



Ảnh hưởng của văn hóa chấp nhận rủi ro đến hiệu quả huy động vốn khởi nghiệp của Gen Z tại Việt Nam: Vai trò trung gian của tín hiệu gọi vốn và điều tiết của thể chế và hạ tầng hỗ trợ

Nguyễn Thị Mỹ Dung^a, Lương Minh Đức^b, Trần Đình Lộc^{a, c}

^a Trường Đại học Hùng Vương Thành phố Hồ Chí Minh

^b Trường Đại học Sài Gòn

^c Trường Đại học Văn hóa, Thể thao và Du lịch Thanh Hóa

THÔNG TIN	TÓM TẮT
<p>Ngày nhận: 27/02/2026 Ngày nhận lại: 13/4/2026 Duyệt đăng: 14/4/2026</p> <p>Mã phân loại JEL: L26; G24; M13.</p> <p>Từ khóa: Văn hóa chấp nhận rủi ro; Tín hiệu gọi vốn; Hiệu quả huy động vốn; Khởi nghiệp Gen Z; Thể chế và hạ tầng.</p>	<p>Nghiên cứu phân tích ảnh hưởng của văn hóa chấp nhận rủi ro đến hiệu quả huy động vốn khởi nghiệp của Gen Z tại Việt Nam; đồng thời, xem xét vai trò trung gian của tín hiệu gọi vốn và vai trò điều tiết của thể chế - hạ tầng hỗ trợ. Dữ liệu khảo sát từ các cá nhân Gen Z giữ vai trò sáng lập, đồng sáng lập hoặc thành viên nòng cốt trong Startup được xử lý bằng các kỹ thuật phân tích thang đo và mô hình cấu trúc. Kết quả cho thấy hiểu biết tài chính, định hướng rủi ro, và văn hóa chấp nhận rủi ro ở cả cấp cộng đồng lẫn cấp cá nhân đều góp phần cải thiện tín hiệu gọi vốn. Tín hiệu gọi vốn có ảnh hưởng tích cực đến hiệu quả huy động vốn, và tác động này trở nên rõ hơn khi môi trường thể chế - hạ tầng hỗ trợ thuận lợi. Nghiên cứu gợi ý rằng việc nâng cao năng lực tài chính, chuẩn hóa hồ sơ gọi vốn và cải thiện điều kiện hỗ trợ hệ sinh thái có thể giúp Startup Gen Z tăng hiệu quả tiếp cận vốn.</p> <p>Abstract</p> <p>This study examines the effect of risk-acceptance culture on startup fundraising effectiveness among Gen Z in Vietnam, while considering the mediating role of fundraising signals and the moderating role of institutional and support infrastructure conditions. Survey data collected from Gen Z individuals serving as founders, co-founders, or</p>

* Tác giả liên hệ.

Biên tập viên: Trần Lê Thùy Duyên.

Email: dungntm.3@dvh.edu.vn (Nguyễn Thị Mỹ Dung); duc.lm@squ.edu.vn (Lương Minh Đức); trandinhloc@dvttdt.edu.vn (Trần Đình Lộc).

Trích dẫn bài viết: Nguyễn Thị Mỹ Dung, Lương Minh Đức, & Trần Đình Lộc. (2026). Ảnh hưởng của văn hóa chấp nhận rủi ro đến hiệu quả huy động vốn khởi nghiệp của Gen Z tại Việt Nam: Vai trò trung gian của tín hiệu gọi vốn và điều tiết của thể chế và hạ tầng hỗ trợ. *Tạp chí Nghiên cứu Kinh tế và Kinh doanh Châu Á*, 37(3), 50-67. <https://doi.org/10.24311/jabes/2026.37.3.4>

Keywords:

Risk-acceptance culture;
Fundraising signals;
Fundraising effectiveness;
Gen Z entrepreneurship;
Institutions and
infrastructure.

core team members in startups were analyzed using measurement scale validation and structural equation modeling techniques. The findings show that financial literacy, risk orientation, and risk-acceptance culture at both community and individual levels contribute positively to fundraising signals. Fundraising signals, in turn, have a positive effect on fundraising effectiveness, and this effect becomes more evident when institutional and support infrastructure conditions are favorable. The study suggests that enhancing financial literacy, standardizing fundraising materials, and improving ecosystem support conditions can help Gen Z startups improve their access to capital.

1. Giới thiệu

Huy động vốn vừa cung cấp nguồn lực tài chính, vừa phản ánh tính khả thi và triển vọng tăng trưởng của dự án (Metrick & Yasuda, 2021). Tuy nhiên, doanh nhân Gen Z từ 18 đến 28 tuổi thường gặp nhiều trở ngại hơn trong quá trình này do hạn chế về kinh nghiệm quản trị, mức độ hoàn thiện mô hình kinh doanh và khả năng tạo niềm tin với nhà đầu tư ở giai đoạn đầu (Hossain và cộng sự, 2023).

Tại Việt Nam, tăng trưởng kinh tế số và sự phát triển của khởi nghiệp công nghệ mở rộng cơ hội kinh doanh, nhưng cũng làm cạnh tranh tiếp cận vốn gay gắt hơn khi tiêu chuẩn lựa chọn của nhà đầu tư ngày càng chặt chẽ (Google, Temasek, & Bain & Company, 2024). Nhà nước đã triển khai các chính sách phát triển hệ sinh thái khởi nghiệp đổi mới sáng tạo, hoàn thiện khung pháp lý và áp dụng cơ chế thử nghiệm có kiểm soát trong lĩnh vực công nghệ tài chính nhằm hỗ trợ tiếp cận vốn (Thủ tướng Chính phủ, 2016; Chính phủ, 2018; Allen & Gledhill, 2025). Nghiên cứu tiếp cận văn hóa chấp nhận rủi ro từ góc độ người khởi nghiệp. Ở cấp cộng đồng, khái niệm này phản ánh mức độ môi trường xã hội khuyến khích thử nghiệm, chấp nhận thất bại và ủng hộ đổi mới. Ở cấp cá nhân, khái niệm này thể hiện khuynh hướng chấp nhận bất định, học từ thất bại và tiếp tục theo đuổi cơ hội (Banks, 2012).

Trong điều kiện thông tin không cân xứng, nhà đầu tư thường dựa vào các tín hiệu quan sát được như chất lượng đội ngũ, mức độ minh bạch và cam kết của người sáng lập để đánh giá dự án (Ahlers và cộng sự, 2015). Việc duy trì quyền sở hữu của người sáng lập cũng được xem là tín hiệu tích cực đối với khả năng huy động vốn thành công (Vismara, 2016). Dù vậy, các nghiên cứu thực nghiệm hiện chủ yếu tập trung vào gọi vốn cộng đồng và vốn mạo hiểm tại các thị trường phát triển, trong khi Việt Nam còn thiếu bằng chứng định lượng tích hợp đồng thời văn hóa chấp nhận rủi ro, tín hiệu gọi vốn và điều kiện thể chế đối với doanh nghiệp khởi nghiệp Gen Z (Ahlers và cộng sự, 2015; Li & Zahra, 2012; Mollick, 2014; Vismara, 2016).

Trên cơ sở đó, nghiên cứu tập trung trả lời ba câu hỏi: (1) Văn hóa chấp nhận rủi ro cấp cộng đồng (VCRCO), văn hóa chấp nhận rủi ro cấp cá nhân (VCRCN), định hướng rủi ro (RTO) và hiểu biết tài chính (FLIT) ảnh hưởng như thế nào đến tín hiệu gọi vốn (SIG); (2) Tín hiệu gọi vốn có trung gian hóa mối quan hệ giữa các yếu tố đầu vào và hiệu quả huy động vốn (HVK) hay không; và (3) Thể chế và hạ tầng hỗ trợ (INST) có làm mạnh tác động của tín hiệu gọi vốn lên hiệu quả huy động vốn trong bối cảnh Việt Nam hay không. Mô hình nghiên cứu xem văn hóa chấp nhận rủi ro cấp cộng đồng, văn

hóa chấp nhận rủi ro cấp cá nhân, định hướng rủi ro, và hiểu biết tài chính là tiền đề của tín hiệu gọi vốn; tín hiệu gọi vốn là biến trung gian; hiệu quả huy động vốn là biến kết quả; và thể chế và hạ tầng hỗ trợ là biến điều tiết. Nghiên cứu đóng góp ở ba điểm: xác lập lý thuyết tín hiệu làm khung phân tích trung tâm và góc nhìn thể chế như điều kiện biên; kiểm định đồng thời vai trò trung gian của tín hiệu gọi vốn và điều tiết của thể chế và hạ tầng hỗ trợ; và mở rộng bằng chứng sang nhóm Gen Z giữ vai trò sáng lập, đồng sáng lập hoặc thành viên nòng cốt trong Startup tại Việt Nam.

2. Cơ sở lý thuyết và phát triển giả thuyết

2.1. Nền tảng lý thuyết: tín hiệu và thể chế

Lý thuyết tín hiệu bắt nguồn từ Spence (1973), nhấn mạnh vai trò của tín hiệu đáng tin cậy trong điều kiện thông tin bất cân xứng. Trong bối cảnh huy động vốn khởi nghiệp, nhà đầu tư khó quan sát trực tiếp chất lượng nội tại của dự án; vì vậy, chất lượng hồ sơ gọi vốn, mức độ minh bạch, bằng chứng kết quả bước đầu và cam kết của người sáng lập trở thành các tín hiệu quan trọng để đánh giá triển vọng đầu tư (Ahlers và cộng sự, 2015; Mollick, 2014; Vismara, 2016).

Nghiên cứu vận dụng lý thuyết thể chế để giải thích điều kiện chuyển hóa tín hiệu gọi vốn thành kết quả huy động vốn. Theo North (1990), thể chế là các ràng buộc chính thức và phi chính thức định hình tương tác kinh tế - xã hội, qua đó ảnh hưởng đến chi phí giao dịch, mức độ bất định và hiệu quả thực thi. Khi thể chế và hạ tầng hỗ trợ thuận lợi hơn, tín hiệu gọi vốn có khả năng được tiếp nhận và chuyển hóa thành quyết định đầu tư hiệu quả hơn (Li & Zahra, 2012).

2.2. Văn hóa chấp nhận rủi ro và tín hiệu gọi vốn

Nghiên cứu tiếp cận văn hóa chấp nhận rủi ro từ góc độ người khởi nghiệp Gen Z thay vì từ phía nhà đầu tư. Ở cấp cộng đồng, khái niệm này phản ánh mức độ xã hội ủng hộ đổi mới, khuyến khích thử nghiệm và chấp nhận thất bại trong kinh doanh (Banks, 2012). Môi trường chấp nhận rủi ro cao có thể thúc đẩy doanh nghiệp khởi nghiệp chủ động công bố thông tin, tham gia chương trình hỗ trợ và chia sẻ quá trình thử nghiệm, qua đó làm tăng khả năng quan sát tín hiệu gọi vốn.

Ở cấp cá nhân, văn hóa chấp nhận rủi ro phản ánh khuynh hướng chấp nhận bất định, sẵn sàng đối mặt với rủi ro để theo đuổi cơ hội, cùng thái độ đối với thất bại và mức độ chủ động tìm kiếm phản hồi. Trong khi đó, định hướng rủi ro nhấn mạnh cách lựa chọn phương án trong từng tình huống ra quyết định. Sự phân biệt này giúp mô hình tách bạch ảnh hưởng của thái độ nền và xu hướng hành vi đối với khả năng tạo lập tín hiệu gọi vốn (Dai & Nahata, 2016; Metrick & Yasuda, 2021).

2.3. Định hướng rủi ro và hiểu biết tài chính như tiền đề của tín hiệu

Định hướng rủi ro phản ánh khuynh hướng theo đuổi cơ hội trong điều kiện bất định, chấp nhận lựa chọn rủi ro hơn để đạt tăng trưởng và sẵn sàng điều chỉnh chiến lược theo tín hiệu thị trường (Covin & Slevin, 1989; Lumpkin & Dess, 1996). Trong huy động vốn khởi nghiệp, yếu tố này góp phần nâng cao tín hiệu gọi vốn thông qua năng lực học hỏi, thích nghi và định hướng tăng trưởng.

Hiểu biết tài chính là năng lực nhận thức và vận dụng kiến thức tài chính trong lập kế hoạch vốn, dự báo dòng tiền, đọc hiểu báo cáo tài chính, cấu trúc giao dịch đầu tư và kiểm soát pha loãng cổ phần. Phan Hữu Nghị và cộng sự (2024) được dùng làm tài liệu đối chiếu về dân trí tài chính của

người trẻ Việt Nam; thang đo được hiệu chỉnh qua phỏng vấn định tính để phù hợp với hoạt động gọi vốn khởi nghiệp của Gen Z.

Tại Việt Nam, các nghiên cứu cho thấy nguồn lực tri thức, năng lực hấp thụ, khả năng nhận biết cơ hội, tinh thần đổi mới và niềm tin năng lực bản thân có liên quan đến kết quả đổi mới hoặc ý định khởi nghiệp (Nguyễn Thị Hạnh & Nguyễn Duy Hưng, 2024; Vũ Tuấn Dương & Nguyễn Hoàng Nam, 2024). Kết quả này cho thấy, bên cạnh văn hóa chấp nhận rủi ro, năng lực cá nhân và khả năng xử lý thông tin cũng có thể ảnh hưởng đến cách doanh nghiệp khởi nghiệp hình thành và truyền tải tín hiệu tới nhà đầu tư. Do đó, xem định hướng rủi ro và hiểu biết tài chính là tiền đề của tín hiệu gọi vốn là phù hợp.

2.4. Vai trò điều tiết của thể chế và hạ tầng hỗ trợ

Thể chế và hạ tầng hỗ trợ phản ánh mức độ thuận lợi của thủ tục pháp lý, khả năng tiếp cận nguồn lực, hạ tầng số và dịch vụ hỗ trợ đối với doanh nghiệp khởi nghiệp. Các ràng buộc thể chế có thể làm tăng hoặc giảm chi phí giao dịch, mức độ bất định và khả năng thực thi cam kết (North, 1990). Vì vậy, môi trường thể chế thuận lợi giúp giảm rủi ro pháp lý, tăng khả năng bảo vệ nhà đầu tư và cải thiện năng lực kiểm chứng tín hiệu gọi vốn (Cornelli và cộng sự, 2024; Odong, 2026).

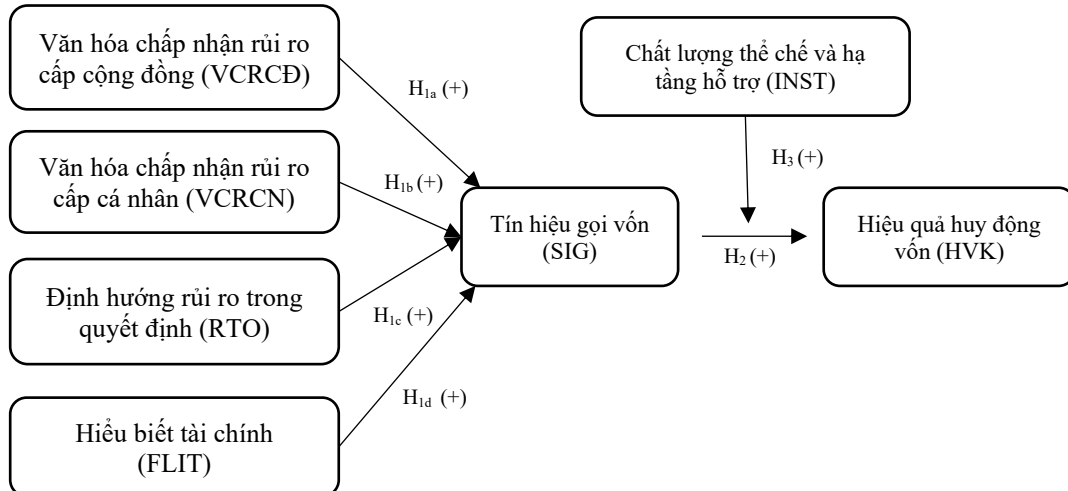
2.5. Giả thuyết và mô hình nghiên cứu

Dựa vào các lập luận trên, nghiên cứu đề xuất các giả thuyết sau:

Giả thuyết $H_{1a,b,c,d}$: Văn hóa chấp nhận rủi ro cấp cộng đồng/Văn hóa chấp nhận rủi ro cấp cá nhân/ Định hướng rủi ro/ Hiểu biết tài chính tác động tích cực đến tín hiệu gọi vốn.

Giả thuyết H_2 : Tín hiệu gọi vốn tác động tích cực đến hiệu quả huy động vốn.

Giả thuyết H_3 : Thể chế và hạ tầng hỗ trợ điều tiết theo hướng làm mạnh mối quan hệ giữa tín hiệu gọi vốn và hiệu quả huy động vốn.



Hình 1. Mô hình nghiên cứu đề xuất

3. Phương pháp nghiên cứu

3.1. Thiết kế nghiên cứu và quy trình

Nghiên cứu áp dụng thiết kế hỗn hợp theo trình tự khám phá - kiểm định. Quy trình gồm 5 bước: (1) tổng quan lý thuyết và phác thảo thang đo từ tài liệu; (2) phỏng vấn sâu để hiệu chỉnh khái niệm và câu chữ; (3) khảo sát thử với khoảng 120 đối tượng nhằm sàng lọc thang đo; (4) khảo sát chính thức trong giai đoạn 01/2025–12/2025 để kiểm định mô hình; và (5) phân tích SEM, kiểm định điều tiết bằng PROCESS và các kiểm định bổ sung phục vụ phân biện.

3.2. Nghiên cứu định tính và phát triển thang đo

Giai đoạn định tính sử dụng phỏng vấn sâu bán cấu trúc với 20 nhà sáng lập Gen Z và 8 nhà đầu tư/người hướng dẫn, được chọn theo phương pháp chủ đích kết hợp qua câu tuyệt, bảo đảm độ phủ ba miền Bắc - Trung - Nam và đa lĩnh vực. Mục tiêu của giai đoạn này là: (1) kiểm tra sự phù hợp khái niệm trong bối cảnh Việt Nam; (2) hiệu chỉnh câu chữ của các mục tin hiệu gọi vốn và hiệu quả huy động vốn theo ngôn ngữ mà người khởi nghiệp có thể tự đánh giá; (3) rà soát tính bao quát của thang đo; và (4) loại bỏ những cách diễn đạt dễ gây hiểu sai. Dữ liệu định tính được mã hóa theo chủ đề, đối chiếu với tài liệu gốc về tín hiệu gọi vốn, văn hóa rủi ro và cam kết của nhà sáng lập trước khi chốt bảng hỏi Pilot (Ahlers và cộng sự, 2015; Banks, 2012; Vismara, 2016).

3.3. Mẫu nghiên cứu và thu thập dữ liệu

Đối tượng khảo sát là cá nhân Gen Z từ 18 đến 28 tuổi, giữ vai trò sáng lập, đồng sáng lập hoặc thành viên nòng cốt trong doanh nghiệp khởi nghiệp tại Việt Nam và đã, đang, hoặc chuẩn bị huy động vốn trong 24 tháng gần nhất. Mẫu được chọn theo phương pháp phi xác suất, kết hợp chọn chủ đích và lan truyền. Bảng hỏi được triển khai trực tuyến và trực tiếp tại các sự kiện khởi nghiệp, trường đại học, mạng lưới nhà sáng lập, vườn ươm và cộng đồng khởi nghiệp trên cả nước. Khảo sát thử thu khoảng 120 phản hồi. Khảo sát chính thức thu 420 phiếu hợp lệ sau khi loại các trường hợp thiếu thông tin, trùng lặp hoặc không đúng tiêu chí.

3.4. Thang đo và biến đo lường

Các khái niệm được đo lường bằng thang Likert 5 mức, trong đó 1 là hoàn toàn không đồng ý và 5 là hoàn toàn đồng ý (Likert, 1932). Văn hóa chấp nhận rủi ro cấp cộng đồng và văn hóa chấp nhận rủi ro cấp cá nhân được xây dựng trên nền tảng Banks (2012); định hướng rủi ro được tham khảo từ dòng nghiên cứu về định hướng khởi nghiệp và khuynh hướng chấp nhận rủi ro (Covin & Slevin, 1989; Lumpkin & Dess, 1996); hiểu biết tài chính được phát triển từ nội hàm hiểu biết tài chính và đối chiếu với Phan Hữu Nghị và cộng sự (2024) trong bối cảnh người trẻ Việt Nam; tín hiệu gọi vốn kế thừa logic tín hiệu trong Ahlers và cộng sự (2015), Mollick (2014) và Vismara (2016); thể chế và hạ tầng hỗ trợ dựa trên góc nhìn thể chế của Li và Zahra (2012) kết hợp bối cảnh chính sách Việt Nam; hiệu quả huy động vốn dựa trên Mollick (2014) và Metrick và Yasuda (2021). Sau phỏng vấn định tính và khảo sát thử, các phát biểu được điều chỉnh câu chữ để phù hợp trải nghiệm gọi vốn của Gen Z nhưng giữ nguyên nội hàm lý thuyết. Cần lưu ý tín hiệu gọi vốn và hiệu quả huy động vốn được đo dưới dạng tự báo cáo; do đó chúng phản ánh đánh giá cảm nhận của người trả lời về chất

lượng tín hiệu và hiệu quả huy động vốn gần nhất, không phải số liệu kiểm toán hay hồ sơ đầu tư được xác thực độc lập.

Bảng 1.

Thang đo các yếu tố nghiên cứu

Yếu tố	Mã biến	Phát biểu đo lường
VCRCN	VCRCN1	Tôi sẵn sàng mạo hiểm để theo đuổi cơ hội lớn.
	VCRCN2	Tôi không sợ thất bại nếu học được điều gì đó.
	VCRCN3	Tôi chủ động tìm kiếm phản hồi dù rủi ro bị chê bai.
	VCRCN4	Tôi dám đặt mục tiêu tham vọng dù nhiều bất định.
	VCRCN5	Có sự kiện chia sẻ thất bại diễn ra thường xuyên.
RTO	RTO1	Tôi chọn phương án rủi ro hơn khi kỳ vọng lợi nhuận cao.
	RTO2	Tôi sẵn sàng thử chiến lược mới dù chưa chắc chắn.
	RTO3	Tôi chấp nhận biến động để đạt tăng trưởng nhanh.
	RTO4	Tôi sẵn sàng chuyển hướng chiến lược khi tín hiệu thị trường thay đổi.
FLIT	FLIT1	Tôi hiểu các khái niệm tài chính cơ bản.
	FLIT2	Tôi biết cấu trúc thỏa thuận đầu tư cơ bản.
	FLIT3	Tôi có thể lập kế hoạch tài chính và dự báo dòng tiền.
	FLIT4	Tôi hiểu mức độ pha loãng cổ phần và cách quản lý cơ cấu sở hữu.
	FLIT5	Tôi biết đọc báo cáo tài chính cơ bản.
	FLIT6	Tôi hiểu định giá cơ bản.
SIG	SIG1	Hồ sơ gọi vốn của tôi rõ ràng, dễ hiểu.
	SIG2	Đội ngũ của tôi có kinh nghiệm phù hợp.
	SIG3	Có bằng chứng về kết quả bước đầu.
	SIG4	Thông tin tài chính và chỉ số hoạt động minh bạch; cơ cấu cổ phần hợp lý.
	SIG5	Có sự bảo trợ hoặc mạng lưới hỗ trợ.
	SIG6	Sản phẩm mẫu đã sẵn sàng và được kiểm chứng.
INST	INST1	Thủ tục/luật hỗ trợ khởi nghiệp tại địa phương tôi rõ ràng.
	INST2	Hạ tầng số/thanh toán thuận tiện.

Yếu tố	Mã biến	Phát biểu đo lường
	INST3	Dịch vụ hỗ trợ tiếp cận được.
	INST4	Tiếp cận vốn và ưu đãi địa phương tương đối thuận lợi.
HVK	HVK1	Tỷ lệ vốn đạt/mục tiêu của vòng gọi vốn gần nhất.
	HVK2	Tốc độ đóng vòng gọi vốn so với kế hoạch.
	HVK3	Số lượng nhà đầu tư tham gia và quy mô vòng gọi vốn.
	HVK4	Chi phí huy động vốn (phí, thời gian đàm phán) ở mức hợp lý.

Ghi chú: VCRCĐ: văn hóa chấp nhận rủi ro cấp cộng đồng; VCRCN: văn hóa chấp nhận rủi ro cấp cá nhân; RTO: định hướng rủi ro; FLIT: hiểu biết tài chính; SIG: tín hiệu gọi vốn; INST: thể chế và hạ tầng hỗ trợ; HVK: hiệu quả huy động vốn.

3.5. Kỹ thuật phân tích

Dữ liệu được làm sạch và kiểm tra giá trị thiếu, điểm ngoại lai trước khi phân tích. Độ tin cậy thang đo được đánh giá bằng Cronbach's Alpha và tương quan biến-tổng. Cấu trúc nhân tố được phân tích qua EFA, CFA và mô hình cấu trúc tuyến tính. Vai trò điều tiết của thể chế và hạ tầng hỗ trợ được kiểm định bằng PROCESS. Nghiên cứu thực hiện Bootstrap 5.000 mẫu để kiểm định vai trò trung gian của tín hiệu gọi vốn, kiểm định Harman một nhân tố để xem xét sai lệch phương pháp chung, hồi quy có biến kiểm soát, kiểm định theo vai trò và phân tích theo kênh gọi vốn.

4. Kết quả nghiên cứu

4.1. Thống kê mô tả mẫu

Mẫu nghiên cứu gồm 420 quan sát hợp lệ. Về giới tính, nam chiếm 63,1% và nữ chiếm 36,9%. Nhóm tuổi 23–26 chiếm tỷ lệ cao nhất (38,1%), tiếp theo là 27–28 tuổi (35,0%), và 18–22 tuổi (25,0%). Về vai trò trong Startup, thành viên nòng cốt chiếm 51,9%, đồng sáng lập chiếm 34,0%, và sáng lập chiếm 14,0%; do đó, nghiên cứu này sử dụng cách gọi thận trọng là “cá nhân Gen Z giữ vai trò sáng lập, đồng sáng lập hoặc thành viên nòng cốt” thay vì mặc định đồng nhất toàn bộ mẫu với nhóm sáng lập.

Về kênh huy động vốn, gọi vốn cộng đồng chiếm tỷ lệ cao nhất, tiếp đến là nhà đầu tư thiên thần, chương trình tăng tốc và ươm tạo, và quỹ đầu tư. Các lĩnh vực phổ biến gồm thương mại điện tử, nông nghiệp, giáo dục, công nghệ thông tin và y tế.

Bảng 2.

Thống kê mô tả mẫu nghiên cứu (N = 420)

Biến	Nhóm	Tần số (n)	Tỷ lệ (%)
Giới tính	Nam	265	63,1
	Nữ	155	36,9
Độ tuổi	18–22	105	25,0
	23–26	160	38,1

Biến	Nhóm	Tần số (n)	Tỷ lệ (%)
	27–28	147	35,0
	Khác	8	1,9
Vai trò	Sáng lập	59	14,0
	Đồng sáng lập	143	34,0
	Thành viên nòng cốt	218	52,0
Giai đoạn phát triển	Ý tưởng	50	11,9
	Sản phẩm mẫu/kiểm chứng	109	26,0
	Có doanh thu ban đầu	185	44,0
	Tăng trưởng	76	18,1
Tình trạng gọi vốn	Đã gọi vốn thành công	130	31,0
	Đang gọi vốn	151	36,0
	Chuẩn bị gọi vốn	139	33,0
Kênh gọi vốn	Chương trình tăng tốc khởi nghiệp/ươm tạo	55	13,1
	Gọi vốn cộng đồng	176	41,9
	Nhà đầu tư thiên thần	151	36,0
	Quỹ VC/PE	38	9,0
Lĩnh vực	Thương mại điện tử	118	28,1
	Nông nghiệp	84	20,0
	Giáo dục	67	16,0
	CNTT/SaaS	59	14,0
	Y tế	50	11,9
	Khác	42	10,0

4.2. Đánh giá thang đo và mô hình đo lường

Thống kê cho thấy các thang đo về văn hóa chấp nhận rủi ro và hiểu biết tài chính có mức trung bình tương đối cao (khoảng 3,5–4,0), trong khi các chỉ báo về thể chế và hạ tầng hỗ trợ được đánh giá thấp hơn (xấp xỉ 2,55–2,58), phản ánh cảm nhận còn nhiều rào cản trong môi trường hỗ trợ Startup.

Kết quả kiểm định độ tin cậy cho thấy các thang đo nhìn chung đạt yêu cầu; tuy nhiên, để đảm bảo tính nhất quán nội tại trước khi thực hiện EFA/CFA/SEM, nghiên cứu đã loại 4 biến quan sát gồm VCRC5, VCRCN3, FLIT6 và SIG2 do không đạt tiêu chí sàng lọc theo tương quan biến-tổng hiệu chỉnh và/hoặc không cải thiện độ tin cậy thang đo. Sau sàng lọc, bộ thang đo chính thức còn 29 biến quan sát để đưa vào các bước phân tích tiếp theo.

Bảng 3.

Kết quả kiểm định Cronbach's Alpha

Khái niệm	Số biến (sau sàng lọc)	Cronbach's Alpha	Ghi chú
VCRCĐ	4	0,883	Loại VCRCĐ5
VCRCN	3	0,894	Loại VCRCN3
RTO	4	0,892	Không loại biến
FLIT	5	0,908	Loại FLIT6
SIG	5	0,882	Loại SIG2
INST	4	0,912	Không loại biến
HVK	4	0,873	Không loại biến

Ghi chú: VCRCĐ: văn hóa chấp nhận rủi ro cấp cộng đồng; VCRCN: văn hóa chấp nhận rủi ro cấp cá nhân; RTO: định hướng rủi ro; FLIT: hiểu biết tài chính; SIG: tín hiệu gọi vốn; INST: thể chế và hạ tầng hỗ trợ; HVK: hiệu quả huy động vốn.

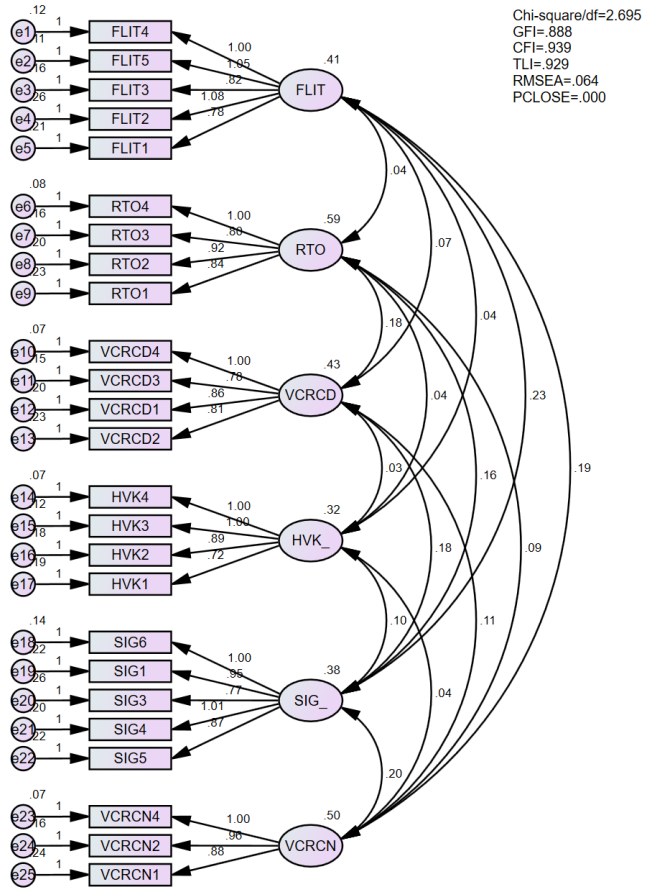
Phân tích EFA cho thấy dữ liệu phù hợp để rút trích nhân tố với KMO = 0,860 (> 0,5) và kiểm định Bartlett có ý nghĩa thống kê ($p < 0,001$). Tổng phương sai trích đạt 68,42% (> 50%), đáp ứng yêu cầu giải thích biến thiên của bộ dữ liệu. Kết quả rút trích cho thấy cấu trúc nhân tố phù hợp để chuyển sang bước CFA nhằm kiểm định mô hình đo lường.

Bảng 4.

Tổng phương sai trích của các nhân tố trong EFA

Nhân tố	Giá trị riêng	% ban đầu	Lũy tích ban đầu	% sau trích	Lũy tích sau trích
1	7,458	29,831	29,831	28,581	28,581
2	3,442	13,769	43,600	12,666	41,247
3	2,843	11,370	54,970	10,120	51,367
4	2,111	8,443	63,413	7,290	58,657
5	1,741	6,965	70,378	5,976	64,634
6	1,274	5,094	75,472	3,786	68,420

INST được xử lý như biến điều tiết và được kiểm định riêng bằng PROCESS trên biến tổng hợp; vì vậy các bảng EFA, CFA, CR, AVE và Fornell–Larcker dưới đây chỉ báo cáo 6 cấu trúc của mô hình đo lường chính gồm VCRCĐ, VCRCN, RTO, FLIT, SIG và HVK. Đây cũng là lý do EFA rút trích 6 nhân tố thay vì 7 cấu trúc của toàn mô hình nghiên cứu.



Ghi chú: VCRCD: văn hóa chấp nhận rủi ro cấp cộng đồng; VCRCN: văn hóa chấp nhận rủi ro cấp cá nhân; RTO: định hướng rủi ro; FLIT: hiểu biết tài chính; SIG: tín hiệu gọi vốn; HVK: hiệu quả huy động vốn.

Hình 2. Mô hình đo lường (CFA) chuẩn hóa của các thang đo trong nghiên cứu

Kết quả CFA cho thấy mô hình đo lường đạt mức phù hợp chấp nhận được với dữ liệu (CMIN/DF = 2,695; GFI = 0,888; CFI = 0,939; TLI = 0,929; RMSEA = 0,064). Đồng thời, các thang đo đạt giá trị hội tụ ($CR > 0,7$; $AVE > 0,5$). Tiêu chí Fornell–Larcker cũng được thỏa mãn khi căn bậc hai AVE của từng khái niệm lớn hơn tương quan với các khái niệm còn lại, đồng thời $MSV < AVE$, cho thấy giá trị phân biệt được bảo đảm.

Bảng 5.

Giá trị hội tụ/phân biệt của thang đo

Thang đo	Độ tin cậy tổng hợp	Phương sai trích trung bình	Phương sai chung lớn nhất	Độ tin cậy tối đa
FLIT	0,913	0,680	0,355	0,926
RTO	0,918	0,738	0,126	0,934
VCRCĐ	0,887	0,665	0,210	0,916
HVK	0,879	0,649	0,079	0,904
SIG	0,884	0,605	0,355	0,893
VCRCN	0,897	0,745	0,202	0,919

Ghi chú: VCRCĐ: văn hóa chấp nhận rủi ro cấp cộng đồng; VCRCN: văn hóa chấp nhận rủi ro cấp cá nhân; RTO: định hướng rủi ro; FLIT: hiểu biết tài chính; SIG: tín hiệu gọi vốn; HVK: hiệu quả huy động vốn.

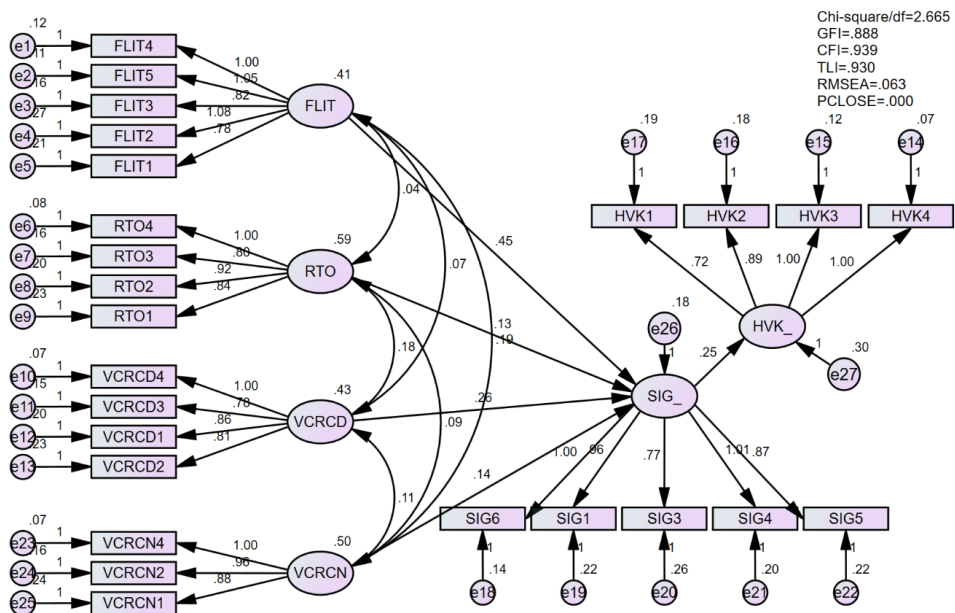
Bảng 6.

Ma trận tương quan và căn bậc hai AVE

	FLIT	RTO	VCRCĐ	HVK	SIG	VCRCN
FLIT	0,825					
RTO	0,088	0,859				
VCRCĐ	0,171	0,354	0,815			
HVK	0,117	0,093	0,076	0,805		
SIG	0,596	0,334	0,458	0,281	0,778	
VCRCN	0,421	0,175	0,236	0,111	0,449	0,863

Ghi chú: VCRCĐ: văn hóa chấp nhận rủi ro cấp cộng đồng; VCRCN: văn hóa chấp nhận rủi ro cấp cá nhân; RTO: định hướng rủi ro; FLIT: hiểu biết tài chính; SIG: tín hiệu gọi vốn; HVK: hiệu quả huy động vốn.

4.3. Kết quả mô hình cấu trúc và kiểm định giả thuyết



Ghi chú: VCRCĐ: văn hóa chấp nhận rủi ro cấp cộng đồng; VCRCN: văn hóa chấp nhận rủi ro cấp cá nhân; RTO: định hướng rủi ro; FLIT: hiểu biết tài chính; SIG: tín hiệu gọi vốn; HVK: hiệu quả huy động vốn.

Hình 3. Mô hình cấu trúc tuyến tính (SEM)

Kết quả SEM cho thấy các quan hệ cấu trúc đều mang dấu dương và có ý nghĩa thống kê ($p < 0,001$). Cụ thể: FLIT → SIG ($\beta = 0,465$); RTO → SIG ($\beta = 0,166$); VCRCĐ → SIG ($\beta = 0,280$); VCRCN → SIG ($\beta = 0,158$); và SIG → HVK ($\beta = 0,272$).

Bảng 7.

Kết quả kiểm định giả thuyết trong mô hình cấu trúc (SEM)

Giả thuyết	Quan hệ	Hệ số hồi quy chuẩn hóa	Mức ý nghĩa	Kết luận
H _{1d}	FLIT → SIG	0,465	< 0,001	Chấp nhận
H _{1c}	RTO → SIG	0,166	< 0,001	Chấp nhận
H _{1a}	VCRCĐ → SIG	0,280	< 0,001	Chấp nhận
H _{1b}	VCRCN → SIG	0,158	< 0,001	Chấp nhận
H ₂	SIG → HVK	0,272	< 0,001	Chấp nhận

Ghi chú: VCRCĐ: văn hóa chấp nhận rủi ro cấp cộng đồng; VCRCN: văn hóa chấp nhận rủi ro cấp cá nhân; RTO: định hướng rủi ro; FLIT: hiểu biết tài chính; SIG: tín hiệu gọi vốn; HVK: hiệu quả huy động vốn.

Về năng lực giải thích, các biến FLIT, RTO, VCRCĐ, VCRCN giải thích 53,0% biến thiên của SIG ($R^2 = 0,530$); trong khi SIG giải thích 7,4% biến thiên của HVK ($R^2 = 0,074$), gợi ý hiệu quả huy động vốn còn chịu ảnh hưởng từ các yếu tố khác chưa đưa vào mô hình.

4.4. Kiểm định bổ sung vai trò trung gian của tín hiệu gọi vốn

Nghiên cứu thực hiện thêm kiểm định Bootstrap 5.000 mẫu trên các biến tổng hợp sau sàng lọc. Kết quả cho thấy tác động gián tiếp của VCRCĐ, VCRCN, RTO và FLIT lên HVK thông qua SIG đều dương và khoảng tin cậy 95% không chứa 0. Trong mô hình có đồng thời 4 biến đầu vào và SIG, hệ số trực tiếp từ SIG đến HVK vẫn có ý nghĩa ($\beta = 0,276$; $p < 0,001$), trong khi các đường trực tiếp từ 4 biến đầu vào đến HVK không còn có ý nghĩa thống kê ($p > 0,05$), hàm ý xu hướng trung gian chủ yếu thông qua SIG trên dữ liệu tổng hợp.

Bảng 8.

Kiểm định Bootstrap 5.000 mẫu cho tác động gián tiếp của tín hiệu gọi vốn

Đường gián tiếp	Hệ số gián tiếp	Khoảng tin cậy 95%	Kết luận
VCRCĐ → SIG → HVK	0,067	[0,033; 0,106]	Có ý nghĩa
VCRCN → SIG → HVK	0,036	[0,011; 0,069]	Có ý nghĩa
RTO → SIG → HVK	0,050	[0,022; 0,083]	Có ý nghĩa
FLIT → SIG → HVK	0,122	[0,063; 0,182]	Có ý nghĩa

Ghi chú: VCRCĐ: văn hóa chấp nhận rủi ro cấp cộng đồng; VCRCN: văn hóa chấp nhận rủi ro cấp cá nhân; RTO: định hướng rủi ro; FLIT: hiểu biết tài chính; SIG: tín hiệu gọi vốn; HVK: hiệu quả huy động vốn.

4.5. Kiểm định vai trò điều tiết của thể chế và hạ tầng hỗ trợ

Vai trò điều tiết của INST trong mối quan hệ SIG → HVK được kiểm định bằng Macro PROCESS (Mô hình 1) với biến phụ thuộc HVK, biến tác động SIG, biến điều tiết INST, và biến tương tác SIG × INST; cỡ mẫu sử dụng là 420. Kết quả kiểm định điều tiết cho thấy hệ số tương tác SIG × INST có ý nghĩa thống kê ($B = 0,131$; $SE = 0,019$; $t = 6,938$; $p < 0,001$; CI 95% [0,094; 0,168]), hàm ý INST điều tiết theo hướng làm mạnh tác động của SIG lên HVK. Bổ sung biến tương tác làm tăng năng lực giải thích thêm $\Delta R^2 = 0,018$ ($F = 48,133$; $df = 1$; 416; $p < 0,001$), xác nhận hiệu ứng điều tiết là có ý nghĩa. Phân tích tác động có điều kiện cho thấy khi INST thấp, trung bình và cao, tác động của SIG lên HVK lần lượt là 0,732; 0,830; 0,928 (đều $p < 0,001$), nghĩa là INST càng cao thì SIG càng phát huy hiệu quả trong việc nâng HVK.

Bảng 9.

Kết quả kiểm định vai trò điều tiết

Biến	Hệ số	Sai số chuẩn	Giá trị t	Mức ý nghĩa	Khoảng tin cậy 95%
SIG	0,830	0,022	37,054	< 0,001	0,786–0,874
INST	0,841	0,018	45,861	< 0,001	0,805–0,877
SIG × INST	0,131	0,019	6,938	< 0,001	0,094–0,168

Ghi chú: SIG: tín hiệu gọi vốn; INST: thể chế và hạ tầng hỗ trợ.

Bảng 10.

Hiệu ứng biên của tín hiệu gọi vốn đối với hiệu quả huy động vốn theo các mức của thể chế và hạ tầng hỗ trợ (INST)

Mức INST	Tác động	Sai số chuẩn	Giá trị t	Mức ý nghĩa	Khoảng tin cậy 95%
Thấp (-0,751)	0,732	0,028	26,137	< 0,001	0,677–0,787
Trung bình (0,000)	0,830	0,022	37,054	< 0,001	0,786–0,874
Cao (0,751)	0,928	0,025	37,220	< 0,001	0,879–0,977

4.6. Kiểm định bổ sung độ vững của kết quả

Khi thêm các biến kiểm soát về vai trò, giai đoạn phát triển, kênh gọi vốn, lĩnh vực và tình trạng gọi vốn vào mô hình hồi quy, tác động của SIG lên HVK vẫn dương và có ý nghĩa ($\beta = 0,239$; $p < 0,001$); đồng thời, các tác động của VCRCN, VCRCN, RTO và FLIT lên SIG vẫn giữ nguyên hướng và ý nghĩa, trong đó FLIT tiếp tục là biến có cường độ mạnh nhất ($\beta = 0,452$; $p < 0,001$).

Kiểm định ANOVA theo vai trò cho thấy không có khác biệt có ý nghĩa thống kê về SIG ($F = 0,455$; $p = 0,634$) và HVK ($F = 0,807$; $p = 0,447$) giữa nhóm sáng lập, đồng sáng lập và thành viên nòng cốt, cho phép xem mẫu như “đội ngũ sáng lập mở rộng” trong bối cảnh nghiên cứu này. Kiểm định Harman một nhân tố cho thấy nhân tố đầu tiên chỉ giải thích 29,831% phương sai, thấp hơn ngưỡng 50%, nên sai lệch phương pháp chung không có dấu hiệu chi phối kết quả.

Khi loại nhóm “chuẩn bị gọi vốn”, SIG vẫn tác động dương đến HVK ($\beta = 0,138$; $p = 0,021$); FLIT, VCRCN và RTO vẫn giữ ý nghĩa thống kê trong mô hình dự báo SIG, trong khi tác động của VCRCN suy giảm và không còn có ý nghĩa ở mức 5%. Cuối cùng, phân tích khám phá theo kênh gọi vốn gợi ý rằng quan hệ SIG → HVK mạnh nhất ở nhóm gọi vốn cộng đồng ($\beta = 0,364$; $p < 0,001$), trong khi chưa đạt ý nghĩa ở nhóm nhà đầu tư thiên thần, nhóm chương trình tăng tốc khởi nghiệp và quỹ đầu tư mạo hiểm do cỡ mẫu nhỏ hơn; vì vậy, kết quả này chỉ nên hiểu như bằng chứng gợi ý ban đầu.

5. Thảo luận và hàm ý

5.1. Thảo luận kết quả

Kết quả mô hình cấu trúc tuyến tính cho thấy tín hiệu gọi vốn giữ vai trò trung tâm, vì vừa chịu tác động từ các yếu tố nền, vừa ảnh hưởng trực tiếp đến hiệu quả huy động vốn. Theo lý thuyết tín hiệu, chất lượng nội tại của doanh nghiệp khởi nghiệp chỉ có thể phát huy tác dụng khi được chuyển thành những thông tin mà nhà đầu tư có thể quan sát, kiểm chứng và diễn giải.

Trong các yếu tố dự báo tín hiệu gọi vốn, hiểu biết tài chính có tác động mạnh nhất. Kết quả này cho thấy năng lực tài chính của người sáng lập giữ vai trò quan trọng trong việc nâng cao chất lượng thông tin gửi tới nhà đầu tư. Năng lực đó thể hiện ở khả năng lập kế hoạch dòng tiền, dự báo tài chính, xây dựng cấu trúc gọi vốn và chuẩn hóa thông tin về nhu cầu vốn, định giá và phương án sử dụng

vốn, qua đó làm tăng tính nhất quán và minh bạch của hồ sơ gọi vốn (Ahlers và cộng sự, 2015; Vismara, 2016). Kết quả này phù hợp với nhận định rằng kỷ luật tài chính, minh bạch thông tin và khả năng giải trình bằng dữ liệu là những căn cứ đáng tin cậy trong huy động vốn (Vismara, 2016).

Kết quả nghiên cứu cũng cho thấy văn hóa chấp nhận rủi ro ở cả cấp cộng đồng và cấp cá nhân đều tác động cùng chiều đến tín hiệu gọi vốn. Điều này cho thấy văn hóa không chỉ ảnh hưởng đến thái độ đối với rủi ro mà còn chi phối cách công bố thông tin và cách người sáng lập tương tác với thị trường vốn. Khi môi trường xã hội khoan dung hơn với thất bại và khuyến khích đổi mới, doanh nghiệp khởi nghiệp có xu hướng chủ động thử nghiệm, tích lũy kinh nghiệm và chuyên hóa các trải nghiệm đó thành thông tin rõ ràng hơn (Banks, 2012; Dai & Nahata, 2016).

Tuy nhiên, khả năng giải thích của mô hình đối với hiệu quả huy động vốn còn thấp, cho thấy tín hiệu gọi vốn mới chỉ phản ánh một phần cơ chế tạo lập kết quả. Hiệu quả huy động vốn còn chịu tác động của nhiều yếu tố khác như tăng trưởng, mức độ đón nhận của thị trường, sự phù hợp của mô hình kinh doanh, năng lực triển khai và mạng lưới quan hệ (Mollick, 2014). Kết quả kiểm định bổ sung cũng cho thấy chất lượng thể chế và hạ tầng hỗ trợ làm tăng tác động của tín hiệu gọi vốn lên hiệu quả huy động vốn, nghĩa là cùng một tín hiệu có thể phát huy khác nhau giữa các bối cảnh thể chế khác nhau (Li & Zahra, 2012; Huang và cộng sự, 2023).

5.2. Hàm ý quản trị

Đối với doanh nghiệp khởi nghiệp Gen Z, kết quả nghiên cứu cho thấy cần ưu tiên nâng cao hiểu biết tài chính và chuẩn hóa thông tin tài chính theo hướng minh bạch, nhất quán, dễ đánh giá. Doanh nghiệp cần xây dựng hệ thống chỉ số phản ánh mức độ đón nhận của thị trường và tiến độ tăng trưởng, duy trì báo cáo định kỳ để tạo căn cứ rõ ràng khi huy động vốn. Mô hình tài chính cũng cần gắn với chiến lược tăng trưởng và nhu cầu vốn theo từng giai đoạn, đồng thời làm rõ cấu trúc sở hữu, phương án pha loãng và hồ sơ liên quan đến pháp lý, tài chính, vận hành và thị trường. Tham gia chương trình ươm tạo, rèn luyện kỹ năng trình bày và nhận cố vấn chuyên môn cũng giúp nâng cao độ tin cậy của thông tin trước nhà đầu tư.

Đối với nhà đầu tư và các nền tảng hỗ trợ huy động vốn, cần xây dựng cơ chế đánh giá tín hiệu theo tiêu chuẩn để hạn chế sai lệch trong nhận định, nhất là với nhóm nhà sáng lập trẻ. Quy trình thẩm định cần được chuẩn hóa về tiêu chí và mức công bố thông tin tối thiểu nhằm tạo cơ sở so sánh giữa các dự án và giảm rủi ro thông tin bị phóng đại. Hoạt động hậu kiểm dựa trên dữ liệu và các mốc cam kết cũng cần được tăng cường để kiểm soát tác động của hiệu ứng lan truyền và tâm lý đám đông.

5.3. Hàm ý chính sách

Về hàm ý chính sách, kết quả nghiên cứu cho thấy chất lượng thể chế và hạ tầng hỗ trợ là điều kiện quan trọng để tín hiệu thị trường được chuyên hóa hiệu quả hơn thành kết quả huy động vốn. Vì vậy, chính sách cần ưu tiên củng cố độ tin cậy của hệ sinh thái và giảm chi phí giao dịch trong toàn bộ quá trình gọi vốn. Trọng tâm là nâng cao hiệu lực thực thi các chương trình hỗ trợ khởi nghiệp đổi mới sáng tạo, bảo đảm sự liên kết giữa ươm tạo, tăng tốc, kết nối nhà đầu tư và hỗ trợ pháp lý nhằm tăng tính minh bạch trong thẩm định và giao dịch.

Chính sách hỗ trợ doanh nghiệp nhỏ và vừa khởi nghiệp sáng tạo cần được triển khai theo hướng tạo thuận lợi cho tiếp cận vốn và chuẩn hóa quản trị. Việc giảm rào cản thủ tục và nâng chuẩn quản trị có thể trực tiếp cải thiện chất lượng thông tin doanh nghiệp cung cấp cho thị trường. Các chương

trình phát triển thanh niên cũng cần gắn chặt hơn với hoạt động bồi dưỡng năng lực tài chính và quản trị cho người trẻ khởi nghiệp. Cùng với đó, cần thúc đẩy phát triển cơ sở dữ liệu thị trường, chuẩn báo cáo và dịch vụ hỗ trợ thẩm định để giảm chênh lệch thông tin và nâng hiệu quả quyết định đầu tư. Trọng tâm chính sách nên hướng vào tăng tính minh bạch, giảm chi phí giao dịch và nâng chất lượng kết nối giữa doanh nghiệp khởi nghiệp với nhà đầu tư.

6. Kết luận, hạn chế và hướng nghiên cứu tiếp theo

Kết quả nghiên cứu cho thấy văn hóa chấp nhận rủi ro ở cấp cộng đồng và cấp cá nhân, định hướng rủi ro, và đặc biệt là hiểu biết tài chính, đều tác động cùng chiều đến tín hiệu gọi vốn. Trong đó, hiểu biết tài chính là yếu tố có tác động mạnh nhất. Tín hiệu gọi vốn tác động tích cực đến hiệu quả huy động vốn, và tác động này mạnh hơn khi chất lượng thể chế và hạ tầng hỗ trợ thuận lợi. Các kiểm định bổ sung tiếp tục củng cố nhận định rằng tín hiệu gọi vốn giữ vai trò trung gian quan trọng trong quá trình chuyển các đặc điểm nền của doanh nghiệp khởi nghiệp thành kết quả huy động vốn.

Nghiên cứu vẫn còn một số hạn chế cần được xem xét thận trọng. *Thứ nhất*, dữ liệu được thu thập theo thiết kế cắt ngang và chủ yếu dựa trên tự báo cáo, nên khả năng suy luận quan hệ nhân quả và mức độ khách quan của các biến nghiên cứu còn hạn chế. Các nghiên cứu tiếp theo cần kết hợp dữ liệu theo thời gian hoặc dữ liệu từ nhiều nguồn. *Thứ hai*, mẫu nghiên cứu được chọn theo phương pháp phi xác suất và tập trung nhiều vào nhóm đồng sáng lập, thành viên nòng cốt, nên kết quả phù hợp hơn với đội ngũ sáng lập mở rộng. *Thứ ba*, việc loại một số biến quan sát giúp tăng tính nhất quán của thang đo nhưng cũng làm thu hẹp phạm vi phản ánh nội dung. *Thứ tư*, cỡ mẫu giữa các kênh gọi vốn chưa cân đối, vì vậy kết quả theo từng kênh chỉ nên được xem là gợi ý ban đầu.

Tài liệu tham khảo

- Ahlers, G. K. C., Cumming, D., Günther, C., & Schweizer, D. (2015). Signaling in equity crowdfunding. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 39(4), 955-980. <https://doi.org/10.1111/etap.12157>
- Allen & Gledhill. (2025). *Vietnam FinTech regulatory sandbox begins 1 July 2025*. Retrieved from <https://www.allenandgledhill.com/vn/perspectives/articles/30624/vkh-finteregulatory-sandbox-begins-1-july-2025>
- Banks, E. (2012). *Risk culture: A Practical Guide to Building and Strengthening the Fabric of Risk Management*. Palgrave Macmillan. <https://doi.org/10.1057/9781137263728>
- Chính phủ. (2018). *Nghị định số 38/2018/NĐ-CP quy định chi tiết về đầu tư cho doanh nghiệp nhỏ và vừa khởi nghiệp sáng tạo*. Truy cập từ <https://vanban.chinhphu.vn/?docid=193165&pageid=27160>
- Cornelli, G., Doerr, S., Gambacorta, L., & Merrouche, O. (2024). Regulatory sandboxes and fintech funding: Evidence from the UK. *Review of Finance*, 28(1), 203-233. <https://doi.org/10.1093/rof/rfad017>
- Covin, J. G., & Slevin, D. P. (1989). Strategic management of small firms in hostile and benign environments. *Strategic Management Journal*, 10(1), 75-87.

- Dai, N., & Nahata, R. (2016). Cultural differences and cross-border venture capital syndication. *Journal of International Business Studies*, 47, 140-169. <https://doi.org/10.1057/jibs.2015.32>
- Google, Temasek, & Bain & Company. (2024). *e-Conomy SEA 2024: Profits on the rise, harnessing SEA's advance*. Retrieved from https://services.google.com/fh/files/misc/vietnam_e_conomy_sea_2024_report.pdf
- Hossain, M. I., Tabash, M. I., Siow, M. L., Ong, T. S., & Anagreh, S. (2023). Entrepreneurial intentions of Gen Z university students and entrepreneurial constraints in Bangladesh. *Journal of Innovation and Entrepreneurship*, 12. <https://doi.org/10.1186/s13731-023-00279-y>
- Huang, Y. S., Qiu, B., Wu, J., & Yao, J. (2023). Institutional distance, geographic distance, and Chinese venture capital investment: Do networks and trust matter?. *Small Business Economics*, 61, 1795-1844. <https://doi.org/10.1007/s11187-023-00751-9>
- Li, Y., & Zahra, S. A. (2012). Formal institutions, culture, and venture capital activity: A cross-country analysis. *Journal of Business Venturing*, 27(1), 95-111. <https://doi.org/10.1016/j.jbusvent.2010.06.003>
- Likert, R. (1932). A technique for the measurement of attitudes. *Archives of Psychology*, 22(140), 1-55.
- Lumpkin, G. T., & Dess, G. G. (1996). Clarifying the entrepreneurial orientation construct and linking it to performance. *Academy of Management Review*, 21(1), 135-172.
- Metrick, A., & Yasuda, A. (2021). *Venture Capital and the Finance of Innovation (3rd ed)*. Wiley & Sons.
- Mollick, E. R. (2014). The dynamics of crowdfunding: An exploratory study. *Journal of Business Venturing*, 29(1), 1-16. <https://doi.org/10.1016/j.jbusvent.2013.06.005>
- Nguyễn Thị Hạnh, & Nguyễn Duy Hưng. (2024). Ảnh hưởng của tri thức bên ngoài tổ chức tới kết quả đổi mới của doanh nghiệp khởi nghiệp: Vai trò trung gian của khả năng hấp thụ và khả năng nhận biết cơ hội. *Tạp chí Nghiên cứu Kinh tế và Kinh doanh Châu Á*, 35(6), 121-136. <https://doi.org/10.24311/jabes/2024.35.6.3>
- North, D. C. (1990). *Institutions, Institutional Change and Economic Performance*. Cambridge University Press.
- Odong, U. (2026). Regulator coherence, capacity, and collaboration: Applying lessons from Canada and the UK for fintech regulatory sandboxes. *International Journal of Law and Information Technology*, 34, eaaf018. <https://doi.org/10.1093/ijlit/eaaf018>
- Phan Hữu Nghị, Bùi Nhật Quang, & Đào Hải Nam. (2024). Đo lường trình độ dân trí tài chính của sinh viên Việt Nam. *Tạp chí Kinh tế và Phát triển*, 328, 53-62. <https://doi.org/10.33301/JED.VI.1810>
- Spence, M. (1973). Job market signaling. *The Quarterly Journal of Economics*, 87(3), 355-374. <https://doi.org/10.2307/1882010>
- Thủ tướng Chính phủ. (2016). *Quyết định số 844/QĐ-TTg phê duyệt Đề án “Hỗ trợ hệ sinh thái khởi nghiệp đổi mới sáng tạo quốc gia đến năm 2025”*. Truy cập từ <https://vanban.chinhphu.vn/default.aspx?docid=184702&pageid=27160>

- Vismara, S. (2016). Equity retention and crowdfunding success. *Small Business Economics*, 46(4), 579-590. <https://doi.org/10.1007/s11187-016-9710-4>
- Vũ Tuấn Dương, & Nguyễn Hoàng Nam. (2024). Ảnh hưởng của giáo dục khởi nghiệp đối với ý định khởi nghiệp: Vai trò trung gian của tinh thần đổi mới và niềm tin năng lực bản thân. *Tạp chí Nghiên cứu Kinh tế và Kinh doanh Châu Á*, 35(6), 105-120. <https://doi.org/10.24311/jabes/2024.35.6.8>