

## MỤC LỤC

### KINH TẾ VÀ QUẢN LÝ

- 1. Nguyễn Thị Uyên Uyên và Lê Trương Niệm** - Tác động của đa dạng hóa đến rủi ro phi hệ thống của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam. **Mã số: 151.1FiBa.11** 2  
*The Impact of Diversification on Non-systematic Risk of Listed Companies on Vietnam Stock Market*
- 2. Nguyễn Bích Ngọc** - Hiệu quả xã hội của tổ chức tài chính vi mô tại Việt Nam từ lý thuyết đến thực tiễn. **Mã số: 151.1mEco.11** 14  
*The Social Impact of Microfinance Institutions in Vietnam from Theory to Practice*
- 3. Đoàn Thị Hồng Nhung** - Ảnh hưởng của lợi thế thương mại đến giá trị thị trường của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam. **Mã số: 151.1FiBa.11** 26  
*Studying the effect of goodwill on the market value of companies listed on Vietnam's stock market*
- 4. Nguyễn Đắc Hưng** - Mối quan hệ giữa doanh nghiệp Logistics và hoạt động kinh doanh ngân hàng thương mại bị tác động bởi đại dịch Covid-19. **Mã số: 151.1SMET.12** 35  
*The Relationship between Logistics Businesses and Commercial Bank Operation under Influence of Covid-19 Pandemic*

### QUẢN TRỊ KINH DOANH

- 5. Cảnh Chí Hoàng và Nguyễn Hữu Khôi** - Nghiên cứu khám phá tác động của các nhân tố lập luận đạo đức đến thái độ và ý định hành vi mua của người tiêu dùng hàng nhái tại Việt Nam. **Mã số: 151.2BMkt.21** 42  
*Research on the Impact of Moral Reasoning Strategies on the Buying Attitude, Intention, and Behaviour of Counterfeit Product Consumers in Vietnam*
- 6. Hoàng Thị Mai Lan** - Nghiên cứu các nhân tố ảnh hưởng đến chất lượng thông tin trên Báo cáo tài chính trong doanh nghiệp quản lý và khai thác công trình thủy lợi Việt Nam. **Mã số: 151.2FiBa.22** 50  
*Research on factors affecting the quality of accounting information on financial statements in Vietnamese Irrigation and Drainage Management Companies*
- 7. Đặng Thị Minh Nguyệt, Ngô Thị Thành, Dương Thị Tình và Trần Thị Thảo Hương** - Yếu tố tác động đến hành vi sử dụng ví điện tử của sinh viên khối ngành kinh tế các trường đại học tại Hà Nội. **Mã số: 151.2FiBa.21** 62  
*Factors Affecting E-wallet Use by Students of Economics at Universities in Ha Noi*

### Ý KIẾN TRAO ĐỔI

- 8. Lê Quân và Mai Hoàng Anh** - Doanh nghiệp khoa học và công nghệ trong trường đại học công lập tại Việt Nam - thực trạng và giải pháp. **Mã số: 151.3GEMg.32** 70  
*Science and Technology Enterprises in Public Universities in Vietnam – Situation and Solution*
- 9. Mai Anh Vũ và Hà Thị Lan** - Nghiên cứu các nhân tố ảnh hưởng đến sự hài lòng của sinh viên đối với chất lượng dịch vụ đào tạo tại Trường Đại học Văn hóa, Thể thao và Du lịch Thanh Hóa. **Mã số: 151.3GEMg.32** 80  
*A Study on the Factors Affecting Student Satisfaction with the Training Quality at Thanh Hóa University of Culture, Sports, and Tourism*

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

**Nguyễn Thị Uyên Uyên**

Trường Đại học Kinh tế Tp Hồ Chí Minh

Email: uyentcdn@ueh.edu.vn

**Lê Trương Niệm**

Trường ĐH Công nghiệp Thực phẩm Tp Hồ Chí Minh

Email: niemlt@hufi.edu.vn

Ngày nhận: 04/12/2020

Ngày nhận lại: 05/01/2021

Ngày duyệt đăng: 11/01/2021

Với mẫu dữ liệu gồm 240 công ty phi tài chính giai đoạn 2015-2019, bằng phương pháp hồi quy theo quy trình hai bước của Heckman (1979), bài nghiên cứu thực hiện để phân tích sự tác động của đa dạng hóa đến rủi ro phi hệ thống của các công ty niêm yết ở Việt Nam. Nhóm tác giả phát hiện rằng cả đa dạng hóa khu vực địa lý và đa dạng hóa ngành kinh doanh đều đem lại rủi ro phi hệ thống cho công ty nhưng đa dạng hóa khu vực địa lý đem lại rủi ro phi hệ thống thấp hơn đa dạng hóa ngành kinh doanh. Thêm vào đó, bài nghiên cứu còn phát hiện ra rằng nếu như đa dạng hóa khu vực địa lý giảm thiểu rủi ro phi hệ thống thì đa dạng hóa ngành kinh doanh lại có tác động làm gia tăng rủi ro phi hệ thống. Kết quả nghiên cứu khuyến nghị rằng các công ty niêm yết nên thực hiện chiến lược tăng trưởng thông qua đa dạng hóa khu vực địa lý, còn khi đa dạng hóa ngành kinh doanh công ty cần phải phân tích, tính toán cẩn trọng khi quyết định.

**Từ khóa:** Đa dạng hóa ngành kinh doanh, đa dạng hóa khu vực địa lý, rủi ro phi hệ thống.

**JEL Classifications:** G17, G21, G32

## **1. Giới thiệu**

Trong những năm gần đây, khi các công ty ở Việt Nam ngày càng lớn mạnh, sự tăng trưởng trong ngành kinh doanh cốt lõi dần bão hòa thì xuất hiện xu hướng các công ty đa dạng hóa khu vực địa lý và đa dạng hóa ngành kinh doanh để tìm kiếm lợi nhuận, giảm thiểu rủi ro phi hệ thống của công ty. Với 165 nhà thuốc Long Châu trên 43 tỉnh, thành phố cho thấy Công ty cổ phần Bán lẻ kỹ thuật số FPT (FPT Retail) đã đa dạng hóa ngành kinh doanh và đa dạng hóa khu vực địa lý. Công ty cổ phần Thế giới Di động mở rộng hệ thống nhà thuốc An Khang và cửa hàng Bách Hóa Xanh ra các tỉnh thành. Có những trường hợp sau một thời gian đa dạng hóa khu vực địa lý và đa dạng hóa ngành kinh doanh thì thu hẹp quy mô như Tập đoàn Vingroup bán toàn bộ Công ty VinCommerce (chuỗi siêu thị VinMart, cửa hàng VinMart+) và Công ty VinEco cho Tập đoàn Masan và sau 9 tháng tiếp nhận thì Tập đoàn Masan

dừng hoạt động 433 cửa hàng VinMart, VinMart+ do hoạt động kém hiệu quả. Cũng có những trường hợp sau khi đa dạng hóa thì gặp khó khăn trong kinh doanh như công ty cổ phần Hùng Vương vay nợ để đa dạng hóa ngành kinh doanh và đa dạng hóa khu vực địa lý thông qua các thương vụ mua bán và sáp nhập (M&A) với các doanh nghiệp khác như Thủy sản Sao Ta, thức ăn Việt Thắng, thủy sản An Giang, ngoài ngành kinh doanh chính là cá tra và tôm, công ty mở rộng đầu tư hệ thống chăn nuôi heo, kinh doanh kho lạnh và hiện nay Công ty cổ phần Hùng Vương thường xuyên thua lỗ. Vay mượn kiến thức từ lý thuyết danh mục của Markowitz (1952), ban lãnh đạo công ty thường cho rằng đa dạng hóa sẽ giảm rủi ro phi hệ thống của công ty. Tuy nhiên, lý thuyết danh mục ban đầu được xây dựng cho các nhà đầu tư tài sản tài chính khác với công ty đa dạng hóa đầu tư tài sản thực. Do đó, đa dạng hóa khu vực địa lý và đa dạng hóa ngành kinh doanh có thực sự

làm giảm rủi ro phi hệ thống của công ty thì vẫn chưa có bằng chứng thực nghiệm để chứng minh trong bối cảnh Việt Nam.

## 2. Khung lý thuyết, bằng chứng thực nghiệm và phát triển giả thuyết

Theo Montgomery (1994) thì đa dạng hóa là việc công ty đầu tư vào một lĩnh vực mới, một khu vực mới, đầu tư mở rộng mạng lưới kinh doanh. 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. 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 et al., 2018). Rủi ro phi hệ thống là rủi ro mà nó chỉ tác động đến một chứng khoán hoặc một nhóm các chứng khoán. Có nhiều yếu tố ảnh hưởng đến rủi ro phi hệ thống như một cuộc đình công, sự nghỉ hưu sớm của chủ tịch công ty, các nghiên cứu của công ty, sự phát hiện sản phẩm của đối thủ cạnh tranh bị làm giả, hay một đối thủ cạnh tranh phát triển sản phẩm mới hay một phát minh ra công nghệ tiên tiến của công ty nào đó làm ảnh hưởng đến lợi nhuận của một công ty hay một ngành chứ không thể ảnh hưởng toàn bộ hệ thống thị trường nói chung. Quyết định của ban lãnh đạo công ty về việc mở rộng đầu tư bằng cách đa dạng hóa ngành kinh doanh hay đa dạng hóa khu vực địa lý là một trong những yếu tố ảnh hưởng đến rủi ro phi hệ thống của công ty, điều này đã được chứng minh ở các nước phát triển bởi Jafarinejad et al. (2018) và Krapl (2015) và được giải thích bởi lý thuyết danh mục hiện đại của Markowitz (1952) và lý thuyết chi phí đại diện.

### *Lý thuyết danh mục của Markowitz (1952)*

Từ góc độ nhà đầu tư tham gia trên thị trường tài chính, lý thuyết đa dạng hóa danh mục đầu tư được đề xuất bởi Markowitz (1952), nội dung của lý thuyết danh mục giải thích về sự tác động của đa dạng hóa đến rủi ro là đa dạng hóa danh mục sẽ làm giảm rủi ro phi hệ thống nhưng không ảnh hưởng đến rủi ro hệ thống. Cùng quan điểm với Markowitz, từ góc độ công ty Joehnk and Nielsen (1974) cho rằng bằng cách đa dạng hóa đầu tư sang các ngành, lĩnh vực khác có tương quan không hoàn hảo với hoạt động kinh doanh hiện tại có tác động 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 hiện đại không phải là lý thuyết phù hợp để giải thích mối quan hệ giữa đa dạng hóa và rủi ro công ty vì trong thị trường tài chính, thay thế hoặc bổ sung một tài sản tài chính trong một danh mục đầu tư đa dạng, không ảnh hưởng đáng kể đến rủi ro và lợi nhuận của các tài sản tài chính khác. Do đó, rủi ro không hệ thống có thể bị 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 của đối thủ cạnh tranh của công ty trên thị trường (Bettis and Hall, 1982). Jacquillat and Solnik (1978) bổ sung thêm lập luận này, cho rằng đầu tư vào các công ty đa quốc gia của Mỹ không giống như việc đầu tư vào một danh mục chứng khoán quốc tế. Hughes et al. (1975) cho rằng cả rủi ro hệ thống và rủi ro không hệ thống đều có thể bị giảm đi do đa dạng hóa quốc tế, việc giảm rủi ro hệ thống ở công ty thì lý thuyết danh mục đầu tư của Markowitz không giải thích được.

### *Lý thuyết chi phí đại diện*

Lý thuyết chi phí đại diện được phát triển bởi Jensen and Meckling (1976), lý thuyết chi phí đại diện đề cập đến vấn đề xung đột lợi ích giữa những người đại diện là các nhà quản lý được thuê mướn và chủ sở hữu công ty tồn tại trong công ty cổ phần. Nội dung của lý thuyết chi phí đại diện giải thích về sự tác động của đa dạng hóa đến rủi ro là quyết định đa dạng hóa làm gia tăng rủi ro công ty. Cụ thể, ban lãnh đạo các công ty cổ phần niêm yết trên các sở giao dịch chứng khoán quyết định đa dạng hóa ngành nghề kinh doanh, đa dạng hóa khu vực địa lý là vì lợi ích của chính các nhà quản lý hơn là vì lợi ích của các cổ đông, những người chủ công ty. Những lợi ích mà các nhà quản lý trong công ty có thể có khi quyết định đa dạng hóa công ty là gia tăng quyền lực quản lý của họ trong công ty, gia tăng sự bồi thường trong trường hợp công ty sa thải họ, gia tăng đặc quyền và các khoản thưởng, giảm rủi ro bị sa thải và vị trí quản lý của họ vững chắc hơn. Đó là việc các nhà quản lý muốn gia tăng vị thế, giá trị, tầm ảnh hưởng của họ so với các nhà quản lý tiềm năng. Do đó, các nhà quản lý có xu hướng đầu tư quá mức và đa dạng hóa công ty mà họ đang quản

lý vượt quá quy mô tối ưu. Thay vì trả tiền mặt cho cổ đông, các nhà quản lý có khả năng đầu tư vào những ngành kinh doanh, mở rộng khu vực địa lý, đầu tư vào những dự án không sinh lãi, đây là việc làm không tối đa hóa giá trị công ty, ảnh hưởng xấu đến lợi ích của cổ đông. Aggarwal and Samwick (2003) đã chứng minh các nhà quản lý đa dạng hóa công ty là vì lợi ích cá nhân của họ chứ không vì giảm rủi ro cho công ty.

*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. Jafarinejad et al. (2018) cho rằng đa dạng hóa khu vực địa lý làm giảm rủi ro phi hệ thống của công ty, để có kết quả nghiên cứu này Jafarinejad et al. (2018) đã thu thập dữ liệu thời kỳ 1998 - 2016 ở Mỹ, sử dụng phương pháp nghiên cứu định lượng gồm thống kê mô tả, phân tích tương quan, hồi quy dữ liệu bảng để phân tích. Trước đó 3 năm, Krapl (2015) sử dụng dữ liệu nghiên cứu gồm tất cả các công ty được giao dịch trên Nasdaq, Amex và NYSE từ 1980 đến 2011, tác giả đo lường đa dạng hóa khu vực địa lý 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), tác giả sử dụng mô hình CAPM để ước tính rủi ro phi hệ thống và phát hiện đa dạng hóa khu vực địa lý làm tăng rủi ro phi hệ thống. R. Goldberg and Heflin (1995) cho rằng đa dạng hóa khu vực địa lý làm giảm rủi ro hệ thống nhưng làm tăng tổng rủi ro, gián tiếp kết luận đa dạng hóa khu vực địa lý làm tăng rủi ro phi hệ thống vì tổng rủi ro bằng rủi ro hệ thống cộng với rủi ro phi hệ thống.

Dựa trên các bằng chứng thực nghiệm này, kết hợp với lý thuyết danh mục hiện đại của Markowitz (1952) cho rằng đa dạng hóa làm giảm rủi ro phi hệ thống nên nhóm tác giả đề ra giả thuyết nghiên cứu là:

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

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

Căn cứ vào lý thuyết danh mục của Markowitz (1952), kết hợp với kết quả nghiên cứu của Jafarinejad et al. (2018) cho rằng các công ty đa dạng hóa ngành kinh doanh sẽ linh hoạt hơn trong

các hoạt động kinh doanh của công ty vì thế sẽ giảm rủi ro phi hệ thống của công ty. Nhóm tác giả đặt ra giả thuyết nghiên cứu là:

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

*So sánh 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.*

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 et al., 2018) nên đa dạng hóa khu vực địa lý sẽ tác động làm giảm rủi ro phi hệ thống nhiều hơn. Vì vậy, nhóm tác giả đề ra giả thuyết nghiên cứu là:

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

### **3. Mô hình và phương pháp nghiên cứu**

#### **3.1. Mô hình nghiên cứu**

*Mô hình ước lượng rủi ro phi hệ thống*

Khi ước lượng rủi ro phi hệ thống có nhiều mô hình khác nhau như mô hình 3 nhân tố Fama-French (Jafarinejad et al., 2018), mô hình 4 nhân tố Carhart (1997) nhưng CAPM là mô hình được chấp nhận rộng rãi trong giới nghiên cứu (Krapl, 2015, Olibe et al., 2008, Reeb et al., 1998, R. Goldberg and Heflin, 1995). Vì vậy, nhóm tác giả sử dụng mô hình CAPM để ước lượng rủi ro phi hệ thống của công ty như sau:

$$R_{it} - R_{ft} = \beta_i * (R_{mt} - R_{ft}) + \varepsilon_{it} \text{ (mô hình 1)}$$

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 Sở Giao dịch Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh thì  $R_{mt}$  là chỉ số VNIndex, nếu công ty niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán Hà Nội thì  $R_{mt}$  là chỉ số HNXIndex,  $R_{ft}$  là lãi suất phi rủi ro. Nhóm tác giả 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 et al., 2018).

Mô hình probit thứ bậc xác định xu hướng đa dạng hóa của công ty

Nhằm xác định xu hướng đa dạng hóa công ty, kế thừa (Jafarinejad et al., 2018, de Andrés et al., 2017, Dastidar, 2009, Campa and Kedia, 2002) nhóm tác giả ước lượng mô hình lựa chọn để thu thập tỷ lệ Mill nghịch đảo như sau:

$$DUMSG_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 LTA_{it} + \alpha_2 ES_{it} + \alpha_3 SG_{it} + \alpha_4 PND_{it} + \alpha_5 GDP_{it} + \varepsilon_{it} \quad (\text{mô hình 2})$$

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 là 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 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, tỷ lệ tăng trưởng GDP là đặc điểm vĩ mô tác động đến xu hướng đa dạng hóa công ty.

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

Kế thừa Jafarinejad et al. (2018) và Krapl (2015) nhóm tác giả đề xuất mô hình phân tích sự tác động của đa dạng hóa đến rủi ro phi hệ thống như sau:

$$IR_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 DIV_{it} + \alpha_2 LMC_{it} + \alpha_3 LEV_{it} + \alpha_4 LIQ_{it} + \alpha_5 ROA_{it} + \alpha_6 EFF_{it} + \alpha_7 CI_{it} + \alpha_8 MB_{it} + \alpha_9 IMR_{it} + \varepsilon_{it} \quad (\text{mô hình 3})$$

Với: IR là rủi ro phi hệ thống của công ty (ước lượng mô hình 1)

DIV là biến đại diện cho đa dạng hóa công ty được đo lường theo 3 cách. Ứng với một đại diện cho đa dạng hóa nhóm tác giả sẽ ước lượng một mô hình, theo đó mô hình 3 sẽ chia thành mô hình 3.1, 3.2, 3.3, 3.4, 3.5, 3.6, 3.7 ứng với biến đại diện cho đa dạng hóa là GM,GS,DM (mô hình 3.1), DGEO (mô hình 3.2), BHG (mô hình 3.3), NG (mô hình 3.4), DSEC (mô hình 3.5), BHS (mô hình 3.6) và NS (mô hình 3.7).

Để tránh hiện tượng kết quả nghiên cứu nhạy cảm với các cách đo lường đa dạng hóa, nhóm tác giả sử dụng 3 cách đo lường cho đa dạng hóa là biến giả, số bộ phận và chỉ số Berry - Herfindahl. 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, 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, 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, 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 (Jafarinejad et al., 2018), trong đó DS là chuẩn so sánh. 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 et al., 2018). Thứ hai, nhóm tác giả sử dụng số lượng bộ phận kinh doanh và bộ phận khu vực địa lý để đo lường đa dạng hóa, theo đó NS sẽ cho biết số bộ phận theo ngành kinh doanh và NG là số bộ phận khu vực địa lý được báo cáo. Theo đó, những công ty có số lượng bộ phận kinh doanh, số lượng khu vực địa lý càng nhiều cho thấy mức độ đa dạng hóa càng cao (Jafarinejad et al., 2018, Denis et al., 2002, Berger and Ofek, 1995). Thứ ba, nhóm tác giả 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:

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

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 (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 et al., 2018). Cụ thể tác giả sử dụng BHS là biến đo lường mức độ đa dạng hóa ngành kinh doanh theo chỉ số Berry - Herfindahl, biến BHG đại diện cho mức độ đa dạng hóa khu vực địa lý được đo lường theo chỉ số Berry - Herfindahl.

Kế thừa Jafarinejad et al. (2018), Krapl (2015), nhóm tác giả đưa các biến kiểm soát vào mô hình nghiên cứu gồm: LMC là qui mô công ty, được đo lường bằng logarit của vốn hóa thị trường ( $\log(\text{số lượng cổ phần thường đang lưu hành} * \text{giá đóng cửa}$

$\text{cổ phiếu cuối năm})$ ), đòn bẩy tài (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 2), nhằm khắc phục vấn đề sai lệch trong chọn mẫu.

**Bảng 1:** Tóm lược các biến nghiên cứu sử dụng trong mô hình 3

STT	Biến	Đại diện	Cách tính	Kế thừa	Dấu kỳ vọng
1	IR	Rủi ro phi hệ thống	Ước lượng mô hình 1	Krapl (2015); Chen and Steiner (2000); Lubatkin and Chatterjee (1994);	
2	DIV	Đa dạng hóa	Biến giả, chỉ số Berry – Herfindahl, số bộ phận.	Jafarinejad et al. (2018)	-
3	LMC	Quy mô	$\log(\text{số lượng cổ phần thường đang lưu hành} * \text{giá đóng cửa cổ phiếu cuối năm})$	Jafarinejad et al. (2018)	-
4	LEV	Đòn bẩy tài chính	$\frac{\text{Nợ phải trả}}{\text{Tổng tài sản}}$	Krapl (2015); Reeb et al. (1998);	+
5	LIQ	Khả năng thanh khoản	$\frac{\text{Tài sản ngắn hạn}}{\text{Nợ ngắn hạn}}$	Krapl (2015); Aabo et al. (2016)	-
6	ROA	Khả năng sinh lời	$\frac{\text{Lãi ròng}}{\text{Tổng tài sản}}$	Krapl (2015); Lubatkin and Chatterjee (1994)	-
7	EFF	Hiệu quả hoạt động	$\frac{\text{Doanh thu thuần}}{\text{Tổng tài sản}}$	Krapl (2015); Logue and Merville (1972)	-
8	CI	Cơ cấu chi phí	$\frac{\text{Tài sản cố định}}{\text{Tổng tài sản}}$	Lubatkin and Chatterjee (1994); Miller and Bromiley (1990); Barton (1988)	+
9	MB	Cơ hội tăng trưởng	$(\text{Số lượng cổ phần thường đang lưu hành} * \text{giá đóng cửa cổ phiếu cuối năm}) / \text{vốn chủ sở hữu}$	Reeb et al. (1998); Olibe et al. (2008); Krapl (2015)	+
10	IMR	Tỷ lệ Mills nghịch đảo	Thu thập được từ mô hình dự đoán khả năng đa dạng hóa (mô hình 2)	Campa and Kedia (2002); Dastidar (2009); Jafarinejad et al. (2018)	

(Nguồn: Tác giả tổng hợp)

**3.2. Dữ liệu nghiên cứu**

Nhóm tác giả thu thập dữ liệu giá, báo cáo tài chính từ năm 2015 đến năm 2019 của các công ty niêm yết trên hai Sở Giao dịch Chứng khoán ở Thành phố Hồ Chí Minh và ở Hà Nội. Sau quá trình lọc dữ liệu số công ty còn lại là 240 công ty, yêu cầu của mẫu dữ liệu là loại các công ty tài chính và các công ty phải báo cáo đầy đủ và liên tục qua các năm, không bị hủy niêm yết và chuyển sàn niêm yết.

**3.3. Phương pháp nghiên cứu**

Nhóm tác giả sử dụng phương pháp nghiên cứu định lượng gồm thống kê mô tả, phân tích tương quan, kiểm định t, hồi quy hai giai đoạn của Heckman, hồi quy với sai số chuẩn của Driscoll & Kraay. 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 et al., 2017, Villalonga, 2004, Campa and 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 phi hệ thống 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 phi hệ thống công ty nên phương pháp ước lượng tuyến tính thông thường không thật sự phù hợp (de Andrés et al., 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 nó. Cách hiệu chỉnh là hồi quy probit mô hình lựa chọn ở bước 1 nhằm thu được tỷ lệ Mill's nghịch đảo (IMR), IMR được xác định cho mỗi quan sát trong bộ dữ liệu, IMR được tính bằng cách lấy các giá trị ước lượng được của hàm mật độ chuẩn hóa chia cho các giá trị ước lượng được của hàm phân phối tích lũy chuẩn hóa. Sau đó, 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 phi hệ thống) để hiệu chỉnh sai lệch trong chọn mẫu. Khi thực hiện bước thứ hai trong quy trình hồi quy hai bước của Heckman xuất hiện hiện tượng tự tương quan, phương sai sai số thay đổi và phụ thuộc chéo (bảng 2) nên để khắc phục vấn đề này nhóm tác giả đã hồi quy với sai số chuẩn của Driscoll & Kraay.

**Bảng 2:** Kết quả kiểm định mô hình 3

Mô hình	Loại kiểm định	Trị thống kê	P_value	Kết luận
3.1	Tự tương quan	$F(1, 239) = 22,442$	$\text{Prob} > F = 0,0000$	Tồn tại
	Phương sai sai số thay đổi	$\text{chi}2 (240) = 42330,87$	$\text{Prob} > \text{chi}2 = 0,0000$	Tồn tại
	Phụ thuộc chéo	$\text{Pesaran's test} = 13,275$	$\text{Pr} = 0,0000$	Tồn tại
3.2	Tự tương quan	$F(1, 239) = 21,839$	$\text{Prob} > F = 0,0000$	Tồn tại
	Phương sai sai số thay đổi	$\text{chi}2 (240) = 45631,26$	$\text{Prob} > \text{chi}2 = 0,0000$	Tồn tại
	Phụ thuộc chéo	$\text{Pesaran's test} = 13,255$	$\text{Pr} = 0,0000$	Tồn tại
3.3	Tự tương quan	$F(1, 239) = 21,758$	$\text{Prob} > F = 0,0000$	Tồn tại
	Phương sai sai số thay đổi	$\text{chi}2 (240) = 45843,24$	$\text{Prob} > \text{chi}2 = 0,0000$	Tồn tại
	Phụ thuộc chéo	$\text{Pesaran's test} = 13,134$	$\text{Pr} = 0,0000$	Tồn tại
3.4	Tự tương quan	$F(1, 239) = 21,806$	$\text{Prob} > F = 0,0000$	Tồn tại
	Phương sai sai số thay đổi	$\text{chi}2 (240) = 48239,36$	$\text{Prob} > \text{chi}2 = 0,0000$	Tồn tại
	Phụ thuộc chéo	$\text{Pesaran's test} = 13,150$	$\text{Pr} = 0,0000$	Tồn tại
3.5	Tự tương quan	$F(1, 239) = 21,786$	$\text{Prob} > F = 0,0000$	Tồn tại
	Phương sai sai số thay đổi	$\text{chi}2 (240) = 42677,01$	$\text{Prob} > \text{chi}2 = 0,0000$	Tồn tại
	Phụ thuộc chéo	$\text{Pesaran's test} = 13,126$	$\text{Pr} = 0,0000$	Tồn tại
3.6	Tự tương quan	$F(1, 239) = 22,272$	$\text{Prob} > F = 0,0000$	Tồn tại
	Phương sai sai số thay đổi	$\text{chi}2 (240) = 48647,44$	$\text{Prob} > \text{chi}2 = 0,0000$	Tồn tại
	Phụ thuộc chéo	$\text{Pesaran's test} = 12,843$	$\text{Pr} = 0,0000$	Tồn tại
3.7	Tự tương quan	$F(1, 239) = 21,948$	$\text{Prob} > F = 0,0000$	Tồn tại
	Phương sai sai số thay đổi	$\text{chi}2 (240) = 45967,54$	$\text{Prob} > \text{chi}2 = 0,0000$	Tồn tại
	Phụ thuộc chéo	$\text{Pesaran's test} = 12,979$	$\text{Pr} = 0,0000$	Tồn tại

(Nguồn: Nhóm tác giả kiểm định)

**4. Kết quả nghiên cứu và thảo luận**

**4.1. Kết quả nghiên cứu**

*Kết quả đo lường và so sánh rủi ro phi hệ thống giữa các nhóm*

Trung bình rủi ro phi hệ thống của DS, DM, GS lần lượt là 0,428, 0,441, 0,388 (bảng 3) đều thấp hơn so với trung bình rủi ro phi hệ thống của DS, DM, GS lần lượt là 0,623, 0,539, 0,511 nhưng trung bình rủi ro phi hệ thống của GM trong bài nghiên cứu này là 0,439 cao hơn trung bình rủi ro phi hệ thống của GM ở Mỹ theo báo cáo của Jafarnejad et al. (2018) là 0,405.

Với mức ý nghĩa 1% ta có thể nói rằng rủi ro phi hệ thống của công ty đa dạng đa dạng hóa khu vực địa lý (GS) nhỏ hơn rủi ro phi hệ thống của công ty đơn ngành (DS), rủi ro phi hệ thống của công ty đa dạng hóa khu vực địa lý (GS) nhỏ hơn rủi ro phi hệ thống của công ty đa dạng hóa ngành (DM) (bảng 3). Kết quả so sánh này cho thấy các nhà đầu tư đánh giá cao các công ty đa dạng hóa khu vực địa lý thể hiện công ty đơn ngành và đa dạng khu vực địa lý có rủi ro phi hệ thống thấp nhất (0,388), các công ty đa dạng hóa ngành kinh doanh có trung bình rủi ro phi hệ thống cao nhất là 0,441.

**Bảng 3:** So sánh rủi ro phi hệ thống giữa các nhóm

Nhóm (biến)	Số quan sát	IR trung bình	So sánh Trung bình giữa	Sự khác biệt	Giá trị thống kê t
DS	441	0,428	DM và DS	0,013	1,194
DM	479	0,441	GS và DS	-0,040	-2,735***
GS	131	0,388	GM và DS	0,011	0,725
GM	149	0,439	GS và DM	-0,053	-3,174***
			GM và DM	-0,002	-0,131
			GM và GS	0,011	0,725
***, **, và * lần lượt tương ứng với các mức ý nghĩa 1%, 5%, và 10%					

(Nguồn: Phân tích của nhóm tác giả)

*Kết quả thống kê mô tả các biến trong mô hình 3*

Trung bình rủi ro phi hệ thống của các công ty thời kỳ 2015-2019 là 0,430, nhỏ hơn so với báo cáo của Jafarnejad et al. (2018) là 0,520. Giải thích cho điều này tác giả cho rằng do thị trường chứng khoán Việt Nam quy định về biên độ giao động giá trong này giao dịch thấp là ±7% nếu công ty niêm yết trên Sở Giao Dịch Chứng Khoán TP.HCM, là ±10% nếu công ty niêm yết trên Sở Giao Dịch Chứng Khoán

Hà Nội khi so sánh với thị trường chứng khoán Mỹ không quy định trần biên độ giao động giá cổ phiếu. Mức độ đa dạng hóa khu vực địa lý của các công ty trung bình là 0,082 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 trung bình là 2,242 bộ phận. Ngoài ra, trong bảng 4 còn trình bày giá trị trung bình của các biến kiểm soát trong thời kỳ 5 năm, quy mô công ty trung bình là 11,741, tỷ lệ nợ trung bình là 0,494, trung bình khả năng thanh khoản là 2,227, trung bình khả năng sinh lời ROA là 0,056, hiệu quả hoạt động trung bình là 1,051, trung bình tỷ lệ tài sản cố định trên tổng tài sản là 0,217, trung bình tỷ số giá trị thị trường trên giá trị sổ sách là 1,084.

*Kết quả phân tích tương quan giữa các biến trong mô hình 3*

Theo bảng 5 đa dạng hóa khu vực địa lý có mối tương quan ngược chiều với rủi ro phi hệ thống, giá trị là -0,036 nếu đo lường đa dạng hóa khu vực địa lý theo chỉ số Berry-Herfindahl, là -0,071 nếu đo

lường đa dạng hóa khu vực địa lý là số bộ phận khu vực địa lý. Đa dạng hóa ngành kinh doanh có mối tương quan ngược chiều với rủi ro phi hệ thống, cụ thể là -0,024 nếu đo lường đa dạng hóa ngành kinh doanh theo chỉ số Berry-Herfindahl, là -0,019 nếu đo lường đa dạng hóa ngành kinh doanh theo số bộ phận kinh doanh. Ngoài ra, chúng ta cũng có thể thấy có mối tương quan ngược chiều giữa các biến kiểm soát như qui mô công ty (LMC), khả năng sinh lời



**Bảng 4:** Thống kê mô tả các biến trong mô hình 3

Biến	Số quan sát	Trung bình	Độ lệch chuẩn	Nhỏ nhất	Lớn nhất
IR	1.200	0,430	0,166	0,143	1,288
BHG	1.200	0,082	0,177	-0,680	0,974
NG	1.200	1,365	0,866	1,000	10,000
BHS	1.200	0,199	0,245	0,000	0,810
NS	1.200	2,242	1,550	1,000	10,000
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: Phân tích của nhóm tác giả)

(ROA), cơ cấu chi phí (CI), cơ hộ tăng trưởng (MB) với rủi ro phi hệ thống (IR). Mỗi tương quan cùng chiều giữa đòn bẩy tài chính (LEV), khả năng thanh khoản (LIQ), hiệu quả hoạt động (EFF) với rủi ro phi hệ thống.

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 5:** Kết quả phân tích tương quan các biến trong mô hình 3

	IR	BHG	NG	BHS	NS	LMC	LEV	LIQ	ROA	EFF	CI	MB
IR	1,000											
BHG	-0,036	1,000										
NG	-0,071	0,809	1,000									
BHS	-0,024	-0,067	-0,088	1,000								
NS	-0,019	-0,076	-0,079	0,792	1,000							
LMC	-0,482	0,038	0,037	0,126	0,166	1,000						
LEV	0,054	0,082	0,099	0,094	0,203	-0,084	1,000					
LIQ	0,006	-0,036	-0,054	-0,048	-0,111	-0,017	-0,568	1,000				
ROA	-0,185	0,009	-0,013	-0,058	-0,060	0,311	-0,398	0,272	1,000			
EFF	0,044	0,001	-0,016	-0,202	-0,107	-0,108	0,029	-0,094	0,180	1,000		
CI	-0,048	0,070	0,058	-0,016	-0,016	0,121	-0,018	-0,167	-0,025	0,027	1,000	
MB	-0,102	0,016	-0,014	-0,081	-0,031	0,507	-0,176	0,156	0,465	0,144	0,040	1,000

(Nguồn: Phân tích của nhóm tác giả)

**Kết quả hồi quy probit thứ bậc mô hình 2**

Với mức ý nghĩa 1%, những công ty có quy mô lớn thì khả năng công ty đa dạng hóa càng cao (bảng 6). Kết quả nghiên cứu này phù hợp với các nghiên cứu de Andrés et al. (2017), Dastidar (2009),

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 et al. (2017) và Campa and Kedia (2002).

**Bảng 6:** Kết quả hồi quy mô hình 2

DUMSG	Coef.	Std. Err.	z	P>z	[95% Conf.Interval]	
LTA	0,273***	0,053	5,130	0,000	0,169	0,377
ES	0,038	0,136	0,280	0,780	-0,229	0,304
SG	0,000	0,001	0,220	0,827	-0,001	0,001
PND	0,944***	0,171	5,510	0,000	0,608	1,280
GDP	-2,543	10,349	-0,250	0,806	-22,826	17,741
/CUT1	3,397	0,929			1,576	5,218
/CUT2	4,491	0,932			2,665	6,317
/CUT3	4,917	0,932			3,090	6,743

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

(Nguồn: Phân tích của nhóm tác giả)

*Kết quả hồi quy với sai số chuẩn của Driscoll & Kraay mô hình 3*

Bảng 7 cho thấy hệ số của GS là -0,024 là âm và có ý nghĩa thống kê ở mức 5%, có nghĩa là các công ty đa dạng hóa khu vực địa lý có rủi ro phi hệ thống thấp hơn so với DS. Hệ số của DM là 0,022 là dương và có ý nghĩa ở mức 1%, có nghĩa là DM có rủi ro phi hệ thống cao hơn so với DS (mô hình 3.1). Trong mô hình 3.2, hệ số của DGEO là -0,011 và có ý nghĩa thống kê ở mức 5%, có nghĩa là rủi ro của công ty đa dạng khu vực địa lý thấp hơn rủi ro phi hệ thống của các công ty không đa dạng hóa khu vực địa lý (có thể có 1 hoặc nhiều ngành kinh doanh). Trong mô hình 3.4 hệ số của NG là -0,010 và có ý nghĩa ở mức 1%, nghĩa là các công ty tăng số bộ phận khu vực địa lý lên 1 đơn vị rủi ro phi hệ thống của công ty sẽ giảm 0,010 (1%) trong điều kiện các yếu tố khác không đổi. Trong mô hình 3.5, hệ số của DSEC là 0,027 và có ý nghĩa ở mức 5%, có nghĩa là các công ty đa dạng hóa ngành kinh doanh có rủi ro phi hệ thống lớn hơn các công ty không đa dạng hóa ngành kinh doanh (có thể có 1 hay nhiều bộ phận khu vực địa lý). Hệ số của BHS là 0,033 và có ý nghĩa ở mức 1% (mô hình 3.6), hệ số của NS là 0,008 và có ý nghĩa ở mức 5% (mô hình 3.7) cho thấy công ty đa dạng hóa ngành kinh doanh tác động cùng chiều lên rủi ro phi hệ thống của công ty.

Trong các biến kiểm soát thì qui mô công ty tác động ngược chiều lên rủi ro phi hệ thống của công ty với mức ý nghĩa 1% cho tất cả các mô hình từ 3.1 đến 3.7. Khả năng sinh lời ROA tác động ngược chiều lên rủi ro phi hệ thống với mức ý nghĩa 5% (mô hình 3.1, 3.2, 3.3, 3.4, 3.6, và 3.7). Cơ hội tăng

trường MB tác động cùng chiều lên rủi ro phi hệ thống với mức ý nghĩa 1% cho tất cả các mô hình từ 3.1 đến 3.7.

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

Giống như kỳ vọng thể hiện ở giả thuyết H1, nhóm tác giả phát hiện đa dạng hóa khu vực địa lý tác động ngược chiều đến rủi ro phi hệ thống (mô hình 3.1 hệ số GS -0,024 và có ý nghĩa ở mức 5%, mô hình 3.2 hệ số DGEO là -0,011 và có ý nghĩa ở mức 5% và mô hình 3.4 hệ số NG là -0,010 và có ý nghĩa ở mức 1% thể hiện ở bảng 7). Kết quả nghiên cứu này phù hợp với lý thuyết danh mục của Markowitz (1952) và Jafarinejad et al. (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 thế 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 của Markowitz (1952) và kết quả nghiên cứu của Jafarinejad et al. (2018), đa dạng hóa ngành kinh doanh tác động cùng chiều lên rủi ro phi hệ thống (mô hình 3.1 hệ số của DM là 0,022 và có ý nghĩa ở mức 1%, mô hình 3.5 hệ số DSEC là 0,027 và có ý nghĩa ở mức 5%, mô hình 3.6 hệ số BHS là 0,033 và có ý nghĩa ở mức 5% và mô hình 3.7 hệ số NS là 0,008 và có ý nghĩa ở mức 5%). Các công ty càng mở rộng ngành kinh doanh thì rủi ro phi hệ thống càng tăng lên. Giải thích cho điều này nhóm tác giả cho rằng đa dạng hóa ngành kinh doanh các công ty sẽ hoạt động trong ngành

**Bảng 7:** Kết quả hồi quy với sai số chuẩn của Driscoll & Kraay mô hình 3

	Mô hình 3.1	Mô hình 3.2	Mô hình 3.3	Mô hình 3.4	Mô hình 3.5	Mô hình 3.6	Mô hình 3.7
GM	0,022						
GS	-0,024**						
DM	0,022***						
DGEO		-0,011**					
BHG			-0,016				
NG				-0,010***			
DSEC					0,027**		
BHS						0,033***	
NS							0,008**
LMC	-0,141***	-0,142***	-0,142***	-0,142***	-0,141***	-0,143***	-0,145***
LEV	-0,017	-0,014	-0,014	-0,011	-0,021**	-0,016	-0,025**
LIQ	-0,001	-0,001	-0,001	-0,001	-0,001	-0,001	-0,001
ROA	-0,221**	-0,222**	-0,224**	-0,221**	-0,229	-0,227**	-0,227**
EFF	-0,004	-0,004	-0,004	-0,004	-0,004	-0,003	-0,004
CI	0,016	0,013	0,012	0,014	0,014	0,011	0,012
MB	0,046***	0,045***	0,045***	0,045***	0,045***	0,046***	0,046***
IMR	-10,534	-17,747	-17,728	-17,851	-9,578	-13,024	-13,010
CONS	2,056***	2,089***	2,088***	2,094***	2,053***	2,084***	2,099***
No. obs	1200	1200	1200	1200	1200	1200	1200
F-statistics	63,64***	120,72***	105,83***	142,32***	174,80***	140,28***	73,89***
R-squared	0,2822	0,2754	0,2750	0,2772	0,2805	0,2767	0,2795

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

Nguồn: Phân tích của nhóm tác giả

khác với ngành cốt lõi, công ty chưa có kinh nghiệm về quản lý và vận hành trong ngành 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 mà 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 được biết 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”, trường hợp Công ty Cổ phần Đầu tư Thế giới Di động đa dạng hóa sang lĩnh vực phân phối dược phẩm đầu tư vào nhà thuốc An Khang và chưa thành công ở ngành mới này, 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 cũng đang bù lỗ cho ngành dược phẩm này. Những

điều này làm cho dòng tiền công ty biến động sẽ làm gia tăng độ biến động trong tỷ suất sinh lời chứng khoán nên tác động làm tăng rủi ro phi hệ thống của công ty.

Kết quả nghiên cứu 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 là do những vấn đề phát sinh khi đa dạng hóa khu vực địa lý để 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 được 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 nếu đa dạng hóa ngành kinh doanh thì có thể không sử dụng máy móc thiết bị, công nghệ này vì không phù hợp, có khi cần phải tốn chi phí để đầu tư máy móc thiết bị, công nghệ để phục vụ cho ngành mới. Công nhân tham gia sản xuất làm việc với quy trình quen thuộc để tạo ra cùng một hàng hóa như trước nhưng số lượng

nhiều hơn khi đa dạng hóa khu vực địa lý giúp người công nhân gia tăng kinh nghiệm, tinh tường với công việc nên giảm rủi ro hàng hóa bị hỏng, ít tổn chi phí và thời gian khắc phục các lỗi trong công việc nên có thể gia tăng năng suất, so với đa dạng hóa ngành kinh doanh có thể người công nhân tham gia sản xuất phải mất thời gian để có thể vận hành máy móc thiết bị, làm quen với công nghệ mới nên sẽ tiêu hao nhiều thời gian và công sức hơn, số lượng hàng hóa ban đầu bị hỏng nhiều hơn. Khi đa dạng hóa khu vực địa lý thì sự am hiểu của ban lãnh đạo cấp cao của công ty 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 nên có thể dễ 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. Và 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 nghiêm trọng hơn so với công ty đa dạng hóa khu vực địa lý.

Kết quả nghiên cứu phù hợp với giả thuyết H3 cho rằng các công ty có mức độ đa dạng hóa cao sẽ có rủi ro phi hệ thống thấp hơn (trung bình rủi ro phi hệ thống của nhóm đa dạng hóa khu vực địa lý (GS) thấp hơn nhóm không đa dạng hóa (DS) là 0,040 và có ý nghĩa ở mức 1%, trung bình rủi ro phi hệ thống của nhóm đa dạng hóa khu vực địa lý (GS) thấp hơn nhóm đa dạng hóa ngành kinh doanh (DM) là 0,053 và có ý nghĩa ở mức 1% thể hiện ở bảng 3). 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 et al., 2018) 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.

Quy mô công ty tác động ngược chiều lên rủi ro phi hệ thống của công ty, kết quả nghiên cứu này phù hợp với (Hitt et al., 2006), (Nachum, 2004b) 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, điều này phù hợp với lý thuyết tài chính. Khả năng sinh lời ROA tác động ngược chiều lên rủi ro phi hệ thống, kết quả nghiên cứu

này phù hợp với Barton (1988) và Logue and Merville (1972), và cũng phù hợp với lý thuyết tài chính cho rằng các công ty hoạt động có lời nhiều thì ít rủi ro hơn. Phù hợp với Krapl (2015), cơ hội tăng trưởng MB tác động cùng chiều lên rủi ro phi hệ thống của công ty.

### **5. Kết luận**

Bài nghiên cứu này phát hiện đa dạng hóa khu vực địa lý làm giảm rủi ro phi hệ thống của công ty, đa dạng hóa ngành kinh doanh tác động làm tăng rủi ro phi hệ thống và đa dạng hóa khu vực địa lý có rủi ro phi hệ thống thấp hơn so với đa dạng hóa ngành kinh doanh.

Quy mô công ty và khả năng sinh lời tác động ngược chiều lên rủi ro phi hệ thống. Cơ hội tăng trưởng MB tác động cùng chiều lên rủi ro phi hệ thống của công ty.

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

Dành cho công ty, khi quyết định đa dạng hóa đầu tư, mở rộng sản xuất kinh doanh nên lựa chọn đa dạng hóa khu vực địa lý, mở rộng phạm vi thị trường hơn là đa dạng hóa ngành kinh doanh, lặn sâu vào ngành nghề kinh doanh mới. Khi đa dạng hóa, công ty cần quan tâm nhiều hơn đối với vấn đề chi phí đại diện trong công ty cổ phần, giữa người chủ công ty là các cổ đông và các nhà quản lý luôn có sự xung đột về lợi ích, gia tăng kiểm tra giám sát các nhà quản lý bộ phận để tránh việc họ hành động vì lợi ích của bản thân hơn là vì lợi ích của công ty, có chính sách khen thưởng để kết nối lợi ích của công ty với lợi ích của nhà quản lý như thưởng theo doanh thu tăng thêm hay lợi nhuận tăng thêm sau khi đã hoàn thành doanh thu và lợi nhuận kế hoạch, 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.

Dành cho nhà đầu tư, các nhà đầu tư có thể sử dụng kết quả nghiên cứu này và đối chiếu với khẩu vị rủi ro để ra quyết định đầu tư phù hợp. Cụ thể, các nhà đầu tư nào chấp nhận rủi ro để tìm kiếm tỷ suất sinh lời cao nên đầu tư vào các công ty đa dạng hóa ngành kinh doanh, ngược lại nên đầu tư vào các công ty đa dạng hóa khu vực địa

lý. 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 được đề xuất bởi Markowitz (1952) để giải thích đa dạng hóa ngành kinh doanh của công ty trong bối cảnh Việt Nam.

Kết quả bài nghiên cứu chỉ ra đa dạng hóa ngành kinh doanh làm tăng rủi ro phi hệ thống nhưng đa dạng hóa khu vực địa lý làm giảm rủi ro phi hệ thống mà các công ty đa dạng hóa khu vực địa lý có mức độ đa dạng hóa cao hơn so với các công ty (đa dạng hóa ngành hay không đa dạng hóa ngành) trong nước, sự trái ngược trong kết quả nghiên cứu này làm tác giả nghi ngờ về mối quan hệ tuyến tính giữa đa dạng hóa và rủi ro phi hệ thống. Phải chăng khi đa dạng hóa ngành kinh doanh mức độ đa dạng hóa chưa đủ lớn để phát huy tác dụng giảm rủi ro phi hệ thống của công ty, lúc đầu khi đa dạng hóa ở mức còn thấp thì rủi ro phi hệ thống tăng nhưng nếu tiếp tục đa dạng hóa thì rủi ro phi hệ thống sẽ giảm, đây là gợi ý hướng nghiên cứu xa hơn. ♦

#### ***Tài liệu tham khảo:***

1. CAMPA, J. M. & KEDIA, S. 2002, *Explaining the diversification discount*, Journal of Finance, 57, 1731–1762.
2. JAFARINEJAD, M., NGO, T. & ESCOBARI, D. 2018, *Disentangling the impacts of industrial and global diversification on firm risk*, Global Finance Journal, 37, 39-56.
3. KRAPL, A. A. 2015, *Corporate international diversification and risk*, International Review of Financial Analysis, 37, 1-13.
4. LUBATKIN, M. & CHATTERJEE, S. 1994, *Extending Modern Portfolio Theory into the Domain of Corporate Diversification: Does It Apply?*, The Academy of Management Journal, 37, 109-136.
5. MARKOWITZ, H. 1952, *Portfolio Selection*, The Journal of Finance, 7, 77-91.
6. MILLER, K. D. & BROMILEY, P. 1990, *Strategic Risk and Corporate Performance: An*

*Analysis of Alternative Risk Measures*, The Academy of Management Journal, 33, 756-779.

7. MONTGOMERY, C. A. 1994, *Corporate Diversification*, The Journal of Economic Perspectives, 8, 163-178.

8. OLIBE, K. O., MICHELLO, F. A. & THORNE, J. 2008, *Systematic risk and international diversification: An empirical perspective*, International Review of Financial Analysis, 17, 681-698.

9. R. GOLDBERG, S. & HEFLIN, F. 1995, *The Association Between the Level of International Diversification and Risk*, 6, 1-25.

10. REEB, D. M., KWOK, C. C. Y. & BAEK, H. Y. 1998, *Systematic risk of the multinational corporation*, Journal of International Business Studies, 29, 263-279.

#### **Summary**

The researchers analyzed the effects of geographic and business area diversification on non-systematic risks of listed Vietnamese companies basing on a sample of 240 non-financial firms in the 2015-2019 period. By using Heckman's (1979) two-step regression method, the researchers found that both geographic and business area diversification brings about non-systematic risks to the company, but geographic diversification causes lower risks than business area diversification. Besides, the results show that industrial diversification increases the unsystematic risk of the firm while geographic diversification reduces it. These findings lead to a suggestion that listed companies should implement growth strategies through geographic diversification and make careful analysis when making a decision on business area diversification.