



Bản tin Forvis Mazars Việt Nam

Góc nhìn chuyên môn

Phương pháp định giá tài sản số: Cẩm nang chiến lược cho quỹ đầu tư mạo hiểm và quỹ tiền mã hóa

**forvis
mazars**

Phương pháp định giá tài sản số: Cẩm nang chiến lược cho quỹ đầu tư mạo hiểm và quỹ tiền mã hóa

Giới thiệu chung

Việt Nam là một trong những thị trường có mức độ chấp nhận tiền mã hóa cao nhất thế giới, với khoảng 17 triệu người dùng và hơn 100 tỷ USD khối lượng giao dịch hàng năm, phần lớn diễn ra trên các nền tảng nước ngoài. Từ năm 2025, Chính phủ đã bắt đầu định hướng đưa hoạt động này vào khuôn khổ trong nước thông qua kế hoạch xây dựng cơ chế thí điểm cho các sàn giao dịch được cấp phép và giám sát.

Luật Công nghệ Số mới yêu cầu các nền tảng tiền mã hóa phải xin giấy phép hoạt động tại địa phương và cung cấp giao dịch trực tiếp bằng đồng Việt Nam kể từ ngày 1 tháng 1 năm 2026. Bên cạnh đó, nền tảng chuỗi khối quốc gia NDACHain cũng được giới thiệu nhằm hỗ trợ giao dịch an toàn. Tính đến quý 1/2026, hồ sơ rà soát của Bộ Tài chính cho thấy năm công ty, bao gồm các đơn vị liên kết của Techcombank, VPBank, Sacombank, VIX Securities và Sun Group, đã vượt qua vòng sơ tuyển ban đầu, trong đó VPBank và Sun Group xác nhận đã nộp hồ sơ xin cấp phép chính thức.

Tài sản số đã phát triển thành một hệ sinh thái đa dạng, bao gồm tiền mã hóa, token tiện ích, token chứng khoán, token không thể thay thế (NFT), các công cụ tài chính phi tập trung (DeFi) và stablecoin. Đối với các quỹ đầu tư mạo hiểm (VC) và quỹ tiền mã hóa, việc định giá chính xác là điều bắt buộc nhằm đưa ra quyết định đầu tư sáng suốt, quản lý danh mục hiệu quả cũng như tuân thủ quy định pháp lý. Khác với tài sản truyền thống, tài sản số đặt ra những thách thức riêng biệt như biến động mạnh, cấu trúc tokenomics phức tạp và khung pháp lý liên tục thay đổi. Cẩm nang này sẽ phân loại các nhóm tài sản số chủ yếu, xem xét các phương pháp định giá phù hợp với từng loại tài sản, đồng thời trình bày Lý thuyết về số lượng tiền (Quantity Theory of Money - QTM) như một khung chiến lược để phân tích kinh tế học token.

Phương pháp định giá tài sản số

1. Các loại tài sản số và đặc điểm

Loại tài sản	Định nghĩa	Yếu tố thúc đẩy giá trị
Tiền mã hóa	Token gốc của blockchain (ví dụ: BTC, ETH) dùng làm phương tiện trao đổi hoặc lưu trữ giá trị.	Bảo mật mạng lưới, mức độ ứng dụng, độ khan hiếm.
Token tiện ích	Token cung cấp quyền truy cập vào nền tảng hoặc dịch vụ (ví dụ: token quản trị).	Khối lượng sử dụng nền tảng, độ co giãn của nhu cầu.
Token chứng khoán	Đại diện trên blockchain cho cổ phần, trái phiếu hoặc tài sản thực.	Giá trị tài sản cơ sở, tuân thủ pháp lý.
NFTs	Token không thể thay thế đại diện cho tài sản số độc nhất (nghệ thuật, sưu tập).	Uy tín người tạo, độ hiếm, nhu cầu cộng đồng.
Token DeFi	Token gắn liền với các giao thức tài chính phi tập trung (ví dụ: cho vay, cung cấp thanh khoản).	Tổng giá trị khóa (TVL - Total Value Locked), doanh thu giao thức.
Stablecoin	Token neo giá vào tiền pháp định hoặc tài sản để duy trì sự ổn định giá.	Dự trữ đảm bảo, độ ổn định neo giá, thanh khoản.

Phương pháp định giá tài sản số

2. Phương pháp định giá theo loại tài sản

Tiền mã hóa

- **Thị trường:** Giá trung bình theo khối lượng (VWAP) trên các sàn lớn.
- **Chỉ số mạng lưới:** Định luật Metcalfe (giá trị mạng lưới tỉ lệ với bình phương số người dùng), Tỷ lệ NVT (Giá trị mạng lưới trên khối lượng giao dịch được tính bằng vốn hóa thị trường chia cho khối lượng giao dịch hàng ngày).
- **Áp dụng QTM:**

$$MV = PQ$$

M = lượng tiền, V = tốc độ lưu chuyển,

P = mức giá, Q = khối lượng giao dịch

- Tốc độ lưu chuyển cao làm giảm giá trị token trừ khi nhu cầu tăng tương ứng.

Token tiện ích

- **Phương pháp thu nhập:** Chiết khấu dòng tiền từ phí nền tảng hoặc phần thưởng staking.
- **Phân tích tokenomics:** Lịch trình vesting, cơ chế đốt token.
- **Góc nhìn QTM:** Tốc độ lưu chuyển thấp (nhờ staking) hỗ trợ định giá cao hơn.

Token chứng khoán

- **Phân tích so sánh:** Đối chiếu với các công cụ cổ phần hoặc nợ tương tự.
- **Phương pháp thu nhập:** Dự phóng cổ tức hoặc trái tức chiết khấu về giá trị hiện tại.
- **Phân bù rủi ro pháp lý:** Điều chỉnh theo chi phí tuân thủ và rủi ro khu vực pháp lý.

NFTs

- **Thị trường:** Phân tích giá sàn trên các nền tảng giao dịch.
- **Yếu tố định tính:** Uy tín người tạo, độ hiếm, mức độ tham gia cộng đồng.
- **So sánh giao dịch tương tự:** Dữ liệu đấu giá lịch sử của các tài sản tương đồng.

Token DeFi

- **Chỉ số giá trị mạng lưới:** TVL, bội số doanh thu giao thức.
- **Phương pháp thu nhập:** Dự phóng thu phí từ cho vay hoặc cung cấp thanh khoản.
- **Điều chỉnh rủi ro:** Kiểm toán hợp đồng thông minh, mức độ phân quyền quản trị.

Stablecoin

Stablecoin hướng đến mục tiêu ổn định giá, nên việc định giá tập trung vào đánh giá rủi ro và mức độ bền vững, thay vì khả năng sinh lời đầu cơ.

Các loại:

- **Đảm bảo bằng tiền pháp định:** Được hỗ trợ bởi dự trữ tiền (ví dụ: USDC, USDT).
- **Đảm bảo bằng crypto:** Được thế chấp vượt mức bằng tài sản kỹ thuật số (ví dụ: DAI).
- **Thuật toán:** Điều chỉnh cung để giữ giá (ví dụ: mô hình UST trước đây).

Phương pháp định giá tài sản số

3. Chỉ số định giá chính:

Chỉ số	Công thức / Nhận định	Mục tiêu
Tỷ lệ dự trữ	Dữ trữ ÷ Lượng stablecoin lưu hành	≥ 100%
Tỷ lệ thế chấp	Giá trị tài sản thế chấp ÷ Lượng stablecoin phát hành	> 150% (tài sản mã hóa)
Chỉ số ổn định neo giá	% lệch khỏi giá mục tiêu theo thời gian	< 1% lệch
Độ sâu thanh khoản	Độ sâu sổ lệnh và khả năng đổi trả	Chịu biến động cao

Áp dụng QTM cho mô hình thuật toán:

$$MV = PQ$$

- Nếu tốc độ lưu chuyển tăng mạnh hoặc nhu cầu giảm, phải điều chỉnh cung để giữ giá ($P \approx 1$).
- Phần bù rủi ro: Mô hình thuật toán cần tỷ lệ chiết khấu cao hơn do lịch sử thất bại (ví dụ: sụp đổ Terra).

Xem xét chiến lược

- **Rủi ro pháp lý:** Stablecoin thường bị giám sát chặt chẽ, cần tính vào chi phí tuân thủ khi định giá.
- **Dòng doanh thu:** Một số nhà phát hành stablecoin có doanh thu từ tiền dự trữ – có thể áp dụng phương pháp DCF.
- **Kiểm thử sức chịu đựng:** Mô phỏng biến động tài sản thế chấp và làn sóng rút stablecoin.

Phương pháp định giá tài sản số

Kết luận

Định giá tài sản số đòi hỏi sự kết hợp giữa các nguyên lý tài chính truyền thống với các chỉ số và khung phân tích đặc thù blockchain như Lý thuyết về số lượng tiền (QTM). Stablecoin mang đến những phức tạp mới khi trọng tâm là duy trì neo giá, đảm bảo dự trữ và kiểm soát rủi ro hệ thống. Bằng cách tùy biến phương pháp định giá phù hợp với từng loại tài sản và cân nhắc đầy đủ rủi ro nội tại, các quỹ đầu tư mạo hiểm và quỹ đầu tư crypto sẽ nâng cao khả năng ra quyết định, hướng tới giá trị bền vững trong lĩnh vực năng động và không ngừng biến đổi này.

4. Khuyến nghị phương pháp

1. Kết hợp đối chiếu đa phương pháp để đảm bảo độ tin cậy.

2. Khai thác phân tích dữ liệu on-chain ((NVT – Giá trị mạng lưới trên giao dịch, MVRV – Giá trị thị trường trên giá trị thực tế, MC/TVL – Vốn hóa thị trường trên tổng giá trị bị khóa, P/F – Giá trên phí, v.v.) để có góc nhìn thời gian thực.

3. Duy trì mô hình định giá linh hoạt, thích ứng với biến động và thay đổi quy định pháp lý.

Liên hệ

Laurent Nguyễn

Phó Tổng Giám đốc

Trưởng bộ phận Tư vấn tài chính

laurent.bp.nguyen@forvismazars.com

Hải Hoàng

Giám đốc, Dịch vụ Tư vấn tài chính

hai.hoang@forvismazars.com

Văn phòng TP. Hồ Chí Minh

Tầng 9 - 11, Tòa nhà Viet Dragon, 141 Nguyễn Du,
Phường Bến Thành, TP. Hồ Chí Minh, Việt Nam

Điện thoại: +84 (28) 38 24 14 93

Văn phòng Hà Nội

Tầng 14, Tòa nhà Peakview, 36 Hoàng Cầu,
Phường Ô Chợ Dừa, Hà Nội, Việt Nam

Điện thoại: +84 (24) 39 36 10 31

Tìm hiểu thêm

Website: www.forvismazars.com/vn

Facebook: www.facebook.com/ForvisMazarsVN

LinkedIn: www.linkedin.com/company/forvis-mazars-in-vietnam



**Bản tin cập nhật thông tin thuế & pháp lý của Forvis Mazars Việt Nam được soạn thảo nhằm mục đích cung cấp các thông tin cập nhật về chuyên môn tại Việt Nam. Các thông tin và phân tích, bình luận trong Bản tin này chỉ mang tính hướng dẫn chung và được trích dẫn, diễn giải từ các văn bản do cơ quan nhà nước ban hành. Chúng tôi khuyến nghị khách hàng liên hệ với đội ngũ tư vấn của Forvis Mazars Việt Nam để được tư vấn chi tiết về mặt chuyên môn cho từng trường hợp cụ thể.*

Forvis Mazars là mạng lưới dịch vụ chuyên nghiệp hàng đầu toàn cầu hoạt động với một thương hiệu duy nhất gồm hai thành viên: Forvis Mazars tại Mỹ và Forvis Mazars Group, một mô hình hợp nhất quốc tế hoạt động tại hơn 100 quốc gia và vùng lãnh thổ. Chúng tôi cam kết mang đến trải nghiệm độc đáo trong việc cung cấp dịch vụ kiểm toán, đảm bảo, thuế và tư vấn trên phạm vi toàn cầu.

www.forvismazars.com/vn

**forvis
mazars**