

# CÁC NHÂN TỐ BẤT ĐỊNH ẢNH HƯỞNG ĐẾN QUYẾT ĐỊNH ĐẦU TƯ TRONG DỰ ÁN FDI KHÔNG THỂ HỦY NGANG TẠI VIỆT NAM

## UNCERTAINTIES AFFECTING INVESTMENT DECISION IN FDI-IRREVERSIBLE PROJECTS IN VIETNAM

*Lê Quốc Thành*<sup>1</sup>

Ngày nhận: 16/10/2018

Ngày nhận bản sửa: 29/10/2018

Ngày đăng: 5/12/2018

### *Tóm tắt*

Thu hút đầu tư trực tiếp nước ngoài (FDI) luôn được ưu tiên bởi Chính phủ và các nhà hoạch định chính sách, đặc biệt với các nước đang phát triển do nhiều lợi ích của FDI mang lại. Quyết định đầu tư của công ty nước ngoài vào các dự án đầu tư tài sản cố định tại Việt Nam luôn đối mặt với nhiều nhân tố bất định. Nghiên cứu này hướng đến việc khám phá các nhân tố bất định tác động đến quyết định đầu tư của công ty nước ngoài. Kết quả nghiên cứu cho thấy có một số nhân tố bất định mới hữu ích cho các nhà hoạch định chính sách, nhà quản trị và các chuyên gia tư vấn trong công tác thu hút đầu tư FDI tại Việt Nam.

*Từ khóa:* quyết định đầu tư, dự án đầu tư, nhân tố bất định, FDI.

### **Abstract**

Attracting foreign direct investment (FDI) is always given priority of Governments and policy makers, especially developing countries due to benefits of FDI. Investment decision of foreign companies into fixed asset project is always facing many uncertainties. This study is aiming at discovering uncertainties affecting investment decision of foreign companies into fixed asset projects in Vietnam. Research results show that there are several new uncertainties which are useful to policy makers, managers and investment consultant in attracting FDI into Vietnam. *Key words:* investment decision, investment project, uncertainties, FDI.

### **1. Giới thiệu**

Đầu tư trực tiếp nước ngoài (FDI) là khái niệm chỉ dòng vốn từ các doanh nghiệp nước ngoài, đa phần là các công ty đa quốc gia (MNE/MNC) vào thị trường nội địa của một quốc gia, chủ yếu là vào các dự án đầu tư tài sản cố định như nhà xưởng máy móc nhằm sản xuất hàng hóa cung cấp dịch vụ. Loại hình đầu tư này đã trở thành một phần quan trọng trong phát triển kinh tế của các quốc gia trên toàn thế giới (UNCTAD, 2004). Nghiên cứu về

FDI phát triển mạnh từ những năm 1960-1970, Hymer (1960) và Caves (1971) cho rằng FDI là công cụ để khai thác các lợi thế về tài sản cố định của doanh nghiệp tại thị trường nước ngoài, tiếp cận nguồn nguyên liệu dễ dàng, phân công chuyên môn hóa trong chu trình sản xuất trên toàn hệ thống của công ty đa quốc gia. Dunning (1971) phát hiện FDI có vai trò như một bước đi chiến lược có tính chất phòng thủ của doanh nghiệp tránh đầu tư quá tập trung vào quốc gia chính quốc, đa dạng hóa nhằm giảm



rủi ro toàn hệ thống; Watters (1995) chứng minh rằng đầu tư FDI nhằm hạn chế các khó khăn của thị trường nội địa chính quốc nhất là khi thị trường đó ngày càng tiến đến bão hòa. Các nghiên cứu đánh giá lợi ích do FDI mang lại có thể kể đến như sau: (1) gia tăng thu nhập cho người lao động thông qua tiền lương, tăng việc làm (UNCTAD, 2004); (2) sử dụng nguyên vật liệu và nhiều yếu tố đầu vào cho sản xuất từ địa phương, thúc đẩy đầu tư nội địa, (3) tạo hiệu ứng lan tỏa từ doanh nghiệp FDI sang doanh nghiệp nội địa (Javorcik & c.tg, 2007; Kneller & Pisu, 2007); (4) chuyển giao công nghệ cho các doanh nghiệp trong nước và góp phần tăng năng suất (Kokko & c.tg, 1996; Gorg & Strobl, 2001; UNCTAD, 2004; Potterie & Lichtenberg, 2001); (5) góp phần gia tăng xuất khẩu và ngoại tệ cho quốc gia nhận đầu tư (Nigel Pain & Katharine, 2002); (6) giúp chuyển dịch cơ cấu sản xuất theo hướng công nghiệp hóa (Dunning & Narula, 2003).

FDI từ các nước phát triển sang các nước đang phát triển tăng mạnh trong thời gian gần đây. Theo Peters (2009) thống kê từ năm 1992-2008, thế giới phương Tây đầu tư ngày càng nhiều ra các nước đang phát triển và nhập khẩu trở lại chính quốc với giá trị tăng gần gấp đôi trong vòng gần 20 năm. Việt Nam hiện là một nước đang phát triển có nhu cầu lớn về thu hút đầu tư FDI, đặc biệt là FDI vào các dự án có giá trị tài sản cố định lớn (hay giá trị đầu tư ban đầu lớn lên đến hàng tỷ USD). Theo dự báo viễn cảnh đầu tư vào hạ tầng thế giới do Trung tâm Hạ tầng toàn cầu (GI Hub - Global Infrastructure Hub) và Oxford Economics dự báo từ 2016 đến 2040 Việt Nam cần đầu tư vào hạ tầng cơ sở khoảng 608 tỷ USD (Global Infrastructure Outlook, 2007 & Oxford Economics).

Các dự án đầu tư tài sản cố định lớn này còn được giới học thuật gọi là dự án đầu tư không

thể hủy ngang/không thể đảo ngược được<sup>1</sup>, có vốn đầu tư ban đầu lớn, thời gian chuẩn bị đầu tư dài và đến thời điểm ra quyết định đầu tư dự án, doanh nghiệp phải chi một lượng chi phí khá lớn có thể đến 10% tổng vốn đầu tư dự án cho công tác nghiên cứu thị trường, khảo sát thiết kế kỹ thuật, lập báo cáo tiền khả thi và khả thi dự án (Burke, 2003). Các dự án này có thể chia làm 3 loại theo Archibald & Voropaev (2004) bao gồm: (1) Dự án hạ tầng giao thông vận tải, hạ tầng viễn thông; (2) Dự án hạ tầng năng lượng (nhà máy lọc dầu, nhà máy điện các loại); (3) Dự án sản xuất hàng hóa cơ bản của nền kinh tế (sắt thép, nguyên vật liệu, hóa chất...). Có thể thấy ngay các dự án này có tầm quan trọng thiết yếu cho bất kỳ một nền kinh tế mạnh nào trên thế giới. Do vậy, khuyến khích đầu tư vào loại hình dự án luôn là chính sách ưu tiên của các quốc gia, nhất là các quốc gia đang phát triển. Tuy nhiên, FDI vào các dự án không thể hủy ngang tại các nước đang phát triển luôn đi kèm nhiều nhân tố bất định.

Chính vì vậy nghiên cứu về các nhân tố bất định ảnh hưởng đến quyết định đầu tư của doanh nghiệp nước ngoài vào các dự án FDI lớn tại Việt Nam sẽ đem lại nhiều lợi ích, có thể kể đến bao gồm: (1) Nghiên cứu sẽ giúp các nhà hoạch định chính sách am hiểu hành vi đầu tư của doanh nghiệp nước ngoài khi đầu tư vào các dự án FDI lớn tại Việt Nam, nhờ đó công tác thiết kế chính sách và hoạch định các cơ chế thu hút đầu tư nước ngoài tốt hơn; (2) Nghiên cứu sẽ giúp các doanh nghiệp nước ngoài, các nhà quản trị dự án, các chuyên gia tư vấn am hiểu về các nhân tố bất định, cơ chế ảnh hưởng của các bất định đến quyết định đầu tư mà nhờ

<sup>1</sup> “Dự án đầu tư không thể hủy ngang hay không thể đảo ngược được” là các dự án đầu tư vào tài sản cố định lớn/có vốn đầu tư ban đầu lớn (Irreversible project) theo McDonald & Siegel (1986)

vậy giúp chủ động nghiên cứu, làm rõ giảm thiểu các tác động tiêu cực từ các bất định này, nâng cao khả năng thành công dự án tại Việt Nam. (3) Nghiên cứu này sẽ góp phần làm giàu kiến thức liên quan đầu tư của doanh nghiệp nước ngoài trong trường hợp bất định nói riêng, góp phần vào công tác đào tạo chuyên ngành cho sinh viên các cấp học khác sau.

## 2. Tổng quan lý thuyết

Doanh nghiệp được định nghĩa đơn giản nhất là một pháp nhân thành lập theo luật định có mục đích vì lợi nhuận và luôn tối đa hóa lợi nhuận (Chandler, 1992). Mọi hoạt động của doanh nghiệp đều trực tiếp hay gián tiếp hướng đến lợi nhuận trong cả ngắn, trung và dài hạn. Hình thái hiện đại của doanh nghiệp hiện nay là mô hình doanh nghiệp công nghiệp (industrial organization), bắt đầu xuất hiện từ những năm 1880s và ngày càng phát triển (Chandler & Hikino, 2009). Hầu hết các tập đoàn lớn trên thế giới trong danh mục S&P 500 đều là các doanh nghiệp công nghiệp lớn. Bên cạnh việc đóng vai trò nhà sản xuất cung cấp hàng hóa có hàm lượng công nghệ cao ra thị trường, doanh nghiệp công nghiệp còn đóng vai trò nhà đầu tư<sup>2</sup> nhằm tìm kiếm lợi nhuận trong trung và dài hạn, duy trì vị thế trên thị trường truyền thống, tìm kiếm thị trường tiềm năng (Carlton & Perloff, 2015). Do vậy, các doanh nghiệp công nghiệp này có xu hướng tập trung tìm kiếm, đánh giá và ra quyết định đầu tư trong các dự án công nghiệp lớn hay còn gọi là dự án đầu tư không thể hủy ngang. Các doanh nghiệp công nghiệp lớn, nhất là các công ty đa quốc gia (MNC/MNE), kể cả doanh nghiệp quản trị bởi gia đình, thông thường được lãnh đạo và quản trị bởi một nhóm các nhà quản

trị có quan hệ chặt chẽ dựa trên các quy định quản trị nội bộ (corporate governance) nhằm đảm bảo mọi hoạt động của doanh nghiệp được quản trị hướng đến tối đa hóa lợi nhuận, hay tối đa hóa cổ tức cho các cổ đông, được thống nhất và tuân thủ triệt để bởi các thành viên hội đồng quản trị (Bernard S. Black, Hasung Jang & Woochan Kim, 2006). Do vậy các quyết định của doanh nghiệp với tư cách nhà đầu tư luôn có xu hướng ra quyết định duy lý (Carlton & Perloff, 2015). Nhà đầu tư duy lý luôn ra quyết định trên cơ sở các thông tin tốt nhất, các bằng chứng đáng tin cậy và lý lẽ phù hợp, hạn chế các quan điểm cảm tính. Do vậy, các nhà đầu tư duy lý luôn có xu hướng nghiên cứu, tìm hiểu làm rõ nhằm làm giảm các nhân tố bất định ảnh hưởng đến dự án mà họ đang cân nhắc ra quyết định đầu tư.

Một đặc tính quan trọng liên quan đến khía cạnh ra quyết định đầu tư của dự án lớn là tính chất không thể đảo ngược/hủy ngang (irreversibility) được McDonald & Siegel (1986) đề cập lần đầu tiên vào năm 1986 và mở ra một nhánh nghiên cứu về việc ra quyết định đầu tư vào loại hình dự án này (Bertola, 1998). Pindyck (1990) cho rằng hầu hết các dự án đầu tư hữu hình lớn đều có 2 đặc tính quan trọng là: (1) Không thể đảo ngược hay hủy ngang là: trong quá trình chuẩn bị đầu tư hay thực hiện đầu tư, nếu nhà đầu tư dừng hay hủy ngang, toàn bộ chi phí tính đến thời điểm dừng sẽ bị mất do kết quả của dự án đến thời điểm hủy ngang không thể sử dụng cho mục đích kinh tế nào khác dẫn đến tình trạng các nhà đầu tư luôn trì hoãn chờ thông tin tốt hơn nhằm giảm các nhân tố bất định về số lượng và cả mức độ bất định; (2) Dự án không thể đảo ngược/hủy ngang có thể được tạm dừng (Wait & See status) theo Bjerksund & Ekern (1990); Stokey (2016) nhằm chờ đợi những thông tin tích cực hơn cho

<sup>2</sup> Trong toàn bộ nghiên cứu này, Nhà đầu tư luôn được hiểu là doanh nghiệp công nghiệp đầu tư vào dự án thâm dụng vốn lớn hay còn gọi là “Dự án không thể đảo ngược được” (Irreversible project).



việc ra quyết định đầu tư, như giá cả của sản phẩm dịch vụ dự án sẽ cung cấp tăng, chi phí đầu tư ban đầu giảm, thay đổi chính sách theo hướng tích cực cho dự án.

Đối với doanh nghiệp, ra quyết định đầu tư vào trong các dự án đầu tư không hủy ngang (Dixit & Pindyck, 1994), là một trong các quyết định tài chính chiến lược bên cạnh các quyết định tài chính quan trọng khác như quyết định phân chia cổ tức (dividend policy), quyết định tài trợ (financing decision). Ngay trong giai đoạn chuẩn bị đầu tư khi doanh nghiệp còn đầu tư rất ít chi phí, nếu phát triển dự án tốt và thực tốt công tác quan hệ công chúng quảng bá, giá trị thị trường của dự án có thể tăng, giúp gia tăng giá trị doanh nghiệp nói chung (Fuss & Vermeulen, 2008).

Nghiên cứu về “Quyết định đầu tư của doanh nghiệp trong trường hợp có nhiều yếu tố bất định<sup>3</sup> – Investment decision under uncertainties” là những hướng nghiên cứu hàn lâm điển hình trong giới học thuật trên thế giới, phát khởi từ những năm 1960 (Hirshleifer, 1965), được phát triển bởi một số học giả điển hình như Lucas Jr & Prescott (1971); Abel (1983); Dixit & Pindyck (1994); và Abel & Eberly (1994, 1997); hiện rất phổ biến trên thế giới. Các nghiên cứu này chia làm 2 hướng chính: (1) Phát hiện và khẳng định các nhân tố tác động đến quyết định đầu tư của doanh nghiệp hay đến dòng vốn FDI; (2) Đo lường tác động của một vài nhân tố lên quyết định đầu tư hay tác động lên các nhân tố khác như vốn, công nghệ hay lao động trong dự án đầu tư. Nghiên cứu này được phát triển theo hướng thứ nhất là phát hiện và khẳng định các nhân tố bất định mới.

<sup>3</sup> Uncertainty được hiểu là tình huống không chắc chắn hay “nhân tố bất định” là nhân tố mà doanh nghiệp chưa có thông tin đầy đủ đáng tin cậy để lượng hóa thành rủi ro hoặc có thể lượng hóa nhưng có sai số rất lớn.

Từ những năm 1970, nhiều nghiên cứu về các nhân tố tác động đến FDI tại các nước phát triển ở cấp độ vĩ mô – quốc gia, cấp độ ngành và cấp độ doanh nghiệp. Các nhân tố có thể được tổng kết như: mức độ phát triển hạ tầng, lãi suất/chi phí vốn tại thị trường nội địa, tỷ giá hối đoái, thuế, thể chế, vị trí của quốc gia nhận đầu tư, mức độ bảo hộ thương mại, tác động của các cam kết thương mại.

Một ví dụ điển hình là nhân tố bất định thuế mà doanh nghiệp FDI phải chi trả. Theo Niemann (2004), sự bất định của thuế suất sẽ ảnh hưởng trực tiếp đến dòng tiền sau thuế và lãi suất của vốn đầu tư. Đối với thuế suất dự kiến trong tương lai không xác định, các nhà đầu tư duy lý thường phải giả định một mức thuế nhất định như họ mong đợi. Một số nghiên cứu về thuế ảnh hưởng đến đầu tư như Alvarez & ctg (1998) phát hiện ra rằng nếu các nhà đầu tư cho rằng thuế suất sẽ giảm, họ có xu hướng đẩy nhanh đầu tư và ngược lại; Hassett & Metcalf (1999) và Agliardi (2001) kết luận rằng những bất định trong chính sách thuế chắc chắn sẽ trì hoãn các dự án đầu tư.

Tại Việt Nam một số nghiên cứu về các nhân tố ảnh hưởng đến đầu tư FDI nói chung đã được phát triển, điển hình là nghiên cứu của Nguyễn Thị Liên Hoa & Bùi Bích Phương (2014) và Lê Văn Thắng & Nguyễn Lưu Bảo Đoàn (2017). Cả hai nghiên cứu đều áp dụng phương pháp định lượng nhằm khẳng định các nhân tố định lượng có quan hệ với đầu tư FDI vào Việt Nam như GDP, tổng dự trữ ngoại hối, mức độ phát triển hạ tầng, chi phí nhân công lao động, độ mở thương mại quốc gia, chất lượng lao động, mức độ đô thị hóa, mức độ tập trung của các doanh nghiệp trong nước. Các nghiên cứu này có ý nghĩa lớn trong xây dựng chính sách vĩ mô thu hút đầu tư.



### 3. Phương pháp nghiên cứu

Qua phân tổng quan lý thuyết, có thể kết luận rằng có nhiều nhân tố bất định, bao gồm cả định lượng và định tính tác động đến quyết định đầu tư của doanh nghiệp nước ngoài vào các dự án đầu tư tài sản cố định lớn. Theo kết quả khảo cứu tại Việt Nam, hiện chưa có nghiên cứu nào về các nhân tố bất định tác động đến quyết định đầu tư của doanh nghiệp nước ngoài vào các dự án đầu tư tài sản cố định lớn không thể hủy ngang. Một số nghiên cứu gần liên quan đến thu hút FDI của Việt Nam chưa hướng đến phát hiện các nhân tố bất định mới. Thế nên, chúng ta có thể kết luận là hiểu biết của chúng ta về các nhân tố bất định tác động đến quyết định đầu tư của doanh nghiệp nước ngoài vào dự án đầu tư không thể hủy ngang là hết sức hạn chế. Do vậy nghiên cứu này được thiết kế theo hướng nghiên cứu khám phá (exploratory research) theo Strauss & Corbin (1990), sử dụng cách tiếp cận nghiên cứu định tính sử dụng công cụ phỏng vấn sâu cho phép phát hiện và xác định các nhân tố bất định mới chưa được các nghiên cứu trước đây đề cập. Nhằm đảm bảo chất lượng nghiên cứu định tính, tác giả tuân thủ quy trình nghiên cứu định tính, số tay phỏng vấn bao gồm nhưng khuyến cáo nhằm đảm bảo chất lượng nghiên cứu định tính theo Lincoln

& Guba (1985) và Kvale (1995) sẽ được tuân thủ triệt để. Trình tự thực hiện nghiên cứu định tính bằng phỏng vấn sâu nhiều vòng thiết kế theo Seidman (2013); Okoli và Pawlowski (2004). Cũng theo (Okoli & Pawlowski, 2004), chất lượng chuyên gia ảnh hưởng lớn đến kết quả nghiên cứu, nên các chuyên gia đang làm việc cho các công ty tư vấn kiểm toán lớn như KPMG, PWC, EY & Young và Deloitte (Big Four)<sup>4</sup>, hoặc các công ty tư vấn luật quốc tế tại Việt Nam là phù hợp. Số lượng chuyên gia

<sup>4</sup> Xếp hạng theo doanh thu của tổ chức Statista năm 2017: Revenue of the Big Four accounting / audit firms worldwide in 2017 (in billion U.S. dollars). (<https://www.statista.com/statistics/250479/big-four-accounting-firms-global-revenue/>)

phỏng vấn dự kiến dưới 10 chuyên gia (Crouch & McKenzie, 2006). Phỏng vấn sẽ kết thúc khi không phát hiện các nhân tố mới (có xu hướng bao hoa) trong 2-3 lần phỏng vấn sau cùng (Nguyễn Đình Thọ, 2013). Trình tự phỏng vấn các chuyên gia được yêu cầu:

- (1) Nghiên cứu các nhân tố bất định bằng tiếng Việt lẫn tiếng Anh, bình luận về ngữ nghĩa tiếng Việt của các nhân tố bất định trong bối cảnh Việt Nam. Thông qua bước này, tên các nhân tố bất định bằng tiếng Việt sẽ được chuẩn hóa.
- (2) Loại bỏ các nhân tố bất định mà chuyên gia cho rằng không xuất hiện trong bối cảnh FDI tại Việt Nam hoặc có tác động qua nhô đến quyết định đầu tư vào dự án không hủy ngang.
- (4) Bổ sung các nhân tố bất định mới mà trong danh sách chưa có, giải thích về nội dung của các nhân tố bất định mới này và cơ chế tác động giữa các nhân tố bất định này với quyết định đầu tư vào dự án FDI không hủy ngang.
- (5) Xếp hạng các nhân tố bất định theo mức độ tác động (được xác định bởi các chuyên gia) lên quyết định đầu tư vào dự án FDI không hủy ngang.

Sau mỗi lần phỏng vấn, kết quả phỏng vấn sẽ được tổng kết và gửi đến chuyên gia nhằm khẳng định lại xem có sự khác biệt trong ghi nhận về nội dung phỏng vấn hay không trước khi sử dụng cho phân tích và đợt phỏng vấn kế tiếp. Kết quả phỏng vấn đợt này được cập nhật vào Bảng câu hỏi cũng như Sổ tay phỏng vấn nhằm phục vụ cho lần phỏng vấn kế tiếp.

### 4. Thảo luận kết quả nghiên cứu

#### 4.1. Kết quả nghiên cứu

Sau bảy vòng phỏng vấn, thông tin có xu hướng lặp lại rõ rệt trong hai lần cuối, do vậy, quá trình phỏng vấn kết thúc (Nguyễn Đình Thọ, 2013). Các nhân tố bất định quan trọng được các chuyên gia đề xuất, khẳng định và xếp hạng được tổng hợp và trình bày trong Bảng 4.1 như sau.





**Bảng 4.1 Các nhân tố bất định được phát hiện và khẳng định**

STT	Tên nhân tố	Giải thích	Xếp hạng
<b>Nhân tố bất định cấp độ vĩ mô</b>			
1	Tỷ giá hối đoái	Doanh nghiệp đầu tư bằng đồng ngoại tệ, chuyển vào và chuyển đổi sang đồng Việt Nam. Trong trung và dài hạn, khi doanh nghiệp bắt đầu chuyển lợi nhuận ra khỏi Việt Nam, chênh lệch tỷ giá hối đoái thời điểm đầu tư và thời điểm chuyển lãi có ảnh hưởng đến lợi nhuận chuyển ra của doanh nghiệp FDI	3
2	Ổn định chính trị và quan hệ ngoại giao	Đây là rủi ro có khả năng/xác suất xảy ra nhỏ nhưng nếu xảy ra tổn thất có thể rất lớn và có thể là tổn thất toàn bộ (nếu xảy ra chiến tranh), ảnh hưởng nghiêm trọng đến tình hình “sức khỏe tài chính” của cả công ty mẹ. (Trường hợp Dự án nhà máy lọc dầu của Mitsui tại Iran khi chiến tranh Iran-Iraq xảy ra 1980-1988)	6
3	Bất định về chính sách đầu tư	Chính sách đầu tư không nhất quán, không rõ ràng, hay thay đổi làm gia tăng chi phí đầu tư ban đầu cũng như gián tiếp tăng chi phí hoạt động kinh doanh	4
4	Bất định về chính sách tiếp cận và mở rộng thị trường	Một số ngành nhà đầu tư nước ngoài chưa được đầu tư đa phần vốn để có thể quyết định ứng dụng các quy trình quản trị hiện đại, kiểm soát hiệu quả hoạt động kinh doanh, như cảng biển, viễn thông,... hay ngành điện vẫn phải bán buôn điện cho Điện lực Việt Nam. Đây là một số hạn chế tạo nên khiến nhà đầu tư nước ngoài thận trọng.	3
<b>Nhân tố bất định cấp độ doanh nghiệp – nhà đầu tư</b>			
5	Bất định về Thuế	Bất định về thuế có ảnh hưởng trực tiếp làm giảm lợi nhuận dự án. Các nhà đầu tư luôn cố gắng làm rõ các khoản thuế phải trả theo luật định cũng như đánh giá khả năng chính phủ tăng thuế suất và các sắc thuế mới trong tương lai như thuế môi trường, thuế phát thải...	1
6	Không rõ ràng về các thủ tục và diễn giải các nội dung trong quá trình đầu tư bao gồm các giấy phép con	Đây là nhân tố được các chuyên gia rất quan tâm do tiến trình này tốn nhiều thời gian, làm nản lòng nhà đầu tư cũng như như mất cơ hội đầu tư. Cải cách thủ tục hành chính trong đầu tư cũng như công tác làm rõ các quy trình thủ tục, mẫu biểu và tài liệu giải trình về cả thể thức nội dung là rất cần thiết nhằm giúp các nhà đầu tư làm rõ các thủ tục này.	2
7	Bất định về giá bán sản phẩm/ dịch vụ	Dao động về giá bán sản phẩm tại nội địa và xuất khẩu ảnh hưởng trực tiếp đến doanh thu dự án. Tuy nhiên, dao động này cũng ảnh hưởng chung lên các đối thủ của dự án FDI.	3

#### 4.2. Thảo luận các kết quả nghiên cứu

Tất cả các chuyên gia tham gia phỏng vấn đều nhận định rằng “quyết định đầu tư” vào dự án nói chung tại nước ngoài là một hoạt động đầy thách thức cho các doanh nghiệp, bởi một số nguyên nhân:

+ **Xét theo góc độ doanh nghiệp:** (1) Quyết định đầu tư là một trong vài loại quyết định chiến lược của doanh nghiệp và dường như các nhà quản trị doanh nghiệp coi là quan trọng nhất vì dự án đầu tư tiêu tốn một lượng vốn lớn và có ảnh hưởng lớn đến lợi nhuận của doanh nghiệp trong trung và dài hạn; (2) Ngay trong thời kỳ nghiên cứu chuẩn bị đầu tư, doanh nghiệp đã phải tiêu tốn một chi phí đáng kể và thông tin về tiến độ thực hiện dự án có ảnh hưởng đến giá cổ phiếu của doanh nghiệp; (3) Quyết định đầu tư ra nước ngoài nơi khác biệt hoàn toàn về văn hóa, chính trị, thị trường, môi trường luật pháp,... tạo ra nhiều thách thức cho doanh nghiệp.

+ **Xét theo góc độ nhà quản trị doanh nghiệp:** Cá nhân các nhà quản trị được giao nhiệm vụ thay mặt doanh nghiệp thực hiện các công tác chuẩn bị phục vụ cho việc ra quyết định đầu tư có trách nhiệm rất lớn trước hội đồng quản trị doanh nghiệp. Sự nghiệp và con đường phát triển nghề nghiệp của các cá nhân được giao chịu trách nhiệm công việc này phụ thuộc nhiều vào kết quả thành công của dự án đầu tư.

+ **Xét theo tính chất phức tạp và tầm quan trọng của việc ra quyết định đầu tư:** Ra quyết định đầu tư liên quan đến rất nhiều nhóm công việc phải thực thi để có cơ sở ra quyết định, bao gồm: (1) Tìm hiểu và phân tích thị trường xác định thị phần làm cơ sở cho một dự án đầu tư; (2) Thực hiện công tác lập dự án đầu tư bao gồm công tác nghiên cứu chi tiết, thiết kế xây dựng tổng mức đầu tư dự án; (3) Đánh

giá các nhân tố bất định và rủi ro. Tất cả các hoạt động trên đều liên quan đến rất nhiều yếu tố ngoài doanh nghiệp, do vậy tính phức tạp và bất định rất cao.

Do vậy, ngoài công tác chuẩn bị dự án, các doanh nghiệp luôn cập nhật thông tin, làm rõ các nhân tố bất định nhằm đủ thông tin và đưa các nhân tố bất định này về thành các rủi ro và nhờ vậy doanh nghiệp có thể áp chi phí để quản trị các rủi ro này và đưa chi phí quản trị rủi ro này vào tính toán các chỉ số tài chính của dự án. Trong trường hợp không đầy đủ thông tin, doanh nghiệp bắt buộc phải áp chi phí quản trị rủi ro với sai số lớn hơn và do vậy ảnh hưởng đến kết quả tính toán các chỉ số tài chính dự án. Các nghiên cứu thực nghiệm về nhân tố bất định ảnh hưởng đến lợi nhuận dự án đã cho thấy, với dự án điện chạy than, để đảm bảo dự án khả thi, giá điện đã phải tính tăng từ 5 – 10% do bất định về thuế phát thải carbon (William, & ctg, 2007).

#### 5. Khuyến nghị về chính sách và quản trị

Qua kết quả nghiên cứu có thể thấy có nhiều nhân tố bất định, bao gồm cả cấp độ vĩ mô và cấp độ doanh nghiệp, có ảnh hưởng trực tiếp hay gián tiếp đến lợi nhuận mong đợi của dự án mà doanh nghiệp dự kiến đầu tư và do đó có ảnh hưởng lớn đến hành vi ra quyết định đầu tư vào dự án của doanh nghiệp. Trên cơ sở các nhân tố bất định phát hiện và khẳng định thông qua phỏng vấn chuyên gia, một số đề xuất hoàn thiện chính sách và gợi ý cho nhà quản trị, chuyên gia tư vấn dự án đầu tư FDI vào Việt Nam như sau.

##### + Khuyến nghị về mặt chính sách:

**Cam kết ổn định luật liên quan đến đầu tư:** Chính phủ và các nhà hoạch định chính sách cần xây dựng luật với tầm nhìn trung và dài hạn cũng như việc sửa đổi luật cần thực hiện với sự tham vấn thích đáng của các nhà doanh nghiệp/nhà đầu tư trong ngành nhằm tránh các sửa đổi

ngoài mong đợi. Đồng thời Chính phủ và các cơ quan quản lý chuyên ngành cần có cơ chế phát tín hiệu tích cực với thị trường về sự ổn định hệ thống luật và chính sách dưới luật liên quan đến đầu tư nói chung, các luật chuyên ngành và cơ chế dưới luật. Điều này đã được nhiều nghiên cứu khẳng định mà điển hình là nghiên cứu của White & ctg (2013) về bất định trong chính sách năng lượng sạch tại Na Uy đã làm mất niềm tin của nhà đầu tư. Nghiên cứu cũng khẳng định bất định trong chính sách đầu tư rõ ràng tác động tiêu cực đến mức độ đầu tư.

**Ổn định vĩ mô:** Với các nhà hoạch định chính sách, rõ ràng để thu hút đầu tư cần xây dựng chính sách hướng đến bình ổn kinh tế vĩ mô thông qua ổn định các chỉ số kinh tế vĩ mô như lãi suất cơ bản, tỷ giá hối đoái, lạm phát bình ổn sẽ góp phần thu hút FDI nói chung. Ngoài ra việc cam kết xây dựng và duy trì các luật lệ có ảnh hưởng đến chi phí kinh doanh cần được xây dựng theo quan điểm dài hơi, tạo ổn định lâu dài.

+ **Khuyến nghị về mặt quản trị:** Với các nhà quản trị của doanh nghiệp đầu tư nước ngoài, các tư vấn đầu tư cần tập trung vào các nhân tố bất định cấp độ doanh nghiệp như bất định thuế, bất định về khả năng tiếp cận và mở rộng thị trường, bất định về giá bán, cụ thể như sau.

**Bất định về thuế:** Đây là nhân tố bất định tác động trực tiếp vào lợi nhuận dự án và có

tác động lâu dài nếu xảy ra, do vậy, cần tham vấn, phân tích và dự báo trước các loại thuế trong tương lai có thể được áp dụng theo thông lệ quốc tế mà các loại thuế liên quan đến môi trường như thuế phát thải carbon là một ví dụ điển hình. Đây là sắc thuế đã được nhiều quốc gia áp dụng và rất có thể trong tương lai xuất hiện tại Việt Nam theo nhu cầu thực tiễn nâng cao nguồn lực bảo vệ môi trường cũng như thực hiện các cam kết quốc tế như Nghị định thư Kyoto (1997) về chống biến đổi khí hậu.

**Bất định về khả năng tiếp cận và mở rộng thị trường cũng như bất định về giá bán:** Với một số ngành, nhà đầu tư nước ngoài khi đầu tư vào dự án tại Việt Nam có thể chưa được trực tiếp tiếp cận thị trường trực tiếp và/hoặc bị giới hạn ( như điện, cảng biển, viễn thông,...), và chi phí đầu tư phụ thuộc một phần vào các giấy phép chuyên ngành như xây dựng, môi trường,..., nhà đầu tư cần sử dụng các chuyên gia tư vấn nhiều kinh nghiệm nhằm làm rõ các thủ tục và chi phí này, giảm thiểu nguy cơ chậm trễ tiến độ dự án ảnh hưởng đến hiệu quả đầu tư. Ngoài ra cần chú trọng công tác nghiên cứu thị trường, nâng cao mức độ chính xác của dự báo về khách hàng/doanh thu nhằm nâng cao độ tin cậy của các chỉ số tài chính trong thẩm định và ra quyết định đầu tư vào dự án.

### Tài liệu tham khảo

- Abel, A. B. (1983). “Optimal investment under uncertainty”, *American Economic Review*, 73, 228-233.
- Abel, A. B. and J. C. Eberly (1994). “A unified model of investment under uncertainty”, *American Economic Review*, 84(5), 1369-1384.
- Abel, A.B. & J. C. Eberly (1997). “An exact solution for the investment and value of a firm facing uncertainty, adjustment costs, and irreversibility”, *Journal of Economic Dynamics and Control*, 21, 831-852.

- Agliardi, E. (2001). Taxation and investment decisions: a real options approach. *Australian Economic Papers* 40(1), 44-55.
- Alvarez, L. H., Kannianen, V., & Sodersten, J. (1998). Tax policy uncertainty and corporate investment: A theory of tax-induced investment spurts. *Journal of Public Economics* 69(1), 17-48.
- Andrew B. Abel (1983). Optimal Investment Under Uncertainty (effects of uncertainty on investment). *The American Economic Review*, Vol. 73, No. 1 (Mar., 1983), pp. 228-233.
- Archibald Russell D & Vladimiri Voropaev. (2004). Project categories and life cycle models: *Report on the 2003 IPMA Global Survey, 18<sup>th</sup> IAPM Project Management World Congress*, Budapest, June 18-21, 2004.
- Bernard S Black, Hasung Jang & Woochan Kim (2006). Does Corporate Governance Predict Firms' Market Values? Evidence from Korea, *The Journal of Law, Economics, and Organization*.
- Bertola Giuseppe. (1998). Irreversible investment, *Research in Economics* (1998) 52, 3–37.
- Bjerk Sund P & S Ekern (1990). Managing Investment Opportunities under Price Uncertainty: From “Last Chance” to “Wait and See”, *Strategies- Financial Management*, JSTOR.
- Carlton DW & Perloff JM. (2015). *Modern industrial organization*. Pearson Higher Education.
- Crouch, M., & McKenzie, H. (2006). The logic of small samples in interview-based qualitative research. *Social science information*, 45(4), 483-499.
- Caves RE (1971). International corporations: The industrial economics of foreign investment, *Economica*, JSTOR.
- Chandler AD Jr. (1992). What is firm? A historical perspective. *European Economic Review* 36(1992) 483-994 North-Holland.
- Chandler AD & Hikino T. (2009). *Scale and scope: The dynamics of industrial capitalism*, Harvard University Press.
- Dixit AK. (1992). Investment and hysteresis, *Journal of economic perspectives*, VOL. 6, NO. 1, WINTER 1992, (pp. 107-132).
- Dixit, A. K., & Pindyck, R. S. (1994). *Investment under uncertainty*. Princeton university press.
- Dunning, J. (1971). *The Multinational*, George Allen & Unwin Ltd, London.
- Dunning J. & Narula R. (2003). *Foreign direct investment and governments: catalysts for economic restructuring*, Routledge Taylor Francis Group.
- Fuss, C., & Vermeulen, P. (2008). Firms' investment decisions in response to demand and price uncertainty. *Applied Economics*, 40(18), 2337-2351.
- Hassett, K. A., & Metcalf, G. E. (1999). Investment with uncertain tax policy: Does random tax policy discourage investment. *The Economic Journal*, 109(457), 372-393.
- Harrison, A. (1994). The role of multinationals in economic development: the benefits of FDI. *The Columbia Journal of World Business*, 29(4), 6-11.
- Hirshleifer J. (1965). Investment Decision under Uncertainty: Choice—Theoretic Approaches, *The Quarterly Journal of Economics*, Volume 79, Issue 4, 1 November 1965, Pages 509–536.

- Javorcik, Beata Smarzynska & Mariana Spatareanu (2007): “To Share or Not To Share: Does Local Participation Matter for Spillovers from Foreign Direct Investment?”, *Journal of Development Economics*, forthcoming.
- Kokko, A., Tansini, R., & Zejan, M. C. (1996). Local technological capability and productivity spillovers from FDI in the Uruguayan manufacturing sector. *The Journal of Development Studies*, 32(4), 602-611.
- Kneller, I.R., & Pisu, M., (2007). Industrial linkages and export spillovers from FDI. *The World Economy*, 30(1), 105-134.
- Lucas RE Jr & Prescott EC. (1971). Investment under uncertainty, *Econometrica: Journal of the Econometric Society*, – JSTOR.
- Myers, S.C., (1977). The determinants of corporate borrowing. *Journal of Financial Economics* 5, 147–175.
- McDonald R & Siegel D. (1986). The value of waiting to invest. *The quarterly journal of economics*, Volume 101, Issue 4 (Nov.,1986), 707-728.
- Nigel Pain & Katharine Wakelin (2002). Export Performance and the Role of Foreign Direct Investment, *The Manchester School*, Wiley Online Library.
- Niemann, R. (2004). Tax rate uncertainty, investment decisions, and tax neutrality. *International Tax and Public Finance*, 11(3), 265-281.
- Okoli, C., & Pawlowski, S. D. (2004). The Delphi method as a research tool: an example, design considerations and applications. *Information & management*, 42(1), 15-29.
- Peters, G. P., Minx, J. C., Weber, C. L., & Edenhofer, O. (2011). Growth in emission transfers via international trade from 1990 to 2008. *Proceedings of the National Academy of Sciences*, 108(21), 8903-8908.
- Potterie BP & Lichtenberg F, (2001). *Does foreign direct investment transfer technology across borders?* Review of Economics and Statistics, MIT Press.
- Pindyck, R. S. (1990). Irreversibility, uncertainty, and investment (No. w3307). *National Bureau of Economic Research*.
- Reilly FK & Brown KC. (2002). *Investment analysis and portfolio management*, South-Western Cengage Learning.
- Stokey, N. L. (2016). Wait-and-see: Investment options under policy uncertainty. *Review of Economic Dynamics*, 21, 246-265.
- William Blyth, & Richard Bradley & Derek Bunn, & Charlie Clark & Tom Wilson & Ming Yang (2007). Investment risks under uncertain climate change policy. *Energy Policy*, 35(11), 5766-5773.
- White W, Lunnan A, Nybakk E & Kulisic B. (2013). The role of governments in renewable energy: The importance of policy consistency, *Biomass and bioenergy*, Volume 57, October 2013, Pages 97-105.

