

## ỨNG DỤNG LÝ THUYẾT DANH MỤC GIẢI THÍCH ĐA DẠNG HÓA CÔNG TY TẠI VIỆT NAM

Lê Trương Niệm<sup>1</sup>

*Trường Đại học Công nghiệp Thực phẩm Thành phố Hồ Chí Minh,  
TP. Hồ Chí Minh, Việt Nam*

**Ngày nhận:** 30/03/2021; **Ngày hoàn thành biên tập:** 03/05/2021; **Ngày duyệt đăng:** 11/05/2021

**Tóm tắt:** Bài viết nghiên cứu việc ứng dụng Lý thuyết Danh mục để giải thích đa dạng hóa công ty. Tác giả sử dụng phương pháp nghiên cứu định lượng, bao gồm thống kê mô tả, phân tích tương quan và quy trình hai bước của Heckman (1979) để nghiên cứu trên nhóm mẫu gồm 240 công ty niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HOSE) và Sở Giao dịch Chứng khoán Hà Nội (HNX). Kết quả nghiên cứu cho thấy Lý thuyết Danh mục có thể được ứng dụng để giải thích sự đa dạng hóa công ty trong trường hợp công ty đa dạng hóa khu vực địa lý và không giải thích được trong trường hợp công ty đa dạng hóa ngành kinh doanh tại Việt Nam.

**Từ khóa:** Lý thuyết Danh mục, Đa dạng hóa, Rủi ro phi hệ thống

### APPLYING PORTFOLIO THEORY TO EXPLAIN VIETNAM'S CORPORATE DIVERSIFICATION

**Abstract:** The article investigates the application of Portfolio theory in order to explain corporate diversification. The quantitative research methods such as descriptive statistics, correlation analysis, and the two-step procedure of Heckman (1979) are used to analyze a sample of 240 companies listed on Ho Chi Minh City Stock Exchange and Hanoi Stock Exchange. The results show that the Portfolio theory can be applied to explain firms' geographic diversification. Nonetheless, this theory cannot be used to analyze the case of Vietnam's firms diversifying their business industries.

**Keywords:** Portfolio theory, Diversification, Idiosyncratic risk

### 1. Giới thiệu

Markowitz (1952) đề xuất Lý thuyết Danh mục, trong đó đa dạng hóa có tác động làm giảm rủi ro phi hệ thống. Vì vậy, khi ra quyết định đa dạng hóa công ty, các nhà quản trị thường sử dụng nội dung của Lý thuyết Danh mục để giải thích

<sup>1</sup> Tác giả liên hệ, Email: [niemlt@hufi.edu.vn](mailto:niemlt@hufi.edu.vn)

hành động đa dạng hóa công ty (Lubatkin & Chatterjee, 1994). Theo Lý thuyết Danh mục của Markowitz (1952), sự khác biệt thể hiện nhà đầu tư trên thị trường tài chính thì lựa chọn đa dạng hóa danh mục tài sản tài chính, còn các công ty thì đa dạng hóa hoạt động đầu tư vào tài sản thực trên thị trường hàng hóa và dịch vụ. Như vậy, liệu Lý thuyết Danh mục có giải thích được vấn đề đa dạng hóa của công ty?

Trên thế giới, việc ứng dụng Lý thuyết Danh mục để giải thích đa dạng hóa công ty đã có kết quả trái ngược nhau. Jafarinejad & cộng sự (2018) cho rằng Lý thuyết Danh mục giải thích được vấn đề đa dạng hóa khu vực địa lý của công ty khi nghiên cứu ở Mỹ vì kết quả nghiên cứu chỉ ra đa dạng hóa khu vực địa lý làm giảm rủi ro phi hệ thống công ty. Ngược lại, Krapl (2015) đã chứng minh đa dạng hóa khu vực địa lý làm tăng rủi ro phi hệ thống công ty, đồng nghĩa với việc Lý thuyết Danh mục không giải thích được vấn đề đa dạng hóa khu vực địa lý của công ty. Việc đa dạng hóa ngành kinh doanh được giải thích trong Lý thuyết Danh mục và cũng thể hiện trong nghiên cứu của Jafarinejad & cộng sự (2018) và Chen & Steiner (2000). Nghiên cứu của Jafarinejad & cộng sự (2018) và Chen & Steiner (2000) đều chứng minh tác động giảm rủi ro phi hệ thống của việc đa dạng hóa ngành kinh doanh. Vậy Lý thuyết Danh mục có giải thích được đa dạng hóa công ty khi nghiên cứu ở Việt Nam?

Tại Việt Nam, ngày càng có nhiều nghiên cứu về cách thức đo lường và giảm thiểu rủi ro tổng thể của công ty (Trang & Nguyen, 2019). Một trong những cách thức giảm rủi ro là đa dạng hóa công ty và có hai hình thức đa dạng hóa, bao gồm: (i) Đa dạng hóa khu vực địa lý và (ii) Đa dạng hóa ngành kinh doanh. Đa dạng hóa khu vực địa lý là việc công ty mở rộng đầu tư ra nhiều khu vực địa lý khác nhau, bao gồm cả trong nước hay nước ngoài. Theo Cục Đầu tư nước ngoài, trong năm 2020, tổng vốn đầu tư của Việt Nam ra nước ngoài cấp mới và điều chỉnh đạt 590 triệu USD, tăng 16,1% so với cùng kỳ năm 2019. Các nhà đầu tư Việt Nam đã đầu tư ra nước ngoài ở 14 lĩnh vực và tại 29 quốc gia và vùng lãnh thổ (Cục Đầu tư nước ngoài, 2020). Đa dạng hóa khu vực địa lý giúp công ty có dòng tiền ở nhiều khu vực địa lý có mối tương quan không hoàn hảo và điều này sẽ giúp giảm rủi ro phi hệ thống theo như nhận định của Lý thuyết Danh mục. Tuy nhiên, công ty phải đối mặt với những rủi ro phát sinh như rủi ro tỷ giá, rủi ro chính trị (Reeb & cộng sự, 1998). Ngoài đa dạng hóa khu vực địa lý, các công ty có lựa chọn đa dạng hóa ngành kinh doanh để tăng trưởng. Đa dạng hóa ngành kinh doanh là việc công ty mở rộng đầu tư sang ngành kinh doanh khác. Khi ngành kinh doanh cốt lõi mà công ty đang hoạt động có dấu hiệu bão hòa, tăng trưởng chậm lại thì việc tìm kiếm ngành kinh doanh mới với cơ hội tăng trưởng tốt hơn là điều tất yếu. Tại Việt Nam, Công ty Cổ phần Đầu tư Thế giới Di động đã đa dạng hóa sang lĩnh vực phân phối dược phẩm bằng hình thức đầu tư vào nhà thuốc An Khang. Công ty cổ phần Bán lẻ kỹ thuật số FPT (FPT Retail) đa dạng hóa ngành kinh doanh, đầu tư vào nhà thuốc Long Châu. Theo dự báo của Lý thuyết Danh mục, việc đa dạng hóa ngành kinh doanh sẽ giảm rủi ro phi hệ thống của công ty nhờ có dòng tiền ở các ngành kinh doanh khác nhau có

mối tương quan không hoàn hảo. Tuy nhiên, công ty phải đối mặt với những vấn đề như thiếu kinh nghiệm quản lý và hoạt động trong ngành kinh doanh mới và sự cạnh tranh với các công ty đối thủ trong ngành mới.

Như vậy, vấn đề đặt ra là có thể ứng dụng Lý thuyết Danh mục để giải thích đa dạng hóa công ty ở thị trường Việt Nam không? Nếu kết quả của bài viết chỉ ra sự đa dạng hóa có tác động giảm rủi ro phi hệ thống thì Lý thuyết này giải thích được vấn đề đa dạng hóa công ty. Ngược lại, kết quả của bài viết cho rằng đa dạng hóa không tác động hoặc có tác động làm gia tăng rủi ro phi hệ thống thì Lý thuyết Danh mục không thể giải thích được đa dạng hóa công ty ở thị trường Việt Nam. Đây là mục tiêu nghiên cứu của bài viết này.

## **2. Cơ sở lý thuyết**

Đa dạng hóa công ty là hình thức doanh nghiệp đầu tư mở rộng hoạt động sản xuất kinh doanh, đầu tư vào nhiều khu vực địa lý hay nhiều ngành kinh doanh và mức độ đa dạng hóa công ty được thể hiện qua số lượng bộ phận kinh doanh hay số khu vực địa lý mà công ty hoạt động (Jafarinejad & cộng sự, 2018). Rủi ro phi hệ thống là rủi ro mà nó chỉ tác động đến một hoặc một nhóm chứng khoán (Ross & cộng sự, 2013). Lý thuyết Danh mục và Lý thuyết Phân bổ nguồn lực giải thích mối tương quan giữa đa dạng hóa và rủi ro phi hệ thống .

### **2.1 Lý thuyết Danh mục**

Từ góc độ nhà đầu tư tham gia trên thị trường tài chính, lý thuyết đa dạng hóa danh mục đầu tư nhận định việc các nhà đầu tư đa dạng hóa danh mục sẽ làm giảm rủi ro phi hệ thống. Cùng quan điểm với Markowitz (1952), dưới góc độ doanh nghiệp, Joehnk & Nielsen (1974) cho rằng bằng cách đa dạng hóa đầu tư sang các khu vực địa lý, các ngành, lĩnh vực kinh doanh khác có tương quan không hoàn hảo với khu vực địa lý và hoạt động kinh doanh hiện tại làm giảm rủi ro tổng thể và ổn định thu nhập của công ty.

Không đồng tình với quan điểm trên, West (1967) cho rằng Lý thuyết Danh mục không phù hợp để giải thích mối quan hệ giữa đa dạng hóa và rủi ro công ty vì sự khác nhau. Thứ nhất, trong thị trường tài chính, việc thay thế hoặc bổ sung một tài sản trong danh mục đầu tư đa dạng không ảnh hưởng đáng kể đến rủi ro và lợi nhuận của các tài sản khác. Vì vậy, rủi ro phi hệ thống có thể giảm bớt bằng cách đầu tư vào các tài sản ít tương quan hơn. Điều này có thể không phải là trường hợp trong đa dạng hóa công ty. Bất kỳ thành phần kinh doanh nào của một công ty cũng có khả năng ảnh hưởng qua lại lẫn nhau cũng như chiến lược kinh doanh của đối thủ cạnh tranh của công ty trên thị trường (Bettis & Hall, 1982). Hughes & cộng sự (1975) cho rằng cả rủi ro hệ thống và rủi ro phi hệ thống đều có thể giảm đi do đa dạng hóa quốc tế và Lý thuyết Danh mục đầu tư của Markowitz (1952) không giải thích được việc giảm rủi ro hệ thống ở công ty.

## **2.2 Lý thuyết Phân bổ nguồn lực**

Wernerfelt (1984) thảo luận về Lý thuyết Phân bổ nguồn lực, trong đó giải thích về sự tác động của đa dạng hóa đến rủi ro công ty theo hai chiều hướng trái ngược nhau: (i) Đa dạng hóa có tác động giảm rủi ro công ty và (ii) Đa dạng hóa làm tăng rủi ro công ty. Theo Lý thuyết Phân bổ nguồn lực, các công ty đa dạng hóa tận dụng tốt hơn nguồn lực của công ty cho nhiều ngành kinh doanh và nhiều khu vực địa lý khác nhau (Thomas & Eden, 2004) nên có thể phát huy lợi ích của đa dạng hóa làm giảm rủi ro công ty. Bên cạnh đó, có nghiên cứu cho rằng nguồn lực nên được chuyên môn hóa, sử dụng tập trung cho một ngành hay một khu vực địa lý nào đó và nếu cố tình sử dụng nguồn lực của ngành kinh doanh này cho ngành kinh doanh khác, mở rộng nhiều khu vực địa lý, khai thác tối đa công suất của máy móc thiết bị thì sẽ có tác dụng ngược lại làm tăng rủi ro công ty (Dastidar, 2009).

## **3. Phương pháp và mô hình nghiên cứu**

### **3.1 Phương pháp nghiên cứu**

Ngoài thông kê mô tả và phân tích tương quan, bài viết sử dụng quy trình 2 bước của Heckman (1979) để nghiên cứu sự tác động của đa dạng hóa ngành kinh doanh và đa dạng hóa khu vực địa lý đến rủi ro phi hệ thống của công ty. Các phương pháp nghiên cứu trên đây được sử dụng vì quyết định đa dạng hóa của công ty là sự lựa chọn (đa dạng hóa hay không đa dạng hóa), không ngẫu nhiên và được xem là vấn đề sai lệch trong chọn mẫu (de Andrés & cộng sự, 2017; Campa & Kedia, 2002). Đồng thời, các yếu tố ảnh hưởng đến xu hướng đa dạng hóa của các công ty cũng có thể ảnh hưởng đến rủi ro phi hệ thống công ty. Vì vậy, biến đa dạng hóa sẽ tương quan với phần dư trong mô hình nghiên cứu sự tác động của đa dạng hóa đến rủi ro phi hệ thống công ty nên Phương pháp ước lượng OLS không thật sự phù hợp (de Andrés & cộng sự, 2017). Phương pháp hồi quy hai giai đoạn của Heckman (1979) coi sai lệch tự chọn này là một vấn đề biến bị bỏ sót và hiệu chỉnh nó. Cách hiệu chỉnh là hồi quy Probit mô hình lựa chọn ở bước 1 nhằm thu được tỷ lệ Mill nghịch đảo (Inverse Mill Ratio - IMR). IMR sẽ được đưa vào bước hai để hiệu chỉnh sai lệch tự chọn. Cụ thể, tác giả thực hiện bước 1 của quy trình Heckman 2 bước là: hồi quy Probit thứ bậc để thu thập IMR, sau đó đưa biến IMR vào mô hình hồi quy dữ liệu bảng (bước 2 của quy trình Heckman 2 bước). Phương pháp hồi quy dữ liệu bảng thực hiện với ba dạng mô hình là Hồi quy tuyến tính thông thường (pooled OLS), Mô hình ảnh hưởng cố định (FEM) và Mô hình ảnh hưởng ngẫu nhiên (REM) với lý do dữ liệu tác giả thu thập là dữ liệu bảng bao gồm dữ liệu chéo theo công ty (240 công ty) và dữ liệu chuỗi thời gian (5 năm từ 2015-2019). Tiếp theo, tác giả thực hiện các kiểm định để lựa chọn mô hình phù hợp nhất trong 3 mô hình pooled OLS, FEM và REM. Sau đó, tác giả sẽ kiểm định các khuyết tật của mô hình phù hợp này. Căn cứ vào kết quả kiểm định, nếu mô hình không có khuyết tật thì sử dụng kết quả mô

hình để báo cáo và thảo luận kết quả nghiên cứu. Nếu phát hiện mô hình có khuyết tật thì sẽ khắc phục tùy theo loại khuyết tật.

### 3.2 Mô hình nghiên cứu

#### 3.2.1 Mô hình Probit thứ bậc xác định đặc điểm công ty đa dạng hóa

Kế thừa (Jafarinejad & cộng sự, 2018; de Andrés & cộng sự, 2017; Dastidar, 2009; Campa & Kedia, 2002), tác giả ước lượng mô hình lựa chọn để thu thập IMR như sau:

$$DUMSG_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 LTA_{it} + \alpha_2 ES_{it} + \alpha_3 SG_{it} + \alpha_4 PND_{it} + \alpha_5 GDP_{it} + \varepsilon_{it} \quad (\text{mô hình 1})$$

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 kinh doanh, giá trị 2 nếu công ty đa dạng hóa khu vực địa lý, giá trị 3 nếu công ty đồng thời đa dạng hóa ngành kinh doanh và đa dạng hóa khu vực địa lý. Căn cứ vào các nghiên cứu trước, tác giả đưa vào mô hình những biến như sau:

Quy mô công ty được tính bằng cách lấy Logarit tổng tài sản (LTA), 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 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 và tỷ lệ tăng trưởng GDP là đặc điểm vĩ mô tác động đến xu hướng đa dạng hóa công ty.

#### 3.2.2 Mô hình nghiên cứu sự tác động của đa dạng hóa đến rủi ro phi hệ thống công ty

$$IR_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 DIV_{it} + \alpha_2 LMC_{it} + \alpha_3 LEV_{it} + \alpha_4 LIQ_{it} + \alpha_5 ROA_{it} + \alpha_6 EFF_{it} + \alpha_7 CI_{it} + \alpha_8 MB_{it} + \alpha_9 IMR_{it} + \varepsilon_{it} \quad (\text{mô hình 2})$$

Trong đó:

Kế thừa Krapl (2015), tác giả sử dụng mô hình CAPM (mô hình 3) để ước lượng rủi ro phi hệ thống (IR) của công ty như sau:

$$R_{it} - R_{ft} = \beta_i * (R_{mt} - R_{ft}) + \varepsilon_{it} \quad (\text{mô hình 3})$$

Với  $R_{it}$  là tỷ suất sinh lời của chứng khoán  $i$  vào ngày  $t$ ,  $R_{mt}$  là tỷ suất sinh lời thị trường vào ngày  $t$ , nếu công ty niêm yết trên HOSE thì  $R_{mt}$  là tỷ suất sinh lời của chỉ số VNIndex, nếu công ty niêm yết trên HNX thì  $R_{mt}$  là tỷ suất sinh lời của chỉ số HNX Index,  $R_{ft}$  là lãi suất phi rủi ro. Bài viết lấy lãi suất bình quân của trái phiếu Chính phủ trong năm làm lãi suất phi rủi ro, nguồn dữ liệu lãi suất phi rủi ro được thu thập từ các báo cáo về thị trường trái phiếu Chính phủ được đăng trên cổng thông tin điện tử Bộ Tài chính. Theo đó, lãi suất phi rủi ro là 6,07%, 6,49%, 5,98%, 4,71% và 4,51% lần lượt cho các năm 2015, 2016, 2017, 2018 và 2019. Rủi ro phi hệ thống là độ lệch chuẩn của phần dư ( $\varepsilon_{it}$ ), do thu thập dữ liệu hàng ngày nên  $\varepsilon_{it}$  sẽ cho biết sự khác biệt bình quân của giá trị thực tế so với giá trị kỳ vọng trong

một ngày, mà trong năm có trung bình là 250 ngày giao dịch nên để xác định rủi ro phi hệ thống theo năm cần nhân  $\varepsilon_{it}$  với căn bậc hai của số ngày giao dịch trong năm (Jafarinejad & cộng sự, 2018).

DIV là biến đại diện cho đa dạng hóa công ty.

Để tránh kết quả phân tích nhạy cảm với các cách đo lường đa dạng hóa khác nhau, bài viết áp dụng 3 cách đo lường đa dạng hóa là:

*Cách đo lường thứ nhất là biến giả*

*Biến giả thứ nhất*, nếu công ty hoạt động trong một bộ phận lĩnh vực kinh doanh và một bộ phận khu vực địa lý là công ty không đa dạng hóa, ký hiệu là DS, nếu công ty có từ hai bộ phận lĩnh vực kinh doanh trở lên và hoạt động trong một bộ phận khu vực địa lý thì là đa dạng hóa ngành kinh doanh, ký hiệu là DM, những công ty có từ hai bộ phận khu vực địa lý trở lên và hoạt động trong một bộ phận lĩnh vực kinh doanh thì là đa dạng hóa khu vực địa lý ký hiệu là GS, các công ty đồng thời hoạt động trong 2 bộ phận lĩnh vực kinh doanh trở lên và từ 2 bộ phận khu vực địa lý trở lên là đa dạng hóa ngành kinh doanh và khu vực địa lý, ký hiệu là GM (Jafarinejad & cộng sự, 2018), trong đó DS là chuẩn so sánh.

*Biến giả thứ hai*, bài viết 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 và DGEO sẽ nhận giá trị 1 nếu công ty đa dạng hóa khu vực địa lý và ngược lại là 0 (Jafarinejad & cộng sự, 2018).

*Biến giả thứ ba*, bài viết đặt biến giả đa dạng ngành kinh doanh không phân biệt có đa dạng hóa khu vực địa lý hay không là DSEC và DSEC sẽ nhận giá trị 1 nếu công ty đa dạng hóa ngành kinh doanh và ngược lại là 0.

*Cách đo lường thứ hai đếm số bộ phận*

Bài viết dùng số lượng bộ phận kinh doanh và bộ phận khu vực địa lý để đo lường đa dạng hóa, cụ thể:

NG - số bộ phận khu vực địa lý. NG cho biết số bộ phận khu vực địa lý được báo cáo, NG càng lớn cho thấy mức độ đa dạng hóa khu vực địa lý càng cao (Jafarinejad & cộng sự, 2018).

NS - số bộ phận ngành kinh doanh. NS sẽ cho biết số bộ phận theo ngành kinh doanh, NS càng lớn cho thấy mức độ đa dạng hóa ngành kinh doanh càng cao (Jafarinejad & cộng sự, 2018).

*Cách đo lường thứ ba sử dụng chỉ số Berry-Herfindahl*

Bài viết sử dụng chỉ số Berry-Herfindahl trên cơ sở doanh thu để đo lường sự đa dạng hóa. Chỉ số Berry-Herfindahl của công ty  $i$  trong năm  $t$  được ước tính theo công thức sau:

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

$SSales_{it}$  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 1 thì những công ty chỉ hoạt động trong một bộ phận kinh doanh và trong một bộ phận khu vực địa lý (DS) thì 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 (Jafarinejad & cộng sự, 2018). Bài viết sử dụng biến BHG để đo lường đa dạng hóa khu vực địa lý và sử dụng biến BHS để đo lường đa dạng hóa ngành kinh doanh theo chỉ số Berry-Herfindahl.

Ứng với một đại diện cho đa dạng hóa 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 và 2.7, cụ thể ứng với biến đại diện cho đa dạng hóa là GM, GS, DM (mô hình 2.1), DGEO (mô hình 2.2), NG (mô hình 2.3), BHG (mô hình 2.4), DSEC (mô hình 2.5), NS (mô hình 2.6) và BHS (mô hình 2.7).

#### Các biến kiểm soát

Kế thừa Jafarinejad & cộng sự (2018) và Krapl (2015), tác giả đưa các biến kiểm soát vào mô hình nghiên cứu, bao gồm: LMC là quy mô công ty, đòn bẩy tài chính (LEV) đại diện cho cấu trúc vốn của công ty, khả năng thanh khoản (LIQ), khả năng sinh lời (ROA), hiệu quả hoạt động (EFF), cơ cấu chi phí (CI), cơ hội tăng trưởng (MB) và IMR nhằm khắc phục vấn đề sai lệch trong chọn mẫu.

**Bảng 1. Giải thích các biến trong mô hình 2**

STT	Biến	Đại diện	Cách tính	Kế thừa	Dấu kỳ vọng
1	IR	Rủi ro phi hệ thống	Ước lượng mô hình 3	Krapl (2015)	
2	DIV	Đa dạng hóa	3 cách gồm biến giả, số bộ phận, chỉ số Berry-Herfindahl.	Jafarinejad & cộng sự (2018), Krapl (2015)	H1, H2, H3
3	LMC	Quy mô	Natural logarithm của vốn hóa thị trường (log(số lượng cổ phần thường đang lưu hành*giá đóng cửa cổ phiếu cuối năm))	Jafarinejad & cộng sự (2018)	-
4	LEV	Đòn bẩy tài chính	$\frac{Nợ phải trả}{Tổng tài sản}$	Krapl (2015), Reeb & cộng sự (1998)	+

**Bảng 1. Giải thích các biến trong mô hình 2 (tiếp theo)**

STT	Biến	Đại diện	Cách tính	Kế thừa	Dấu kỳ vọng
5	LIQ	Khả năng thanh khoản	$\frac{\text{Tài sản ngắn hạn}}{\text{Nợ ngắn hạn}}$	Krapl (2015)	-
6	ROA	Khả năng sinh lời	$\frac{\text{Lãi ròng}}{\text{Tổng tài sản}}$	Krapl (2015), Lubatkin & Chatterjee (1994),	-
7	EFF	Hiệu quả hoạt động	$\frac{\text{Doanh thu thuần}}{\text{Tổng tài sản}}$	Krapl (2015)	-
8	CI	Cơ cấu chi phí	$\frac{\text{Tài sản cố định}}{\text{Tổng tài sản}}$	Lubatkin & Chatterjee (1994)	+
9	MB	Cơ hội tăng trưởng	(Số lượng cổ phần thường đang lưu hành* giá đóng cửa cổ phiếu cuối năm)/ vốn chủ sở hữu	Krapl (2015), Reeb & cộng sự (1998)	+
10	IMR	Tỷ lệ Mills nghịch đảo	Thu thập được từ mô hình dự đoán khả năng đa dạng hóa (mô hình 1)	de Andrés & cộng sự (2017)	

*Nguồn: Tác giả tổng hợp*

### 3.3 Phát triển giả thuyết nghiên cứu

#### 3.3.1 Tác động của đa dạng hóa khu vực địa lý đến rủi ro phi hệ thống

Có khá ít công trình nghiên cứu về sự tác động của đa dạng hóa khu vực địa lý đến rủi ro phi hệ thống của công ty. Bằng các phương pháp nghiên cứu định lượng gồm thống kê mô tả, phân tích tương quan, hồi quy dữ liệu bảng để phân tích dữ liệu giai đoạn 1998-2006 tại Hoa Kỳ, Jafarinejad & cộng sự (2018) chỉ ra rằng đa dạng hóa khu vực địa lý làm giảm rủi ro phi hệ thống của công ty. Trước đó, Krapl (2015) đã sử dụng dữ liệu gồm tất cả các công ty được giao dịch trên Nasdaq, Amex & NYSE từ 1980 đến 2011 để nghiên cứu và phát hiện đa dạng hóa khu vực địa lý làm tăng rủi ro phi hệ thống.

Dựa trên các bằng chứng thực nghiệm và kết hợp với Lý thuyết Danh mục hiện đại của Markowitz (1952) cho rằng đa dạng hóa làm giảm rủi ro phi hệ thống, tác giả đề ra giả thuyết nghiên cứu như sau:

*H1: Đa dạng hóa khu vực địa lý làm giảm rủi ro phi hệ thống của công ty.*

#### 3.3.2 Tác động của đa dạng hóa ngành kinh doanh đến rủi ro phi hệ thống

Có rất ít nghiên cứu trên thế giới về sự tác động của đa dạng hóa ngành kinh doanh đến rủi ro phi hệ thống của công ty. Jafarinejad & cộng sự (2018) đã nghiên cứu về sự tác động của đa dạng hóa ngành kinh doanh đến rủi ro phi hệ thống của công ty như một phần trong công trình nghiên cứu gồm nhiều hình thức đa dạng hóa



như đa dạng hóa ngành kinh doanh, đa dạng hóa khu vực địa lý, vừa đa dạng hóa ngành kinh doanh và vừa đa dạng hóa khu vực địa lý đến hai loại rủi ro là rủi ro hệ thống và rủi ro phi hệ thống của công ty. Jafarinejad & cộng sự (2018) kết luận rằng đa dạng hóa ngành kinh doanh có tác động làm giảm rủi ro phi hệ thống của công ty vì đa dạng hóa ngành kinh doanh giúp công ty vận hành linh hoạt hơn. Đồng quan điểm với Jafarinejad & cộng sự (2018), Chen & Steiner (2000) phân tích vấn đề đại diện của các công ty đa dạng hóa, bằng kiểm định t, hồi quy OLS, từ đó nhóm tác giả phát hiện các công ty đa dạng hóa ngành kinh doanh có rủi ro phi hệ thống thấp hơn các công ty không đa dạng hóa. Hai kết quả nghiên cứu này ủng hộ Lý thuyết Danh mục đầu tư.

Căn cứ vào Lý thuyết Danh mục, kết hợp với kết quả nghiên cứu của Jafarinejad & cộng sự (2018), việc đa dạng hóa ngành kinh doanh sẽ giúp công ty linh hoạt hơn trong các hoạt động kinh doanh của công ty vì thế sẽ giảm rủi ro phi hệ thống của công ty. Khi đa dạng hóa ngành kinh doanh giúp công ty đa dạng dòng tiền, có thu nhập ở những ngành kinh doanh khác nhau, vì thế nếu một ngành kinh doanh nào đó bị thua lỗ có thể được bù đắp ở những ngành kinh doanh có lợi nhuận cao. Chính điều này giúp công ty ổn định thu nhập và giảm được rủi ro phi hệ thống. Ngoài ra, công ty đa dạng hóa ngành kinh doanh sẽ tạo điều kiện giúp các công ty khai thác tốt nguồn lực sẵn có và đây cũng là một lợi ích để giảm rủi ro phi hệ thống của công ty. Vì vậy, tác giả đặt ra giả thuyết nghiên cứu là:

*H2: Đa dạng hóa ngành kinh doanh làm giảm rủi ro phi hệ thống của công ty.*

Nội dung Lý thuyết Danh mục cho rằng mức độ đa dạng hóa càng cao sẽ càng làm giảm rủi ro phi hệ thống, rủi ro phi hệ thống sẽ tiến đến không khi nhà đầu tư nắm giữ danh mục đủ lớn. So với các công ty trong nước thì các công ty đa dạng hóa khu vực địa lý có mức độ đa dạng hóa cao hơn (Jafarinejad & cộng sự, 2018), cho nên, đa dạng hóa khu vực địa lý sẽ tác động làm giảm rủi ro phi hệ thống mạnh hơn. Vì vậy, tác giả đặt ra giả thuyết nghiên cứu là:

*H3: Đa dạng hóa khu vực địa lý làm giảm rủi ro phi hệ thống mạnh hơn đa dạng hóa ngành kinh doanh.*

### **3.4 Dữ liệu nghiên cứu**

Tác giả thu thập dữ liệu giá, Báo cáo tài chính giai đoạn 2015- 2019 của các công ty niêm yết trên hai sở giao dịch là HOSE và HNX. Sau quá trình lọc dữ liệu, số công ty còn lại là 240. Trong đó, yêu cầu của mẫu dữ liệu là loại hình công ty tài chính, có đầy đủ báo cáo tài chính qua các năm, không bị hủy niêm yết và chuyển sàn niêm yết.

Để đo lường đa dạng hóa ngành kinh doanh và đa dạng hóa khu vực địa lý, tác giả thu thập dữ liệu trong mục báo cáo bộ phận (yêu cầu của chuẩn mực kế toán số 28) được trình bày trong thuyết minh báo cáo tài chính của các công ty niêm yết. Dữ liệu về các biến sử dụng trong mô hình được tác giả thu thập từ báo cáo kết quả hoạt

động kinh doanh hợp nhất, bảng cân đối kế toán hợp nhất được trình bày trong báo cáo tài chính hợp nhất của các công ty. Dữ liệu về tỷ lệ tăng trưởng GDP được thu thập từ công bố của Tổng cục Thống kê. Chi tiết các công ty trong mẫu hoạt động theo chuẩn phân ngành ICB (Industry Classification Benchmark)<sup>2</sup> và được niêm yết trên các sở giao dịch chứng khoán trong Bảng 2.

**Bảng 2. Thống kê các công ty trong mẫu theo ngành và sở giao dịch**

STT	Ngành	Số công ty trên HOSE	Số công ty trên HNX	Tổng số công ty
1	Dầu khí	1	2	3
2	Vật liệu cơ bản	29	9	38
3	Công nghiệp	44	40	84
4	Hàng tiêu dùng	41	3	44
5	Y tế	6	1	7
6	Dịch vụ tiêu dùng	8	5	13
7	Viễn thông	26	3	29
8	Các dịch vụ hạ tầng	10	3	13
9	Công nghệ	4	5	9
<b>Tổng số công ty</b>		<b>169</b>	<b>71</b>	<b>240</b>

*Nguồn: Tác giả tổng hợp*

## 4. Kết quả nghiên cứu và thảo luận kết quả nghiên cứu

### 4.1 Kết quả nghiên cứu

#### 4.1.1 Kết quả mô hình 1

Trung bình trong giai đoạn 2015-2019, quy mô công ty được đo lường bằng logarit của tổng tài sản là 12,164, thu nhập trước thuế và lãi vay chiếm 13,4% doanh thu thuần, tăng trưởng doanh thu là 15,1%, các công ty đa dạng hóa chiếm 52,4% trong tổng số các công ty trong cùng ngành và tỷ lệ tăng trưởng GDP là 6,8% (Bảng 3).

**Bảng 3. Thống kê mô tả các biến trong mô hình 1**

Biến	Số quan sát	Trung bình	Độ lệch chuẩn	Nhỏ nhất	Lớn nhất
LTA	1.200	12,164	0,607	10,613	14,606
ES	1.200	0,134	0,239	-2,268	2,073
SG	1.200	0,151	0,955	-1,000	24,675
PND	1.200	0,524	0,190	0,077	1,000
GDP	1.200	0,068	0,003	0,062	0,071

*Nguồn: Kết quả thống kê mô tả từ phần mềm Stata 16*

<sup>1</sup> ICB là chuẩn phân ngành do Financial Times Stock Exchange Group (FTSE) và DowJones xây dựng

Với mức ý nghĩa 1%, những công ty có quy mô lớn thì khả năng công ty đa dạng hóa càng cao (Bảng 4). Kết quả nghiên cứu này phù hợp với các nghiên cứu trước đó (de Andrés & cộng sự; 2017, Dastidar, 2009).

**Bảng 4. Kết quả hồi quy mô hình 1**

DUMSG	Coef.	Std. Err.	Z	P>z	[95% Conf.Interval]	
LTA	0,278***	0,053	5,230	0,000	0,174	0,382
ES	0,036	0,136	0,260	0,793	-0,231	0,302
SG	-0,029	0,033	-0,900	0,369	-0,093	0,035
PND	0,969***	0,171	5,660	0,000	0,634	1,305
GDP	-2,216	10,347	-0,210	0,830	-22,496	18,064

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

Nguồn: Kết quả hồi quy từ phần mềm Stata 16

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 mô hình 2

##### Kết quả thống kê mô tả mô hình 2

Trung bình rủi ro phi hệ thống của các công ty giai đoạn 2015-2019 là 0,419, nhỏ hơn so với báo cáo của Jafarnejad & cộng sự (2018) là 0,520. Trong giai đoạn 2015-2019, khi phân loại các quan sát của các công ty thành 4 nhóm thì có 441 quan sát thuộc nhóm không đa dạng hóa (DS), 479 quan sát thuộc nhóm đa dạng hóa ngành kinh doanh (DM), 131 quan sát thuộc nhóm đa dạng hóa khu vực địa lý (GS), 149 quan sát thuộc nhóm vừa đa dạng hóa ngành kinh doanh, vừa đa dạng hóa khu vực địa lý (GM) (mô hình 2.1). Khi phân loại thành 2 nhóm theo tiêu chí đa dạng hóa khu vực địa lý thì có 280 quan sát thuộc nhóm đa dạng hóa khu vực địa lý (DGEO = 1) và 920 quan sát thuộc nhóm không đa dạng hóa khu vực địa lý (DGEO = 0) (mô hình 2.2). Khi phân loại thành 2 nhóm theo tiêu chí đa dạng hóa ngành kinh doanh thì có 628 quan sát thuộc nhóm đa dạng hóa ngành kinh doanh (DSEC = 1) và 572 quan sát thuộc nhóm không đa dạng hóa ngành kinh doanh (DSEC = 0) (mô hình 2.5).

Mức độ đa dạng hóa khu vực địa lý của các công ty trung bình là 0,084 nếu đo lường theo chỉ số Berry-Herfindahl, số lượng bộ phận khu vực địa lý bình quân là 1,365 bộ phận. So với đa dạng hóa khu vực địa lý thì các công ty niêm yết có mức độ đa dạng hóa ngành kinh doanh cao hơn, trung bình là 0,199 nếu đo lường bằng chỉ số Berry-Herfindahl và số bộ phận ngành kinh doanh trung bình là 2,242 bộ phận. Ngoài ra, trong Bảng 5 còn trình bày giá trị trung bình của các biến kiểm soát trong thời kỳ 5 năm.

**Bảng 5. Thống kê mô tả các biến trong mô hình 2**

<b>Biến</b>	<b>Số quan sát</b>	<b>Trung bình</b>	<b>Độ lệch chuẩn</b>	<b>Nhỏ nhất</b>	<b>Lớn nhất</b>
IR	1.200	0,419	0,170	0,114	1,217
NG	1.200	1,365	0,866	1,000	10,000
BHG	1.200	0,084	0,177	0,000	0,974
NS	1.200	2,242	1,550	1,000	10,000
BHS	1.200	0,199	0,245	0,000	0,810
LMC	1.200	11,741	0,707	9,789	15,351
LEV	1.200	0,494	0,214	0,011	0,964
LIQ	1.200	2,227	2,546	0,193	31,876
ROA	1.200	0,056	0,082	-0,853	0,784
EFF	1.200	1,051	0,961	0,008	9,365
CI	1.200	0,217	0,198	0,000	0,923
MB	1.200	1,084	0,979	0,027	12,681

*Nguồn: Kết quả thống kê mô tả từ phần mềm Stata 16*

#### *Kết quả phân tích tương quan mô hình 2*

Bảng 6 cho thấy đa dạng hóa khu vực địa lý và đa dạng hóa ngành kinh doanh đều có tương quan âm với rủi ro phi hệ thống. Cụ thể, đa dạng hóa khu vực địa lý có tương quan âm là -0,08 nếu được đo lường bằng số bộ phận khu vực địa lý (NG), là âm -0,05 nếu thước đo đa dạng hóa khu vực địa lý là chỉ số Berry-Herfindahl (BHG), khi đo lường đa dạng hóa ngành kinh doanh bằng số bộ phận ngành kinh doanh (NS) hay chỉ số Berry-Herfindahl đều có tương quan âm là -0,02 với rủi ro phi hệ thống.

**Bảng 6. Kết quả phân tích tương quan mô hình 2**

	<b>IR</b>	<b>NG</b>	<b>BHG</b>	<b>NS</b>	<b>BHS</b>	<b>LMC</b>	<b>LEV</b>	<b>LIQ</b>	<b>ROA</b>	<b>EFF</b>	<b>CI</b>	<b>MB</b>
<b>IR</b>	1,00											
<b>NG</b>	-0,08	1,00										
<b>BHG</b>	-0,05	0,83	1,00									
<b>NS</b>	-0,02	-0,08	-0,08	1,00								
<b>BHS</b>	-0,02	-0,09	-0,07	0,79	1,00							
<b>LMC</b>	-0,52	0,04	0,04	0,17	0,13	1,00						
<b>LEV</b>	0,06	0,10	0,08	0,20	0,09	-0,08	1,00					
<b>LIQ</b>	0,00	-0,05	-0,04	-0,11	-0,05	-0,02	-0,57	1,00				
<b>ROA</b>	-0,24	-0,01	0,01	-0,06	-0,06	0,31	-0,40	0,27	1,00			
<b>EFF</b>	0,04	-0,02	0,00	-0,11	-0,20	-0,11	0,03	-0,09	0,18	1,00		
<b>CI</b>	-0,03	0,06	0,07	-0,02	-0,02	0,12	-0,02	-0,17	-0,02	0,03	1,00	
<b>MB</b>	-0,15	-0,01	0,02	-0,03	-0,08	0,51	-0,18	0,16	0,47	0,14	0,04	1,00

*Nguồn: Kết quả phân tích tương quan từ phần mềm Stata 16*

Mối tương quan giữa các biến kiểm soát với rủi ro phi hệ thống được chia làm hai, bao gồm: (i) nhóm biến kiểm soát có tương quan dương với rủi ro phi hệ thống là tỷ lệ tài chính (LEV) 0,06; khả năng thanh khoản (LIQ) 0,00; hiệu quả hoạt động (EFF) 0,04; (ii) nhóm biến kiểm soát có tương quan âm với rủi ro phi hệ thống là quy mô công ty (LMC) -0,52, khả năng sinh lời (ROA) -0,24, cơ cấu chi phí (CI) -0,03 và cơ hội tăng trưởng (MB) -0,15. Ngoài ra, Bảng 6 còn cung cấp kết quả tương quan cặp giữa các biến sử dụng trong mô hình 2.

#### *Kết quả kiểm định dạng mô hình 2*

Kết quả kiểm định lựa chọn mô hình phù hợp khi ước lượng Mô hình từ 2.1 đến 2.7 (Bảng 7) cho thấy mô hình phù hợp nhất giữa 3 mô hình pooled OLS, FEM và REM là mô hình ảnh hưởng cố định FEM. Tiếp theo, tác giả thực hiện các kiểm định để kiểm tra có tồn tại các khuyết tật đối với mô hình ảnh hưởng cố định FEM.

**Bảng 7. Các kiểm định lựa chọn dạng mô hình pooled OLS, FEM hay REM (từ mô hình 2.1 đến 2.7)**

Mô hình	Loại kiểm định	Giá trị thống kê	P_value	Giữa	Chọn
2.1	Kiểm định F	$F(239, 949) = 6,78$	Prob > F = 0,0000	Pooled OLS và FEM	FEM
	Kiểm định Hausman	$\chi^2(10) = 134,11$	Prob > $\chi^2 = 0,0000$	FEM và REM	FEM
	Kiểm định LM	$\text{chibar}^2(01) = 545,56$	Prob > $\text{chibar}^2 = 0,0000$	Pooled OLS và REM	REM
2.2	Kiểm định F	$F(239, 951) = 6,91$	Prob > F = 0,0000	Pooled OLS và FEM	FEM
	Kiểm định Hausman	$\chi^2(8) = 129,63$	Prob > $\chi^2 = 0,0000$	FEM và REM	FEM
	Kiểm định LM	$\text{chibar}^2(01) = 561,28$	Prob > $\text{chibar}^2 = 0,0000$	Pooled OLS và REM	REM
2.3	Kiểm định F	$F(239, 951) = 6,88$	Prob > F = 0,0000	Pooled OLS và FEM	FEM
	Kiểm định Hausman	$\chi^2(8) = 129,80$	Prob > $\chi^2 = 0,0000$	FEM và REM	FEM
	Kiểm định LM	$\text{chibar}^2(01) = 558,11$	Prob > $\text{chibar}^2 = 0,0000$	Pooled OLS và REM	REM
2.4	Kiểm định F	$F(239, 951) = 6,91$	Prob > F = 0,0000	Pooled OLS và FEM	FEM
	Kiểm định Hausman	$\chi^2(8) = 130,39$	Prob > $\chi^2 = 0,0000$	FEM và REM	FEM
	Kiểm định LM	$\text{chibar}^2(01) = 561,53$	Prob > $\text{chibar}^2 = 0,0000$	Pooled OLS và REM	REM

**Bảng 7. Các kiểm định lựa chọn dạng mô hình pooled OLS, FEM hay REM (từ mô hình 2.1 đến 2.7) (tiếp theo)**

Mô hình	Loại kiểm định	Giá trị thống kê	P_value	Giữa	Chọn
2.5	Kiểm định F	$F(239, 951) = 6,84$	Prob > F = 0,0000	Pooled OLS và FEM	FEM
	Kiểm định Hausman	$\chi^2(8) = 133,51$	Prob > $\chi^2 = 0,0000$	FEM và REM	FEM
	Kiểm định LM	$\text{chibar}^2(01) = 553,70$	Prob > $\text{chibar}^2 = 0,0000$	Pooled OLS và REM	REM
2.6	Kiểm định F	$F(239, 951) = 6,84$	Prob > F = 0,0000	Pooled OLS và FEM	FEM
	Kiểm định Hausman	$\chi^2(8) = 149,14$	Prob > $\chi^2 = 0,0000$	FEM và REM	FEM
	Kiểm định LM	$\text{chibar}^2(01) = 544,22$	Prob > $\text{chibar}^2 = 0,0000$	Pooled OLS và REM	REM
2.7	Kiểm định F	$F(239, 951) = 6,90$	Prob > F = 0,0000	Pooled OLS và FEM	FEM
	Kiểm định Hausman	$\chi^2(8) = 144,99$	Prob > $\chi^2 = 0,0000$	FEM và REM	FEM
	Kiểm định LM	$\text{chibar}^2(01) = 553,88$	Prob > $\text{chibar}^2 = 0,0000$	Pooled OLS và REM	REM

Nguồn: Kết quả kiểm định từ phần mềm Stata16

*Kết quả kiểm định khuyết tật mô hình 2.1 đến 2.7 dạng FEM*

Bảng 8 cho thấy tồn tại các khuyết tật từ mô hình 2.1 đến 2.7 dạng FEM như có hiện tượng tự tương quan, hiện tượng phương sai sai số thay đổi và phụ thuộc chéo. Để khắc phục các hiện tượng này, gia tăng tính bền vững trong kết quả nghiên cứu, kế thừa Đặng & Nguyễn (2017), tác giả ước lượng hồi quy với sai số chuẩn của Driscoll & Kraay và kết quả được trình bày trong Bảng 9.

**Bảng 8. Kết quả kiểm định các khuyết tật mô hình 2.1 đến 2.7 dạng FEM**

Mô hình	Loại kiểm định	Giá trị thống kê	P_value	Kết luận
2.1	Tự tương quan	$F(1, 239) = 29,533$	Prob > F = 0,0000	Tồn tại
	Phương sai sai số thay đổi	$\chi^2(240) = 38127,14$	Prob > $\chi^2 = 0,0000$	Tồn tại
	Phụ thuộc chéo	Pesaran's test = 16,428	Pr = 0,0000	Tồn tại
2.2	Tự tương quan	$F(1, 239) = 29,473$	Prob > F = 0,0000	Tồn tại
	Phương sai sai số thay đổi	$\chi^2(240) = 39032,21$	Prob > $\chi^2 = 0,0000$	Tồn tại
	Phụ thuộc chéo	Pesaran's test = 16,572	Pr = 0,0000	Tồn tại

**Bảng 8. Kết quả kiểm định các khuyết tật mô hình 2.1 đến 2.7 dạng FEM (tiếp theo)**

Mô hình	Loại kiểm định	Giá trị thống kê	P_value	Kết luận
2.3	Tự tương quan	$F(1, 239) = 29,430$	$\text{Prob} > F = 0,0000$	Tồn tại
	Phương sai sai số thay đổi	$\text{chi}^2(240) = 39198,84$	$\text{Prob} > \text{chi}^2 = 0,0000$	Tồn tại
	Phụ thuộc chéo	Pesaran's test = 16,565	$\text{Pr} = 0,0000$	Tồn tại
2.4	Tự tương quan	$F(1, 239) = 29,380$	$\text{Prob} > F = 0,0000$	Tồn tại
	Phương sai sai số thay đổi	$\text{chi}^2(240) = 38899,49$	$\text{Prob} > \text{chi}^2 = 0,0000$	Tồn tại
	Phụ thuộc chéo	Pesaran's test = 16,543	$\text{Pr} = 0,0000$	Tồn tại
2.5	Tự tương quan	$F(1, 239) = 29,362$	$\text{Prob} > F = 0,0000$	Tồn tại
	Phương sai sai số thay đổi	$\text{chi}^2(240) = 37912,98$	$\text{Prob} > \text{chi}^2 = 0,0000$	Tồn tại
	Phụ thuộc chéo	Pesaran's test = 16,457	$\text{Pr} = 0,0000$	Tồn tại
2.6	Tự tương quan	$F(1, 239) = 30,228$	$\text{Prob} > F = 0,0000$	Tồn tại
	Phương sai sai số thay đổi	$\text{chi}^2(240) = 39665,96$	$\text{Prob} > \text{chi}^2 = 0,0000$	Tồn tại
	Phụ thuộc chéo	Pesaran's test = 16,337	$\text{Pr} = 0,0000$	Tồn tại
2.7	Tự tương quan	$F(1, 239) = 29,758$	$\text{Prob} > F = 0,0000$	Tồn tại
	Phương sai sai số thay đổi	$\text{chi}^2(240) = 35644,23$	$\text{Prob} > \text{chi}^2 = 0,0000$	Tồn tại
	Phụ thuộc chéo	Pesaran's test = 16,250	$\text{Pr} = 0,0000$	Tồn tại

Nguồn: Kết quả kiểm định từ phần mềm Stata16

#### Kết quả hồi quy Driscoll & Kraay từ mô hình 2.1 đến 2.7

Bảng 9 cho thấy đa dạng hóa khu vực địa lý tác động làm giảm rủi ro phi hệ thống của công ty (mô hình 2.1, 2.2, 2.3). Đa dạng hóa ngành kinh doanh có tác động tăng rủi ro phi hệ thống của công ty (mô hình 2.1, 2.5, 2.6, 2.7). Quy mô công ty, đòn bẩy tài chính và khả năng sinh lời tác động ngược chiều lên rủi ro phi hệ thống của công ty. Cơ hội tăng trưởng tác động cùng chiều lên rủi ro phi hệ thống. Khả năng thanh khoản, hiệu quả hoạt động và cơ cấu chi phí không tác động có ý nghĩa thống kê lên rủi ro phi hệ thống của công ty.

**Bảng 9. Tóm tắt kết quả hồi quy Driscoll & Kraay từ mô hình 2.1 đến 2.7**

	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	0,022						
GS	-0,032***						
DM	0,018**						

**Bảng 9. Tóm tắt kết quả hồi quy Driscoll & Kraay từ mô hình 2.1 đến 2.7 (tiếp theo)**

	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
DGEO		-0,013***					
NG			-0,011***				
BHG				-0,024			
DSEC					0,027**		
NS						0,009**	
BHS							0,037***
LMC	-0,147***	-0,148***	-0,147***	-0,148***	-0,147***	-0,151***	-0,148***
LEV	-0,029**	-0,028**	-0,025**	-0,027**	-0,036**	-0,040**	-0,031**
LIQ	-0,001	-0,001	-0,001	-0,001	-0,001	-0,001	-0,001
ROA	-0,330**	-0,333**	-0,332**	-0,335**	-0,341**	-0,339**	-0,339**
EFF	-0,003	-0,004	-0,004	-0,004	-0,003	-0,003	-0,003
CI	0,032	0,028	0,029	0,028	0,029	0,027	0,026
MB	0,043***	0,042***	0,042***	0,042***	0,043***	0,043***	0,043***
IMR	-12,055	-20,418	-20,582	-20,352	-10,051	-13,452	-13,513
_CONS	2,126***	2,154***	2,160***	2,152***	2,120***	2,167***	2,150***

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

Nguồn: Kết quả hồi quy từ phần mềm Stata 16

## 4.2 Thảo luận kết quả nghiên cứu

### 4.2.1 Thảo luận về sự tác động của đa dạng hóa đến rủi ro phi hệ thống

Giống như kỳ vọng thể hiện ở giả thuyết H1, tác giả phát hiện đa dạng hóa khu vực địa lý tác động ngược chiều đến rủi ro phi hệ thống. Kết quả nghiên cứu này phù hợp với Lý thuyết Danh mục và kết quả nghiên cứu của Jafarnejad & cộng sự (2018). Khi công ty đa dạng hóa khu vực địa lý giúp công ty có được thị trường rộng lớn để khai thác, công ty có thể đa dạng dòng thu nhập, thông thường nhà đầu tư có ấn tượng tốt về các công ty “vươn ra biển lớn” này nên giá cổ phiếu cũng như tỷ suất sinh lời cổ phiếu ít biến động hơn, vì vậy có thể giảm rủi ro phi hệ thống của công ty.

Không như kỳ vọng (giả thuyết H2), trái ngược với Lý thuyết Danh mục và kết quả nghiên cứu của Jafarnejad & cộng sự (2018) là đa dạng hóa ngành kinh doanh làm gia tăng rủi ro phi hệ thống. Giải thích cho điều này, tác giả cho rằng đa dạng hóa ngành kinh doanh các công ty sẽ hoạt động trong ngành khác với ngành cốt lõi, công ty chưa có kinh nghiệm về quản lý và vận hành trong ngành kinh doanh mới này, phạm vi thị trường không thay đổi nên có sự cạnh tranh khốc liệt của các công ty đang hoạt động trong ngành và công ty đa dạng hóa. Thông tin về đa dạng hóa ngành kinh doanh của công ty không có ấn tượng tốt đối với các nhà đầu tư vì trong quá khứ các nhà đầu tư biết đến nhiều trường hợp công ty thất bại trong đa dạng



hóa ngành kinh doanh. Điển hình là trường hợp của Công ty Cổ phần Tập đoàn Mai Linh, mở rộng ngành kinh doanh sang năng lượng, cà phê, trường học và thủy điện là những ngành công ty không có thế mạnh nên bị thất bại và phải “quay về cốt lõi”. Công ty Cổ phần Đầu tư Thế giới Di động đa dạng hóa sang lĩnh vực phân phối dược phẩm và chưa thành công ở ngành mới này. Tương tự, công ty cổ phần Bán lẻ kỹ thuật số FPT (FPT Retail) cũng đang bù lỗ cho ngành dược phẩm. Dòng tiền công ty biến động sẽ làm gia tăng độ biến động trong tỷ suất sinh lời chứng khoán, từ đó tác động làm tăng rủi ro phi hệ thống của công ty.

#### *4.2.2 Thảo luận sự tác động của các biến kiểm soát đến rủi ro phi hệ thống*

Giống như kỳ vọng, quy mô công ty tác động ngược chiều lên rủi ro phi hệ thống, kết quả nghiên cứu này phù hợp với lý thuyết cho rằng những công ty có quy mô lớn sẽ làm giảm rủi ro do tận dụng được nhiều cơ hội hơn trong những hoạt động đa dạng công ty, nhà đầu tư an tâm hơn khi đầu tư vào cổ phiếu của các công ty có quy mô lớn.

Không như kỳ vọng, đòn bẩy tài chính LEV tác động ngược chiều lên rủi ro phi hệ thống, những công ty sử dụng nợ nhiều trong cấu trúc vốn sẽ giảm rủi ro phi hệ thống. Giải thích cho điều này, tác giả cho rằng các công ty đã sử dụng hiệu quả nguồn vốn vay, khi công ty có nguồn vốn vay lớn sẽ tạo điều kiện để các công ty bù đắp chi phí hoạt động ở những bộ phận, khu vực địa lý kinh doanh kém hiệu quả. Từ đó, sẽ giúp công ty giảm độ biến động trong dòng tiền nên làm giảm rủi ro phi hệ thống của công ty.

Giống như kỳ vọng, khả năng sinh lời ROA tác động ngược chiều lên rủi ro phi hệ thống, kết quả nghiên cứu này phù hợp với lý thuyết tài chính cho rằng các công ty hoạt động có lời nhiều thì ít rủi ro hơn. Một trong những tiêu chí ảnh hưởng đến quyết định của nhà đầu tư khi đầu tư, hay nắm giữ cổ phiếu của các công ty là khả năng sinh lời. Các công ty có khả năng sinh lời cao sẽ nhận được sự quan tâm của các nhà đầu tư, do đó độ biến động trong giá, tỷ suất sinh lời cổ phiếu sẽ thấp, cho nên có tác động giảm rủi ro phi hệ thống của công ty.

Giống như kỳ vọng, cơ hội tăng trưởng MB tác động cùng chiều lên rủi ro phi hệ thống, kết quả nghiên cứu này trái ngược với lý thuyết tài chính nhưng phù hợp với Krapf (2015). Giải thích cho điều này, tác giả cho rằng các công ty được nhà đầu tư kỳ vọng lớn thì độ biến động trong tỷ suất sinh lời cũng lớn nên rủi ro phi hệ thống cao.

#### *4.2.3 Thảo luận sự tác động trái ngược nhau của đa dạng hóa khu vực địa lý và đa dạng hóa ngành kinh doanh đến rủi ro phi hệ thống*

Kết quả nghiên cứu cho thấy đa dạng hóa khu vực địa lý làm giảm rủi ro phi hệ thống nhưng đa dạng hóa ngành kinh doanh lại làm tăng rủi ro phi hệ thống. Nguyên nhân là do những vấn đề phát sinh khi đa dạng hóa khu vực địa lý dễ giải

quyết và có nhiều điểm thuận lợi hơn so với đa dạng hóa ngành kinh doanh. Ví dụ như các máy móc thiết bị, công nghệ sử dụng cho ngành cốt lõi của công ty được tiếp tục khai thác để tạo ra các hàng hóa cho các khu vực địa lý khác nhau, nhưng sẽ không phù hợp nếu công ty đa dạng hóa ngành kinh doanh, dẫn đến việc tăng chi phí đầu tư máy móc thiết bị, công nghệ phục vụ cho ngành mới. Khi sản xuất với quy trình cố định để tạo ra cùng một loại hàng hóa như trước, nhưng với số lượng nhiều hơn khi đa dạng hóa khu vực địa lý sẽ giúp nâng cao kinh nghiệm của công nhân, giảm tỷ lệ hàng lỗi, tiết kiệm chi phí và thời gian khắc phục các lỗi trong công việc, từ đó gia tăng năng suất. Đa dạng hóa ngành kinh doanh khiến công nhân tốn thời gian vận hành máy móc thiết bị, làm quen công nghệ mới từ đó gây lãng phí thời gian và công sức, tỷ lệ hàng lỗi nhiều hơn. Khi đa dạng hóa khu vực địa lý thì sự am hiểu của ban lãnh đạo cấp cao về chuyên môn của ngành công ty đang kinh doanh vẫn không thay đổi so với đa dạng hóa ngành kinh doanh thì sự am hiểu về ngành mới sẽ không nhiều từ đó dẫn đến việc phân bổ nguồn lực tài chính sai trong đa dạng hóa ngành kinh doanh lớn hơn đa dạng hóa khu vực địa lý. Đồng thời, vì chưa hiểu rõ về ngành kinh doanh mới nên vấn đề chi phí đại diện ở những công ty đa dạng hóa ngành kinh doanh sẽ lớn hơn so với công ty đa dạng hóa khu vực địa lý.

Kết quả nghiên cứu chấp nhận giả thuyết H3 cho rằng các công ty có mức độ đa dạng hóa cao sẽ có rủi ro phi hệ thống thấp hơn. 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) do có tác động làm giảm rủi ro, còn đa dạng hóa ngành kinh doanh có mức độ đa dạng hóa chưa đủ lớn để giảm rủi ro phi hệ thống của công ty.

## **5. Khuyến nghị và kết luận**

Kết quả nghiên cứu cho thấy đa dạng hóa khu vực địa lý có tác động làm giảm rủi ro phi hệ thống của công ty (chấp nhận giả thuyết H1) nhưng đa dạng hóa ngành kinh doanh có tác động gia tăng rủi ro phi hệ thống của công ty (bác bỏ giả thuyết H2), các công ty có mức độ đa dạng hóa cao sẽ có rủi ro phi hệ thống thấp hơn (chấp nhận giả thuyết H3).

Lý thuyết Danh mục có thể ứng dụng để giải thích được sự tác động của đa dạng hóa đến rủi ro phi hệ thống trong trường hợp công ty đa dạng hóa khu vực địa lý, không ứng dụng để giải thích được trong trường hợp công ty đa dạng hóa ngành kinh doanh.

Dựa trên kết quả nghiên cứu, bài viết đề xuất một số khuyến nghị dành cho các công ty và các nhà đầu tư tại Việt Nam như sau:

### **5.1 Khuyến nghị dành cho công ty**

*Thứ nhất*, khi quyết định đa dạng hóa, công ty sẽ có một số lợi ích và phải chịu một số chi phí. Vì vậy, công ty cần xác định rõ lợi thế kinh doanh của công ty để lựa

chọn hình thức đa dạng hóa phù hợp. Với kết quả nghiên cứu này, tác giả đề xuất công ty cần nhắc lựa chọn đa dạng hóa khu vực địa lý vì hình thức này giúp công ty giảm rủi ro phi hệ thống, mở rộng được thị trường và vẫn hoạt động trong ngành kinh doanh cốt lõi của công ty.

*Thứ hai*, công ty thường xuyên đánh giá mức độ sử dụng nguồn lực trong công ty như đánh giá việc khai thác máy móc thiết bị ở công suất nào, từ đó có những quyết định đúng đắn về việc phân bổ nguồn lực trong công ty.

*Thứ ba*, công ty cần nhận thức rõ quản trị công ty có quy mô nhỏ khác với việc quản trị công ty có quy mô lớn, khi công ty thực hiện chiến lược đa dạng hóa ngành kinh doanh và đa dạng hóa khu vực địa lý, quy mô công ty đã lớn hơn trước nên cần gia tăng năng lực quản trị để đáp ứng nhu cầu gia tăng quy mô công ty.

## **5.2 Khuyến nghị dành cho nhà đầu tư**

*Thứ nhất*, các nhà đầu tư dựa trên chấp nhận rủi ro của bản thân để ra quyết định đầu tư, nếu nhà đầu tư thuộc đối tượng chấp nhận rủi ro để tìm kiếm tỷ suất sinh lời cao thì nên đầu tư vào các công ty đa dạng hóa ngành kinh doanh và ngược lại, nếu nhà đầu tư mong muốn thu nhập ổn định với mức rủi ro thấp và tỷ suất sinh lời thấp hơn nên đầu tư vào các công ty đa dạng hóa khu vực địa lý.

*Thứ hai*, khi đầu tư vào các công ty đa dạng hóa ngành kinh doanh, các cổ đông cần xem xét kỹ chiến lược, kế hoạch của công ty để biểu quyết vì lợi ích của chính mình. Các nhà đầu tư không nên sử dụng Lý thuyết Đa dạng hóa danh mục đầu tư để giải thích đa dạng hóa ngành kinh doanh của công ty trong bối cảnh Việt Nam.

Ngoài rủi ro phi hệ thống, khi thực hiện chiến lược tăng trưởng bằng cách đa dạng hóa khu vực địa lý hay/và đa dạng hóa ngành kinh doanh, công ty phải đối mặt với những rủi ro hệ thống, cho nên những nghiên cứu tiếp theo tác giả sẽ phân tích sự tác động của đa dạng hóa đến rủi ro hệ thống công ty tại Việt Nam.

### **Tài liệu tham khảo**

- 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.
- Campa, J.M. & Kedia, S. (2002), "Explaining the diversification discount", *Journal of Finance*, Vol. 57, pp. 1731 - 1762.
- Chen, C.R. & Steiner, T.L. (2000), "An agency analysis of firm diversification: the consequences of discretionary cash and managerial risk considerations", *Review of Quantitative Finance and Accounting*, Vol. 14 No. 3, pp. 247 - 260.
- 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.

- 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.
- Heckman, J.J. (1979), “Sample selection bias as a specification error”, *Econometrica*, Vol. 47 No. 1, pp. 153 - 161.
- Hughes, J., Logue, D.E. & Sweeney, R.J. (1975), “Corporate international diversification and market assigned measures of risk and diversification”, *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 10 No. 4, pp. 627 - 637.
- Cục Đầu tư nước ngoài. (2020), “Báo cáo tình hình đầu tư trực tiếp nước ngoài năm 2020”, <http://www.mpi.gov.vn/Pages/tinbai.aspx?idTin=48566&idcm=208>, truy cập ngày 10/3/2021.
- 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.
- Joehnk, M.D. & Nielsen, J.F. (1974), “The effects of conglomerate merger activity on systematic risk”, *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 9 No. 2, pp. 215 - 225.
- Krapl, A.A. (2015), “Corporate international diversification and risk”, *International Review of Financial Analysis*, Vol. 37, pp. 1 - 13.
- Lubatkin, M. & Chatterjee, S. (1994), “Extending modern portfolio theory into the domain of corporate diversification: does it apply?”, *The Academy of Management Journal*, Vol. 37 No. 1, pp. 109 - 136.
- Markowitz, H. (1952), “Portfolio Selection”, *The Journal of Finance*, Vol. 7 No. 1, pp. 77 - 91.
- 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.
- Ross, S.A., Westerfield, R.W. & Jaffe, J.F. (2013), *Corporate finance*, New York, McGraw-Hill, Irwin.
- Thomas, D. & Eden, L. (2004), “What Is the Shape of Multinationality-Performance Relationship?”, *Multinational Business Review*, Vol. 12 No. 2, pp. 89 - 110.
- Trang, K.H. & Nguyễn, Q. (2019), “Managers’ risk and time preferences in economic behavior: review from the experiments”, *External Economics Review*, No. 118, pp. 33 - 49.
- Wernerfelt, B. (1984), “A resource-based view of the firm”, *Strategic Management Journal*, Vol. 5 No. 2, pp. 171 - 180.
- West, R.R. (1967), “‘Homemade’ diversification vs. corporate diversification”, *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 2 No. 4, pp. 417 - 420.