



Tạp chí Quản lý và Kinh tế quốc tế

Trang chủ: <http://tapchi.ftu.edu.vn>

TÁC ĐỘNG CỦA ĐA DẠNG HÓA ĐẾN RỦI RO HỆ THỐNG CỦA CÁC CÔNG TY NIÊM YẾT TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM

Lê Trương Niệm¹

Trường Đại học Công Nghiệp Thực Phẩm Thành phố Hồ Chí Minh,
Tp. Hồ Chí Minh, Việt Nam

Bùi Hữu Phước

Trường Đại Học Tài Chính – Marketing, Tp. Hồ Chí Minh, Việt Nam

Ngày nhận: 24/10/2020; Ngày hoàn thành biên tập: 04/12/2020; Ngày duyệt đăng: 15/12/2020

Tóm tắt: Nghiên cứu phân tích sự tác động của đa dạng hóa đến rủi ro hệ thống của công ty bằng quy trình 2 bước của Heckman. Kết quả nghiên cứu cho thấy cả hai dạng là đa dạng hóa ngành kinh doanh và đa dạng hóa khu vực địa lý đều có tác động cùng chiều lên rủi ro hệ thống và mức độ đa dạng hóa càng cao thì rủi ro hệ thống càng lớn. Kết quả nghiên cứu hàm ý rằng, những lợi ích công ty hưởng không đủ bù đắp những thiệt hại phát sinh do đa dạng hóa. Quy mô công ty và cơ cấu chi phí tác động cùng chiều đến rủi ro hệ thống, đòn bẩy tài chính và cơ hội tăng trưởng tác động ngược chiều lên rủi ro hệ thống.

Từ khóa: Đa dạng hóa ngành kinh doanh, Đa dạng hóa khu vực địa lý, Rủi ro hệ thống

THE EFFECTS OF DIVERSIFICATION ON SYSTEMATIC RISK OF LISTED COMPANIES ON VIETNAM STOCK EXCHANGE

Abstract: This study analyzes the effects of diversification on systematic risk using Heckman's two-step procedure. The authors find that both geographic and industrial diversification impact positively on the systematic risk and the higher the degree of diversification, the greater the systematic risk. The results imply that the benefits which a company achieves are not enough to compensate for the damages arising from diversification. Firm size and capital intensity have a positive impact on the systematic risk, financial leverage and growth opportunities have a negligible impact on the systematic risk.

Keywords: Industrial diversification, Geographic diversification, Systematic risk

¹ Tác giả liên hệ, Email: niemlt@hufi.edu.vn

1. Giới thiệu

Rủi ro hệ thống của công ty là yếu tố quan trọng được cả công ty và nhà đầu tư quan tâm, các công ty sử dụng rủi ro hệ thống để tính chi phí sử dụng vốn nhằm mục đích đưa ra quyết định đầu tư vào các dự án, các nhà đầu tư sử dụng thông tin về rủi ro hệ thống để định giá chứng khoán nhằm ra quyết định nên đầu tư vào cổ phiếu của công ty. Do đó, việc nghiên cứu các yếu tố tác động đến rủi ro hệ thống là cần thiết. Đa dạng hóa công ty là một trong những yếu tố tác động đến rủi ro hệ thống của công ty. Lợi ích của đa dạng hóa giúp giảm rủi ro hệ thống là công ty có dòng tiền ở các ngành kinh doanh, khu vực địa lý có mối tương quan không hoàn hảo có thể làm giảm độ biến động trong dòng tiền của công ty và vì thế, giúp làm giảm rủi ro hệ thống của công ty. Nhưng khi đa dạng hóa khu vực địa lý công ty gặp phải những rủi ro khác như rủi ro tỷ giá, rủi ro chính trị, đa dạng hóa ngành kinh doanh công ty cần giải quyết vấn đề thông tin bất cân xứng, khó khăn hơn trong việc giám sát các ngành, kiểm soát giám đốc bộ phận, những vấn đề này có thể làm gia tăng rủi ro hệ thống của công ty (Reeb & cộng sự, 1998). Vậy đa dạng hóa của các công ty niêm yết ở Việt Nam phải đối mặt với những rủi ro phát sinh do đa dạng hóa thì sẽ được hưởng lợi ích giảm rủi ro hệ thống nhiều hơn hay phải gánh chịu rủi ro hệ thống lớn hơn?

Các bằng chứng thực nghiệm trên thế giới về sự tác động của đa dạng hóa đến rủi ro hệ thống có cả 3 trường hợp. Thứ nhất, Fatemi (1984), Michel & Shaked (1986), Goldberg & Heflin (1995) cho rằng đa dạng hóa làm giảm rủi ro hệ thống của công ty. Thứ hai, Brewer (1981), Thompson (1984), Jafarinejad & cộng sự (2018) chứng minh đa dạng hóa không tác động đến rủi ro hệ thống công ty. Reeb & cộng sự (1998), Olibe & cộng sự (2008) và Krapl (2015) nhận định rằng đa dạng hóa làm tăng rủi ro hệ thống của công ty. Ở Việt Nam, có ít công trình nghiên cứu về sự tác động của đa dạng hóa công ty đến rủi ro hệ thống. Gần đây, Vũ & Nguyễn (2018) nghiên cứu về đa dạng hóa nguồn tài trợ và cho rằng, hoạt động đa dạng hóa nguồn tài trợ nợ giúp cho doanh nghiệp linh hoạt trong nguồn vốn để từ đó, có thể triển khai các hoạt động đầu tư dễ dàng hơn, đặc biệt là đầu tư vào các ngành có liên quan. Hoạt động đa dạng hóa nguồn vốn chủ sở hữu giúp ích một phần trong việc giảm rủi ro phá sản. Bằng cách tiếp cận khác với nghiên cứu của Vũ & Nguyễn (2018), nhóm tác giả nghiên cứu ở ba góc độ: (i) Nghiên cứu về đa dạng hóa ngành kinh doanh và đa dạng hóa khu vực địa lý, (ii) Đo lường rủi ro theo quan điểm thị trường (mô hình CAPM), và (iii) Phương pháp nghiên cứu là qui trình 2 bước của Heckman (1979) thì đa dạng hóa tác động như thế nào đến rủi ro hệ thống? Kết quả của nghiên cứu này cung cấp thêm bằng chứng thực nghiệm về mối tương quan giữa đa dạng hóa và rủi ro hệ thống ở thị trường có nhiều điểm đặc trưng như Việt Nam.

2. Tổng quan nghiên cứu và phát triển giả thuyết

Rủi ro hệ thống (hay còn gọi là rủi ro thị trường) là loại rủi ro có ảnh hưởng đến tất cả các nhà đầu tư do sự biến động các yếu tố vĩ mô của nền kinh tế, tuy nhiên, do mức độ ảnh hưởng khác nhau mà tác động đến các đối tượng cũng khác nhau. Có một số nguyên nhân dẫn đến rủi ro hệ thống như thay đổi trong lãi suất, thay đổi trong sức mua (lạm phát), biến động của giá xăng dầu, những thay đổi trong kỳ vọng của nhà đầu tư về triển vọng của nền kinh tế.

Rủi ro hệ thống được tính theo công thức sau:

$$BETA_i = \frac{Cov(R_i, R_M)}{Var(R_M)} = \frac{\sigma_{i,M}}{\sigma_M^2} = \frac{\rho_{iM} \sigma_i}{\sigma_M}$$

Lợi ích của đa dạng hóa là giảm hệ số tương quan ρ_{iM} vì thế có thể giảm rủi ro hệ thống BETA, nhưng khi đa dạng hóa có khả năng gặp phải những vấn đề về rủi ro tỷ giá, rủi ro chính trị, chi phí đại diện sẽ làm tăng độ biến động tỷ suất sinh lời σ_i , do đó, có thể làm tăng rủi ro hệ thống BETA, vấn đề này sẽ được thảo luận bên dưới.

2.1 Tác động của đa dạng hóa khu vực địa lý đến rủi ro hệ thống

Đa dạng hóa đầu tư là hoạt động mà nhà đầu tư bỏ vốn ra đầu tư vào nhiều tài sản, ngành nghề kinh doanh hay khu vực địa lý khác nhau. Đa dạng hóa khu vực địa lý là mở rộng thị trường hoạt động của công ty ra các khu vực khác nhau (nhiều tỉnh, thành, thậm chí nhiều nước), một công ty được xem là đa dạng hóa khu vực địa lý nếu công ty hoạt động trong từ hai khu vực địa lý trở lên, ngược lại công ty chỉ hoạt động trong một khu vực địa lý thì không đa dạng hóa khu vực địa lý (Jafarinejad & cộng sự, 2018; Denis & cộng sự, 2002; Berger & Ofek, 1995). Khi đa dạng hóa khu vực địa lý, các công ty có thể có những cơ hội và phải đối đầu với nhiều thách thức (Krapl, 2015). Thông thường, đa dạng hóa khu vực địa lý sẽ giúp các công ty đa dạng dòng thu nhập ở nhiều khu vực địa lý khác nhau, cổ phiếu của các công ty này có thể được nhiều nhà đầu tư mong muốn sở hữu, vì thông qua danh mục đa dạng của công ty thì nhà đầu tư gián tiếp đa dạng hóa danh mục đầu tư (Agmon & Lessard, 1977). Ngoài ra, đa dạng hóa khu vực địa lý có tác động làm giảm rủi ro nhờ tăng khả năng huy động nợ của công ty (Logue & Merville, 1972) và giảm khả năng phá sản của công ty (Michel & Shaked, 1986). Mặt khác, đa dạng hóa khu vực địa lý khiến công ty phải đối mặt với nhiều rủi ro như rủi ro chính trị, rủi ro tỷ giá, những bất lợi về thuế, vấn đề chi phí đại diện, thông tin bất cân xứng (Reeb & cộng sự, 1998).

Krapl (2015) nghiên cứu về sự tác động của đa dạng hóa khu vực địa lý đến rủi ro hệ thống của công ty. Dữ liệu nghiên cứu gồm tất cả các công ty được giao dịch trên Nasdaq, Amex và NYSE từ 1980 đến 2011. Krapl (2015) đo lường đa

dạng hóa bằng (i) Tỷ lệ doanh thu nước ngoài trên tổng doanh thu, (ii) Tỷ lệ tài sản nước ngoài trên tổng tài sản, (iii) Số bộ phận khu vực địa lý và (iv) Ước lượng mô hình 1 nhân tố để xác định độ nhạy tỷ giá (hệ số FX exposure). Krapl (2015) sử dụng mô hình CAPM để ước tính rủi ro hệ thống bằng cách dùng tỷ suất sinh lời hàng tháng, cửa sổ cuộn 5 năm. Bằng phương pháp nghiên cứu là thống kê mô tả, ma trận tương quan, hồi quy OLS với biến giả theo năm, theo ngành, tác giả phát hiện đa dạng hóa khu vực địa lý làm tăng rủi ro hệ thống của công ty.

Ở Việt Nam, có không ít công ty, tập đoàn lớn đã và đang đa dạng hóa theo khu vực địa lý và mở rộng đầu tư ra nước ngoài. Trong những năm gần đây, tình hình kinh tế trên thế giới đối mặt với nhiều rủi ro lớn với các nhân tố khó lường, thị trường toàn cầu có những bất ổn, tăng trưởng thương mại toàn cầu giảm mạnh, thị trường hàng hóa kém sôi động, giá cả hàng hóa thế giới ở mức thấp đã ảnh hưởng tới hoạt động kinh doanh của các công ty ở nước ta, xu hướng gia tăng chủ nghĩa bảo hộ sản xuất, bảo hộ mậu dịch, cùng những thay đổi trong chính sách thương mại của một số nước lớn, chiến tranh thương mại giữa Mỹ và Trung Quốc. Chính những yếu tố này làm gia tăng rủi ro hệ thống đối với các công ty niêm yết. Cho nên, nhóm tác giả đặt giả thuyết là đa dạng hóa khu vực địa lý làm gia tăng rủi ro hệ thống của các công ty (giả thuyết H1).

2.2 Tác động của đa dạng hóa ngành kinh doanh đến rủi ro hệ thống

Đa dạng hóa ngành kinh doanh là việc công ty mở rộng kinh doanh sang ngành kinh doanh khác, một công ty được xem là đa dạng hóa ngành kinh doanh nếu công ty đó hoạt động trong từ hai ngành, bộ phận kinh doanh trở lên, ngược lại công ty chỉ hoạt động trong một ngành hay một bộ phận là công ty không đa dạng hóa ngành kinh doanh (Denis & cộng sự, 2002). Khi xem xét về sự tác động của đa dạng hóa ngành kinh doanh đến rủi ro hệ thống, có một số nghiên cứu chia đa dạng hóa ngành thành hai loại là đa dạng hóa ngành liên quan và đa dạng hóa ngành không liên quan, và đi đến kết luận rằng đa dạng hóa ngành liên quan có rủi ro hệ thống thấp hơn so với đa dạng hóa ngành không liên quan (Lubatkin & Rogers, 1989; Bettis & Hall, 1982), nhưng cũng có nghiên cứu cho rằng đa dạng hóa liên quan có rủi ro cao hơn đa dạng hóa không liên quan (Amit & Livnat, 1988).

Thompson (1984) nghiên cứu về tác động của chiến lược đa dạng hóa đến rủi ro hệ thống. Dữ liệu nghiên cứu của tác giả gồm 100 công ty qui mô lớn phi tài chính ở Mỹ thời kỳ 1966 đến 1969. Tác giả đo lường đa dạng hóa đơn giản bằng việc đếm số ngành, ước lượng hệ số beta bằng CAPM để đo lường rủi ro hệ thống. Tác giả sử dụng phương pháp nghiên cứu là kiểm định Chi bình phương (chi-square test), OLS. Kết quả nghiên cứu của tác giả không có mối quan hệ có ý nghĩa thống kê giữa đa dạng hóa và rủi ro hệ thống.

Thời gian gần đây, Jafarinejad & cộng sự (2018) thu thập dữ liệu nghiên cứu là cơ sở dữ liệu bộ phận lịch sử COMPUSTAT trong giai đoạn 1998-2016. Bằng phương pháp nghiên cứu là qui trình 2 bước của Heckman (1979), nhóm tác giả cũng cho rằng đa dạng hóa ngành kinh doanh không ảnh hưởng đáng kể đến rủi ro hệ thống của công ty.

Rủi ro hệ thống tác động đến hầu hết các ngành kinh doanh, với tình hình kinh tế chính trị khó lường trên thế giới sẽ ảnh hưởng đến kinh tế Việt Nam, vì thế sẽ ảnh hưởng đến các ngành kinh doanh của các công ty Việt Nam, các công ty đa dạng hóa kinh doanh nhiều ngành sẽ bị rủi ro hệ thống tác động mạnh hơn. Vậy nên nhóm tác giả đặt giả thuyết H2 là đa dạng hóa ngành kinh doanh làm tăng rủi ro hệ thống của công ty.

Giữa đa dạng hóa khu vực địa lý và đa dạng hóa ngành kinh doanh thì đa dạng hóa khu vực địa lý có mức độ đa dạng hóa cao hơn (Jafarinejad & cộng sự, 2018), công ty đa dạng hóa khu vực địa lý có rủi ro hệ thống lớn hơn do ngoài bị tác động bởi rủi ro hệ thống trong nước còn bị tác động bởi các rủi ro khác như rủi ro tỷ giá, rủi ro chính trị (Reeb & cộng sự, 1998) nên nhóm tác giả đặt ra giả thuyết H3 là mức độ đa dạng hóa càng cao gánh chịu rủi ro hệ thống càng lớn.

3. Phương pháp nghiên cứu

Nhóm tác giả sử dụng phương pháp nghiên cứu định lượng gồm thống kê mô tả, phân tích tương quan, hồi quy hai giai đoạn của Heckman (1979), hồi quy với sai số chuẩn của Driscoll & Kraay (1998).

Quyết định đa dạng hóa là sự lựa chọn của công ty, không ngẫu nhiên, đây được xem là vấn đề sai lệch trong chọn mẫu (de Andrés & cộng sự, 2017; Villalonga, 2004; Campa & Kedia, 2002), các yếu tố ảnh hưởng đến xu hướng đa dạng hóa của các công ty cũng có thể ảnh hưởng đến rủi ro công ty. Vì vậy, biến đa dạng hóa sẽ tương quan với phần dư (error term) trong mô hình nghiên cứu sự tác động của đa dạng hóa đến rủi ro công ty nên phương pháp ước lượng tuyến tính thông thường không thật sự phù hợp, mà phương pháp phù hợp hơn là hồi quy hai giai đoạn của Heckman (de Andrés & cộng sự, 2017). Phương pháp hồi quy hai giai đoạn của Heckman coi sai lệch trong lựa chọn này là một vấn đề biến bị bỏ sót và hiệu chỉnh sự sai lệch này. Cách hiệu chỉnh là hồi quy probit mô hình lựa chọn ở bước 1 nhằm thu được tỷ lệ Mill's nghịch đảo, tỷ lệ Mill's nghịch đảo sẽ được đưa vào bước hai (hồi quy mô hình sự tác động của đa dạng hóa đến rủi ro) để hiệu chỉnh sai lệch trong chọn mẫu. Khi thực hiện bước thứ hai trong qui trình hồi quy hai bước của Heckman xuất hiện hiện tượng tự tương quan, phương sai sai số thay đổi và phụ thuộc chéo (kết quả không báo cáo) nên để khắc phục vấn đề này nhóm tác giả đã hồi quy với sai số chuẩn của Driscoll & Kraay (1998). *Nhằm đảm bảo ước lượng thu được vững và đáng tin cậy*, Đặng & Nguyễn (2017)

đã áp dụng phương pháp ước lượng hồi quy với sai số chuẩn của Driscoll & Kraay để khắc phục hiện tượng tự tương quan giữa các sai số và hiện tượng phương sai sai số thay đổi khi sử dụng dữ liệu bảng để nghiên cứu.

Nhóm tác giả thực hiện bước 1 trong qui trình hồi quy hai bước của Heckman là ước lượng mô hình lựa chọn để thu thập tỷ lệ Mill nghịch đảo (mô hình 1). Trên cơ sở kế thừa các nghiên cứu de Andrés & cộng sự (2017), Dastidar (2009) và Villalonga (2004), nhóm tác giả xây dựng mô hình 1 như sau:

$$DUMSG_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 LTA_{it} + \alpha_2 ES_{it} + \alpha_3 SG_{it} + \alpha_4 PND_{it} + \varepsilon_{it} \text{ (mô hình 1)}$$

Với: DUMSG là biến giả nhận giá trị 0 nếu công ty không đa dạng hóa, nhận giá trị 1 nếu công ty đa dạng hóa ngành, 2 nếu công ty đa dạng hóa khu vực địa lý, 3 nếu công ty vừa đa dạng hóa ngành vừa đa dạng hóa khu vực địa lý.

Những đặc điểm thuộc về công ty: qui mô công ty được tính bằng cách lấy Logarit tổng tài sản (LTA), khả năng sinh lời ES được tính bằng cách lấy thu nhập trước thuế và lãi vay chia cho doanh thu thuần, tăng trưởng doanh thu (SG) được tính bằng cách lấy doanh thu năm hiện tại trừ doanh thu năm trước sau đó chia cho doanh thu năm trước. PND được tính bằng cách lấy số lượng công ty đa dạng hóa chia cho tổng số công ty trong ngành, là biến đại diện cho đặc điểm của ngành tác động đến xu hướng đa dạng hóa của công ty.

Tiếp theo, thực hiện bước 2 trong qui trình hồi quy hai bước của Heckman nhóm tác giả ước lượng mô hình nghiên cứu sự tác động của đa dạng hóa đến rủi ro hệ thống (mô hình 2). Trên cơ sở kế thừa Jafarinejad & cộng sự (2018) và Krapl (2015), nhóm tác giả đề xuất mô hình 2 như sau:

$$BETA_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 DIV_{it} + \alpha_2 LMC_{it} + \alpha_3 LEV_{it} + \alpha_4 LIQ_{it} + \alpha_5 ROA_{it} + \alpha_6 EFF_{it} + \alpha_7 CI_{it} + \alpha_8 MB_{it} + \alpha IMR_{it} + \varepsilon_{it} \text{ (mô hình 2)}$$

BETA là rủi ro hệ thống của công ty, được đo lường theo công thức 1 (Krapl, 2015; Olibe & cộng sự, 2008; Reeb & cộng sự, 1998; Goldberg & Heflin, 1995) như sau:

$$BETA_{it} = \frac{Cov(R_{it}, R_{Mt})}{Var(R_{Mt})} = \frac{\sigma_{it.Mt}}{\sigma_{Mt}^2} = \frac{\rho_{iMt} \sigma_{it}}{\sigma_{Mt}} \quad (1)$$

Với R_{it} là tỷ suất sinh lời kỳ t của chứng khoán i (i=1....240).

R_{Mt} là tỷ suất sinh lời bình quân trên thị trường (ở Việt Nam tạm thời sử dụng chỉ số VNIndex nếu công ty niêm yết ở Sở Giao dịch Chứng khoán TP.HCM, là tỷ suất sinh lời của chỉ số HNXIndex nếu công ty niêm yết ở Sở Giao dịch Chứng khoán Hà Nội). Vì rủi ro hệ thống BETA thể hiện xu hướng biến động của chứng khoán i với chỉ số chứng khoán nên nhóm tác giả tính toán trong giai đoạn 5 năm (60 tháng) với năm hiện tại và 4 năm liền kề trước đó (cách tính

này nhóm tác giả kế thừa từ Krapl (2015)), cụ thể BETA của năm 2015 được ước tính theo thời kỳ 5 năm từ năm 2011-2015, BETA của năm 2016 được ước tính theo thời kỳ 5 năm từ năm 2012-2016, BETA của năm 2017 được ước tính theo thời kỳ 5 năm từ năm 2013-2017, BETA của năm 2018 được ước tính theo thời kỳ 5 năm từ năm 2014-2018, BETA của năm 2019 được ước tính theo thời kỳ 5 năm từ năm 2015-2019.

Nhóm tác giả thu thập dữ liệu đo lường đa dạng hóa trong mục báo cáo bộ phận được trình bày trong thuyết minh báo cáo tài chính hợp nhất. Theo yêu cầu của chuẩn mực kế toán số 28 và Thông tư hướng dẫn kế toán thực hiện sáu (06) chuẩn mực kế toán ban hành theo quyết định số 12/2005/QĐ-BTC ngày 15/02/2005 của Bộ trưởng Bộ Tài chính thì báo cáo bộ phận được chia làm hai dạng là báo cáo bộ phận theo lĩnh vực kinh doanh và báo cáo bộ phận theo khu vực địa lý. Sau khi thu thập dữ liệu, nhóm tác giả đo lường đa dạng hóa công ty (DIV) theo 3 cách. Thứ nhất, nhóm tác giả đo lường đa dạng hóa bằng biến giả, nếu công ty hoạt động trong 1 bộ phận kinh doanh và một bộ phận khu vực địa lý là công ty không đa dạng hóa, ký hiệu là DS ($DS=0$), nếu công ty có từ hai bộ phận kinh doanh trở lên và hoạt động trong một khu vực địa lý thì là đa dạng hóa ngành kinh doanh, ký hiệu là DM ($DM=1$), những công ty có từ hai bộ phận khu vực địa lý trở lên và hoạt động trong một ngành thì là đa dạng hóa khu vực địa lý ký hiệu là GS ($GS=2$), các công ty đồng thời hoạt động trong 2 bộ phận ngành kinh doanh trở lên và từ 2 bộ phận khu vực địa lý trở lên là đa dạng hóa ngành và khu vực địa lý, ký hiệu là GM ($GM=3$), trong đó DS là chuẩn so sánh (Jafarinejad & cộng sự, 2018). Nhóm tác giả đặt biến giả đa dạng ngành kinh doanh không phân biệt có đa dạng hóa khu vực địa lý hay không là DSEC. DSEC sẽ nhận giá trị 1 nếu công ty đa dạng hóa ngành kinh doanh ngược lại là 0. Tương tự, nhóm tác giả đặt biến giả cho đa dạng hóa khu vực địa lý là DGEO không phân biệt công ty có đa dạng hóa ngành kinh doanh hay không, DGEO sẽ nhận giá trị 1 nếu công ty đa dạng hóa khu vực địa lý, ngược lại là 0 (Jafarinejad & cộng sự, 2018). Cách đo lường đa dạng hóa thứ hai là lập tỷ số, với đa dạng hóa khu vực địa lý mà mục đích là nhóm tác giả muốn so sánh rủi ro của công ty trong nước và ngoài nước nên nhóm tác giả lập tỷ số doanh thu nước ngoài chia cho tổng doanh thu (FS), tỷ số này càng lớn cho thấy mức độ đa dạng hóa khu vực địa lý càng cao (Krapl, 2015). Kế thừa từ Grant & cộng sự (1988) để đo lường mức độ đa dạng hóa ngành kinh doanh theo cách thứ hai này, nhóm tác giả lập tỷ số doanh thu ngành lớn nhất chia cho tổng doanh thu cho thấy mức độ tập trung của công ty, sau đó nhóm tác giả lấy 1 trừ tỷ số doanh thu ngành lớn nhất chia cho tổng doanh thu để đo lường mức độ đa dạng hóa công ty theo ngành (biến DIVS). Thứ ba, sử dụng chỉ số Berry - Herfindahl trên cơ sở doanh thu để đo lường đa dạng hóa. Chỉ số Berry - Herfindahl của công ty i trong năm t được ước tính theo công thức sau:

$$BHER_{it} = 1 - \sum \left(\frac{SSales_{it}}{TSales_{it}} \right)^2 \quad (2)$$

Với $SSales_{it}$ là doanh thu của từng bộ phận kinh doanh hoặc là doanh thu của từng bộ phận khu vực địa lý của công ty i vào năm t , $TSales_{it}$ là tổng doanh thu của công ty trong năm đó. Với cách tính chỉ số Berry - Herfindahl như công thức 2 thì những công ty không đa dạng hóa có chỉ số Berry - Herfindahl bằng 0, còn những công ty đa dạng hóa sẽ có chỉ số Berry - Herfindahl lớn hơn 0, mức độ đa dạng hóa của các công ty càng cao thì chỉ số Berry - Herfindahl càng lớn và gần với 1. Sử dụng chỉ số Berry - Herfindahl để đo lường đa dạng hóa đã được thực hiện trong các nghiên cứu (Song & cộng sự, 2017; Berger & Ofek, 1995). Ứng với mỗi cách đo lường cho đa dạng hóa nhóm tác giả sẽ ước lượng một mô hình, theo đó mô hình 2 sẽ chia thành mô hình 2.1, 2.2, 2.3, 2.4, 2.5, 2.6, 2.7, ứng với biến đại diện cho đa dạng hóa là GM, GS, DM (mô hình 2.1), DGEO (mô hình 2.2), BHG (mô hình 2.3), FS (mô hình 2.4), DSEC (mô hình 2.5), BHS (mô hình 2.6) và DIVS (mô hình 2.7).

Bảng 1. Giải thích các biến đa dạng hóa sử dụng trong mô hình 2.1 đến 2.7

Mô hình	Tên biến	Cách tính	Kế thừa
2.1	DS, DM, GS, GM	Các biến giả nhận giá trị lần lượt là 0, 1, 2 và 3	Jafarinejad & cộng sự (2018)
2.2	DGEO	Bằng 1 nếu công ty đa dạng hóa khu vực địa lý, ngược lại bằng 0	Jafarinejad & cộng sự (2018)
2.3	BHG	Chỉ số Berry – Herfindahl doanh thu theo khu vực địa lý	Jafarinejad & cộng sự (2018), Song & cộng sự (2017)
2.4	FS	Tỷ số doanh thu nước ngoài chia cho tổng doanh thu	Krapl (2015)
2.5	DSEC	Bằng 1 nếu công ty đa dạng hóa ngành kinh doanh, ngược lại bằng 0	Jafarinejad & cộng sự (2018)
2.6	BHS	Chỉ số Berry – Herfindahl doanh thu theo ngành kinh doanh	Song & cộng sự (2017), Berger & Ofek (1995)
2.7	DIVS	$1 - (\text{doanh thu ngành lớn nhất} / \text{tổng doanh thu})$	Grant & cộng sự (1988)

Căn cứ vào các nghiên cứu trước (Jafarinejad & cộng sự, 2018; Krapl, 2015), nhóm tác giả đưa các biến kiểm soát vào mô hình nghiên cứu gồm: LMC là quy mô công ty, được đo lường bằng logarit của vốn hóa thị trường ($\log(\text{số lượng cổ phần thường đang lưu hành} * \text{giá đóng cửa cổ phiếu cuối năm})$), đòn bẩy tài chính

(LEV) đại diện cho cấu trúc vốn của công ty, được đo lường bằng cách lấy nợ phải trả chia cho tổng tài sản. Khả năng thanh khoản (LIQ) được đo lường bằng cách lấy tài sản ngắn hạn chia cho nợ ngắn hạn. Khả năng sinh lời (ROA) được tính bằng cách lấy lãi ròng chia cho tổng tài sản. Hiệu quả hoạt động (EFF) được tính bằng cách lấy doanh thu thuần chia cho tổng tài sản. Cơ cấu chi phí (CI) được đo lường bằng cách lấy tài sản cố định chia cho tổng tài sản. Cơ hội tăng trưởng (MB), được tính bằng cách lấy giá trị thị trường chia cho giá trị sổ sách của vốn chủ sở hữu. IMR: tỷ lệ Mills nghịch đảo, thu thập được từ mô hình dự đoán khả năng đa dạng hóa (mô hình 1), nhằm khắc phục vấn đề sai lệch trong chọn mẫu.

Tính đến thời điểm tháng 10 năm 2020, trên Sở Giao dịch Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh có 388 mã cổ phiếu đang niêm yết, trên Sở Giao dịch Chứng khoán Hà Nội có 352 mã cổ phiếu niêm yết. Nhóm tác giả thu thập dữ liệu của các mã chứng khoán trên, sau khi lọc và làm sạch dữ liệu, số công ty còn lại để nghiên cứu là 240 công ty, trong đó có 169 mã cổ phiếu của các công ty niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh và 71 mã cổ phiếu của các công ty niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán Hà Nội. Trong quá trình lọc dữ liệu, nhóm tác giả loại bỏ các công ty tài chính vì các công ty tài chính có các hoạt động kinh doanh và hoạt động tài chính riêng biệt, khác nhiều so với các công ty phi tài chính, yêu cầu các công ty phải có đầy đủ dữ liệu và liên tục qua các năm. Quá trình làm sạch dữ liệu để loại bỏ những biến dị biệt nhằm giúp phát hiện bản chất của vấn đề nghiên cứu tốt hơn. Để tính được rủi ro hệ thống BETA của từng công ty nhóm tác giả thu thập dữ liệu từ năm đầu 2011 đến cuối năm 2019, một khoảng thời gian khá dài nên có nhiều công ty không đáp ứng yêu cầu có dữ liệu liên tục và bị loại ra khỏi mẫu nghiên cứu.

4. Kết quả nghiên cứu và thảo luận

4.1 Kết quả nghiên cứu

4.1.1 Kết quả hồi quy probit thứ bậc mô hình 1

Bảng 2 trình bày kết quả mô tả thống kê các biến sử dụng trong mô hình 1. Theo đó, trung bình quy mô công ty (LTA) là 12,164, trung bình khả năng sinh lời (ES) là 0,134, các công ty có tốc độ tăng trưởng doanh thu trung bình là 0,151, trung bình số công ty đa dạng hóa trong ngành là 0,524, trung bình tỷ lệ tăng trưởng GDP là 0,068. Với mức ý nghĩa 1%, những công ty có quy mô lớn thì khả năng công ty đa dạng hóa càng cao (bảng 3). Kết quả nghiên cứu này phù hợp với các nghiên cứu (de Andrés & cộng sự, 2017; Dastidar, 2009; Villalonga, 2004) và cũng phù hợp với lý thuyết phân bổ nguồn lực cho rằng các công ty càng lớn càng đa dạng hóa để tận dụng các nguồn lực sẵn có trong công ty.

Bảng 2. Mô tả thống kê các biến sử dụng trong mô hình 1

Biến	Trung bình	Độ lệch chuẩn	Giá trị nhỏ nhất	Giá trị lớn nhất
LTA	12,164	0,607	10,613	14,606
ES	0,134	0,239	-2,268	2,073
SG	0,151	0,955	-0,999	24,675
PND	0,524	0,190	0,077	1

Nguồn: Phân tích của nhóm tác giả

Bảng 3. Kết quả hồi quy mô hình 1

DUMSG	Coef.	Std. Err.	z	P>z	[95% Conf.Interval]	
LTA	0,277***	0,053	5,220	0,000	0,173	0,381
ES	0,037	0,136	0,280	0,783	-0,229	0,303
SG	-0,029	0,033	-0,900	0,370	-0,093	0,035
PND	0,970***	0,171	5,660	0,000	0,634	1,306

***, ** và * lần lượt tương ứng với các mức ý nghĩa 1%, 5%, và 10%

Nguồn: Phân tích của nhóm tác giả

Với độ tin cậy 99%, các công ty hoạt động trong ngành có nhiều công ty đa dạng hóa thì khả năng đa dạng hóa càng cao, kết quả nghiên cứu này phù hợp với (de Andrés & cộng sự, 2017) và (Campa & Kedia, 2002).

4.1.2 Kết quả phân tích tương quan và thống kê mô tả

Bảng 4. Phân tích tương quan và thống kê mô tả các biến sử dụng trong mô hình 2

Biến	Phân tích tương quan BETA	Trung bình	Độ lệch chuẩn	Giá trị nhỏ nhất	Giá trị lớn nhất
BETA	1,000	0,295	0,566	-1,063	2,291
BHG	0,048	0,082	0,177	-0,680	0,974
FS	0,082	0,050	0,159	0,000	0,914
BHS	0,173	0,199	0,245	0,000	0,810
DIVS	0,160	0,146	0,194	0,000	0,746
LMC	0,448	11,741	0,707	9,789	15,351
LEV	-0,003	0,494	0,214	0,011	0,964
LIQ	-0,053	2,227	2,546	0,193	31,876
ROA	0,024	0,056	0,082	-0,853	0,784
EFF	-0,171	1,051	0,961	0,008	9,365
CI	0,111	0,217	0,198	0,000	0,923
MB	0,023	1,084	0,979	0,027	12,681

Nguồn: Phân tích của nhóm tác giả

Bảng 4 cho biết giữa đa dạng hóa ngành kinh doanh và rủi ro hệ thống có mối tương quan dương, cụ thể là dương 0,173 nếu biến đa dạng hóa được đo lường bằng chỉ số Berry – Herfindahl ngành và dương 0,160 nếu biến đa dạng hóa được đo lường bằng DSEC. Giữa đa dạng hóa khu vực địa lý và rủi ro hệ thống có mối tương quan dương, là 0,048 nếu biến đa dạng hóa được đo lường bằng chỉ số Berry – Herfindahl khu vực địa lý và dương 0,082 nếu biến đa dạng hóa được đo lường bằng FS. Trung bình rủi ro hệ thống là 0,295 khá thấp khi so sánh với nghiên cứu của Olibe & cộng sự (2008) là 1,108, Reeb & cộng sự (1998) là 0,992. Giải thích cho điều này, nhóm tác giả cho rằng do thị trường chứng khoán Việt Nam còn non trẻ nên qui định biên độ giao động giá thấp để dễ quản lý và tránh sự biến động quá lớn khi so sánh với thị trường chứng khoán Mỹ.

4.1.3 Kết quả so sánh rủi ro hệ thống giữa các nhóm đa dạng hóa

Nghiên cứu sử dụng kiểm định t để so sánh sự khác biệt trong rủi ro hệ thống giữa các nhóm đa dạng hóa công ty (Jafarinejad & cộng sự, 2018), kết quả được trình bày trong bảng 5, với cách phân nhóm cụ thể như sau: (1) Để so sánh sự khác nhau trong rủi ro hệ thống giữa các nhóm công ty theo hình thức đa dạng hóa, nghiên cứu phân thành: công ty không đa dạng hóa (DS), đa dạng hóa ngành kinh doanh (DM), đa dạng hóa khu vực địa lý (GS) và vừa đa dạng hóa ngành kinh doanh vừa đa dạng hóa khu vực địa lý (GM); (2) Để so sánh sự khác nhau trong rủi ro hệ thống của các công ty đa dạng hóa ngành kinh doanh, nghiên cứu sử dụng biến giả để phân các công ty trong mẫu thành hai nhóm: nhóm công ty đa dạng hóa ngành kinh doanh có DSEC=1 và nhóm công ty không đa dạng hóa ngành kinh doanh có DSEC=0. Trên cơ sở giá trị trung bình, nghiên cứu phân các công ty trong mẫu thành hai nhóm là nhóm đa dạng hóa ngành kinh doanh cao (BHS cao là BHS lớn hơn giá trị trung bình 0,199, DIVS cao là DIVS lớn hơn giá trị trung bình 0,146) và nhóm đa dạng hóa ngành kinh doanh thấp (BHS thấp là BHS nhỏ hơn hoặc bằng giá trị trung bình 0,199, DIVS thấp là DIVS nhỏ hơn hoặc bằng giá trị trung bình 0,146); (3) Để so sánh sự khác nhau trong rủi ro hệ thống của các công ty đa dạng hóa khu vực địa lý, nghiên cứu sử dụng biến giả để phân các công ty trong mẫu thành hai nhóm: nhóm công ty đa dạng hóa khu vực địa lý có DGEO=1 và nhóm công ty không đa dạng hóa khu vực địa lý có DGEO=0. Trên cơ sở giá trị trung bình, nghiên cứu phân các công ty trong mẫu thành hai nhóm là nhóm đa dạng hóa khu vực địa lý cao (BHG cao là BHG lớn hơn giá trị trung bình 0,082, FS cao là FS lớn hơn giá trị trung bình 0,050) và nhóm đa dạng hóa khu vực địa lý thấp (BHG thấp là BHG nhỏ hơn hoặc bằng giá trị trung bình 0,082, FS thấp là FS nhỏ hơn hoặc bằng giá trị trung bình 0,050).

Trung bình rủi ro hệ thống của DS, DM, GS và GM lần lượt là 0,201, 0,317, 0,325 và 0,475 (Bảng 5) đều thấp hơn so với trung bình rủi ro hệ thống của DS, DM, GS và GM lần lượt là 0,781, 0,781, 0,972 và 0,990 ở Mỹ theo báo cáo của Jafarinejad & cộng sự (2018).

Bảng 5. So sánh rủi ro hệ thống giữa các nhóm

Biến	Số quan sát	Beta trung bình	So sánh Trung bình giữa	Sự khác biệt	Giá trị thống kê t
DM	479	0,317	DM và DS	0,116	3,243***
DS	441	0,201			
GS	131	0,325			
DS	441	0,201	GS và DS	0,124	2,452***
GM	149	0,475			
DS	441	0,201			
GS	131	0,325	GS và DM	-0,008	0,128
DM	479	0,317			
GM	149	0,475			
DM	479	0,317	GM và DM	0,158	2,785***
GM	149	0,475			
GS	131	0,325			
BHS thấp	728	0,217	BHS thấp và BHS cao	-0,198	-6,021***
BHS cao	472	0,415			
DSEC=0	572	0,229	DSEC=0 và DSEC=1	-0,125	-3,852***
DSEC=1	628	0,355			
DIVS thấp	759	0,221	DIVS thấp và DIVS cao	-0,200	-5,991***
DIVS cao	441	0,421			
BHG thấp	949	0,265	BHG thấp và BHG cao	-0,141	-3,538***
BHG cao	251	0,407			
DGEO=0	920	0,261	DGEO=0 và DGEO=1	-0,143	-3,727***
DGEO=1	280	0,405			
FS thấp	1048	0,270	FS thấp và FS cao	-0,200	-4,099***
FS cao	152	0,470			

***, ** và * lần lượt tương ứng với các mức ý nghĩa 1%, 5%, và 10%

Nguồn: Phân tích của nhóm tác giả

Với mức ý nghĩa 1% ta có thể nói rằng trung bình rủi ro hệ thống của DM lớn hơn trung bình rủi ro hệ thống của DS, trung bình rủi ro hệ thống của GS lớn hơn trung bình rủi ro hệ thống của DS, trung bình rủi ro hệ thống của GM lớn hơn trung bình rủi ro hệ thống của DS và DM, trung bình rủi ro hệ thống của GM lớn hơn trung bình rủi ro hệ thống của GS với mức ý nghĩa 5% (Bảng 5). Với mức ý nghĩa 1%, các công ty không đa dạng hóa ngành kinh doanh (DSEC=0) hoặc đa dạng hóa ngành kinh doanh ở mức thấp (BHS thấp và DIVS thấp) thì rủi ro hệ thống thấp hơn các công ty đa dạng hóa ngành kinh doanh (DSEC=1), hoặc đa dạng hóa ngành kinh doanh ở mức cao (BHS cao và DIVS cao). Tương tự, những công ty không đa dạng hóa khu vực địa lý (DGEO=0) hoặc đa dạng hóa khu vực địa lý thấp (BHG thấp và FS thấp) có rủi ro hệ thống thấp hơn các công ty đa dạng hóa khu vực địa lý (DGEO=1) hoặc đa dạng hóa khu vực địa lý cao (BHG cao và FS cao). Kết quả so sánh này cho thấy các công ty có mức độ đa dạng hóa càng cao thì rủi ro hệ thống càng lớn, công ty không đa dạng hóa có trung bình rủi ro hệ thống thấp nhất (0,201) (giả thuyết H3).

4.1.4 Kết quả hồi qui mô hình tác động của đa dạng hóa đến rủi ro hệ thống (mô hình 2)

Bảng 6. Kết quả hồi quy mô hình 2 với các biến đại diện đa dạng hóa

Các biến	Mô hình 2.1	Mô hình 2.2	Mô hình 2.3	Mô hình 2.4	Mô hình 2.5	Mô hình 2.6	Mô hình 2.7
GM	0,192***						
GS	0,067*						
DM	0,031						
DGEO		0,118***					
BHG			0,092				
FS				0,216**			
DSEC					0,055		
BHS						0,098***	
DIVS							0,098***
LMC	0,405***	0,403***	0,404***	0,401***	0,408***	0,403***	0,404***
LEV	-0,135***	-0,134***	-0,122***	-0,126***	-0,124***	-0,114***	-0,113***
LIQ	0,001	0,001	0,001	0,000	0,001	0,001	0,001
ROA	-0,190	-0,199	-0,175	-0,162	-0,186	-0,173	-0,173
EFF	-0,026*	-0,027*	-0,027	-0,028	-0,026	-0,024	-0,025
CI	0,181***	0,172***	0,183***	0,173***	0,196***	0,188***	0,188***
MB	-0,121**	-0,124**	-0,122**	-0,121**	-0,122**	-0,121**	-0,121**
IMR	-273,761***	-297,738***	-298,401145,68***	-303,895148,74***	-264070***	-268,062131,16***	-275,362***
_CONS	-4,222***	-4,173***	-4,176***	-4,135***	-4,252***	-4,197***	-4,193***

***, ** và * lần lượt tương ứng với các mức ý nghĩa 1%, 5%, và 10%

Nguồn: Phân tích của nhóm tác giả

Trong bảng 6 hệ số của biến giả của GM là 0,192 và có ý nghĩa ở mức 1%, cho thấy những công ty vừa đa dạng hóa ngành vừa đa dạng hóa khu vực địa lý có rủi ro hệ thống lớn hơn, hệ số của GS là 0,067 và có mức ý nghĩa 10% cho thấy những công ty đa dạng hóa khu vực địa lý tác động cùng chiều lên rủi ro hệ thống (mô hình 2.1, giả thuyết H1). Trong mô hình 2.2, hệ số của biến giả công ty đa dạng hóa khu vực địa lý là dương 0,118 và có ý nghĩa ở mức 1%, cho thấy công ty đa dạng hóa khu vực địa lý có rủi ro hệ thống cao hơn so với công ty không đa dạng hóa khu vực địa lý (giả thuyết H1). Trong mô hình 2.3, khi đa dạng hóa khu vực địa lý là chỉ số Berry -Herfindahl thì không có sự tác động có ý nghĩa thống kê đến rủi ro hệ thống, nhưng khi đại diện cho đa dạng hóa khu vực địa lý là FS thì có sự tác động cùng chiều với mức ý nghĩa 5% (mô hình 2.4, giả thuyết H1), giải thích cho điều này nhóm tác giả cho rằng các công ty niêm yết thường chọn báo cáo bộ phận theo lĩnh vực kinh doanh là chính yếu nên báo cáo rất chi tiết theo lĩnh vực kinh doanh, còn báo cáo bộ phận theo khu vực địa lý là thứ yếu nên khi báo cáo bộ phận theo khu vực địa lý thường chia làm 2 phần là trong nước và ngoài nước (ngoài nước có thể là 1 nước ngoài hoặc nhiều nước ngoài), ít có công ty nào báo cáo cụ thể bao nhiêu nước nên cách đo lường theo FS sẽ hiệu quả hơn. Đa dạng hóa ngành kinh doanh tác động cùng chiều lên rủi ro hệ thống với mức ý nghĩa 1% khi đo lường bằng chỉ số Berry – Herfindahl (mô hình 2.6, giả thuyết H2) và bằng DIVS (mô hình 2.7, giả thuyết H2). Tóm lại, đa dạng hóa ngành kinh doanh và đa dạng hóa khu vực địa lý có tác động cùng chiều lên rủi ro hệ thống.

Quy mô công ty (LMC) tác động cùng chiều đến rủi ro hệ thống với mức ý nghĩa 1%. Đòn bẩy tài chính tác động ngược chiều lên rủi ro hệ thống với mức ý nghĩa 1%. Cơ cấu chi phí CI tác động cùng chiều lên rủi ro hệ thống với mức ý nghĩa 1%. MB tác động ngược chiều lên rủi ro hệ thống, tỷ lệ Mill's nghịch đảo IMR tác động ngược chiều lên rủi ro hệ thống với mức ý nghĩa 1% (Bảng 6).

4.2 Thảo luận kết quả nghiên cứu

Trong bài nghiên cứu này, nhóm tác giả phát hiện đa dạng hóa khu vực địa lý tác động cùng chiều lên rủi ro hệ thống của công ty, đa dạng hóa ngành kinh doanh tác động cùng chiều lên rủi ro hệ thống của công ty, công ty có mức độ đa dạng hóa càng cao thì rủi ro hệ thống càng lớn, các công ty đa dạng hóa ngành kinh doanh rủi ro hệ thống lớn hơn các công ty không đa dạng hóa ngành kinh doanh, các công ty đa dạng hóa khu vực địa lý có rủi ro hệ thống lớn hơn các công ty không đa dạng hóa khu vực địa lý, công ty vừa đa dạng hóa ngành kinh doanh vừa đa dạng hóa khu vực địa lý rủi ro hệ thống là lớn nhất khi so sánh với các dạng đa dạng hóa còn lại và không đa dạng hóa. Kết quả nghiên cứu này phù hợp với (Krapl, 2015; Olibe & cộng sự, 2008; Reeb & cộng sự, 1998) và phù hợp với môi trường kinh doanh trong nước và thế giới có nhiều biến động khó lường trong những năm qua, những biến động của các quốc gia trên thế giới sẽ ảnh hưởng đến

thị trường chứng khoán của quốc gia đó và cũng ảnh hưởng đến rủi ro và tỷ suất sinh lời của các chứng khoán ở thị trường chứng khoán Việt Nam do quá trình hội nhập tài chính quốc tế tạo nên sự liên kết chặt chẽ giữa các thị trường chứng khoán (Anh, 2020). Trong giai đoạn 2015 – 2019, kinh tế Việt Nam mới dần hồi phục nhưng thu nhập dân cư suy giảm chưa hồi phục. Mặt khác, các công ty đa dạng hóa ngành nghề kinh doanh hay đa dạng hóa khu vực địa lý luôn gắn liền với tăng quy mô kinh doanh, tăng đầu tư dài hạn, do đó, các công ty tất nhiên gặp phải rủi ro kinh doanh cao. Các công ty đa dạng hóa khu vực địa lý ngoài chịu tác động của các yếu tố rủi ro trong nước còn phải đối mặt với các rủi ro khác như rủi ro tỷ giá, rủi ro chính trị, những bất lợi về thuế, vấn đề chi phí đại diện, thông tin bất cân xứng (Reeb & cộng sự, 1998), do có sự hội nhập kinh tế sâu rộng giữa các quốc gia nên ngay cả các công ty trong nước cũng chịu tác động từ rủi ro hệ thống của các quốc gia khác trên thế giới (Jafarinejad & cộng sự, 2018). Chiến tranh thương mại Mỹ - Trung, chủ nghĩa bảo hộ sản xuất, bảo hộ mậu dịch cùng những thay đổi về địa chính trị, chính sách thương mại của một số nước lớn đều là các nguồn gốc gây ra rủi ro hệ thống. Kết quả nghiên cứu chỉ ra rằng thiệt hại do đa dạng hóa lẫn át lợi ích của đa dạng hóa công ty.

Quy mô công ty tác động cùng chiều lên rủi ro hệ thống, kết quả nghiên cứu này trái ngược với Hitt & cộng sự (2006) và Nachum (2004). Lý do là các công ty có quy mô lớn có khả năng đa dạng hóa cao (Bảng 3), mà mức độ đa dạng hóa cao thì rủi ro hệ thống lớn (Bảng 6).

Đòn bẩy tài chính tác động ngược chiều lên rủi ro hệ thống với mức ý nghĩa 1%. Kết quả nghiên cứu này trái ngược với Aabo & cộng sự (2016), giải thích cho điều này nhóm tác giả cho rằng các công ty có khả năng vay nợ lớn được các ngân hàng thương mại, các nhà đầu tư trái phiếu công ty đánh giá cao về tình hình tài chính, uy tín công ty, thông tin này được các cổ đông tiếp nhận và do đó, đòn bẩy tài chính tác động ngược chiều lên rủi ro hệ thống.

Cơ cấu chi phí tác động cùng chiều lên rủi ro hệ thống, các công ty có tỷ lệ chi phí cố định cao trong cơ cấu chi phí thì rủi ro lớn, kết quả nghiên cứu này phù hợp với Lev (1974) và lý thuyết tài chính doanh nghiệp cho rằng những công ty sử dụng đòn cân định phí thì sẽ có nhiều rủi ro (Brealey & cộng sự, 2001).

Ngược với kỳ vọng, cơ hội tăng trưởng tác động ngược chiều lên rủi ro hệ thống, kết quả này trái ngược với các nghiên cứu Logue & Merville (1972) và Beaver & cộng sự (1970), nhưng phù hợp với lý thuyết tài chính doanh nghiệp cho rằng công ty có cơ hội tăng trưởng tốt thì rủi ro sẽ thấp.

5. Kết luận

Bài viết này phân tích sự tác động của cả hai dạng đa dạng hóa là đa dạng hóa ngành và đa dạng hóa khu vực địa lý đến rủi ro hệ thống của công ty bằng quy

trình 2 bước của Heckman, kết quả nghiên cứu cho thấy đa dạng hóa tác động cùng chiều lên rủi ro hệ thống. Quy mô công ty và cơ cấu chi phí tác động cùng chiều đến rủi ro hệ thống, đòn bẩy tài chính và cơ hội tăng trưởng tác động ngược chiều lên rủi ro hệ thống. Các kết quả nghiên cứu đa dạng hóa tác động cùng chiều đến rủi ro hệ thống phù hợp với (Krapl, 2015; Olibe & cộng sự, 2008; Reeb & cộng sự, 1998) và tình hình kinh tế chính trị trên thế giới và trong nước có nhiều biến động.

Trên cơ sở kết quả nghiên cứu này, nhóm tác giả đề xuất các giải pháp như sau:

Dành cho các công ty, trong bối cảnh kinh tế hiện tại, các công ty không nên đa dạng hóa vì môi trường kinh doanh thay đổi nhanh chóng khó lường, có sự cạnh tranh khốc liệt khi thâm nhập một ngành mới, các yếu tố vĩ mô có nhiều bất ổn, xu hướng bảo hộ của các quốc gia ngày càng tăng, các chính sách thường xuyên thay đổi. Nếu phải đa dạng hóa để tăng trưởng thì phải có chiến lược rõ ràng, xác định đúng thời điểm để đa dạng hóa, cần có sự chuẩn bị trước để vượt qua các rào cản về ngôn ngữ, pháp lý, tìm hiểu kỹ về nhu cầu, văn hóa nước công ty đầu tư để kiểm soát rủi ro.

Dành cho nhà đầu tư, việc đầu tư vào các công ty đã đa dạng hóa không có tác dụng đa dạng hóa gián tiếp danh mục đầu tư của mình vì rủi ro hệ thống của các công ty đa dạng hóa có xu hướng cao hơn so với rủi ro hệ thống của các công ty không đa dạng. Nếu các nhà đầu tư đang nắm giữ cổ phiếu của các công ty có chiến lược đa dạng hóa ngành và đa dạng hóa khu vực địa lý thì cần phải nghiên cứu kỹ các tài liệu liên quan đến quyết định này để biểu quyết chiến lược đa dạng hóa của công ty nhằm bảo vệ lợi ích của chính mình.

Tài liệu tham khảo

- Aabo, T., Pantzalis, C., Sørensen, H. & Toustrup, M.T. (2016), "Corporate risk and external sourcing: a study of Scandinavian multinational firms", *International Business Review*, Vol. 25 No. 6, pp. 1297 - 1308.
- Agmon, T. & Lessard, D.R. (1977), "Investor recognition of corporate international diversification", *The Journal of Finance*, Vol. 32 No. 4, pp. 1049 - 1055.
- Anh, N.T.H. (2020), "Mức độ liên kết giữa các thị trường chứng khoán Đông Nam Á và thị trường chứng khoán quốc tế", *Tạp chí Kinh tế đối ngoại*, Số 113, tr. 43 - 59.
- Amit, R. & Livnat, J. (1988), "Diversification strategies, business cycles and economic performance", *Strategic Management Journal*, Vol. 9 No. 2, pp. 99 - 110.
- Beaver, W., Kettler, P. & Scholes, M. (1970), "The association between market determined and accounting determined risk measures", *The Accounting Review*, Vol. 45 No. 4, pp. 654 - 682.
- Berger, P.G. & Ofek, E. (1995), "Diversification's effect on firm value", *Journal of Financial Economics*, Vol. 37 No. 1, pp. 39 - 65.

- Bettis, R.A. & Hall, W.K. (1982), “Diversification strategy, accounting determined risk, and accounting determined return”, *The Academy of Management Journal*, Vol. 25 No. 2, pp. 254 - 264.
- Bộ Tài chính. (2006), Thông tư số 20/2006/TT-BTC ngày 20/3/2006 của Bộ Tài chính hướng dẫn kế toán thực hiện sáu (06) Chuẩn mực kế toán đợt 4 ban hành theo Quyết định số 12/2005/QĐ-BTC ngày 15-02-2005 của Bộ trưởng Bộ Tài chính.
- Brealey, R.A., Myers, S.C. & Marcus, A.J. (2001), *Fundamentals of corporate finance*, The McGraw-Hill Companies, United States of America.
- Brewer, H.L. (1981), “Investor benefits from corporate international diversification”, *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 16 No. 1, pp. 113 - 126.
- Campa, J.M. & Kedia, S. (2002), “Explaining the diversification discount”, *Journal of Finance*, Vol. 57 No. 4, pp. 1731 - 1762.
- Dastidar, P. (2009), “International corporate diversification and performance: does firm self-selection matter?”, *Journal of International Business Studies*, Vol. 40 No. 1, pp. 71 - 85.
- de Andrés, P., de la Fuente, G. & Velasco, P. (2017), “Does it really matter how a firm diversifies? Assets-in-place diversification versus growth options diversification”, *Journal of Corporate Finance*, Vol. 43, pp. 316 - 339.
- Denis, D.J., Denis, D.K. & Yost, K. (2002), “Global diversification, industrial diversification, and firm value”, *Journal of Finance*, Vol. 57 No. 5, pp. 1951 - 1979.
- Driscoll, J. & Kraay, A. (1998), “Consistent Covariance Matrix Estimation With Spatially Dependent Panel Data”, *The Review of Economics and Statistics*, Vol. 80 No. 4, pp. 549-560.
- Đặng, V.D. & Nguyễn, H.C. (2017), “Các yếu tố tác động đến cấu trúc vốn của các công ty niêm yết tại Việt Nam”, *Tạp chí Kinh tế đối ngoại*, Số 91, tr. 46 - 58.
- Fatemi, A.M. (1984), “Shareholder benefits from corporate international diversification”, *The Journal of Finance*, Vol. 39 No. 5, pp. 1325 - 1344.
- Goldberg, S.R. & Heflin, F. (1995), “The association between the level of international diversification and risk”, Vol. 6 No. 1, pp. 1 - 25.
- Grant, R.M., Jammine, A.P. & Thomas, H. (1988), “Diversity, diversification, and profitability among british manufacturing companies, 1972 - 1984”, *Academy of Management Journal*, Vol. 31 No. 4, pp. 771 - 801.
- Heckman, J.J. (1979), “Sample selection bias as a specification error”, *Econometrica*, Vol. 47 No. 1, pp. 153 - 161.
- Hitt, M.A., Tihanyi, L., Miller, T. & Connelly, B. (2006), “International diversification: antecedents, outcomes, and moderators”, *Journal of Management*, Vol. 32 No. 6, pp. 831 - 867.
- Jafarinejad, M., Ngo, T. & Escobari, D. (2018), “Disentangling the impacts of industrial and global diversification on firm risk”, *Global Finance Journal*, Vol. 37, pp. 39 - 56.
- Krapl, A.A. (2015), “Corporate international diversification and risk”, *International Review of Financial Analysis*, Vol. 37, pp. 1 - 13.
- Lev, B. (1974), “On the association between operating leverage and risk”, *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 9 No. 4, pp. 627 - 641.

- Logue, D.E. & Merville, L.J. (1972), “Financial policy and market expectations”, *Financial Management*, Vol. 1 No. 2, pp. 37 - 44.
- Lubatkin, M. & Rogers, R.C. (1989), “Diversification, systematic risk, and shareholder return: a capital market extension of rumelt’s 1974 study”, *The Academy of Management Journal*, Vol. 32 No. 2, pp. 454 - 465.
- Michel, A. & Shaked, I. (1986), “Multinational corporations vs. domestic corporations: financial performance and characteristics”, *Journal of International Business Studies*, Vol. 17 No. 3, pp. 89 - 100.
- Nachum, L. (2004), “Geographic and industrial diversification of developing country firms”, *Journal of Management Studies*, Vol. 41 No. 2, pp. 273 - 294.
- Olibe, K.O., Michello, F.A. & Thorne, J. (2008), “Systematic risk and international diversification: an empirical perspective”, *International Review of Financial Analysis*, Vol. 17 No. 4, pp. 681 - 698.
- Reeb, D.M., Kwok, C.C.Y. & Baek, H.Y. (1998), “Systematic risk of the multinational corporation”, *Journal of International Business Studies*, Vol. 29 No. 2, pp. 263 - 279.
- Song, S., Park, S. & Lee, S. (2017), “Impacts of geographic diversification on restaurant firms” risk: domestic vs. international diversification”, *International Journal of Hospitality Management*, Vol. 61, pp. 107 - 118.
- Thompson, R.S. (1984), “Diversification strategy and systematic risk: an empirical inquiry”, *Managerial and Decision Economics*, Vol. 5 No. 2, pp. 98 - 103.
- Villalonga, B. (2004), “Does diversification cause the "diversification discount"?", *Financial Management*, Vol. 33 No. 2, pp. 5 - 27.
- Vũ, H.T. & Nguyễn, M.H. (2018), “Tác động của đa dạng hóa nguồn tài trợ tới rủi ro: Vai trò trung gian của đa dạng hóa đầu tư tài sản”, *Tạp chí Nghiên cứu Kinh tế và Kinh doanh Châu Á*, Số 4, tr. 04 - 29.