

**BỘ TÀI CHÍNH
TRƯỜNG ĐẠI HỌC TÀI CHÍNH – MARKETING**

LÊ TRƯỜNG NIỆM

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

CHUYÊN NGÀNH: TÀI CHÍNH – NGÂN HÀNG

MÃ SỐ: 9340201

TÓM TẮT LUẬN ÁN TIẾN SĨ KINH TẾ

Thành phố Hồ Chí Minh – Năm 2022

Công trình được hoàn thành tại:

.....
.....

Người hướng dẫn khoa học 1: TS. Bùi Hữu Phước

Người hướng dẫn khoa học 2: TS. Nguyễn Thị Uyên Uyên

Phản biện độc lập 1:

Phản biện độc lập 2:

Phản biện 1:

.....

Phản biện 2:

.....

Phản biện 3:

.....

Luận án sẽ được bảo vệ trước Hội đồng chấm luận án cấp Trường họp tại

.....

Vào hồi giờ ngày tháng năm

Có thể tìm hiểu luận án tại thư viện:

Có thể tìm hiểu luận án tại thư viện:.....

Thư viện:

Thư viện:

CHƯƠNG 1: GIỚI THIỆU TỔNG QUAN VỀ VẤN ĐỀ NGHIÊN CỨU

Rủi ro công ty có ý nghĩa quan trọng đối với cả công ty và các bên liên quan. Đa dạng hóa là quyết định quan trọng mà bất kỳ công ty nào cũng cân nhắc và thực hiện, đặc biệt trong giai đoạn tăng trưởng của công ty. Đa dạng hóa mang đến lợi ích cho công ty nhưng đồng thời cũng gây ra nhiều rủi ro cho công ty. Các nghiên cứu thực nghiệm về sự tác động của đa dạng hóa đến rủi ro công ty trên thế giới cho kết quả hỗn hợp. Ở Việt Nam, chưa có công trình nghiên cứu về sự tác động của đa dạng hóa đến rủi ro theo hướng tiếp cận như luận án. Hướng tiếp cận của luận án là sử dụng quy trình hai bước của Heckman (1979) để nghiên cứu sự tác động của đa dạng hóa khu vực địa lý và đa dạng hóa ngành kinh doanh đến rủi ro hệ thống, rủi ro phi hệ thống và tổng rủi ro công ty. Vì vậy, luận án có 4 mục tiêu nghiên cứu:

Mục tiêu 1: xác định sự tác động của đa dạng hóa đến rủi ro hệ thống của công ty.

Mục tiêu 2: xác định sự tác động của đa dạng hóa đến rủi ro phi hệ thống của công ty.

Mục tiêu 3: xác định sự tác động của đa dạng hóa đến tổng rủi ro của công ty.

Mục tiêu 4: đề xuất các khuyến nghị dành cho công ty và dành cho nhà đầu tư dựa trên kết quả nghiên cứu.

Kết quả nghiên cứu của luận án có những đóng góp mới về mặt khoa học và thực tiễn như sau:

Đóng góp mới về mặt khoa học

Khi nghiên cứu về sự tác động của đa dạng hóa công ty đến rủi ro, luận án phân tích cả hai dạng đa dạng hóa là đa dạng hóa ngành kinh doanh và đa dạng hóa khu vực địa lý tác động đến cả rủi ro hệ thống, rủi ro phi hệ thống và tổng rủi ro công ty. Có thể cho rằng, luận án là công trình đầu tiên ở Việt Nam nghiên cứu về chủ đề đa dạng hóa và rủi ro công ty theo hướng tiếp cận này. Kết quả nghiên cứu của luận án cung cấp thêm bằng chứng thực nghiệm về sự

tác động của đa dạng hóa đến rủi ro ở Việt Nam nên góp phần bổ sung, làm phong phú thêm các bằng chứng thực nghiệm về chủ đề đa dạng hóa công ty và rủi ro trên thế giới, cung cấp bằng chứng thực nghiệm mới về sự tác động của đa dạng hóa đến rủi ro công ty ở Việt Nam.

Luận án đã áp dụng phương pháp nghiên cứu là quy trình hai bước của Heckman (1979) để nghiên cứu sự tác động của đa dạng hóa đến rủi ro công ty. Luận án đã chứng minh tồn tại vấn đề sai lệch tự chọn trong quyết định đa dạng hóa công ty ở thị trường Việt Nam, thể hiện qua hệ số của tỷ lệ Mill's nghịch đảo là âm và có ý nghĩa thống kê ở mức 5% ở tất cả các mô hình. Điều này chưa được thể hiện trong các nghiên cứu trước về chủ đề đa dạng hóa công ty và rủi ro công ty ở Việt Nam.

Ngoài áp dụng lý thuyết chi phí đại diện, lý thuyết về thị trường vốn nội bộ, lý thuyết phân bổ nguồn lực, luận án đã áp dụng lý thuyết danh mục được đề xuất bởi Markowitz (1952) để nghiên cứu về sự tác động của đa dạng hóa công ty đến rủi ro công ty ở Việt Nam. Do lý thuyết danh mục ban đầu được xây dựng dành cho các nhà đầu tư trên thị trường tài chính, đa dạng hóa tài sản tài chính nên việc áp dụng lý thuyết này để giải thích sự tác động của đa dạng hóa công ty đến rủi ro công ty ở Việt Nam có thể được xem là điểm mới.

Đóng góp mới về mặt thực tiễn

Đa dạng hóa là quyết định, chính sách quan trọng mà các công ty cần phải xem xét thực hiện, đặc biệt là trong giai đoạn công ty trưởng thành, khi mà cơ hội tăng trưởng chậm lại và bắt đầu sụt giảm, việc công ty đa dạng hóa để gia tăng cơ hội tăng trưởng, tìm kiếm lợi nhuận ở những ngành kinh doanh khác, khu vực địa lý khác có ý nghĩa quan trọng đối với công ty. Vì vậy, luận án có những đóng góp thiết thực, cụ thể cho các công ty như sau:

Luận án xác định mức độ gánh chịu rủi ro hệ thống khác nhau của các công ty không đa dạng hóa, đa dạng hóa ngành kinh doanh, đa dạng hóa khu vực địa lý và vừa đa dạng hóa ngành kinh doanh vừa đa dạng hóa khu vực địa lý. Theo

đó, các công ty vừa đa dạng hóa ngành kinh doanh vừa đa dạng hóa khu vực địa lý gánh chịu rủi ro hệ thống lớn nhất, tiếp đến là đa dạng hóa khu vực địa lý, sau đó đến đa dạng hóa ngành kinh doanh và thấp nhất là không đa dạng hóa. Điều này có ý nghĩa quan trọng khi các yếu tố có nguồn gốc rủi ro hệ thống biến động khó lường.

Luận án chứng minh sự tác động khác nhau của đa dạng hóa ngành kinh doanh và đa dạng hóa khu vực địa lý đến rủi ro phi hệ thống của công ty. Đa dạng hóa ngành kinh doanh làm gia tăng rủi ro phi hệ thống nhưng đa dạng hóa khu vực địa lý lại làm giảm rủi ro phi hệ thống.

Luận án cho thấy đa dạng hóa ngành kinh doanh và đa dạng hóa khu vực địa lý ảnh hưởng khác nhau đến tổng rủi ro công ty. Đa dạng hóa ngành kinh doanh làm tăng tổng rủi ro nhưng đa dạng hóa khu vực địa lý không ảnh hưởng rõ ràng đến tổng rủi ro công ty.

Xác định các rủi ro phát sinh thêm do công ty đa dạng hóa và kiến nghị các giải pháp giúp công ty kiểm soát rủi ro.

Những đóng góp của luận án có ý nghĩa quan trọng giúp công ty nhận diện và kiểm soát rủi ro khi đa dạng hóa, hỗ trợ giúp nhà đầu tư xác định tỷ suất sinh lợi kỳ vọng để định giá cổ phiếu công ty, ra quyết định đầu tư vào cổ phiếu công ty.

CHƯƠNG 2: CƠ SỞ LÝ THUYẾT VÀ CÁC NGHIÊN CỨU TRƯỚC

Trong luận án này, tác giả nghiên cứu đa dạng hóa gồm hai loại là:

Đa dạng hóa khu vực địa lý: là việc công ty mở rộng đầu tư trên phạm vi rộng hay hẹp, các công ty hoạt động ở một khu vực hay nhiều khu vực, số lượng khu vực địa lý mà công ty hoạt động càng nhiều cho thấy mức độ công ty đa dạng hóa khu vực địa lý càng cao (Capar, Chinta, & Sussan, 2015; Jafarinejad et al., 2018).

Đa dạng hóa ngành nghề kinh doanh là việc công ty mở rộng số ngành kinh doanh của công ty (Jafarinejad et al., 2018).

Rủi ro công ty gồm:

Rủi ro hệ thống (hay còn gọi là rủi ro thị trường): Theo Ross et al. (2013), rủi ro hệ thống là những rủi ro do các yếu tố nằm ngoài công ty, không kiểm soát được và có ảnh hưởng rộng rãi đến tất cả công ty trên thị trường. Rủi ro hệ thống là những rủi ro từ bên ngoài của một ngành hay của một doanh nghiệp, chẳng hạn như chiến tranh, lạm phát, sự kiện kinh tế và chính trị... Những công ty chịu ảnh hưởng cao của rủi ro hệ thống là những công ty mà doanh số, lợi nhuận và giá chứng khoán thường thay đổi ngay sau các diễn biến kinh tế chính trị và những diễn biến trên thị trường chứng khoán. Như vậy, những rủi ro có thể xếp vào rủi ro hệ thống gồm: thiên tai, dịch bệnh, rủi ro chính trị, rủi ro kinh tế, rủi ro tỷ giá, rủi ro lãi suất, rủi ro giá cả hàng hóa, rủi ro hoạt động, rủi ro về thuế,...

Rủi ro phi hệ thống (hay là rủi ro riêng biệt, hay rủi ro đặc thù): Rủi ro xảy ra đối với một công ty hay một ngành kinh doanh nào đó, nó độc lập với các yếu tố như kinh tế, chính trị hay những yếu tố mà ảnh hưởng đến toàn bộ công ty có tính chất toàn hệ thống. Chẳng hạn một cuộc đình công 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 (Bùi Hữu Phước, 2014). Như vậy, những rủi ro có thể xếp vào rủi ro phi hệ thống gồm: rủi ro xây dựng, rủi ro thanh khoản, rủi ro người lao động gian lận, rủi ro bảo trì, sự thay đổi trong nhu cầu, thị hiếu của khách hàng, sự xuất hiện đối thủ cạnh tranh mới, hàng hóa của công ty đã lỗi thời, sự hài lòng của khách hàng về hàng hóa và dịch vụ của công ty,...

Tổng rủi ro của công ty bằng rủi ro hệ thống cộng với rủi ro phi hệ thống.

Các lý thuyết giải thích sự tác động của đa dạng hóa đến rủi ro công ty:

Lý thuyết đa dạng hóa danh mục đầu tư được đề xuất bởi Markowitz (1952), Lý thuyết này cho rằng đa dạng hóa sẽ làm giảm rủi ro phi hệ thống. Trong

phạm vi luận án này, tác giả nghiên cứu ứng dụng lý thuyết danh mục của Markowitz (1952) giải thích đa dạng hóa công ty. Cụ thể, tác giả sử dụng các thước đo rủi ro hệ thống, rủi ro phi hệ thống và tổng rủi ro dựa vào mô hình thị trường. Các thước đo này được rút ra từ lý thuyết thị trường vốn mà nền tảng là lý thuyết danh mục đầu tư để giải thích đa dạng hóa công ty.

Lý thuyết chi phí đại diện được phát triển bởi Jensen and Meckling (1976), nội dung của lý thuyết chi phí đại diện giải thích về sự tác động của đa dạng hóa đến rủi ro là đa dạng hóa làm gia tăng rủi ro công ty.

Nội dung của lý thuyết thị trường vốn nội bộ giải thích về sự tác động của đa dạng hóa đến rủi ro công ty thể hiện ở hai mặt, một mặt đa dạng hóa giảm rủi ro công ty nhưng mặt khác đa dạng hóa cũng làm gia tăng rủi ro công ty.

Lý thuyết phân bổ nguồn lực được thảo luận bởi Wernerfelt (1984), nội dung của lý thuyết phân bổ nguồn lực giải thích về sự tác động của đa dạng hóa đến rủi ro công ty theo hai chiều hướng trái ngược nhau là đa dạng hóa có tác động giảm rủi ro công ty nhưng ở chiều hướng ngược lại thì đa dạng hóa làm tăng rủi ro công ty.

Trên cơ sở lược khảo các nghiên cứu liên quan, luận án nhận định và kế thừa các nghiên cứu trước về các nội dung: phương pháp nghiên cứu, biến đo lường đa dạng hóa, các mô hình ước lượng rủi ro và mô hình xác định xu hướng đa dạng hóa.

CHƯƠNG 3: PHƯƠNG PHÁP VÀ MÔ HÌNH NGHIÊN CỨU

Căn cứ lý thuyết, kết quả của các nghiên cứu liên quan, kết hợp với tình hình thực tiễn, luận án đặt ra 8 giả thuyết:

- H1: Đa dạng hóa khu vực địa lý làm tăng rủi ro hệ thống của công ty.
- H2: Đa dạng hóa ngành kinh doanh làm tăng rủi ro hệ thống của công ty.
- H3: Mức độ đa dạng hóa của công ty càng cao rủi ro hệ thống càng lớn.
- H4: Đa dạng hóa khu vực địa lý làm giảm rủi ro phi hệ thống của công ty.
- H5: Đa dạng hóa ngành kinh doanh làm giảm rủi ro phi hệ thống của công ty.

H6: Đa dạng hóa khu vực địa lý làm giảm rủi ro phi hệ thống nhiều hơn đa dạng hóa ngành kinh doanh.

H7: Đa dạng hóa khu vực địa lý không tác động đến tổng rủi ro công ty.

H8: Đa dạng hóa ngành kinh doanh không tác động đến tổng rủi ro công ty.

3.2. Mô hình nghiên cứu

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

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

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, 2 nếu công ty đa dạng hóa khu vực địa lý, 3 nếu công ty vừa đa dạng hóa ngành kinh doanh vừa đa dạng hóa khu vực địa lý. Các biến kiểm soát gồm: quy mô công ty (LTA), khả năng sinh lời (ES), tăng trưởng doanh thu (SG), đặc điểm ngành (PND), đặc điểm vĩ mô (GDP)

Phương trình ước lượng rủi ro hệ thống, rủi ro phi hệ thống và tổng rủi ro công ty

Mô hình thị trường có dạng:

$$R_{it} = \alpha_{it} + \beta_{it} R_{mt} + \varepsilon_{it}$$

Với R_{it} : là tỷ suất sinh lời của cổ phiếu công ty thứ i ($i=1\dots281$) ở tháng t .

α_{it} : là hệ số chặn thời kỳ t và bằng $\overline{R_{it}} - \beta \overline{R_{mt}}$

R_{mt} : là tỷ suất sinh lời của thị trường tháng t , là tỷ suất sinh lời của chỉ số VNIndex nếu công ty niêm yết ở Sở Giao Dịch Chứng Khoán TP.HCM, là tỷ suất sinh lời của chỉ số HNXIndex nếu công ty niêm yết ở Sở Giao Dịch Chứng Khoán Hà Nội.

β_{it} : là rủi ro hệ thống của công ty i năm t .

ε_{it} : là phần dư, luận án lấy độ lệch chuẩn của phần dư ε_{it} để có rủi ro phi hệ thống của công ty i năm t .

Tổng rủi ro của công ty là độ lệch chuẩn của tỷ suất sinh lời của cổ phiếu công ty thứ i năm t ($\sigma_{R_{it}}$).

3.2.2.2. Mô hình nghiên cứu sự tác động của đa dạng hóa đến rủi ro công ty.

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

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

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

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

Mô hình nghiên cứu sự tác động của đa dạng hóa đến tổng rủi ro công ty

$$TR_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 DIV_{it} + \alpha_2 LMC_{it} + \alpha_3 LEV_{it} + \alpha_4 LIQ_{it} + \alpha_5 ROA_{it} + \alpha_6 EFF_{it} + \alpha_7 CI_{it} + \alpha_8 MB_{it} + \alpha_9 IMR_{it} + \varepsilon_{it} \text{ (mô hình 4)}$$

$BETA_{it}$ là rủi ro hệ thống của công ty thứ i năm t ; IR_{it} là rủi ro phi hệ thống của công ty thứ i năm t , là độ lệch chuẩn của phần dư ε_{it} ; TR_{it} là tổng rủi ro của công ty thứ i năm t , là độ lệch chuẩn của của tỷ suất sinh lợi của cổ phiếu công ty thứ i năm t ($\sigma_{R_{it}}$)

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 tác giả sẽ ước lượng một mô hình, theo đó mô hình 2 sẽ chia thành mô hình 2.1, 2.2, 2.3, 2.4, 2.5, 2.6, 2.7, mô hình 3 sẽ chia thành mô hình 3.1, 3.2, 3.3, 3.4, 3.5, 3.6, và 3.7, mô hình 4 sẽ chia thành mô hình 4.1, 4.2, 4.3, 4.4, 4.5, 4.6, và 4.7. Cụ thể, mô hình 2.1, 3.1 và 4.1 sử dụng biến đại diện cho đa dạng hóa là GM, GS, DM, DS, mô hình 2.2, 3.2 và 4.2 sử dụng biến đại diện cho đa dạng hóa là DGEO, mô hình 2.3, 3.3 và 4.3 sử dụng biến đại diện cho đa dạng hóa là NG, mô hình 2.4, 3.4 và 4.4 sử dụng biến đại diện cho đa dạng hóa là BHG, mô hình 2.5, 3.5 và 4.5 sử dụng biến đại diện cho đa dạng hóa là DSEC, mô hình 2.6, 3.6 và 4.6 sử dụng biến

đại diện cho đa dạng hóa là NS và mô hình 2.7, 3.7 và 4.7 sử dụng biến đại diện cho đa dạng hóa là BHS.

Các biến còn lại trong mô hình 2, mô hình 3 và mô hình 4 gồm: Quy mô công ty (LMC), Đòn bẩy tài chính (LEV), Khả năng thanh khoản (LIQ), Khả năng sinh lời (ROA), Hiệu suất hoạt động (EFF), Cơ cấu tài sản (CI), Cơ hội tăng trưởng (MB) và Tỷ lệ Mills nghịch đảo (IMR).

3.3. Phương pháp nghiên cứu

Luận án sử dụng phương pháp nghiên cứu định lượng, cụ thể luận án thực hiện: thống kê mô tả, phân tích tương quan, kiểm định t (t-test) và hồi quy theo quy trình 2 bước của Heckman (1979). Lý do luận án sử dụng phương pháp nghiên cứu hồi quy theo quy trình 2 bước của Heckman (1979) là vì quyết định đa dạng hóa là sự lựa chọn của công ty, không ngẫu nhiên, các công ty tự quyết định đa dạng hóa hay không đa dạng hóa, đây được xem là vấn đề sai lệch tự chọn (José Manuel Campa & Simi Kedia, 2002; de Andrés et al., 2017; Villalonga, 2004), các yếu tố ảnh hưởng đến xu hướng đa dạng hóa của các công ty cũng có thể ảnh hưởng đến rủi ro công ty. Vì vậy, biến đa dạng hóa sẽ tương quan với phần dư (error term) trong mô hình nghiên cứu sự tác động của đa dạng hóa đến rủi ro công ty nên phương pháp ước lượng OLS không thật sự phù hợp (de Andrés et al., 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's nghịch đảo, tỷ lệ Mill's nghịch đảo sẽ được đưa vào bước hai (hồi quy mô hình sự tác động của đa dạng hóa đến rủi ro) để hiệu chỉnh sai lệch tự chọn. Trong bước thứ hai của quy trình Heckman hai bước là hồi quy mô hình sự tác động của đa dạng hóa đến rủi ro.

3.4. Dữ liệu nghiên cứu

Về không gian: 281 công ty phi tài chính

Về thời gian: dữ liệu ước lượng rủi ro hệ thống, rủi ro phi hệ thống và tổng rủi ro được thu thập từ năm 2012-2020, dữ liệu tính các biến trong mô hình nghiên cứu được thu thập từ năm 2016-2020, riêng dữ liệu tính tăng trưởng doanh thu (SG) trong mô hình 1 được thu thập từ năm 2015-2020.

CHƯƠNG 4: KẾT QUẢ NGHIÊN CỨU VÀ THẢO LUẬN

4.2. Các kết quả nghiên cứu

4.2.1. Các đặc điểm tác động đến xu hướng đa dạng hóa công ty (mô hình 1)

Quy mô công ty, khả năng sinh lời và yếu tố ngành là ba đặc điểm tác động đến xu hướng đa dạng hóa công ty.

4.2.2. Kết quả thống kê mô tả các biến trong mô hình 2, mô hình 3 và mô hình 4.

Mức độ đa dạng hóa khu vực địa lý của các công ty trung bình là 0,086 nếu đo lường theo chỉ số Berry-Herfindahl, số lượng bộ phận khu vực địa lý bình quân là 1,369 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 0,195 nếu đo lường bằng chỉ số Berry-Herfindahl và số bộ phận ngành kinh doanh trung bình là 2,219 bộ phận ngành kinh doanh. Quy mô công ty trung bình là 11,704, tỷ lệ nợ trung bình là 0,491, trung bình khả năng thanh khoản là 2,315, trung bình khả năng sinh lời ROA là 0,058, hiệu suất hoạt động trung bình là 1,021, trung bình tỷ lệ tài sản cố định trên tổng tài sản là 0,220, trung bình tỷ số giá trị thị trường trên giá trị sổ sách là 1,064.

4.2.3. Kết quả phân tích tương quan mô hình 2, mô hình 3 và mô hình 4

Cả đa dạng hóa khu vực địa lý và đa dạng hóa ngành kinh doanh đều có tương quan dương với rủi ro hệ thống. Cụ thể, đa dạng hóa khu vực địa lý có tương quan dương là 0,08 nếu được đo lường bằng số bộ phận khu vực địa lý (NG), là dương 0,07 nếu thước đo đa dạng hóa khu vực địa lý là chỉ số Berry – Herfindahl (BHG), đa dạng hóa ngành kinh doanh có tương quan dương là

0,18 nếu được đo lường bằng số bộ phận ngành kinh doanh (NS), là dương 0,15 nếu thước đo đa dạng hóa ngành kinh doanh là chỉ số Berry – Herfindahl (BHS).

Đối với rủi ro phi hệ thống, đa dạng hóa khu vực địa lý có tương quan âm là -0,04 cho cả hai cách đo lường đa dạng hóa khu vực địa lý là số bộ phận khu vực địa lý (NG) và chỉ số Berry – Herfindahl (BHG). Ngược lại, đa dạng hóa ngành kinh doanh có tương quan dương (0,05) với rủi ro phi hệ thống cho dù đo lường đa dạng hóa ngành kinh doanh bằng số bộ phận ngành kinh doanh (NS) hay chỉ số Berry – Herfindahl (BHS).

Đa dạng hóa khu vực địa lý có mối tương quan âm với tổng rủi ro công ty, là -0,03 nếu là số bộ phận khu vực địa lý (NG) và -0,02 nếu là chỉ số Berry – Herfindahl (BHG). Nhưng đa dạng hóa ngành kinh doanh có mối tương quan dương với tổng rủi ro công ty, là 0,08 cho dù đo lường đa dạng hóa ngành kinh doanh bằng số bộ phận ngành kinh doanh (NS) hay chỉ số Berry – Herfindahl (BHS).

Mối tương quan giữa các biến kiểm soát với rủi ro hệ thống được chia làm hai gồm (i) nhóm các biến kiểm soát có tương quan dương là quy mô công ty (LMC) 0,44, đòn bẩy tài chính (LEV) 0,03, cơ cấu tài sản (CI) 0,09, cơ hội tăng trưởng (MB) 0,06 và (ii) nhóm các biến kiểm soát có tương quan âm là khả năng thanh khoản (LIQ) -0,07, khả năng sinh lời (ROA) -0,003, hiệu suất hoạt động (EFF) -0,15.

Chỉ có đòn bẩy tài chính (LEV) là tương quan dương với rủi ro phi hệ thống (0,06). Các biến kiểm soát còn lại đều có tương quan âm. Cụ thể, quy mô công ty (LMC) -0,24, khả năng thanh khoản (LIQ) -0,04, khả năng sinh lời (ROA) -0,18, hiệu suất hoạt động (EFF) -0,02, cơ cấu tài sản (CI) -0,11 và cơ hội tăng trưởng (MB) -0,05.

Đối với tổng rủi ro công ty, đòn bẩy tài chính (LEV) là tương quan dương với tổng rủi ro công ty (0,08). Các biến kiểm soát còn lại đều có tương quan

âm như: quy mô công ty (LMC) -0,18, khả năng thanh khoản (LIQ) -0,06, khả năng sinh lời (ROA) -0,18, hiệu suất hoạt động (EFF) -0,04, cơ cấu tài sản (CI) -0,11 và cơ hội tăng trưởng (MB) -0,05.

Dựa theo chuẩn của Farrar and Glauber (1967) là 0,8, kết hợp kết quả phân tích tương quan, có thể kết luận không có hiện tượng tự tương quan giữa các biến độc lập trong mô hình nghiêm trọng do các hệ số tương quan có giá trị thấp (nhỏ hơn 0,8).

Kết quả kiểm định lựa chọn dạng mô hình từ mô hình 2.1 đến mô hình 2.7, từ mô hình 3.1 đến mô hình 3.7 và từ mô hình 4.1 đến mô hình 4.7 cho thấy: mô hình ảnh hưởng cố định (FEM) là dạng mô hình phù hợp nhất khi so sánh với dạng mô hình hồi quy tuyến tính thông thường (pooled OLS) và dạng mô hình ảnh hưởng ngẫu nhiên (REM).

Kết quả kiểm định khuyết tật dạng mô hình ảnh hưởng cố định (FEM) từ mô hình 2.1 đến mô hình 2.7, từ mô hình 3.1 đến mô hình 3.7 và từ mô hình 4.1 đến mô hình 4.7 cho thấy: không có hiện tượng cộng tuyến giữa các biến độc lập nhưng 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 vững trong kết quả nghiên cứu, tác giả ước lượng hồi quy với sai số chuẩn của Driscoll and Kraay (1998).

Kết quả hồi quy mô hình xác định sự tác động của đa dạng hóa đến rủi ro hệ thống của công ty (từ mô hình 2.1 đến mô hình 2.7)

Phù hợp với giả thuyết H1, đa dạng hóa khu vực địa lý làm gia tăng rủi ro hệ thống của công ty.

Phù hợp với giả thuyết H2, đa dạng hóa ngành kinh doanh làm gia tăng rủi ro hệ thống công ty. Phù hợp với giả thuyết H3, vừa đa dạng hóa khu vực địa lý vừa đa dạng hóa ngành kinh doanh làm gia tăng rủi ro hệ thống với mức ý nghĩa 1%, sự tác động gia tăng rủi ro hệ thống của GM (vừa đa dạng hóa khu vực địa lý vừa đa dạng hóa ngành kinh doanh) là lớn nhất (0,251), tiếp theo là

đa dạng hóa khu vực địa lý GS (0,109) và đa dạng hóa ngành kinh doanh DM là 0,108.

Các biến kiểm soát gồm quy mô công ty LMC và cơ cấu tài sản CI tác động cùng chiều lên rủi ro hệ thống với mức ý nghĩa 1% từ mô hình 2.1 đến mô hình 2.7. Cũng với mức ý nghĩa 1%, hiệu suất hoạt động EFF và khả năng sinh lời ROA tác động ngược chiều lên rủi ro hệ thống công ty từ mô hình 2.1 đến mô hình 2.7. Cơ hội tăng trưởng MB tác động ngược chiều lên rủi ro hệ thống với mức ý nghĩa 10%. Những biến kiểm soát khác như đòn bẩy tài chính LEV, khả năng thanh khoản LIQ không tác động có ý nghĩa thống kê lên rủi ro hệ thống của công ty.

Hệ số của tỷ lệ Mill's nghịch đảo là âm và có ý nghĩa thống kê ở mức 5% (từ mô hình 2.1 đến mô hình 2.7)

Kết quả hồi quy mô hình xác định sự tác động của đa dạng hóa đến rủi ro phi hệ thống của công ty (từ mô hình 3.1 đến mô hình 3.7)

Đa dạng hóa khu vực địa lý tác động 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 của công ty, vừa đa dạng hóa ngành kinh doanh vừa đa dạng hóa khu vực địa lý làm gia tăng rủi ro phi hệ thống của công ty.

Quy mô công ty LMC, khả năng sinh lời ROA và cơ cấu tài sản CI tác động ngược chiều lên rủi ro phi hệ thống của công ty. Khả năng thanh khoản LIQ tác động ngược chiều lên rủi ro phi hệ thống. Hiệu suất hoạt động EFF tác động ngược chiều lên rủi ro phi hệ thống. Đòn bẩy tài chính LEV và cơ hội tăng trưởng MB không ảnh hưởng có ý nghĩa thống kê lên rủi ro phi hệ thống công ty.

Hệ số của tỷ lệ Mill's nghịch đảo là âm và có ý nghĩa thống kê ở mức 5% (từ mô hình 3.1 đến mô hình 3.7).

Kết quả hồi quy mô hình xác định sự tác động của đa dạng hóa đến tổng rủi ro của công ty (từ mô hình 4.1 đến mô hình 4.7)

Đa dạng hóa khu vực địa lý tác động cùng chiều lên tổng rủi ro công ty khi đo lường đa dạng hóa bằng biến giả nhưng khi đo lường đa dạng hóa bằng số bộ phận khu vực địa lý thì có tác động ngược chiều lên tổng rủi ro công ty. Với cả ba cách đo lường đa dạng hóa ngành kinh doanh là biến giả, số bộ phận ngành kinh doanh và chỉ số Berry – Herfindahl đều cho kết quả đa dạng hóa ngành kinh doanh làm gia tăng tổng rủi ro công ty nhưng với mức ý nghĩa khác nhau. Vừa đa dạng hóa ngành kinh doanh vừa đa dạng hóa khu vực địa lý làm gia tăng tổng rủi ro công ty với mức ý nghĩa 1%.

Quy mô công ty LMC, khả năng sinh lời ROA và cơ cấu tài sản CI tác động ngược chiều lên tổng rủi ro của công ty. Khả năng thanh khoản LIQ tác động ngược chiều lên tổng rủi ro công ty. Hiệu suất hoạt động EFF tác động ngược chiều lên tổng rủi ro công ty. Không có mối quan hệ có ý nghĩa thống kê giữa đòn bẩy tài chính LEV và tổng rủi ro công ty. Cơ hội tăng trưởng MB không ảnh hưởng có ý nghĩa thống kê lên tổng rủi ro công ty.

Hệ số của tỷ lệ Mill's nghịch đảo là âm và có ý nghĩa thống kê ở mức 5% (từ mô hình 4.1 đến mô hình 4.7).

4.3. Thảo luận kết quả nghiên cứu

4.3.1 Thảo luận các đặc điểm tác động đến xu hướng đa dạng hóa công ty (mô hình 1)

Những công ty có quy mô lớn có xu hướng đa dạng hóa cao, và ngược lại, những công ty đa dạng hóa cao thường có quy mô lớn, muốn đa dạng hóa ngành kinh doanh và theo khu vực địa lý thì phải đầu tư cả chiều rộng lẫn chiều sâu. Kết quả nghiên cứu này phù hợp với các nghiên cứu Villalonga (2004), Dastidar (2009), de Andrés et al. (2017) 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. Ngoài ra, những công ty có khả năng sinh lời thấp có xu hướng đa dạng hóa công ty để tìm kiếm lợi nhuận cao hơn ở

những ngành kinh doanh khác và khu vực địa lý khác, kết quả nghiên cứu này phù hợp với Jose Manuel Campa and Simi Kedia (2002).

Đặc điểm ngành cũng tác động đến xu hướng đa dạng hóa công ty, 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 José Manuel Campa and Simi Kedia (2002). Giải thích cho điều này, tác giả cho rằng, bất cứ khi nào và ở đâu cũng tồn tại sự cạnh tranh gay gắt giữa các công ty trong cùng một ngành, khi các công ty đối thủ cạnh tranh có được điều gì thì công ty mình cũng phải có được điều đó, thấy công ty đối thủ đa dạng hóa ngành kinh doanh và đa dạng hóa khu vực địa lý thì công ty của mình cũng đa dạng hóa ngành kinh doanh và đa dạng hóa khu vực địa lý nhằm khẳng định vị thế của công ty, tạo niềm tin cho các cổ đông, cải thiện hình ảnh công ty trong mắt nhà đầu tư.

4.3.2. Thảo luận sự tác động của đa dạng hóa đến rủi ro hệ thống công ty **Đa dạng hóa ngành kinh doanh làm tăng rủi ro hệ thống của công ty**

Rủi ro hệ thống ảnh hưởng đến hầu hết các ngành kinh doanh, các công ty nên khi công ty đa dạng hóa hoạt động trong nhiều ngành kinh doanh sẽ bị ảnh hưởng nặng nề hơn so với các công ty không đa dạng hóa. Công ty đa dạng hóa ngành kinh doanh với mức độ càng cao thì danh mục của công ty càng giống với danh mục thị trường (ρ_{itmt} càng lớn) nên sự biến động trong các yếu tố có nguồn rủi ro hệ thống sẽ tác động mạnh đối với các công ty đa dạng hóa ngành kinh doanh, mức độ đa dạng hóa ngành kinh doanh càng cao bị tác động càng mạnh. Như vậy, các công ty đa dạng hóa ngành kinh doanh với mức độ càng cao sẽ có rủi ro hệ thống thấp khi rủi ro thị trường thấp, các yếu tố gây ra nguồn rủi ro hệ thống ít biến động. Ngược lại, các công ty đa dạng hóa ngành kinh doanh với mức độ càng cao sẽ có rủi ro hệ thống càng cao khi rủi ro hệ thống cao, các yếu tố gây ra nguồn rủi ro hệ thống biến động mạnh.

Các nguồn rủi ro ảnh hưởng đến doanh thu, chi phí, lợi nhuận, dòng tiền ảnh hưởng đến sự biến động của giá cổ phiếu, gây ra sự biến động trong tỷ suất sinh lợi của cổ phiếu, xét về mặt thị trường là rủi ro hệ thống của công ty gồm: Thiên tai, dịch bệnh, rủi ro chính trị, rủi ro kinh tế, rủi ro tỷ giá, rủi ro lãi suất, rủi ro hoạt động (thay đổi trong mức lương tối thiểu của cơ quan quản lý ảnh hưởng đến chi phí hoạt động của công ty), rủi ro về thuế, các quy định về an toàn sức khỏe và an toàn tại nơi làm việc, những quy định về bảo vệ môi trường.

Đa dạng hóa khu vực địa lý làm tăng rủi ro hệ thống của công ty

Lợi ích của đa dạng hóa khu vực địa lý là giúp công ty có dòng tiền đa dạng từ các thị trường khác nhau, hệ số tương quan của công ty với thị trường sẽ thấp, mức độ đa dạng hóa khu vực địa lý càng cao thì hệ số tương quan càng thấp (ρ_{itmt} càng thấp) sẽ giúp làm giảm rủi ro hệ thống của công ty. Các công ty đa dạng hóa khu vực địa lý ngoài chịu tác động của các yếu tố rủi ro hệ thống trong nước còn phải đối mặt trực tiếp với các rủi ro hệ thống từ ngoài nước. Nếu những rủi ro hệ thống từ nước ngoài ảnh hưởng đến công ty lớn hơn lợi ích đa dạng hóa khu vực địa lý thì sẽ làm gia tăng rủi ro hệ thống của công ty (Reeb et al., 1998).

Công ty đa dạng hóa khu vực địa lý gánh chịu rủi ro hệ thống (thiên tai, dịch bệnh, rủi ro chính trị, rủi ro kinh tế, rủi ro tỷ giá, rủi ro lãi suất, rủi ro hoạt động, rủi ro về thuế, các quy định về an toàn sức khỏe và an toàn tại nơi làm việc, những quy định về bảo vệ môi trường) lớn hơn so với các công ty không đa dạng hóa khu vực địa lý.

Mức độ đa dạng hóa của công ty càng cao rủi ro hệ thống càng lớn

Đa dạng hóa ngành kinh doanh gánh chịu rủi ro hệ thống lớn hơn các công ty không đa dạng hóa ngành kinh doanh, đa dạng hóa khu vực địa lý gánh chịu rủi ro hệ thống lớn hơn các công ty không đa dạng hóa khu vực địa lý nên có thể thấy công ty vừa đa dạng hóa ngành kinh doanh vừa đa dạng hóa khu vực địa

lý gánh chịu rủi ro hệ thống lớn nhất (vì có sự tác động kép) khi so sánh với các dạng đa dạng hóa còn lại (đa dạng hóa ngành kinh doanh, đa dạng hóa khu vực địa lý hay không đa dạng).

4.3.3. Thảo luận sự tác động của đa dạng hóa đến rủi ro phi hệ thống

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

Khi đa dạng hóa ngành kinh doanh công ty đa dạng dòng tiền ở nhiều ngành kinh doanh khác nhau, công ty có thể tận dụng nguồn lực công ty, khai thác thị trường vốn nội bộ, gia tăng khả năng vay nợ, tiết kiệm chi phí thuế giúp giảm rủi ro phi hệ thống của công ty. Nhưng công ty phải gánh chịu các rủi ro là làm phát sinh thêm chi phí đại diện, khai thác quá mức nguồn lực công ty, gia tăng khả năng phân bổ vốn sai, rủi ro xây dựng, rủi ro thanh khoản, rủi ro người lao động gian lận, rủi ro bảo trì, sự thay đổi trong nhu cầu, thị hiếu của khách hàng, sự xuất hiện đối thủ cạnh tranh mới, vấn đề ô nhiễm môi trường, vấn đề về sự an toàn tại nơi làm việc, vấn đề an ninh, trộm cắp, văn hóa, vấn đề giám sát, thông tin bất cân xứng, làm gia tăng chi phí giao dịch làm gia tăng rủi ro phi hệ thống của công ty. Nếu lợi ích của đa dạng hóa ngành kinh doanh mang lại không đủ bù đắp những rủi ro tăng thêm sẽ làm gia tăng rủi ro phi hệ thống của công ty.

Các vấn đề, rủi ro phát sinh khi công ty đa dạng hóa ngành kinh doanh gồm: chi phí đại diện, khai thác quá mức nguồn lực công ty, gia tăng khả năng phân bổ vốn sai, gia tăng rủi ro xây dựng, rủi ro thanh khoản, rủi ro người lao động gian lận, rủi ro bảo trì, sự thay đổi trong nhu cầu, thị hiếu của khách hàng, sự xuất hiện đối thủ cạnh tranh mới, vấn đề quản lý, giám sát, thông tin bất cân xứng, chi phí giao dịch, vấn đề ô nhiễm môi trường, vấn đề về sự an toàn tại nơi làm việc, vấn đề an ninh, trộm cắp, xây dựng văn hóa công ty.

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

Giống như kỳ vọng thể hiện ở giả thuyết H4, tác giả phát hiện đa dạng hóa khu vực địa lý làm giảm rủi ro phi hệ thống. Kết quả nghiên cứu này phù hợp

với lý thuyết danh mục của Markowitz (1952), phù hợp với mặt tích cực của lý thuyết thị trường vốn nội bộ, lý thuyết phân bổ nguồn lực và kết quả nghiên cứu của Jafarinejad et al. (2018). Khi đa dạng hóa khu vực địa lý, công ty gánh chịu những rủi ro phát sinh giống như đa dạng hóa ngành kinh doanh nhưng lợi ích do đa dạng hóa khu vực địa lý mang lại lớn hơn so với lợi ích đa dạng hóa ngành kinh doanh như:

- Chính phủ có chính sách hỗ trợ cho các công ty đa dạng hóa khu vực địa lý, đầu tư ra nước ngoài. Các công ty trong nước đa dạng hóa ngành kinh doanh không nhận được sự hỗ trợ này.
- Thị trường tiêu thụ sản phẩm của các công ty đa dạng hóa khu vực địa lý lớn hơn so với các công ty đa dạng hóa ngành kinh doanh.
- 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.

Tác động của vừa đa dạng hóa ngành kinh doanh vừa đa dạng hóa khu vực địa lý đến rủi ro phi hệ thống

Công ty vừa đa dạng hóa ngành kinh doanh vừa đa dạng hóa khu vực địa lý công ty phải gánh chịu thêm những rủi ro như rủi ro xây dựng, rủi ro thanh khoản, rủi ro người lao động gian lận, rủi ro bảo trì, sự thay đổi trong nhu cầu, thị hiếu của khách hàng, sự xuất hiện đối thủ cạnh tranh mới, vấn đề quản lý, giám sát, thông tin bất cân xứng, chi phí giao dịch, vấn đề ô nhiễm môi trường, vấn đề về sự an toàn tại nơi làm việc, vấn đề an ninh, trộm cắp, xây dựng văn hóa công ty. Nhờ có đa dạng hóa khu vực địa lý công ty hưởng được các lợi ích của loại đa dạng hóa này nên tổng hợp lại tác động gia tăng rủi ro phi hệ thống của công ty vừa đa dạng hóa ngành kinh doanh vừa đa dạng hóa khu vực địa lý thấp hơn chỉ đa dạng hóa ngành kinh doanh.

4.3.4. Thảo luận sự tác động của đa dạng hóa đến tổng rủi ro công ty

Phù hợp với kỳ vọng (giả thuyết H7), kết quả nghiên cứu cho thấy đa dạng hóa khu vực địa lý tác động không rõ ràng lên tổng rủi ro công ty. Lý do vì đa

dạng hóa khu vực địa lý làm gia tăng rủi ro hệ thống nhưng lại có tác động làm giảm rủi ro phi hệ thống của công ty (tổng rủi ro công ty bằng rủi ro hệ thống cộng rủi ro phi hệ thống).

Không như kỳ vọng (giả thuyết H8), đa dạng hóa ngành kinh doanh làm gia tăng tổng rủi ro công ty. Nhưng kết quả nghiên cứu này phù hợp với các quả nghiên cứu trong mô hình 2 và mô hình 3, cho rằng đa dạng hóa ngành kinh doanh làm gia tăng rủi ro hệ thống và rủi ro phi hệ thống của công ty nên làm gia tăng tổng rủi ro công ty (tổng rủi ro công ty bằng rủi ro hệ thống cộng rủi ro phi hệ thống).

Các lý thuyết giải thích đa dạng hóa làm tăng rủi ro công ty.

Lý thuyết danh mục giải thích được đa dạng hóa công ty vì:

Đa dạng hóa công ty giúp giảm rủi ro phi hệ thống do đa dạng dòng tiền nhưng lợi ích này chưa cao đối với đa dạng hóa ngành kinh doanh.

Lợi ích của đa dạng dòng tiền trong lý thuyết danh mục lớn hơn đối với các công ty lựa chọn đa dạng hóa khu vực địa lý.

Lý thuyết chi phí đại diện cho rằng các nhà quản lý đa dạng hóa là vì lợi ích cá nhân hơn vì lợi ích của công ty. Khi đa dạng hóa ngành kinh doanh hay đa dạng hóa khu vực địa lý thì quy mô công ty sẽ lớn hơn nên công ty thuê mướn thêm nhiều quản lý bộ phận góp phần làm trầm trọng hơn vấn đề chi phí đại diện của công ty.

Lý thuyết thị trường vốn nội bộ: mặt trái của lý thuyết thị trường vốn nội bộ cho rằng các công ty phân bổ nguồn vốn nội bộ không đúng đến các ngành kinh doanh hay khu vực địa lý vì các hành vi tìm kiếm đặc quyền của các nhà quản lý, vận động hành lang hay khi có nhiều bộ phận kinh doanh, khu vực địa lý sẽ làm gia tăng khả năng phân bổ nguồn vốn không đúng.

Lý thuyết phân bổ nguồn lực: mặt trái của lý thuyết phân bổ nguồn lực cho rằng các công ty sử dụng nguồn lực không hiệu quả như nguồn lực của ngành

kinh doanh này, khu vực địa lý này mà sử dụng cho ngành kinh doanh khác, khu vực địa lý khác hay khai thác quá mức công suất của máy móc thiết bị.

4.3.5. Thảo luận sự tác động của các biện kiểm soát đến rủi ro công ty

Quy mô công ty: Không như kỳ vọng, quy mô công ty tác động cùng chiều lên rủi ro hệ thống, Vì rủi ro hệ thống ảnh hưởng đến hầu hết các công ty, những công ty có quy mô lớn sẽ bị ảnh hưởng nặng nề hơn khi gặp bất lợi có tính hệ thống so với những công ty có quy mô nhỏ hơn. Ngược lại, quy mô công ty tác động ngược chiều lên rủi ro phi hệ thống và tổng rủi ro công ty do hưởng lợi ích kinh tế nhờ quy mô.

Đòn bẩy tài chính: Nhờ mặt bằng lãi suất ổn định nên các công ty sử dụng đòn bẩy tài chính không ảnh hưởng đến rủi ro công ty.

Khả năng thanh khoản: Những công ty có khả năng thanh khoản tốt sẽ đáp ứng kịp thời những khoản nợ đến hạn của công ty vì thế sẽ giảm được rủi ro cho công ty.

Khả năng sinh lời: Những công ty có khả năng sinh lời cao, dòng tiền công ty ổn định, các công ty có khả năng sinh lời cao sẽ được sự đánh giá tích cực từ các nhà đầu tư nên làm giảm rủi ro hệ thống, rủi ro phi hệ thống và tổng rủi ro công ty.

Hiệu suất hoạt động: Các công ty có hiệu suất hoạt động cao sẽ ổn định nên làm giảm rủi ro hệ thống, rủi ro phi hệ thống và tổng rủi ro công ty.

Cơ cấu tài sản: Các công ty có tài sản cố định lớn sẽ bị ảnh hưởng nặng nề bởi rủi ro hệ thống nhưng mặt khác các công ty có thể khai thác tài sản cố định cho những ngành kinh doanh và khu vực địa lý khác sẽ giúp công ty linh hoạt hơn nên sẽ giảm rủi ro phi hệ thống và tổng rủi ro của công ty.

Cơ hội tăng trưởng: Những công ty được các nhà đầu tư đánh giá tốt, cơ hội tăng trưởng cao thường có tình hình tài chính lành mạnh, khả năng sinh lời và hiệu suất hoạt động cao nên giúp làm giảm rủi ro hệ thống của công ty.

Tỷ lệ Mill's nghịch đảo: Hệ số của tỷ lệ Mill's nghịch đảo là âm và có ý nghĩa thống kê ở mức 5% ở tất cả các mô hình, khẳng định tồn tại vấn đề sai lệch tự chọn và do đó phương pháp nghiên cứu theo quy trình hai bước của Heckman (1979) được dùng trong luận án là phù hợp (de Andrés et al., 2017).

CHƯƠNG 5: KẾT LUẬN VÀ NHỮNG KHUYẾN NGHỊ DÀNH CHO CÔNG TY VÀ NHÀ ĐẦU TƯ

5.1. Tóm tắt kết quả nghiên cứu của luận án

Đối với rủi ro hệ thống, luận án chứng minh đa dạng hóa ngành kinh doanh và đa dạng hóa khu vực địa lý làm gia tăng rủi ro hệ thống của công ty, gồm những rủi ro chính sau: thiên tai, dịch bệnh, rủi ro chính trị, rủi ro kinh tế, rủi ro tỷ giá, rủi ro lãi suất, rủi ro giá cả hàng hóa, rủi ro hoạt động, rủi ro về thuế.

Đối với rủi ro phi hệ thống, luận án chứng minh đa dạng hóa ngành kinh doanh làm gia tăng rủi ro phi hệ thống nhưng đa dạng hóa khu vực địa lý làm giảm rủi ro phi hệ thống của công ty, gồm những rủi ro chính sau: rủi ro xây dựng, rủi ro thanh khoản, rủi ro người lao động gian lận, rủi ro bảo trì, sự thay đổi trong nhu cầu, thị hiếu của khách hàng, sự xuất hiện đối thủ cạnh tranh mới, hàng hóa của công ty đã lỗi thời, sự hài lòng của khách hàng về hàng hóa và dịch vụ của công ty.

Đối với tổng rủi ro công ty, luận án cho thấy đa dạng hóa ngành kinh doanh làm gia tăng tổng rủi ro công ty trong khi đa dạng hóa khu vực địa lý tác động đến tổng rủi ro công ty không rõ ràng.

Cùng với lý thuyết chi phí đại diện, lý thuyết phân bổ nguồn lực, lý thuyết thị trường vốn nội bộ, có thể áp dụng lý thuyết danh mục của Markowitz (1952) để giải thích đa dạng hóa công ty.

Tồn tại vấn đề sai lệch tự chọn trong quyết định đa dạng hóa công ty. Ngoài phát hiện kết quả về sự tác động của đa dạng hóa đến rủi ro, luận án còn phát hiện những đặc điểm khác của công ty ảnh hưởng đến rủi ro công ty như sau:

Quy mô công ty có tác động cùng chiều lên rủi ro hệ thống nhưng lại tác động ngược chiều lên rủi ro phi hệ thống và tổng rủi ro của công ty.

Đòn bẩy tài chính không ảnh hưởng đến rủi ro hệ thống, rủi ro phi hệ thống và tổng rủi ro của công ty.

Khả năng thanh khoản không tác động đến rủi ro hệ thống nhưng tác động ngược chiều lên rủi ro phi hệ thống và tổng rủi ro của công ty.

Khả năng sinh lời tác động ngược chiều lên cả rủi ro hệ thống, rủi ro phi hệ thống và tổng rủi ro của công ty.

Hiệu suất hoạt động tác động ngược chiều lên cả rủi ro hệ thống, rủi ro phi hệ thống và tổng rủi ro của công ty.

Cơ cấu tài sản tác động cùng chiều lên rủi ro hệ thống nhưng tác động ngược chiều đến rủi ro phi hệ thống và tổng rủi ro của công ty.

Cơ hội tăng trưởng tác động ngược chiều lên rủi ro hệ thống nhưng không ảnh hưởng đến rủi ro phi hệ thống và tổng rủi ro của công ty.

5.2. Khuyến nghị

Trên cơ sở kết quả nghiên cứu được phát hiện, luận án đề xuất các khuyến nghị dành cho công ty và các nhà đầu tư như sau:

5.2.1. Những khuyến nghị dành cho công ty

Sau giai đoạn xây dựng và phát triển, công ty sẽ tiến tới giai đoạn trưởng thành, ở giai đoạn trưởng thành cơ hội tăng trưởng của công ty chững lại và bắt đầu giảm xuống. Do đó, để tồn tại và tiếp tục tăng trưởng, các công ty phải cân nhắc thực hiện quyết định đa dạng hóa. Để có thể đa dạng hóa thành công, công ty cần nhận diện và kiểm soát các rủi ro, vấn đề sau:

Thứ nhất, công ty có thể áp dụng lý thuyết danh mục để giải thích, biện minh cho quyết định đa dạng hóa công ty.

Thứ hai, cần quan tâm nhiều hơn đối với vấn đề chi phí đại diện trong công ty cổ phần.

Thứ ba, công ty cần hoàn chỉnh qui trình đánh giá dự án để ra quyết định đầu tư, minh bạch thông tin các dự án trong nội bộ công ty, có sự công bằng trong việc đánh giá dự án, nhà quản trị cấp cao cần nhận biết rõ ràng về khả năng sinh lời và rủi ro của các dự án, công tâm phân bổ nguồn vốn nội bộ đến các dự án tiềm năng cao.

Thứ tư, công ty thường xuyên đánh giá mức độ sử dụng nguồn lực trong công ty như xem xét đã 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 năm, 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.

Thứ sáu, công ty đa dạng hóa cần quan tâm đến vấn đề thiên tai, dịch bệnh

Thứ bảy, công ty đa dạng hóa cần quan tâm đến rủi ro chính trị

Thứ tám, công ty đa dạng hóa cần quan tâm đến rủi ro kinh tế

Thứ chín, công ty đa dạng hóa cần quan tâm đến rủi ro tỷ giá

Thứ mười, công ty đa dạng hóa cần quan tâm rủi ro lãi suất

Thứ mười một, công ty đa dạng hóa cần quan tâm rủi ro giá cả hàng hóa

Thứ mười hai, công ty đa dạng hóa cần quan tâm rủi ro hoạt động

Thứ mười ba, công ty đa dạng hóa cần quan tâm rủi ro về thuế

Thứ mười bốn, công ty đa dạng hóa cần quan tâm rủi ro xây dựng

Thứ mười lăm, công ty đa dạng hóa cần quan tâm rủi ro thanh khoản

Thứ mười sáu, công ty đa dạng hóa cần quan tâm rủi ro người lao động gian lận

Thứ mười bảy, công ty đa dạng hóa cần quan tâm rủi ro bảo trì

Thứ mười tám, công ty đa dạng hóa cần quan tâm đến vấn đề giám sát

Thứ mười chín, công ty cần quan tâm đến vấn đề thông tin bất cân xứng

Thứ hai mươi, khi xác định chi phí sử dụng vốn để hỗ trợ ra quyết định đầu tư vào các dự án ở khu vực địa lý mới (đa dạng hóa khu vực địa lý) hay các dự án mở rộng ngành kinh doanh (đa dạng hóa ngành kinh doanh), các công ty nên điều chỉnh mức rủi ro cao hơn theo đó chi phí sử dụng vốn sẽ cao hơn vì đa dạng hóa khu vực địa lý hay đa dạng hóa ngành kinh doanh sẽ đối mặt với nhiều rủi ro phát sinh.

5.2.2. Những khuyến nghị dành cho nhà đầu tư

Trên cơ sở kết quả nghiên cứu của luận án, tác giả đề xuất một số khuyến nghị dành cho nhà đầu tư như sau:

Thứ nhất, khi xác định tỷ suất sinh lời kỳ vọng để từ đó xác định giá cổ phiếu để hỗ trợ ra quyết định đầu tư theo mô hình định giá tài sản vốn CAPM và mô hình chiết khấu dòng tiền, các nhà đầu tư cần quan tâm đến chiến lược đa dạng hóa công ty đang áp dụng.

Thứ hai, việc đầu tư vào các công ty đã đa dạng hóa không có tác dụng đa dạng hóa gián tiếp danh mục đầu tư của mình vì rủi ro hệ thống của các công ty đa dạng hóa có xu hướng cao hơn so với rủi ro hệ thống của các công ty không đa dạng hóa.

Thứ ba, các nhà đầu tư cần xác định rõ khẩu vị rủi ro của mình. Nếu nhà đầu tư thuộc dạng chấp nhận rủi ro để tìm kiếm tỷ suất sinh lời cao nên đầu tư vào các công ty có mức độ đa dạng hóa cao, ngược lại nhà đầu tư nên đầu tư vào các công ty không đa dạng hóa.

Thứ tư, rủi ro phi hệ thống của các công ty có quy mô lớn thấp, tỷ suất sinh lời khi đầu tư vào các công ty có quy mô lớn có xu hướng ổn định hơn.

Thứ năm, mặc dù kết quả nghiên cứu không cho thấy sự ảnh hưởng có ý nghĩa thống kê của đòn bẩy tài chính đến rủi ro công ty nhưng các nhà đầu tư cũng cần quan tâm đến các công ty sử dụng nguồn vốn vay lớn trong cấu trúc vốn.

Thứ sáu, khi xem xét đầu tư vào các công ty có khả năng thanh khoản cao, nhà đầu tư không nên thay đổi mức rủi ro hệ thống đối với các công ty này vì kết

quả nghiên cứu cho thấy khả năng thanh khoản cao không ảnh hưởng đến rủi ro hệ thống của công ty. Tỷ suất sinh lời khi đầu tư vào các công ty có khả năng thanh khoản cao có xu hướng ổn định hơn nhờ tác động giảm rủi ro phi hệ thống của khả năng thanh khoản.

Thứ bảy, các nhà đầu tư nên đầu tư vào các công ty có khả năng sinh lời cao và hiệu suất hoạt động tốt.

Thứ tám, khi đầu tư vào các công ty có tài sản cố định chiếm tỷ trọng lớn trong tổng tài sản, các nhà đầu tư cần phải đánh giá tình hình, dự báo về sự biến động của các yếu tố vĩ mô để đưa ra quyết định đầu tư cho phù hợp.

Thứ chín, đối với các công ty có cơ hội tăng trưởng cao thì rủi ro hệ thống công ty sẽ lớn. Vì vậy, các nhà đầu tư nên căn cứ vào khẩu vị rủi ro để ra quyết định cho phù hợp. Nếu nhà đầu tư nào muốn đạt được tỷ suất sinh lời lớn và chấp nhận rủi ro cao nên đầu tư vào các công ty có cơ hội tăng trưởng lớn.

5.3. Hạn chế của luận án và hướng nghiên cứu tiếp theo

Luận án đề xuất nghiên cứu mối quan hệ phi tuyến giữa đa dạng hóa khu vực địa lý, đa dạng hóa ngành kinh doanh và rủi ro hệ thống, rủi ro phi hệ thống và tổng rủi ro của công ty ở những nghiên cứu tiếp theo.

Luận án đề xuất các nghiên cứu tiếp theo sử dụng các mô hình 3 nhân tố Fama-French, mô hình 4 nhân tố Carhart để ước lượng rủi ro khi nghiên cứu về chủ đề tác động của đa dạng hóa đến rủi ro công ty ở thị trường Việt Nam.

Mặc dù mẫu nghiên cứu gồm 281 công ty trên mức yêu cầu tối thiểu với sai số $\pm 5\%$ nhưng vẫn còn hơi ít. Các nghiên cứu sau cùng chủ đề nên tăng số lượng công ty trong mẫu nghiên cứu.

Các nghiên cứu sau nên sử dụng những phương pháp ước lượng có khắc phục vấn đề sai lệch tự chọn để nghiên cứu về chủ đề đa dạng hóa công ty.

DANH MỤC CÔNG TRÌNH CỦA TÁC GIẢ

1. Lê Trương Niệm, 2021. Ứng dụng lý thuyết danh mục giải thích đa dạng hóa công ty tại Việt Nam. *Tạp chí Quản lý và Kinh tế Quốc tế*, số 137, 38-57.
2. Nguyễn Thị Uyên Uyên và Lê Trương Niệm, 2021. The Impact of Diversification on Idiosyncratic Risk of Listed Companies on Vietnam Stock Market. *Journal of Trade Science*, Volume 9, Number 2, 83-96.
3. Lê Trương Niệm và Bùi Hữu Phước, 2020. Tác động của đa dạng hóa đến rủi ro hệ thống của các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam. *Tạp chí Quản lý và Kinh tế Quốc tế*, số 133, 99-116.
4. Bui Huu Phuoc and Le Truong Niem, 2020. The relation between industrial diversification and firm risk: empirical evidence from vietnam. *Proceedings the second international conference on the finance – accounting for promoting sustainable development in private sector* - ISBN: 978-604-79-2601-5, pp 758-769.
5. Lê Trương Niệm và Trần Thị Phương Thu, 2020. Tác động của đa dạng hóa quốc tế đến rủi ro thị trường của các công ty niêm yết trên Sở Giao Dịch Chứng Khoán TP.HCM. *Kỷ yếu hội thảo khoa học thành phố ERS 2020* - ISBN: 978-604-79-2396-0, trang 438-444.
6. Lê Trương Niệm và Đinh Thành Cung, 2019. Rủi ro tài chính từ việc mở rộng đầu tư tại các công ty niêm yết trên HOSE. *Tạp chí Tài chính*, Kỳ 2, tháng 10/2019, trang 67 – 69.