện với Do Ventures (VPCA, NIC & BCG, 2026), bao gồm tài trợ cho doanh nghiệp công nghệ theo nghĩa rộng và loại trừ huy động vốn bằng token số.

Trí tuệ nhân tạo được thống kê như một chủ đề xuyên ngành, nên việc vốn rót vào nhóm này được phân bổ vào nhiều ngành và không cộng thêm vào tổng vốn theo lĩnh vực. Dữ liệu được kiểm tra tính cân đối nội bộ: tổng vốn theo nhóm ngành và theo phân khúc quy mô đều khớp với tổng vốn công bố từng năm; riêng năm 2025, số thương vụ mạo hiểm là 103, nhất quán với 149 thương vụ vốn tư nhân sau khi loại 46 thương vụ vốn cổ phần tư nhân.

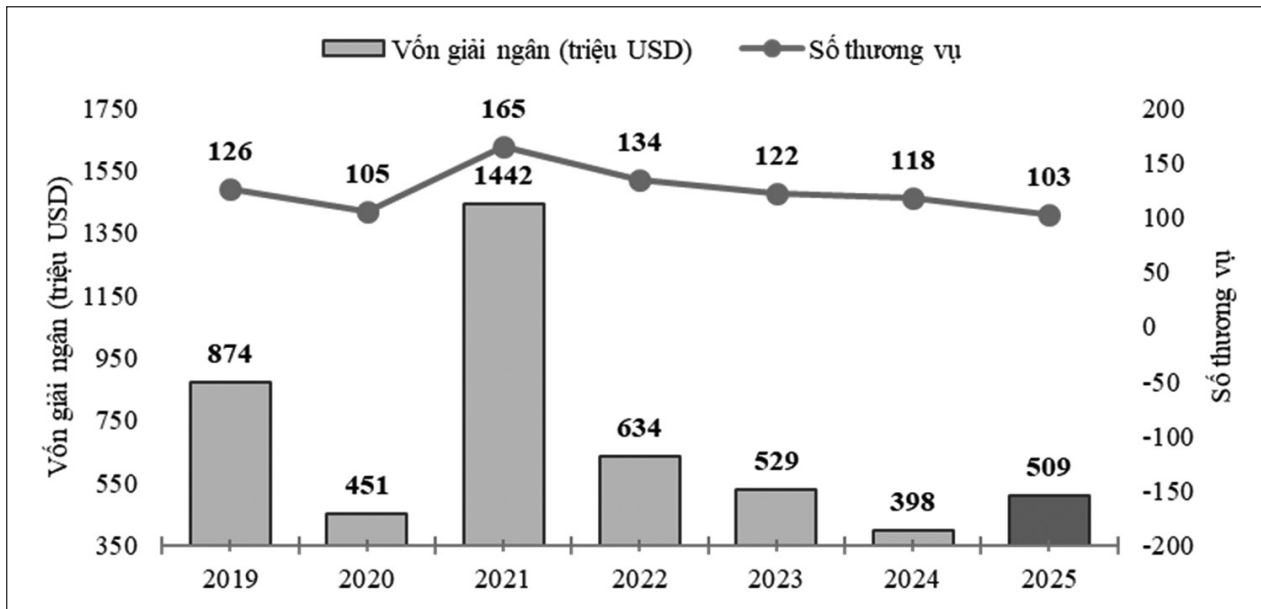
3. Kết quả nghiên cứu

3.1. Quy mô và chu kỳ dòng vốn

Hình 2 mô tả một chu kỳ trọn vẹn của dòng vốn mạo hiểm vào Việt Nam: năm 2019 là đỉnh trước đại dịch, vốn giảm mạnh trong năm 2020, bùng nổ lên mức cao nhất giai đoạn vào năm 2021 trong môi trường lãi suất toàn cầu thấp kỷ lục, rồi giảm liên tục 3 năm khi các ngân hàng trung ương lớn thắt chặt tiền tệ. Năm 2025 đánh dấu bước ngoặt khi vốn phục hồi 28%.

Sức chống chịu thể hiện rõ năm 2023, khi vốn giảm khoảng 17% trong lúc vốn mạo hiểm toàn cầu giảm khoảng 38%, từ 462 xuống 285 tỷ USD (Crunchbase, 2024). Phục hồi trong năm 2025 diễn ra khi nhiều thị trường lân cận vẫn thu hẹp, nhưng không đồng đều: phần lớn vốn giải ngân trong nửa đầu năm, trùng giai đoạn dòng vốn toàn cầu dồn vào các vòng gọi vốn lớn về trí tuệ nhân tạo (VPCA, NIC & BCG, 2026).

Hình 2. Vốn giải ngân và số thương vụ đầu tư mạo hiểm tại Việt Nam giai đoạn 2019-2025



Ghi chú. Cột thể hiện vốn giải ngân trên trục trái, đường thể hiện số thương vụ trên trục phải.

Nguồn: Do Ventures và NIC, dẫn theo VPCA, NIC & BCG (2026).

3.2. Dịch chuyển sang chất lượng trong cấu trúc thương vụ

Điểm đáng chú ý nhất của năm 2025 nằm ở cấu trúc chứ không ở tổng giá trị. Cụ thể, vốn tăng gần 28% trong khi số thương vụ giảm, kéo quy mô bình quân mỗi thương vụ tăng khoảng 44%, từ 3,4 triệu USD lên 4,9 triệu USD; số nhà đầu tư hoạt động giảm khoảng 1/5 (một phần năm). Ba chuyển động đồng thời này cho thấy dòng vốn thu hẹp về bề rộng, nhưng mở rộng về chiều sâu (VPCA, NIC & BCG, 2026).

Phân rã theo quy mô thương vụ làm rõ diễn biến này. Phân khúc từ 50 triệu USD trở lên quay lại sau 2 năm vắng bóng với 2 thương vụ chiếm gần một nửa tổng vốn cả năm; phân khúc 3 đến dưới 10 triệu USD đạt số thương vụ cao nhất ba năm. Ngược lại, phân khúc 0,5 đến dưới 3 triệu USD thu hẹp mạnh nhất, còn thương vụ dưới 0,5 triệu USD vẫn chiếm quá nửa tổng số. Nguồn cung doanh nghiệp giai đoạn hạt giống vì vậy vẫn đều đặn, điểm nghẽn nằm ở nấc chuyển tiếp lên vòng Series A. (VPCA, NIC & BCG, 2026).

Mức mở rộng của quy mô bình quân chịu ảnh hưởng lớn từ thương vụ ngoại lai: nếu loại hai thương vụ từ 50 triệu USD trở lên, 101 thương vụ còn lại chỉ đạt bình quân khoảng 2,6 triệu USD, thấp hơn mức 3,4 triệu USD của năm 2024. Bằng chứng bền vững hơn nằm ở 2 chỉ báo ít nhạy cảm với ngoại lai: số thương vụ cao nhất 3 năm của phân khúc 3 đến dưới 10 triệu USD và mức giảm một phần năm của số nhà đầu tư hoạt động. (VPCA, NIC & BCG, 2026)

Theo vòng gọi vốn, vòng trước Series A vẫn ổn định nhất, Series B phục hồi rõ khi định giá trung vị tăng gần gấp đôi sau hai năm đi ngang, và thị trường ghi nhận sáu thương vụ từ Series C trở lên, cao nhất kể từ năm 2022.

3.3. Tái phân bố cơ cấu lĩnh vực và làn sóng trí tuệ nhân tạo

Bảng 1 cho thấy, mức phục hồi năm 2025 là kết quả của 2 dòng chuyển động ngược chiều với biên độ lớn hơn nhiều giá trị rỗng. Y tế phục hồi gần mức năm 2023 và dần đầu thị trường; tự động hóa doanh nghiệp, bán lẻ và công nghệ khí hậu cùng tăng. Ngược lại, nông nghiệp công nghệ gần như biến mất sau 1 năm vươn lên nhóm dẫn đầu (74 triệu USD năm 2024), còn dịch vụ tài chính tiếp tục thu hẹp. Đây là một đợt tái phân bố danh mục chứ không phải mở rộng đồng đều, với 2 nhóm dẫn đầu chiếm gần 6/10 tổng vốn.

Bảng 1. Vốn đầu tư mạo hiểm theo nhóm ngành, 2023-2025 (triệu USD)

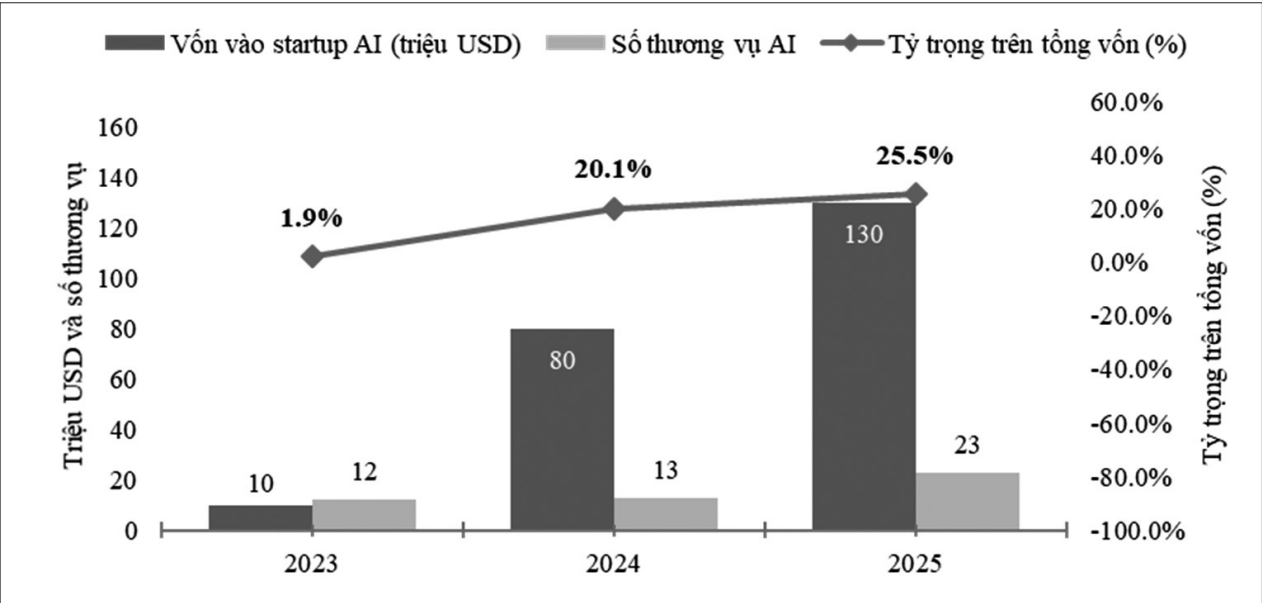
Nhóm ngành	2023	2024	2025
Y tế	184	46	170
Tự động hóa doanh nghiệp	13	84	122
Bán lẻ	33	37	67
Công nghệ khí hậu	25	23	35
Giáo dục	67	27	28
Dịch vụ tài chính	149	58	26
Nông nghiệp công nghệ	8	74	1
Các nhóm ngành còn lại	50	49	60
Tổng	529	398	509

Ghi chú. Trí tuệ nhân tạo được thống kê như một chủ đề xuyên ngành, nên không xuất hiện thành một nhóm riêng.

Nguồn: Do Ventures và NIC, dẫn theo VPCA, NIC & BCG (2026).

Trí tuệ nhân tạo là chủ đề tăng nhanh nhất giai đoạn 2023-2025: vốn rót vào nhóm này tăng 13 lần trong 2 năm, từ 10 triệu USD lên 130 triệu USD, đưa tỷ trọng từ dưới 2% lên hơn ¼ (một phần tư tổng vốn). Nếu mức tăng năm 2024 chủ yếu đến từ vài giao dịch lớn, thì năm 2025 số thương vụ tăng gần gấp 2 lần, cho thấy mở rộng trên nền tảng doanh nghiệp rộng hơn (Hình 3), với các thương vụ tiêu biểu như AI Hay, LEXengine, NamiTech và MovianAI.

Hình 3. Vốn, số thương vụ và tỷ trọng của doanh nghiệp khởi nghiệp trí tuệ nhân tạo, 2023-2025



Ghi chú. Tỷ trọng được tính trên tổng vốn đầu tư mạo hiểm từng năm. Trong hình, AI là trí tuệ nhân tạo và startup là doanh nghiệp khởi nghiệp.

Nguồn: Do Ventures và NIC, dẫn theo VPCA, NIC & BCG (2026).

3.4. Điểm nghẽn ở khâu thoái vốn

Lớp phân tích thứ tư đặt dòng vốn mạo hiểm trong toàn bộ chu trình từ đầu tư mạo hiểm, qua vốn cổ phần tư nhân, tới niêm yết. Năm 2025, vốn cổ phần tư nhân đạt kỷ lục gần 4 tỷ USD với số thương vụ tăng gấp 2 lần, còn VN-Index dẫn đầu ASEAN về mức sinh lời và lượng bán ròng khoảng 5 tỷ USD của nhà đầu tư nước ngoài được nhà đầu tư trong nước hấp thụ (VPCA, NIC & BCG, 2026).

Điểm nghẽn nằm ở khâu chuyển tiếp sang thị trường đại chúng. Cả năm 2025 chỉ có 3 thương vụ phát hành lần đầu ra công chúng với tổng giá trị 1,35 tỷ USD, toàn bộ thuộc dịch vụ tài chính. Trong 5 năm liên tiếp không có doanh nghiệp công nghệ nào được quỹ đầu tư hậu thuẫn niêm yết thành công; vốn hóa ngành công nghệ thông tin trên Sở Giao dịch Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh chỉ khoảng 5%, so với khoảng 35% của S&P 500 (VPCA, NIC & BCG, 2026). Vì vậy, khoảng cách không nằm ở quy mô thị trường đại chúng mà ở khả năng chuyển hóa doanh nghiệp công nghệ tư nhân thành doanh nghiệp niêm yết (Black & Gilson, 1998). Sự bùng nổ của vốn cổ phần tư nhân cho thấy kênh mua bán, sáp nhập và chuyển nhượng thứ cấp vẫn mở; điểm nghẽn tập trung ở kênh niêm yết, nơi gắn với hợp đồng ngầm về quyền kiểm soát.

Triển vọng đang cải thiện: FTSE Russell nâng hạng thị trường chứng khoán Việt Nam lên nhóm mới nổi thứ cấp, sẽ có hiệu lực từ ngày 21/9/2026 và hoàn tất trong năm 2027 (FTSE Russell, 2025, 2026); cùng với việc rút ngắn thời gian từ chào bán tới niêm yết và bãi bỏ yêu cầu ký quỹ trước với nhà đầu tư nước ngoài, các thay đổi này tạo điều kiện cho chu kỳ niêm yết do khu vực tư nhân dẫn dắt sôi động nhất trong khoảng 1 thập kỷ.

3.5. Thể chế vốn mỗi nhà nước

Năm 2025 và nửa đầu năm 2026 là giai đoạn hạ tầng thể chế cho vốn mạo hiểm được định hình. Nghị quyết số 198/2025/QH15 quy định ưu đãi thuế đối với đầu tư khởi nghiệp sáng tạo, còn Nghị định số 264/2025/NĐ-CP thiết lập khung pháp lý đầu tiên cho quỹ đầu tư mạo hiểm quốc gia và địa phương (Quốc hội, 2025a, 2025b; Chính phủ, 2025). Bảng 2 tóm tắt các tham số thiết kế chính.

Bảng 2. Tham số thiết kế của cơ chế vốn mỗi nhà nước cho đầu tư mạo hiểm

Tiêu chí	Quỹ đầu tư mạo hiểm quốc gia	Quỹ đầu tư mạo TP. Hồ Chí Minh
Căn cứ pháp lý	Nghị định số 264/2025/NĐ-CP	Đề án của Ủy ban Nhân dân Thành phố, ra mắt tháng 4/2026
Quy mô vốn	Vốn nhà nước cấp ban đầu tối thiểu 500 tỷ đồng; vốn điều lệ hình thành trong 5 năm đầu hướng tới 2.000 tỷ đồng, gồm cả phần vốn góp của tổ chức, cá nhân	Vốn điều lệ ban đầu 500 tỷ đồng, mục tiêu tối thiểu 5.000 tỷ đồng vào năm 2035
Tỷ lệ vốn nhà nước	Xác định theo điều lệ quỹ	40% ở giai đoạn thành lập, hướng tới đôn bầy 1 đồng vốn nhà nước thu hút 2 đến 3 đồng vốn xã hội
Quản lý rủi ro	Đánh giá hiệu quả trên tổng thể danh mục, ngưỡng tổn thất tối đa 50% vốn điều lệ	Áp dụng nguyên tắc chấp nhận rủi ro có kiểm soát theo Nghị định số 264/2025/NĐ-CP
Thời hạn đầu tư	Không quá 10 năm cho mỗi chu kỳ, tối đa 15 năm với khoản đặc thù	Giai đoạn hoạt động 2026-2035

Nguồn: Chính phủ (2025); Sở Khoa học và Công nghệ TP. Hồ Chí Minh (2026).

Việc chuyển từ bảo toàn vốn theo từng dự án sang đánh giá hiệu quả trên tổng thể danh mục là điều kiện cần để vốn nhà nước tham gia một lớp tài sản có phân phối kết quả lệch, còn ngưỡng tổn thất tối đa tạo giới hạn rủi ro rõ ràng - câu trả lời trực tiếp cho dạng thất bại Lerner (2009) mô tả. Cần phân biệt tỷ lệ

vốn nhà nước ở cấp quỹ với tỷ trọng vốn nhà nước tại cấp doanh nghiệp, đại lượng Brander et al. (2015) sử dụng: mục tiêu đòn bẩy 1 đồng vốn nhà nước thu hút 2-3 đồng vốn xã hội, nếu đạt được, sẽ đưa tỷ trọng này về đúng vùng cho kết quả thoái vốn vượt trội.

3.6. Thảo luận

Kết quả chỉ ra 4 phát hiện chính, gồm:

Thứ nhất, dòng vốn nhảy cảm với thanh khoản toàn cầu, nhưng có sức chống chịu tương đối: mức giảm 17% năm 2023 chưa bằng một nửa mức giảm toàn cầu, và phục hồi năm 2025 đi ngược xu hướng một số thị trường lân cận, phù hợp với Gompers et al. (2008) khi triển vọng nâng hạng cải thiện kỳ vọng thoái vốn.

Thứ hai, 3 chỉ báo cùng chiều - số thương vụ phân khúc 3 đến dưới 10 triệu USD cao nhất 3 năm, số nhà đầu tư hoạt động giảm và mức tập trung tăng - cho thấy dòng vốn không rời thị trường mà dồn vào nhóm doanh nghiệp có số liệu kiểm chứng được (Nanda & Rhodes-Kropf, 2013). Hệ quả là yêu cầu chuẩn hóa quản trị, minh bạch tài chính và chứng minh hiệu quả trên từng đơn vị kinh doanh.

Thứ ba, phục hồi theo lĩnh vực có tính 2 mặt: dẫn đầu là y tế và tự động hóa doanh nghiệp, gắn với nhu cầu nội địa và mục tiêu năng suất, nhưng mức tập trung cao khiến tổng vốn phụ thuộc vào một số ít lĩnh vực - rủi ro được minh họa bởi trường hợp nông nghiệp công nghệ.

Thứ tư, điểm nghẽn thoái vốn mang tính cấu trúc: thị trường đại chúng đã có quy mô nhưng chưa mở cửa cho doanh nghiệp công nghệ do quỹ nuôi dưỡng, làm suy yếu hợp đồng ngầm về quyền kiểm soát và hạn chế định giá vòng sớm (Black & Gilson, 1998). Làn sóng trí tuệ nhân tạo cũng cần đặt đúng tỷ lệ: tỷ trọng hơn một phần tư cho thấy ưu tiên rõ của nhà đầu tư, nhưng quy mô tuyệt đối vẫn rất nhỏ so với chi phí tính toán, dữ liệu và nhân lực toàn cầu.

4. Kết luận và hạn chế nghiên cứu

4.1. Kết luận

Giai đoạn 2019-2025 khép lại một chu kỳ biến động nhưng để lại hệ sinh thái trưởng thành hơn về cấu trúc: vốn phục hồi, quy mô thương vụ bình quân mở rộng, trí tuệ nhân tạo chiếm hơn một phần tư tổng vốn và hạ tầng thể chế đầu tiên cho vốn môi nhà nước đã hình thành. Có 3 biến số quyết định chu kỳ tiếp theo là mức tập trung theo lĩnh vực, sự thu hẹp của phân khúc chuyên tiếp lên Series A, và tình trạng đóng của kênh niêm yết.

Các tín hiệu tích lũy cho phép phác thảo một kịch bản có điều kiện: làn sóng đầu tư mới hình thành trong 2026-2027 với trí tuệ nhân tạo là trục dẫn dắt. Đà tăng của vốn trí tuệ nhân tạo trên nền số thương vụ mở rộng, sự quay lại của thương vụ trên 50 triệu USD và số vòng gọi vốn giai đoạn muộn cao nhất kể từ 2022 cho thấy dòng vốn dài hạn đã định vị trước chu kỳ mới. Khác đợt bùng nổ 2021 do tiền rẻ kích hoạt, làn sóng lần này mang tính chọn lọc, nên tổng vốn có thể phục hồi nhanh hơn số thương vụ.

Biến số quyết định biên độ là kênh thoái vốn. Nâng hạng thị trường từ tháng 9 năm 2026 cùng chu kỳ niêm yết được kỳ vọng sôi động mở ra khả năng có những thương vụ niêm yết công nghệ đầu tiên sau nhiều năm gián đoạn, qua đó cải thiện định giá vòng sớm và khép kín chu trình vốn (Black & Gilson, 1998). Ngược lại, nếu kênh niêm yết tiếp tục đóng, làn sóng sẽ giới hạn ở các vòng giữa và doanh nghiệp thành công nhất có thể chọn niêm yết ở nước ngoài.

Hai lực đỡ còn lại nằm ở phía cung vốn: cơ chế vốn môi theo Nghị định 264/2025/NĐ-CP có thể bổ sung lớp vốn dẫn dắt trong nước cho các vòng sớm nếu phần vốn nhà nước duy trì ở mức vừa phải (Brander và cộng sự, 2015), và sự trưởng thành của lớp nhà đầu tư trong nước giúp làn sóng mới bớt phụ thuộc vào chu kỳ thanh khoản toàn cầu. Vì vậy, giai đoạn 2019-2025 đóng vai trò bản lề, đưa hệ sinh thái vào điểm khởi đầu của một chu kỳ tăng mới mà mức bứt phá phụ thuộc trước hết vào khâu thoái vốn.

4.2. Hạn chế của nghiên cứu

Nghiên cứu dùng dữ liệu tổng hợp theo năm và theo nhóm, nên chưa kiểm định được quan hệ nhân

quả giữa các biến thể chế và dòng vốn; chuỗi 7 quan sát cũng quá ngắn cho các mô hình chuỗi thời gian chuẩn. Nghiên cứu phụ thuộc 1 nguồn dữ liệu duy nhất, chưa đối chiếu chéo với Crunchbase, PitchBook hay Tracxn, và chỉ gồm thương vụ được công bố nên phân khúc vòng sớm có thể bị đánh giá thấp. Hướng tiếp theo có thể khai thác dữ liệu cấp thương vụ để đánh giá tác động của nâng hạng thị trường lên định giá vòng muộn, hoặc so sánh kết quả của doanh nghiệp nhận vốn hỗn hợp sau khi cơ chế theo Nghị định số 264/2025/NĐ-CP vận hành đủ lâu ■

TÀI LIỆU THAM KHẢO:

Bộ Chính trị. (2024). Nghị quyết số 57-NQ/TW ngày 22/12/2024 về đột phá phát triển khoa học, công nghệ, đổi mới sáng tạo và chuyển đổi số quốc gia.

Bộ Chính trị. (2025). Nghị quyết số 68-NQ/TW ngày 04/5/2025 về phát triển kinh tế tư nhân.

Chính phủ. (2025). Nghị định số 264/2025/NĐ-CP ngày 14/10/2025 quy định về quỹ đầu tư mạo hiểm quốc gia và quỹ đầu tư mạo hiểm của địa phương.

Cục Thống kê. (2026). Báo cáo tình hình kinh tế - xã hội quý IV và năm 2025. <https://www.nso.gov.vn/bai-top/2026/01/bao-cao-tinh-hinh-kinh-te-xa-hoi-quy-iv-va-nam-2025/>

Quốc hội. (2025a). Luật số 93/2025/QH15: Luật Khoa học, công nghệ và đổi mới sáng tạo, ban hành ngày 27/6/2025.

Quốc hội. (2025b). Nghị quyết số 198/2025/QH15 ngày 17/5/2025 về một số cơ chế, chính sách đặc biệt phát triển kinh tế tư nhân.

Sở Khoa học và Công nghệ TP. Hồ Chí Minh. (2026). Thành phố Hồ Chí Minh ra mắt Quỹ đầu tư mạo hiểm: Khai thông nguồn lực cho đổi mới sáng tạo. <https://dost.hochiminhcity.gov.vn/hoat-dong-so-khcn/tphcm-ra-mat-quy-dau-tu-mao-hiem-khoi-thong-nguon-luc-cho-doi-moi-sang-tao/>

Hiệp hội Đầu tư vốn tư nhân Việt Nam, Trung tâm Đổi mới sáng tạo Quốc gia & Boston Consulting Group - VPCA, NIC & BCG (2026). Vietnam innovation and private capital report 2026. Vietnam Private Capital Agency, <https://www.vpca.vn/insights/vietnam-innovation-private-capital-report-2026>

Black, B. S., & Gilson, R. J. (1998). Venture capital and the structure of capital markets: Banks versus stock markets. *Journal of Financial Economics*, 47(3), 243-277. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(97\)00045-7](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(97)00045-7)

Brander, J. A., Du, Q., & Hellmann, T. (2015). The effects of government-sponsored venture capital: International evidence. *Review of Finance*, 19(2), 571-618. <https://doi.org/10.1093/rof/rfu009>

Crunchbase. (2024). Global startup funding in 2023 clocks in at lowest level in 5 years. Crunchbase News, <https://news.crunchbase.com/venture/global-funding-data-analysis-ai-eoy-2023/>

FTSE Russell. (2025). FTSE Russell announces results of September 2025 semi-annual country classification review for equities and fixed income. <https://www.lseg.com/en/media-centre/press-releases/ftse-russell/2025/ftse-russell-country-classification-september-2025>

FTSE Russell. (2026). FTSE Russell announces results of March 2026 semi-annual country classification review for equities and fixed income. <https://www.lseg.com/en/media-centre/press-releases/ftse-russell/2026/ftse-russell-announces-results-march-2026-semi-annual-country-classification-review-equities-fixed-income>

Gompers, P. A., Kovner, A., Lerner, J., & Scharfstein, D. (2008). Venture capital investment cycles: The impact of public markets. *Journal of Financial Economics*, 87(1), 1-23. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2006.12.002>

Hall, B. H., & Lerner, J. (2010). The financing of R&D and innovation. In B. H. Hall & N. Rosenberg, *Handbook of the economics of innovation*, 1, 609-639. Elsevier. [https://doi.org/10.1016/S0169-7218\(10\)01014-2](https://doi.org/10.1016/S0169-7218(10)01014-2)

Kortum, S., & Lerner, J. (2000). Assessing the contribution of venture capital to innovation. *The RAND Journal of Economics*, 31(4), 674-692. <https://doi.org/10.2307/2696354>

Lerner, J. (2009). *Boulevard of broken dreams: Why public efforts to boost entrepreneurship and venture capital have failed and what to do about it*. Princeton University Press.

Nanda, R., & Rhodes-Kropf, M. (2013). Investment cycles and startup innovation. *Journal of Financial Economics*, 110(2), 403-418. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2013.07.001>