QUẢN TRỊ CHIẾN LƯỢC VÀ QUẢN TRỊ RỦI RO NHẰM BẢO VỆ NHÀ ĐẦU TƯ TRONG CÁC GIAO DỊCH THOÁI VỐN DOANH NGHIỆP KHỞI NGHIỆP SÁNG TẠO TẠI VIỆT NAM

ThS. Nguyễn Thị Kim Oanh*

Bài viết phân tích bảo vệ nhà đầu tư trong các giao dịch thoái vốn doanh nghiệp khởi nghiệp sáng tạo tại Việt Nam theo tiếp cận quản trị chiến lược và quản trị rủi ro, dưới góc nhìn của nhà quản trị đầu tư. Trên nền bối cảnh thị trường giai đoạn 2023-2025 cho thấy "cửa thoái vốn" phụ thuộc mạnh vào chất lượng quản trị và khả năng kiểm chứng dữ liệu, bài viết lập luận rằng thoái vốn không phải là khâu cuối mà cần được thiết kế như một danh mục lựa chọn ngay từ thời điểm rót vốn. Các rủi ro trọng yếu chi phối hiệu quả bảo vệ nhà đầu tư thường nằm ở tính sẵn sàng hồ sơ quản trị, kỷ luật bảng cơ cấu vốn và quyền sở hữu, rủi ro tài sản vô hình (sở hữu trí tuệ, dữ liệu, tuân thủ), và rủi ro thực thi sau ký kết (tích hợp, giữ chân nhân sự, hoàn thành điều kiện nhận thanh toán bổ sung). Từ đó, bài viết đề xuất nhóm giải pháp quản trị theo vòng đời giao dịch, gồm: xây dựng bộ hồ sơ sẵn sàng thoái vốn, cụ thể hóa lộ trình tạo giá trị thành chỉ tiêu đo lường được, lập danh mục rủi ro thoái vốn gắn trách nhiệm và biện pháp giảm thiểu, thiết kế cấu trúc giao dịch theo nguyên tắc khả thi và có cơ chế xác nhận độc lập, đồng thời thúc đẩy chuẩn hóa tối thiểu về hồ sơ quản trị để giảm chi phí thẩm định và giảm chiết khấu bất định.

• Từ khóa: *thoái vốn, bảo vệ nhà đầu tư, quản trị chiến lược, quản trị rủi ro, nhà quản trị đầu tư, mua bán - sáp nhập, doanh nghiệp khởi nghiệp sáng tạo.*

This article examines investor protection in exit transactions of innovative start-ups in Vietnam through the lens of strategic management and risk management from an investment manager's perspective. Against the backdrop of 2023-2025 market dynamics where exit feasibility increasingly depends on governance quality and data verifiability, the paper argues that exit planning should be treated as a portfolio of strategic options from the time of investment rather than a final-stage event. Key risks affecting investor protection include exit readiness and governance documentation, cap table and ownership discipline, intangible asset risks (intellectual property, data, compliance), and post-signing execution risks (integration, key talent retention, and performance-based payment conditions). The paper proposes a lifecycle-based governance toolkit comprising an exit readiness dossier, measurable value-creation interventions, an exit risk register with clear ownership and mitigation actions, executable deal structures supported by independent verification mechanisms, and minimum-standard governance disclosures to reduce due diligence costs and uncertainty discounts

• Key words: *exit, investor protection, strategic management, risk management, investment manager, M&A, innovative start-ups.*

Ngày nhận bài: 11/12/2025
Ngày gửi phản biện: 23/02/2026
Ngày duyệt đăng: 27/3/2026

DOI: https://doi.org/10.71374/jfarv.v26.i310.38

1. Đặt vấn đề

Thoái vốn là giai đoạn quan trọng trong chu trình đầu tư mạo hiểm, nơi giá trị đầu tư được hiện thực hóa và rủi ro được kết tinh. Đối với nhà quản trị đầu tư, đây không chỉ là việc thu hồi lợi nhuận mà còn là quyết định quản trị liên quan đến lựa chọn kênh, thời điểm và đối tác thoái vốn nhằm tối đa hóa giá trị và hạn chế rủi ro. Trên thế giới, các kênh thoái vốn phổ biến gồm niêm yết cổ phiếu (IPO), mua bán - sáp nhập doanh nghiệp (M&A) và chuyển nhượng cho nhà đầu tư tài chính. Tuy nhiên, tại Việt Nam, các giao dịch thoái vốn chủ yếu diễn ra dưới dạng thỏa thuận riêng, trong đó mua bán - sáp nhập và chuyển nhượng vốn thường diễn ra phổ biến hơn niêm yết cổ phiếu. Trong bối cảnh đó, việc tăng cường minh bạch thông tin, chuẩn hóa quản trị và thiết kế cấu trúc giao dịch phù hợp trở thành yếu tố quan trọng giúp nâng cao khả năng thoái vốn thành công và bảo vệ lợi ích của nhà đầu tư.

** Trường Đại học Kinh tế - Luật thuộc Đại học Quốc gia Thành phố Hồ Chí Minh; email: oanhntk@uel.edu.vn*

2. Nội dung

Khung tiếp cận quản trị chiến lược và quản trị rủi ro trong thoái vốn

Từ góc nhìn nhà quản trị đầu tư, thoái vốn không phải là "khâu cuối", mà là một phần của chiến lược tạo giá trị được thiết kế ngay từ thời điểm rót vốn. Việc lựa chọn kênh thoái vốn (mua bán - sáp nhập, chào bán ra công chúng, chuyển nhượng trên thị trường thứ cấp), cùng với thời điểm thực hiện và cấu trúc giao dịch, sẽ chi phối cách thức định giá và mức độ bảo đảm quyền lợi của nhà đầu tư. Vì vậy, quản trị chiến lược ở đây cần trả lời ba câu hỏi: (1) thoái vốn cho ai (bản đồ bên mua/nhà đầu tư tiếp theo); (2) thoái vốn bằng cách nào (lộ trình và mốc tạo giá trị đo được) và (3) thoái vốn với mức độ kiểm soát và bảo vệ nào (quyền thông tin, quyền phủ quyết, cơ chế xử lý xung đột).

Song song, quản trị rủi ro trong thoái vốn cần nhìn theo vòng đời giao dịch: trước giao dịch (đánh giá mức độ sẵn sàng thoái vốn), trong giao dịch (đàm phán - thẩm định - ký kết) và sau giao dịch (thực thi - tích hợp - thanh toán theo điều kiện). Rủi ro cốt lõi không chỉ là rủi ro tài chính, mà gồm: rủi ro bất cân xứng thông tin; rủi ro pháp lý - tuân thủ; rủi ro quản trị (hệ thống ra quyết định, minh bạch dữ liệu); và rủi ro thực thi sau ký kết (tích hợp sau mua bán, giữ chân nhân sự chủ chốt, đạt các chỉ tiêu then chốt, trả thêm theo kết quả). Các rủi ro này quyết định "chiết khấu thông tin" trong định giá và mức độ chặt chẽ của điều khoản bảo vệ nhà đầu tư.

Đặc thù của doanh nghiệp khởi nghiệp sáng tạo tại Việt Nam khiến khung tiếp cận trên càng quan trọng: kênh IPO còn hạn chế, giao dịch bán lại trên thị trường thứ cấp chưa phổ biến, trong khi M&A/thỏa thuận riêng là lối ra thường gặp. Do đó, định giá cần được hiểu như công cụ quản trị chiến lược: định giá gắn với các giả định về khả năng mở rộng, khả năng chuyển giao tài sản vô hình (công nghệ, dữ liệu, thương hiệu) và khả năng kiểm soát rủi ro sau giao dịch. Nhà quản trị đầu tư phải thiết kế cấu trúc giao dịch để biến các giả định này thành cơ chế phân bổ rủi ro có thể kiểm chứng (mốc thanh toán, giữ lại một phần giá trị thông qua tài khoản phong tỏa, điều kiện tiên quyết, cam đoan - bảo đảm và bồi thường).

Bối cảnh thị trường Việt Nam và tín hiệu thanh khoản cho hoạt động thoái vốn

Dữ liệu giai đoạn 2023-2025 cho thấy thị trường vốn đầu tư mạo hiểm tại Việt Nam đang ở chu kỳ tái định vị sau giai đoạn vốn rẻ; nhà đầu tư thận trọng hơn, ưu tiên doanh nghiệp có mô hình kinh doanh rõ và đường đến dòng tiền (nguồn số liệu từ các ấn bản báo cáo thường niên do Do Ventures phối hợp NIC và các đối tác công bố). Năm 2023, thị trường ghi nhận khoảng 122 thương vụ với tổng vốn khoảng 529 triệu USD. Tín hiệu quản trị được nhìn thấy đó là áp lực kéo dài thời gian nắm giữ tăng lên, và việc đẩy doanh nghiệp tới trạng thái sẵn sàng thẩm định/thoái vốn (quản trị, dữ liệu, tuân thủ) trở thành ưu tiên ngay trong giai đoạn sau đầu tư.

Nếu xét sâu hơn cấu trúc dòng vốn, có thể thấy thanh khoản của thị trường không phân bố đồng đều giữa các loại giao dịch. Theo Báo cáo Đổi mới sáng tạo và vốn tư nhân Việt Nam 2025 do Do Ventures và Trung tâm Đổi mới sáng tạo quốc gia công bố, tổng giá trị đầu tư năm 2024 đạt khoảng 2,3 tỷ USD với 141 thương vụ. Tuy nhiên, riêng nhóm đầu tư vào doanh nghiệp đã trưởng thành chiếm tỷ trọng rất lớn; các thương vụ mua lại doanh nghiệp chiếm khoảng 1,7 tỷ USD trong tổng vốn đầu tư tư nhân. Trong khi đó, nhóm các thương vụ rất nhỏ (dưới 0,5 triệu USD) đạt 57 thương vụ, phản ánh sự tồn tại của dòng vốn giai đoạn đầu nhưng quy mô còn hạn chế. Cấu trúc này cho thấy khả năng thoái vốn của nhà đầu tư tại Việt Nam ngày càng phụ thuộc vào việc doanh nghiệp có đạt tới mức độ trưởng thành nhất định hay không. Những doanh nghiệp có mô hình kinh doanh rõ ràng, có dòng tiền và hệ thống quản trị chuẩn hóa thường dễ trở thành mục tiêu mua lại hơn.

Diễn biến năm 2025 cho thấy rõ hơn áp lực thanh khoản của thị trường. Theo thông tin tổng hợp từ Quỹ VinVentures được các cơ quan báo chí dẫn lại, tổng vốn đầu tư cho doanh nghiệp khởi nghiệp tại Việt Nam năm 2025 chỉ đạt khoảng 215 triệu USD với khoảng 41 thương vụ, giảm mạnh so với các năm trước. Đáng chú ý, khoảng 60% nguồn vốn trong năm được sử dụng để tiếp tục đầu tư vào các doanh nghiệp đã có trong danh mục, thay vì mở rộng sang các dự án mới. Xu hướng này cho thấy các nhà đầu tư ngày càng thận trọng, ưu tiên củng cố các khoản đầu tư hiện hữu. Điều này cũng làm thu hẹp khả năng thoái vốn toàn phần của nhiều doanh nghiệp khởi nghiệp và khiến hình thức thoái vốn từng phần hoặc bán lại cho nhà đầu tư chiến lược trở nên phổ biến hơn.

Ở kênh mua bán - sáp nhập, các chỉ báo cho thấy nhịp phục hồi: riêng tháng 7/2025 có 34 giao

dịch với tổng giá trị công bố và ước tính khoảng 786 triệu USD (tập trung vào bất động sản, công nghệ, hậu cần - hạ tầng, năng lượng, y tế). Dù số liệu này không chỉ phản ánh startup, nó vẫn cho thấy khẩu vị của bên mua đối với tài sản tăng trưởng và năng lực thực thi đang quay lại, tạo cửa thoái vốn thuận lợi hơn cho những doanh nghiệp có chuẩn bị tốt về quản trị, dữ liệu và khả năng tích hợp sau mua.

Một chỉ báo khác về mức độ hạn chế của kênh niêm yết cổ phiếu là số lượng doanh nghiệp thực hiện chào bán cổ phiếu ra công chúng. Theo báo cáo của Deloitte về thị trường phát hành cổ phiếu khu vực Đông Nam Á năm 2024, trong hơn mười tháng đầu năm 2024, Việt Nam chỉ ghi nhận một thương vụ phát hành cổ phiếu lần đầu ra công chúng với giá trị khoảng 37 triệu USD. Số liệu này cho thấy việc niêm yết cổ phiếu vẫn chưa phải là con đường thoái vốn phổ biến đối với phần lớn doanh nghiệp khởi nghiệp tại Việt Nam. Trong thực tế, nhiều doanh nghiệp xây dựng hệ thống quản trị theo chuẩn niêm yết chủ yếu nhằm nâng cao mức độ minh bạch và tăng khả năng đàm phán khi bán lại cho đối tác chiến lược hoặc nhà đầu tư tài chính.

Tổng hợp các tín hiệu này đã cho thấy cửa thoái vốn của startup tại Việt Nam phụ thuộc mạnh vào hai điều kiện: một là, mức độ sẵn sàng về quản trị và dữ liệu để giảm chiết khấu thông tin khi thẩm định; và hai là, năng lực của nhà quản trị đầu tư trong việc định vị giao dịch theo nhu cầu chiến lược của bên mua, thay vì chỉ bán theo mức định giá kỳ vọng. Đây chính là điểm nối trực tiếp sang thực tiễn kênh thoái vốn.

Thực tiễn các kênh thoái vốn và cấu trúc giao dịch tại Việt Nam

Trong điều kiện Việt Nam, ba kênh thoái vốn phổ biến gồm: (i) bán cho nhà đầu tư chiến lược thông qua mua bán - sáp nhập (M&A); (ii) bán lại cho nhà đầu tư tài chính hoặc quỹ đầu tư tư nhân; và (iii) IPO (hiếm hơn đối với đa số doanh nghiệp khởi nghiệp sáng tạo). Trong ba kênh này, M&A thường có xác suất thực hiện cao hơn vì bên mua chấp nhận định giá dựa trên lợi ích cộng hưởng (mở rộng thị trường, dữ liệu/khách hàng, năng lực công nghệ) thay vì chỉ dựa trên chỉ số tài chính hiện hữu. Thực tiễn thị trường cũng cho thấy hoạt động mua bán - sáp nhập doanh nghiệp đang đóng vai trò quan trọng trong việc tạo thanh khoản cho nhà đầu tư. Theo báo cáo tổng hợp thị trường mua bán - sáp nhập doanh nghiệp của Grant Thornton, riêng tháng 7 năm 2025 thị trường Việt Nam ghi nhận 34 giao dịch hoàn tất với tổng giá trị khoảng 786 triệu USD. Các lĩnh vực thu hút nhiều giao dịch nhất gồm bất động sản, công nghệ, năng lượng, hạ tầng logistics và y tế. Cơ cấu ngành cho thấy bên mua thường ưu tiên các doanh nghiệp có khả năng tích hợp nhanh vào hệ sinh thái sẵn có, có nền tảng công nghệ hoặc dữ liệu khách hàng rõ ràng. Điều này có nghĩa là cơ hội thoái vốn của doanh nghiệp khởi nghiệp thường tập trung ở những doanh nghiệp có khả năng chứng minh giá trị chiến lược đối với bên mua.

Về cấu trúc giao dịch, thực tiễn tại Việt Nam cho thấy các bên ngày càng áp dụng cơ chế phân chia rủi ro thay vì thanh toán toàn bộ giá trị ngay khi hoàn tất giao dịch. Trong nhiều thương vụ, một phần giá trị chuyển nhượng được gắn với kết quả kinh doanh trong tương lai của doanh nghiệp, hoặc được giữ lại trong một khoảng thời gian nhất định để bảo đảm các nghĩa vụ sau giao dịch. Ngoài ra, các điều kiện liên quan đến pháp lý doanh nghiệp, quyền sở hữu trí tuệ, dữ liệu khách hàng và việc duy trì đội ngũ quản lý chủ chốt cũng thường được đưa vào thỏa thuận. Điều này phản ánh đặc điểm của thị trường vốn còn hạn chế về thanh khoản: doanh nghiệp càng minh bạch về tài chính và quản trị thì càng có khả năng nhận được tỷ lệ thanh toán ngay cao hơn; ngược lại, các doanh nghiệp có rủi ro thông tin lớn thường phải chấp nhận một phần giá trị chuyển nhượng phụ thuộc vào kết quả sau giao dịch.

Kênh bán lại trên thị trường thứ cấp có xu hướng tăng tính khả thi khi thị trường vốn tư nhân ưu tiên các giao dịch mua lại và doanh nghiệp đã chứng minh dòng tiền. Trong dữ liệu năm 2024 (của Báo cáo về Đổi mới sáng tạo và Vốn tư nhân tại Việt Nam năm 2025), các thương vụ mua lại chiếm phần lớn giá trị đầu tư của khối quỹ đầu tư tư nhân, cho thấy nhà đầu tư tài chính sẵn sàng trả giá cho khả năng kiểm soát và dòng tiền ổn định. Điều này gợi ý một đường thoái vốn cho doanh nghiệp khởi nghiệp sáng tạo tại Việt Nam: chuyển dịch từ mô hình tăng trưởng bằng chi tiêu mạnh sang mô hình tăng trưởng kỷ luật, làm rõ hiệu quả kinh tế theo đơn vị và khả năng tạo dòng tiền, để trở thành mục tiêu phù hợp với quỹ đầu tư tư nhân/ nhà đầu tư chiến lược.

Trong khi đó, IPO đòi hỏi mức độ minh bạch, quản trị công ty, chuẩn mực báo cáo và năng lực tuân thủ cao hơn đáng kể. Vì vậy, thay vì coi IPO

là lựa chọn mặc định, nhà quản trị đầu tư nên tiếp cận theo tư duy quyền chọn chiến lược: xây dựng nền quản trị theo hướng sẵn sàng niêm yết (để tăng định giá và quyền mặc cả), nhưng triển khai thoái vốn theo kênh tối ưu với bản đồ bên mua và điều kiện thị trường tại thời điểm thực hiện.

Từ các kênh trên, một phát hiện có ý nghĩa quản trị là: tính khả thi của thoái vốn phụ thuộc ít vào mức định giá kỳ vọng và phụ thuộc nhiều vào khả năng biến câu chuyện tăng trưởng thành các chỉ tiêu có thể thẩm định (data room, chỉ tiêu then chốt, hợp đồng khách hàng, quyền sở hữu công nghệ/dữ liệu). Do đó, quản trị thoái vốn cần được coi như chương trình nâng cấp năng lực quản trị doanh nghiệp, không chỉ là hoạt động đàm phán giá.

Điểm nghẽn trong quản trị làm suy giảm định giá và gia tăng rủi ro thực thi

Điểm nghẽn phổ biến nhất nằm ở việc thực hiện minh bạch và kỷ luật dữ liệu quản trị. Nhiều doanh nghiệp khởi nghiệp sáng tạo có tăng trưởng người dùng/doanh thu nhưng thiếu hệ thống báo cáo quản trị theo nhóm khách hàng, thiếu chuẩn hóa các chỉ số như chi phí thu hút khách hàng (CAC), giá trị vòng đời khách hàng (LTV) và tỷ lệ rời bỏ (churn), đồng thời thiếu dấu vết dữ liệu đủ tin cậy để bên mua kiểm chứng. Hệ quả là định giá bị chiết khấu mạnh và điều khoản bảo vệ nhà đầu tư trở nên dày đặc hơn (điều kiện tiên quyết, cam đoan - bảo đảm, giữ lại giá trị và quyền điều chỉnh giá).

Thứ hai là làm sạch và chuẩn hóa bảng cơ cấu vốn và quyền sở hữu. Trong thực tiễn đầu tư vào doanh nghiệp khởi nghiệp sáng tạo, các công cụ đầu tư linh hoạt như cổ phần ưu đãi, trái phiếu chuyển đổi và các thỏa thuận chuyển đổi trong tương lai được sử dụng ngày càng phổ biến nhằm dung hòa lợi ích giữa các bên và giảm rủi ro trong giai đoạn đầu. Tuy nhiên, nếu các điều khoản không được chuẩn hóa và cập nhật đầy đủ trong bảng cơ cấu vốn, đặc biệt là điều kiện chuyển đổi, cơ chế chống pha loãng và thứ tự ưu tiên thanh toán, thì đến thời điểm thoái vốn rất dễ phát sinh tranh chấp về tỷ lệ sở hữu quy đổi và giá trị thực nhận của từng nhóm cổ đông. Khi đó, xung đột lợi ích có thể xảy ra giữa nhóm nhà sáng lập, nhà đầu tư và nhóm người lao động sở hữu cổ phần theo chương trình khuyến khích, làm tăng chi phí giao dịch, kéo dài thời gian đàm phán và làm giảm tính hấp dẫn của doanh nghiệp đối với bên mua.

Thứ ba là rủi ro liên quan đến tài sản vô hình, gồm quyền sở hữu trí tuệ, dữ liệu và tuân thủ pháp lý. Đối với doanh nghiệp công nghệ, bên mua thường tập trung thẩm định mức độ kiểm soát thực tế đối với mã nguồn, hạ tầng kỹ thuật, dữ liệu người dùng, quyền đối với sản phẩm do nhân sự kỹ thuật chủ chốt tạo ra, cũng như các giấy phép và nghĩa vụ tuân thủ liên quan. Khi các yếu tố này chưa được chuẩn hóa và chứng minh bằng hồ sơ pháp lý đầy đủ, giao dịch thường phải điều chỉnh lại giá trị theo hướng thận trọng hơn. Trên thực tế, bên mua có xu hướng giữ lại một phần giá trị thanh toán, yêu cầu phong tỏa một phần tiền, hoặc đặt ra các cam kết khắc phục để bù đắp rủi ro. Cách xử lý này làm tăng chi phí giao dịch, kéo dài thời gian hoàn tất và có thể phát sinh rủi ro sau ký kết do khó khăn trong tích hợp công nghệ, quản trị an ninh mạng và bảo vệ dữ liệu.

Cuối cùng là rủi ro trong giai đoạn thực thi sau ký kết, bao gồm tích hợp vận hành, giữ chân nhân sự chủ chốt và hoàn thành các mục tiêu để nhận khoản thanh toán bổ sung theo kết quả hoạt động. Tại Việt Nam, nhiều thương vụ mua bán - sáp nhập yêu cầu nhà sáng lập tiếp tục điều hành trong giai đoạn chuyển tiếp nhằm bảo đảm tính liên tục của sản phẩm, khách hàng và đội ngũ. Nếu thiếu kế hoạch quản trị thay đổi và cơ chế khuyến khích phù hợp, doanh nghiệp dễ suy giảm động lực, mất nhân sự quan trọng và không đạt các chỉ tiêu đã cam kết, từ đó làm giảm giá trị thực nhận khi thoái vốn. Vì vậy, nhà quản trị đầu tư cần xây dựng danh mục rủi ro thoái vốn ngay từ giai đoạn chuẩn bị giao dịch, xác định rõ từng rủi ro, biện pháp giảm thiểu, người chịu trách nhiệm theo dõi và cách phân bổ rủi ro thông qua điều khoản hợp đồng.

Nhìn chung, thực tiễn thoái vốn doanh nghiệp khởi nghiệp sáng tạo tại Việt Nam cho thấy quản trị chiến lược và quản trị rủi ro có quan hệ nhân - quả trực tiếp với định giá và mức độ bảo vệ nhà đầu tư. Khi các điểm nghẽn quản trị được xử lý trước, nhà đầu tư không chỉ nâng giá trị doanh nghiệp mà còn nâng quyền mặc cả, từ đó chuyển trọng tâm từ đàm phán giá sang thiết kế giao dịch - nền tảng để các hàm ý quản trị ở phần tiếp theo trở nên khả thi.

Giải pháp quản trị chiến lược và quản trị rủi ro trong thoái vốn doanh nghiệp khởi nghiệp sáng tạo

Thứ nhất, nhà quản trị đầu tư cần quản trị chiến lược thoái vốn như một danh mục lựa chọn thay

vì một "đích" duy nhất. Trọng tâm là lập bản đồ bên mua/đối tác chiến lược theo các kịch bản cộng hưởng, xác định tiêu chí kích hoạt thoái vốn (cửa sổ thị trường, mức trưởng thành vận hành, trạng thái pháp lý - dữ liệu) và chủ động xây dựng bộ hồ sơ sẵn sàng thoái vốn. Trong điều kiện Việt Nam, chiến lược M&A có định hướng thường thực tiễn, nhưng vẫn cần duy trì các lựa chọn dự phòng để tránh bị động khi chu kỳ thị trường đảo chiều.

Thứ hai, lộ trình tạo giá trị hướng đến thoái vốn nên được cụ thể hóa thành các gói can thiệp quản trị có thể đo lường, gắn với những yếu tố mà bên mua trả tiền. Thay vì chỉ theo đuổi tăng trưởng doanh thu, cần chứng minh hiệu quả kinh tế theo đơn vị bền vững, chuẩn hóa vận hành và kiểm soát rủi ro, hoàn thiện cơ chế nhân sự - khuyến khích nhằm giảm phụ thuộc nhà sáng lập, đồng thời chuẩn bị kế hoạch tích hợp (ví dụ khung 100 ngày đầu) để giảm rủi ro thực thi. Lộ trình này giúp chuyển câu chuyện chiến lược thành dữ liệu có thể kiểm chứng, qua đó nâng sức thuyết phục của định giá trong đàm phán.

Thứ ba, quản trị rủi ro cần được triển khai theo vòng đời giao dịch bằng sổ đăng ký rủi ro thoái vốn: liệt kê rủi ro trọng yếu, chỉ báo sớm, chủ sở hữu rủi ro và biện pháp xử lý. Với doanh nghiệp khởi nghiệp sáng tạo, các rủi ro thường có tính hệ thống gồm quyền sở hữu trí tuệ/dữ liệu, rủi ro tuân thủ (thuế, lao động, bảo mật thông tin), rủi ro chất lượng dữ liệu và rủi ro tập trung quyền lực. Cách làm này giúp chuyển rủi ro từ dạng bị phát hiện khi thẩm định sang dạng được quản trị trước, rút ngắn thời gian giao dịch và giảm chiết khấu.

Thứ tư, cấu trúc giao dịch phải được thiết kế như cơ chế phân bổ rủi ro và đồng bộ hóa động cơ. Các điều khoản như ưu tiên thanh lý, chống pha loãng, quyền kéo theo, quyền cùng bán, cơ chế trả thêm theo kết quả, cơ chế giữ lại và cam đoan - bảo đảm chỉ phát huy hiệu lực khi gắn với quyền tiếp cận thông tin, nguyên tắc đo lường rõ ràng và cơ chế xác nhận độc lập. Vấn đề trọng tâm không phải tăng số lượng điều khoản, mà là thiết kế điều khoản có khả năng thực thi trong điều kiện dữ liệu và quản trị của doanh nghiệp mục tiêu; nếu không, điều khoản có thể trở thành nguồn tranh chấp làm giảm giá trị sau giao dịch.

Thứ năm, để nâng chất lượng thoái vốn ở cấp thị trường, cần phổ biến chuẩn hóa tối thiểu về hồ sơ quản trị phục vụ mua bán - sáp nhập và bán lại trên thị trường thứ cấp: bộ chỉ tiêu vận hành cốt lõi, quy trình quản trị dữ liệu và tài sản trí tuệ, kỷ luật bảng cơ cấu vốn và cơ chế phê duyệt giao dịch liên quan. Khi các chuẩn hóa này trở thành thông lệ, chi phí thẩm định sẽ giảm, định giá bớt phụ thuộc vào chiết khấu bất định, và bảo vệ nhà đầu tư chuyển từ phòng thủ sang chủ động dựa trên năng lực quản trị và khả năng kiểm chứng.

Kết luận

Thoái vốn doanh nghiệp khởi nghiệp sáng tạo tại Việt Nam cần được tiếp cận như một bài toán quản trị chiến lược và quản trị rủi ro, thay vì chỉ coi là vấn đề kỹ thuật định giá, bởi trong điều kiện kênh thoái vốn công khai và dữ liệu tham chiếu còn hạn chế, giá trị giao dịch phụ thuộc lớn vào năng lực quản trị tạo giá trị và khả năng kiểm chứng thông tin của doanh nghiệp mục tiêu. Bài viết chỉ ra rằng rủi ro đối với nhà đầu tư chủ yếu phát sinh từ bất cân xứng thông tin, các điểm nghẽn trong quản trị và rủi ro thực thi sau ký kết, làm gia tăng mức chiết khấu thông qua cấu trúc thanh toán và hệ thống điều khoản trong giao dịch. Do đó, bảo vệ nhà đầu tư chỉ đạt hiệu quả khi được đặt trên nền tảng quản trị minh bạch, kỷ luật dữ liệu và bảng cơ cấu vốn rõ ràng, đồng thời cấu trúc giao dịch được thiết kế như một cơ chế phân bổ rủi ro có thể kiểm chứng và thực thi. Trên cơ sở đó, nhà quản trị đầu tư cần phát triển năng lực quản trị thoái vốn một cách chủ động, bao gồm chuẩn bị hồ sơ sẵn sàng thoái vốn, cụ thể hóa lộ trình tạo giá trị thành các chỉ tiêu đo lường được và quản trị rủi ro theo vòng đời giao dịch; khi các thực hành này được triển khai nhất quán, khả năng thoái vốn thành công và mức độ bảo vệ nhà đầu tư trong hệ sinh thái khởi nghiệp sáng tạo tại Việt Nam sẽ được cải thiện một cách thực chất.

Tài liệu tham khảo:

Chính phủ (2018), Nghị định số 38/2018/NĐ-CP ngày 11/3/2018 quy định chi tiết về đầu tư cho doanh nghiệp nhỏ và vừa khởi nghiệp sáng tạo.

Chính phủ (2021), Nghị định số 80/2021/NĐ-CP ngày 26/8/2021 quy định chi tiết và hướng dẫn thi hành một số điều của Luật Hỗ trợ doanh nghiệp nhỏ và vừa.

Chính phủ (2025), Nghị định số 97/2025/NĐ-CP về cơ chế, chính sách ưu đãi đối với Trung tâm Đổi mới sáng tạo Quốc gia (NIC).

Chính phủ (2025), Nghị định số 210/2025/NĐ-CP sửa đổi, bổ sung một số điều của Nghị định 38/2018/NĐ-CP về đầu tư cho doanh nghiệp nhỏ và vừa khởi nghiệp sáng tạo.

Chính phủ (2025), Nghị định số 264/2025/NĐ-CP về Quỹ đầu tư mạo hiểm quốc gia.

Do Ventures & National Innovation Center (NIC) (2024), Vietnam Innovation & Tech Investment Report 2024.

Do Ventures, VPCA, National Innovation Center (NIC) & Boston Consulting Group (BCG) (2025), Vietnam Innovation and Private Capital Report 2025.

Grant Thornton Vietnam (2025), M&A Monthly Deal Digest - July 2025.

Deloitte (2024), Báo cáo thị trường phát hành cổ phiếu Đông Nam Á.

VinVentures (2025), Vietnam Tech & Venture Capital Outlook 2025: Reshaping Growth for a New Era.

OECD (2023), G20/OECD Principles of Corporate Governance 2023.