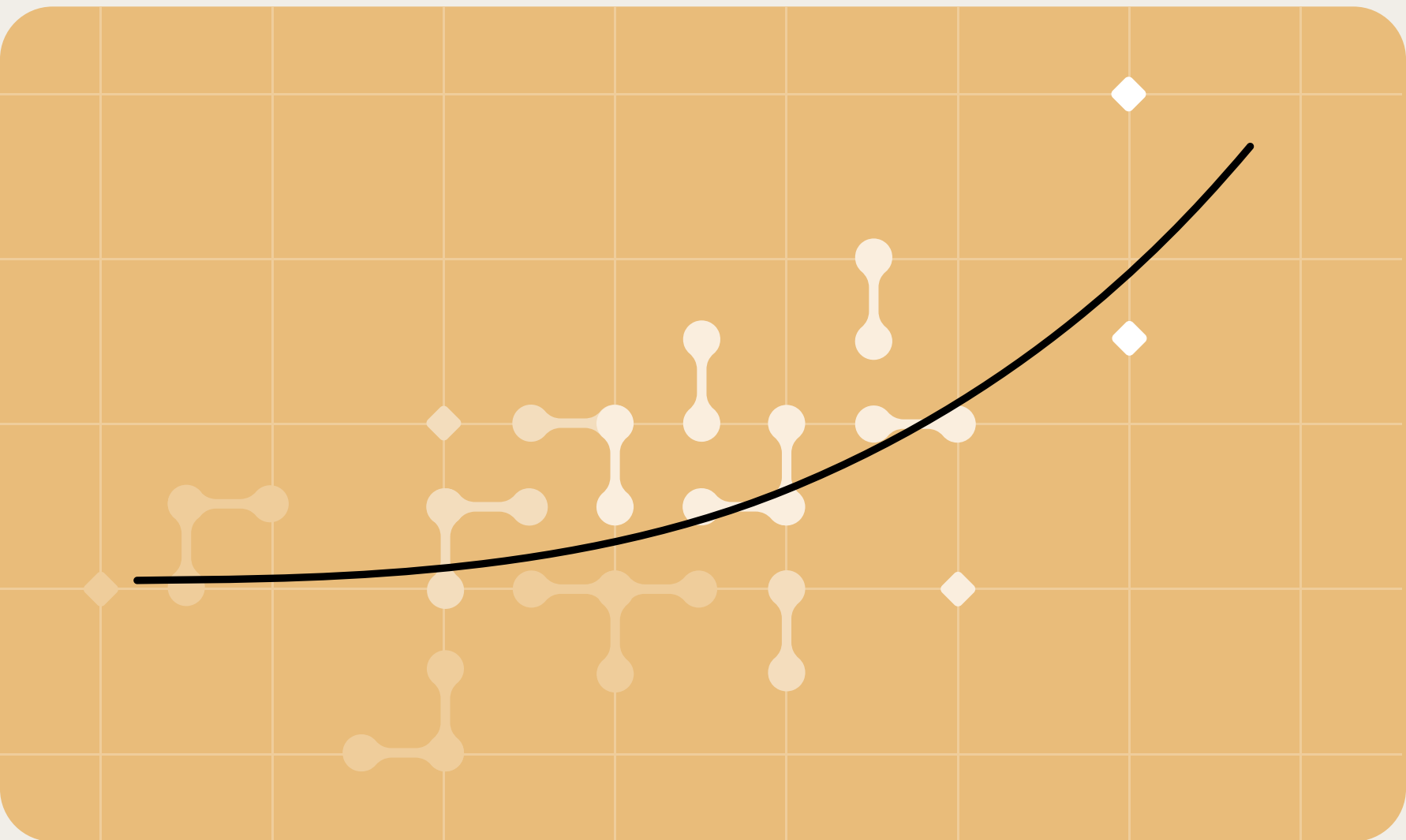


Đầu tư lấy tầm nhìn làm định hướng

Mô hình vững chắc để

TẠO ĐỘT PHÁ

trong hiệu quả đầu tư



Mục lục

Lời tựa	1
1. Giới thiệu về mô hình	2
a. Cấu trúc bối cảnh của mô hình Đầu tư lấy tầm nhìn làm định hướng	2
b. Triết lý Đầu tư Tư nhân theo bản thể học, không phải nhận thức luận	3
c. Mục đích của các phạm trù trong mô hình VDI	4
2. Cứ mỗi một điểm VDI tăng sẽ dẫn đến mức tăng IRR theo hàm số mũ tự nhiên	5
3. Mekong Capital ứng dụng công nghệ AI/ML để cải tiến VDI	7
a. Cải tiến phương pháp bình quân gia quyền dãy Fibonacci để lập mô hình IRR	7
b. Top 4 thành tố VDI có tác động mạnh mẽ nhất và trực tiếp nhất đến IRR	8
c. Tầm nhìn, Đội ngũ quản lý, và Lộ trình tối ưu đóng vai trò quan trọng trong việc phát hiện các bất thường về hiệu suất và giúp ngăn ngừa khủng hoảng	10
d. Mô hình dự đoán số lượng cuộc họp VDI tối ưu để thúc đẩy hiệu suất làm việc	12
4. Hướng phát triển tiếp theo - Tiềm năng của mô hình VDI	14

Lời tựa

Chris Freund và Max-F. Scheichenost



Trước đây, Mekong Capital từng là nhà Đầu tư Tư nhân theo cách giống như các nhà đầu tư khác.

Vào thời gian đầu, đặc biệt là giai đoạn 2001 đến 2007, chúng tôi cố gắng tạo giá trị thông qua việc chia sẻ ý tưởng, cung cấp các giải pháp,

và đôi khi còn tham gia triển khai chung với các công ty trong danh mục đầu tư của mình. Tuy vậy, những ý tưởng dù tuyệt vời đến mấy, cũng không tạo ra tác động đáng kể trên thực tế.

Tháng 12 năm 2007, Mekong Capital từ bỏ cách làm cũ và xây dựng lại tất cả từ đầu, từ con người, văn hóa, phương pháp kiến tạo giá trị, đến cách nhìn nhận thế giới. Chúng tôi đã dần tạo ra một mô hình Đầu tư Tư nhân mới, về bản chất là phương pháp “bản thể học” được xây dựng trên nền móng là sự hiểu biết về con người và những gì xảy ra với con người; chứ không phải là phương pháp truyền thống dựa trên kiến thức và đưa ra giải pháp như hầu hết các quỹ Đầu tư Tư nhân khác vẫn áp dụng.

Mô hình mới này có gì hay?

Đây là mô hình đầu tư lấy tầm nhìn làm định hướng (Vision Driven Investing - VDI).

Ra mắt vào năm 2009, mô hình Đầu tư lấy tầm nhìn làm định hướng được đánh giá và tinh chỉnh định kỳ ít nhất ba tháng một lần. Tuy nhiên, trên thực tế, công việc này thường được thực hiện thường xuyên hơn dựa trên kết quả phân tích kỹ càng và chuyên sâu về những thương vụ thành công nhất. Mô hình này được kiểm chứng lại bằng dữ liệu lịch sử (back-test) một cách thận trọng dựa trên dữ liệu của các thương vụ đầu tư từ năm 2001 đến nay, để đảm bảo mô hình có tương quan chặt chẽ với các yếu tố quyết định đầu tư thành công của Mekong Capital từ trước đến nay.

Các nội dung chính của báo cáo này:

- 1** Các bằng chứng mới chứng minh VDI là mô hình vững chắc để tạo đột phá trong hiệu quả đầu tư;
- 2** Cách thức Mekong Capital áp dụng trí tuệ nhân tạo (AI) và máy học (ML) để liên tục cải thiện mô hình VDI;
- 3** Kế hoạch sắp tới của Mekong Capital để phát huy tiềm năng của mô hình này.

1

Giới thiệu về mô hình

1.A

Cấu trúc bối cảnh của mô hình **Đầu tư lấy tầm nhìn làm định hướng**

Mô hình Đầu tư lấy tầm nhìn làm định hướng (“VDI”) là một tập hợp các bối cảnh hoạt động có tương quan chặt chẽ với sự thành công trong thực thi Tầm nhìn dài hạn của một công ty. Do đó, **mô hình này xuất phát từ tầm nhìn về tương lai** do chính công ty xây dựng dựa trên sự đồng thuận trong nội bộ, và công ty tổ chức để thực hiện tầm nhìn đó. Tầm nhìn không phải là một dữ kiện có thể kiểm chứng một cách độc lập mà là cách nhìn chung của mọi người về tương lai.

Chính vì thế, mô hình này sẽ không tạo ra tác động lâu dài nếu chỉ dừng lại ở việc đưa ra hướng dẫn hoặc trực tiếp giải quyết vấn đề cho các công ty trong danh mục đầu tư của Mekong Capital. Chúng tôi có thể hỗ trợ về mặt huấn luyện. Tuy nhiên, **chính các công ty** mới tạo ra những bối cảnh này thông qua cách nhìn nhận của họ về sự vật xung quanh, tìm ra những cách làm mới, thực hiện những hành động mới, từ đó tạo ra đột phá, rồi cuối cùng đạt được Tầm nhìn của tổ chức.

Ví dụ: thay vì Mekong Capital áp đặt các KPI nào đó cho một công ty trong danh mục đầu tư của mình chỉ vì tin đó là “thông lệ tốt”, chúng tôi sẽ giúp các công ty tìm hiểu các KPI mà họ cảm thấy hấp dẫn và thuyết phục, từ đó có động lực thôi thúc không ngừng điều chỉnh các KPI đang có, cân nhắc chuyển sang đo lường những gì tạo ra tác động lớn nhất đến hoạt động kinh doanh của công ty.

1.B

Triết lý Đầu tư Tư nhân theo **BẢN THỂ HỌC**, không phải nhận thức luận

Triết lý tạo giá trị mà Mekong Capital đang theo đuổi, nền móng của mô hình VDI, là triết lý bản thể học chứ không phải nhận thức luận. Cách Mekong Capital đồng hành cùng các công ty trong danh mục đầu tư để đạt được những kết quả kinh doanh đột phá dựa trên cơ sở **hiểu rõ con người của tổ chức, hiểu rõ những vấn đề mà họ đang phải đối mặt**, chứ không đơn thuần là dùng kiến thức để đưa ra giải pháp hay ý tưởng. Mỗi thành tố của mô hình VDI như một thế giới; khi một người bước vào thế giới đó, họ sẽ quan sát sự vật dưới những góc nhìn mới, tìm kiếm những phương thức mới, rồi từ đó đưa ra hành động. Mô hình này đã mang lại những kết quả đột phá, ban đầu là cho chính các thành viên của Mekong Capital, sau đó là các CEO và đội ngũ quản lý cấp cao của những công ty thuộc danh mục đầu tư của chúng tôi.

Để dễ hình dung, chúng ta so sánh cách áp dụng hai triết lý này trong giáo dục:

Nhận thức luận là phương pháp lấy người dạy làm trung tâm: Người dạy đứng trước lớp học giảng dạy kiến thức và người học phải cố gắng học thuộc để đi thi. Người học vất vả học thuộc lòng kiến thức trước kỳ thi, thi xong thì quên ngay và hầu như không áp dụng được gì cho cuộc sống sau này.

Bản thể học lấy người học làm trung tâm: Người học thực hiện những dự án họ tự lựa chọn và quan tâm. Việc “học hỏi” diễn ra trong quá trình thực hiện dự án, từ thực tế khám phá ra những gì hiệu quả và những gì không. Khi người học tự đúc kết những kiến thức này, nó sẽ trở thành một phần tự nhiên trong nhân sinh quan và thế giới quan của họ, chứ không phải là kiến thức học thuộc lòng. Từ đó, người học có thể vận dụng được những kiến thức này trong tương lai khi phù hợp.

1.C

Mục đích của các phạm trù trong mô hình VDI

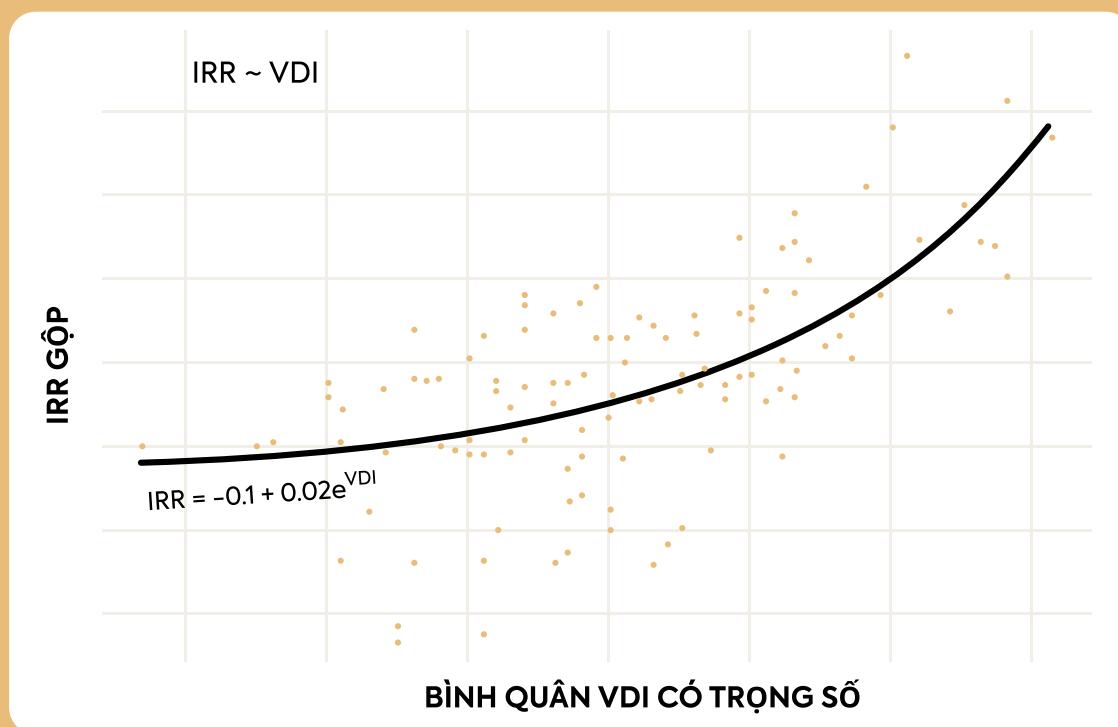
Từng phạm trù (thành tố) của mô hình VDI đều có mục đích rõ ràng. Chúng tôi không hướng dẫn các công ty nên chọn phạm trù nào hay cách triển khai mô hình VDI như thế nào để tránh tâm lý bị áp đặt hoặc xem VDI như một mô hình của tổ chức bên ngoài. Thay vào đó, chúng tôi trao đổi rõ ràng về mục đích và bối cảnh của từng thành tố VDI để truyền cảm hứng cho các công ty; rồi họ tự tìm hiểu và biến VDI trở thành mô hình của chính mình, để áp dụng và thành công.



2

Cứ mỗi một điểm VDI tăng sẽ dẫn đến mức tăng IRR theo hàm số mũ tự nhiên

Sau khi ghi nhận ý kiến đóng góp từ một số đối tác góp vốn vào quỹ, chúng tôi đã bổ sung một số biến số có liên quan đến hoạt động đầu tư và các yếu tố kinh tế vào mô hình dự đoán. Điều này đã giúp cải thiện chỉ số hiệu suất của mô hình từ 33,78% lên 81,86%.



Với mỗi điểm tăng VDI theo hàm số mũ tự nhiên, IRR sẽ tăng thêm

2%

	Mô hình 1 VDI theo phương pháp bình quân số học		Mô hình 2 VDI theo phương pháp bình quân dãy Fibonacci		Mô hình 3 Lũy thừa VDI trung bình dãy Fibonacci		Mô hình 4 Mô hình đầy đủ	
	Trọng số	Sai số chuẩn	Trọng số	Sai số chuẩn	Trọng số	Sai số chuẩn	Trọng số	Sai số chuẩn
Hệ số chặn	-0.58**	0.09	-0.57**	0.08	-0.09**	0.03	-0.04**	0.073
VDI	0.29***	0.03	0.29***	0.03	0.02***	0.00	0.009***	0.001
Giá thị trường hợp lý	-	-	-	-	-	-	0.004**	0.000
Trả giá cao	-	-	-	-	-	-	-0.394***	0.026
VN_index	-	-	-	-	-	-	0.000	0.000
Tăng trưởng GDP hàng năm	-	-	-	-	-	-	3.148***	0.577
Hệ số R bình phương	0.3421		0.4101		0.4487		0.8245	
Hệ số R Bình phương hiệu chỉnh	0.3378		0.4063		0.4451		0.8186	
F	79.55		106.4		124.5		140	
df	153		153		153		149	

Tác động của VDI đối với IRR

Chúng tôi không ngừng nỗ lực cải tiến mô hình VDI ngày một hoàn thiện hơn. Sau mỗi lần cải tiến, chúng tôi luôn đạt được hệ số R bình phương hiệu chỉnh tốt hơn.

Mô hình 4 là mô hình đầy đủ nhất cho thấy VDI là động lực tăng trưởng của các công ty, từ đó tác động đến IRR gộp. Mô hình cũng kiểm soát các khía cạnh quan trọng khác như định giá thương vụ và các yếu tố kinh tế. Từ kết quả chạy mô hình, chúng tôi nhận thấy các biến như “VDI”, “Giá thị trường hợp lý” và “Tăng trưởng hàng năm” (GDP) có tác động đáng kể và tỷ lệ thuận với chỉ số IRR. Ngoài ra, kết quả mô hình cũng khẳng định các thương vụ phải trả giá cao có xu hướng làm giảm chỉ số IRR so với các thương vụ trả giá thấp. Mặt khác, biến “VN-index” đo lường hiệu quả hoạt động của thị trường chứng khoán công khai không có ý nghĩa thống kê đối với chỉ số IRR trong danh mục đầu tư này.

3

Mekong Capital ứng dụng công nghệ AI/ML để cải tiến VDI

3.A

Cải tiến phương pháp bình quân gia quyền dãy Fibonacci để lập mô hình IRR

Nghiên cứu về tác động của VDI đối với IRR như trình bày ở phần trên cho thấy những kết quả vô cùng khả quan và còn có thể cải tiến hơn nữa. Vì thế, trong nghiên cứu tiếp theo này, chúng tôi muốn tìm ra bộ trọng số “hiệu quả hơn” dựa trên các dữ liệu huấn luyện về các thành tố của VDI thay vì sử dụng các trọng số Fibonacci. Để làm điều này, chúng tôi sử dụng thuật toán tối ưu hóa để cải tiến các trọng số Fibonacci dựa trên dữ liệu quan sát. **3 yếu tố có trọng số lớn nhất là Tầm nhìn, Phân tích kinh doanh (BI), và Hiệu suất làm việc của nhân viên.**

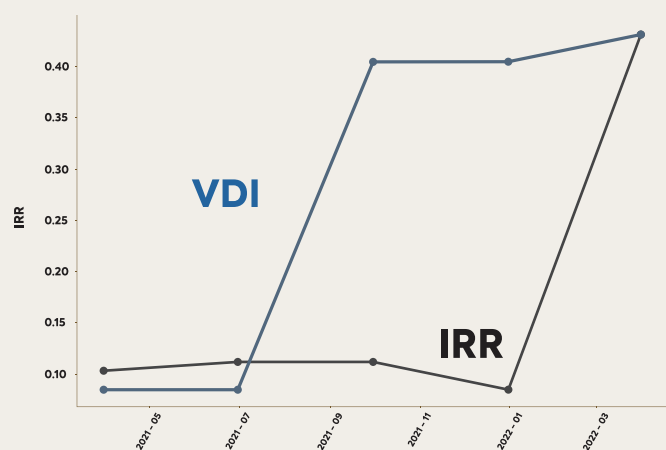
3.B

Top 4 thành tố VDI có tác động mạnh mẽ nhất và trực tiếp nhất đến IRR

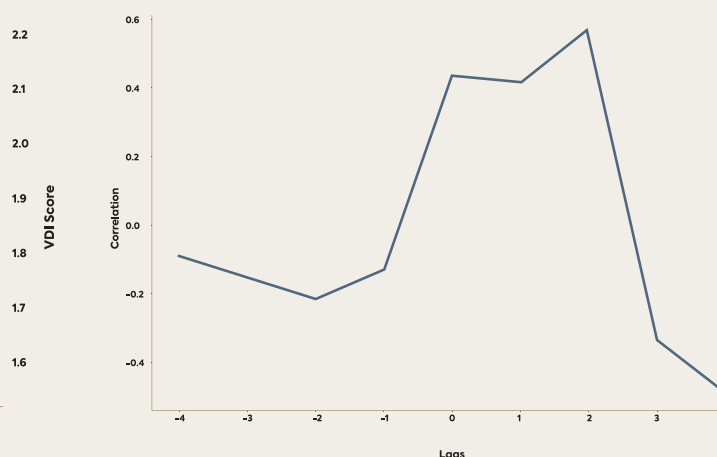
Tầm nhìn	Hiệu suất làm việc của nhân viên
Phân tích kinh doanh (BI)	Trọng tâm & Tối ưu hóa nguồn lực

Mặc dù các mô hình được giới thiệu ở phần trước có thể gợi ý về mức độ tương quan của từng thành tố VDI với IRR, nhưng sẽ rất hữu ích nếu chúng ta tính toán được thời gian cần thiết để những thay đổi trong điểm số VDI của các thành tố tạo được tác động rõ rệt đối với hiệu suất. Kết quả này rất cần thiết để giúp chúng ta tập trung vào những khía cạnh quan trọng cần đặc biệt quan tâm và hành động ngay.

Để trả lời câu hỏi này, chúng tôi áp dụng **hệ số tương quan chéo dựa trên độ trễ thời gian** để tìm ra độ trễ thời gian của các cặp điểm số thành tố VDI và IRR có tương quan mạnh nhất. Chúng tôi chạy mô hình phân tích tương quan giữa điểm số của thành tố VDI và IRR ngay N quý sau đó, ví dụ N = 0 thể hiện mối tương quan tức thời, N = 1 thể hiện mối tương quan sau một quý và tiếp tục như vậy. Sau đó, chúng tôi chọn N tương ứng với độ trễ thời gian mà tác động của điểm số thành tố VDI lên IRR là lớn nhất.



IRR và điểm VDI có trọng số của một công ty trong danh mục



Mối tương quan chéo có độ trễ thời gian

Chúng tôi thực hiện tính toán này cho 15 thành tố VDI của từng công ty trong danh mục đầu tư và tổng hợp các kết quả để có được hiểu biết toàn diện về vấn đề này. Kết quả phân tích cho thấy các thành tố VDI vừa có trọng số cao từ mô hình AI/ML vừa có độ trễ thời gian thấp sẽ tạo ra những tác động mạnh mẽ và tức thời đối với IRR. Cụ thể, **Hiệu suất làm việc của nhân viên, Tầm nhìn, Trọng tâm & Tối ưu hóa tài sản, và Phân tích doanh nghiệp (BI)** là 4 thành tố VDI về cơ bản có tác động mạnh mẽ nhất và tức thời nhất lên IRR.

Các thành tố của VDI	Trọng số	Độ trễ thời gian	Trọng số / Độ trễ
Hiệu suất làm việc của nhân viên	4.8	1.8	2.7
Tầm nhìn	6.7	2.6	2.6
Trọng tâm & Tối ưu hóa nguồn lực	3.1	1.8	1.7
Phân tích kinh doanh	6.0	3.6	1.7
Chuyển đổi số và Agile	4.3	4.4	1.0
Quản trị công ty	3.2	3.7	0.9
Khả năng lãnh đạo và cam kết sở hữu	2.4	3.2	0.8

3.C

Tầm nhìn, Đội ngũ quản lý và Lộ trình tối ưu đóng vai trò quan trọng trong việc phát hiện các bất thường về hiệu suất và giúp ngăn ngừa khủng hoảng



Ngoài ra, mô hình VDI còn giúp chúng tôi **phát hiện sớm những dữ liệu bất thường về hiệu quả hoạt động của các công ty trong danh mục đầu tư**. Đây là các bất thường có nguy cơ biến thành khủng hoảng nếu không có hành động can thiệp kịp thời. Về khía cạnh này, chúng tôi có thể xác định được những điểm dữ liệu bất thường, nơi có điểm VDI bình quân trọng số giảm đáng kể trong quý tiếp theo. Do đó, chúng tôi phân tích mối quan hệ giữa những thay đổi về điểm số của từng thành tố VDI và những thay đổi về điểm bình quân trọng số VDI để tìm ra những thành tố VDI nào có tương quan chặt theo nghĩa là việc giảm giá trị của yếu tố này dẫn đến việc sụt giảm đáng kể của điểm bình quân trọng số VDI.

Để thực hiện phân tích này, chúng tôi áp dụng **mô hình máy học (ML) truyền thống** kết hợp với mô hình Cây quyết định (Decision Tree) để xác định những dữ liệu nào bất thường, những dữ liệu nào không. Đầu tiên, để tìm ra mô hình phù hợp nhất cho Cây quyết định, chúng tôi xem xét các mức giảm đáng kể (trong ngưỡng đã xác định) trong điểm VDI bình quân trọng số cho các điểm dữ liệu mà chúng tôi nghi ngờ là bất thường. Sau đó, chúng tôi áp dụng phương pháp Grid Search để tìm ra các tham số tối ưu cho mô hình Cây quyết định.

Theo kết quả chạy mô hình, khi điểm số của biến Tầm nhìn và Lộ trình tối ưu giảm đáng kể, xác suất khủng hoảng xảy ra trở nên rất cao. Trong khi đó, điểm số của biến Tầm nhìn và Đội ngũ quản lý không giảm nhiều thì ta có cơ sở tin rằng không có dấu hiệu khủng hoảng.

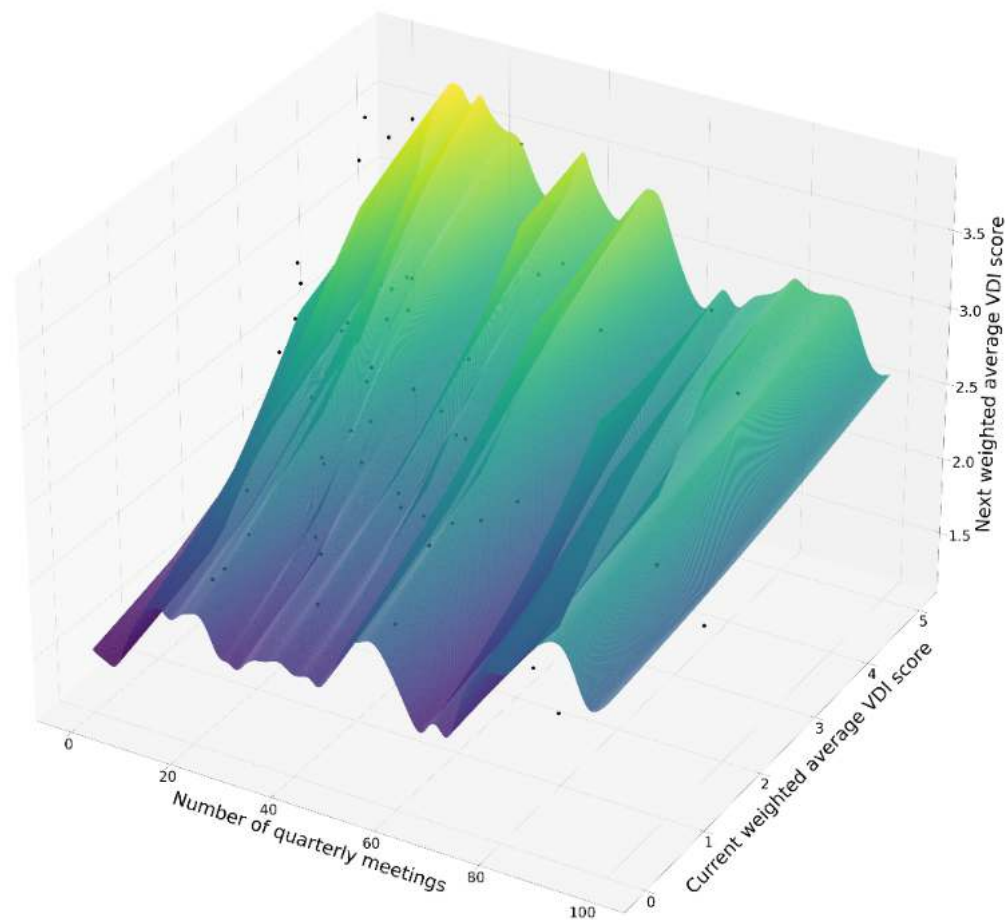
3.D

Mô hình dự đoán số lượng tối ưu của các cuộc họp VDI để thúc đẩy hiệu suất làm việc

Mô hình VDI còn giúp chúng tôi hiểu rõ hơn về số lượng cuộc họp cần thực hiện ở mỗi công ty trong danh mục đầu tư ứng với mức hiệu suất của các công ty đó. Cụ thể, chúng tôi xây dựng mô hình dự đoán số lượng cuộc họp cần thiết của tháng tiếp theo để cải thiện điểm bình quân trọng số VDI dựa trên số lượng cuộc họp và điểm bình quân trọng số VDI của tháng này.

Cụ thể, hàm ước lượng của chúng tôi được khái quát như sau:

$$\text{điểm bình quân trọng số VDI quý tiếp theo} \approx f(\text{số lượng cuộc họp của quý hiện tại, điểm Bình quân trọng số VDI của quý hiện tại})$$



Áp dụng hàm ước lượng này, chúng ta có thể tính được “giá trị gần đúng” của điểm Bình quân trọng số VDI tiếp theo dựa trên điểm Bình quân trọng số VDI và số lượng cuộc họp của tháng hiện tại. Ví dụ, nếu một công ty trong danh mục hiện có điểm Bình quân trọng số VDI là 1,5 và số lượng cuộc họp là 46 thì điểm Bình quân trọng số VDI tiếp theo xấp xỉ 2,11. Thuật toán này cũng cho chúng ta thấy nếu tăng số lượng cuộc họp của quý tiếp theo lên 51 thì có thể đạt được điểm Bình quân trọng số VDI cao hơn là 2,48.

Từ mô hình này, chúng tôi có thể gợi ý cho các công ty trong danh mục có điểm VDI thấp nên gia tăng số lượng cuộc họp VDI đến một mức nhất định để cải thiện tình hình. Ở chiều ngược lại, đối với các công ty đã có điểm VDI cao, có thể cân nhắc giảm bớt số lượng cuộc họp ở mức độ vừa phải.

4

Hướng phát triển tiếp theo - Tiềm năng của mô hình VDI

Nhìn chung, mô hình Đầu tư lấy tầm nhìn làm định hướng (“VDI”) là cấu phần không thể thiếu trong triết lý tạo giá trị của Mekong Capital. Đây là cách chúng tôi đồng hành với các công ty trong danh mục đầu tư nhằm đạt được Tầm nhìn của họ thông qua các kết quả đột phá trong 15 phạm trù của VDI. Mô hình này không ngừng được cải tiến nhờ ứng dụng công nghệ Trí tuệ nhân tạo và Máy học (AI/ML).

Với số lượng và chất lượng dữ liệu ngày càng tốt hơn, chúng tôi đề xuất hướng nghiên cứu tiếp theo cho mô hình như sau:

- **Đưa các biến mới như hiệu suất tài chính, đơn vị kinh tế, dòng tiền, v.v... vào các mô hình nghiên cứu.**
- **Phát triển các mô hình IRR ngày càng toàn diện hơn** (cân nhắc yếu tố thời gian của từng điểm dữ liệu, bên cạnh chỉ số IRR và điểm VDI) với số lượng điểm dữ liệu ngày một dồi dào hơn.
- **Tối ưu hóa nguồn lực và phân bổ nguồn vốn** thông qua dữ liệu liên quan đến từng thành tố VDI và các khía cạnh kinh doanh khác.
- **Tăng độ tin cậy trong tính toán độ trễ thời gian và hệ số tương quan** nhờ số lượng điểm dữ liệu ngày một tăng và phạm vi thời gian tốt hơn, do hệ số tương quan và độ trễ thời gian phụ thuộc vào dữ liệu được thu thập trong thời gian dài.

Nhóm tác giả Mekong Capital

- **Chris Freund**
Nhà sáng lập & Tổng giám đốc
- **Chad Ovel**
Tổng giám đốc
- **Trương Diệu Lê**
Tổng giám đốc
- **Max-F. Scheichenost**
Tổng giám đốc
- **Tiến sĩ Phan Hồ Tấn Phát**
Chuyên gia khoa học về đầu tư cấp cao

Về Mekong Capital – Công ty có nhiều kinh nghiệm nhất về đầu tư vốn cổ phần chưa niêm yết tại Việt Nam

Mekong Capital là công ty tư vấn quản lý quỹ với mục tiêu tập trung đầu tư vào các công ty tư nhân Việt Nam, có thể mạnh đầu tư vào các doanh nghiệp ở ngành hàng tiêu dùng. Các công ty trong danh mục đầu tư của Mekong Capital thường là các doanh nghiệp phát triển nhanh và dẫn đầu thị trường trong lĩnh vực hàng tiêu dùng của Việt Nam.



www.mekongcapital.com

Nhóm tác giả AISIA Research Lab

- **Tiến sĩ Nguyễn Thanh Bình**
Nhà đồng sáng lập (Giám đốc điều hành)
- **Tiến sĩ Huỳnh Thế Đăng**
Nhà đồng sáng lập
- **Tiến sĩ Nguyễn Tấn Trung**
Nhà đồng sáng lập
- **Đoàn Trần Nguyên Tùng**
Trưởng dự án AI
- **Phan Thị Thúy An**
Quản lý dự án
- **Huỳnh Thanh Sơn**
Kỹ sư nghiên cứu cấp cao
- **Trần Quốc Khánh**
Kỹ sư nghiên cứu
- **Nguyễn Trọng Ân**
Kỹ sư nghiên cứu
- **Lê Trần Hoài Ân**
Kỹ sư nghiên cứu

Về Trung tâm nghiên cứu AISIA Research Lab

Trung tâm nghiên cứu AISIA (AISIA là viết tắt của Artificial Intelligence Solutions for Industrial Applications, Giải pháp Trí tuệ nhân tạo trong ứng dụng công nghiệp) hỗ trợ các doanh nghiệp khởi nghiệp đổi mới sáng tạo và các doanh nghiệp vừa và nhỏ nhanh chóng triển khai các giải pháp AI và các dịch vụ tích hợp AI hiệu quả trong môi trường sản xuất.

Trong hơn ba năm qua, đội ngũ của trung tâm đã cung cấp giải pháp cho nhiều dự án R&D và nhiều công ty ở thành phố Hồ Chí Minh, có thể kể đến như POPS Worldwide, Athena Studio, Tập đoàn Hưng Thịnh và Mekong Capital, v.v.. Bên cạnh đó, Trung tâm đã công bố hơn **70 báo cáo nghiên cứu** và **06 bằng sáng chế**, giành được hơn **10 giải thưởng** ở các lĩnh vực khác nhau. Trong 5 năm tiếp theo, trung tâm đặt mục tiêu trở thành một trong những đơn vị nghiên cứu và phát triển năng động nhất ở khu vực Đông Nam Á trong lĩnh vực Máy học (ML), Khoa học dữ liệu và Khoa học tính toán.

