

Đa dạng hóa và giá trị doanh nghiệp trong giai đoạn khủng hoảng tài chính tại Việt Nam

Nguyễn Kim Đức^{1,*}, Nguyễn Thị Hồng Nhung¹, Trần Vũ Quỳnh Như²

¹Trường Đại học Kinh tế Thành phố Hồ Chí Minh,

1A Hoàng Diệu, Phường 10, Quận Phú Nhuận, Thành phố Hồ Chí Minh, Việt Nam

²Công ty TNHH Giáo dục Sao Bắc Đẩu, 61/22/11 Trung Mỹ Tây 17, Phường Trung Mỹ Tây,
Quận 12, Thành phố Hồ Chí Minh, Việt Nam

Nhận ngày 5 tháng 10 năm 2017

Chỉnh sửa ngày 25 tháng 10 năm 2017; Chấp nhận đăng ngày 15 tháng 11 năm 2017

Tóm tắt: Nghiên cứu xem xét mối quan hệ giữa đa dạng hóa và giá trị doanh nghiệp trong giai đoạn khủng hoảng tài chính tại Việt Nam. Mẫu nghiên cứu gồm 42 công ty phi tài chính niêm yết trên sàn HOSE giai đoạn quý I/2008 đến quý IV/2011. Tác giả sử dụng hai phương pháp ước lượng hồi quy cho dữ liệu bảng: (1) Hồi quy theo phương pháp Pooled OLS; và (2) Mô hình hiệu ứng ngẫu nhiên (Random Effect Model - REM). Kết quả nghiên cứu cho thấy: (1) Tồn tại mối quan hệ giữa đa dạng hóa và giá trị doanh nghiệp, tuy nhiên việc đa dạng hóa chỉ nên dừng lại ở ngành hoặc quốc gia chứ không nên tiến hành đa dạng hóa cả hai; (2) Cuộc khủng hoảng tài chính không chi phối mối quan hệ giữa đa dạng hóa và giá trị doanh nghiệp, nói cách khác, dù có hay không xảy ra khủng hoảng tài chính thì việc thực hiện đa dạng hóa sẽ góp phần gia tăng giá trị cho các doanh nghiệp tại Việt Nam. Kết quả nghiên cứu này giúp các doanh nghiệp Việt Nam có cơ sở để đưa ra các quyết định liên quan đến vấn đề đa dạng hóa.

Từ khóa: Đa dạng hóa, giá trị doanh nghiệp, khủng hoảng tài chính.

1. Giới thiệu

Trên góc độ tài chính chuẩn tắc, tối đa hóa giá trị tài sản cho cổ đông luôn là mục tiêu được các doanh nghiệp hướng đến. Chính vì vậy, vấn đề gia tăng giá trị doanh nghiệp không chỉ thu hút các học giả nghiên cứu mà còn nhận được sự quan tâm từ các nhà điều hành công ty. Vấn đề này càng quan trọng hơn trong bối cảnh các quốc gia trải qua cuộc khủng hoảng tài chính thế giới và suy giảm kinh tế toàn cầu năm 2007-2008. Tại Việt Nam, xu hướng đa dạng hóa ngành (lĩnh vực kinh doanh) và đa dạng hóa

phạm vi (quốc gia) ngày càng phổ biến. Với quan điểm “Đừng để tất cả trứng vào một giỏ” của Pindyck và Rubinfeld (2014) [1] thì đây là một tín hiệu tốt, góp phần gia tăng giá trị doanh nghiệp và lợi ích cho cổ đông [2].

Tuy nhiên, kết quả nghiên cứu của Berger và Ofek (1995) lại cho thấy giá trị các doanh nghiệp đa ngành ở Mỹ đã giảm 13-15% so với các doanh nghiệp đơn ngành [3]. Kết quả này cũng phù hợp với thực tiễn tại Việt Nam gần đây khi nhiều doanh nghiệp rơi vào tình trạng kiệt quệ do lợi nhuận từ hoạt động chính không thể bù đắp mức thua lỗ do kinh doanh trái ngành gây ra. Đáng lưu ý, gần đây nhất, Volkov và Smith (2015) đã tìm thấy mối quan hệ phi tuyến giữa đa dạng hóa và giá trị doanh nghiệp [4]. Theo đó, mối quan hệ này có sự đổi chiều

*Tác giả liên hệ. ĐT.: 84-933038239.

Email: ducnk.tdg@gmail.com

<https://doi.org/10.25073/2588-1108/vnueab.4121>

trong từng giai đoạn trước, trong và sau khủng hoảng. Cụ thể, giá trị tương đối của các doanh nghiệp đa dạng hóa tăng lên đáng kể trong giai đoạn khủng hoảng nhưng sẽ giảm dần về mức cân bằng ban đầu trước khủng hoảng trong vòng 4 quý.

Với độ mở kinh tế cao, Việt Nam chịu nhiều ảnh hưởng từ cuộc khủng hoảng tài chính thế giới và suy giảm kinh tế toàn cầu với độ trễ ảnh hưởng tương đối ngắn. Vấn đề nghiên cứu đặt ra là đa dạng hóa có góp phần làm gia tăng giá trị doanh nghiệp và khủng hoảng có ảnh hưởng đến mối quan hệ giữa đa dạng hóa và giá trị doanh nghiệp hay không? Nghiên cứu này được thực hiện để trả lời các câu hỏi trên. Việc xem xét mối quan hệ giữa đa dạng hóa và giá trị doanh nghiệp trong giai đoạn khủng hoảng được xem là điểm mới của bài viết. Kết quả nghiên cứu sẽ giúp các doanh nghiệp Việt Nam có cơ sở để cân nhắc và đưa ra các quyết định liên quan đến việc đa dạng hóa, bao gồm cả đa dạng hóa ngành (lĩnh vực kinh doanh) và/hoặc đa dạng hóa phạm vi (quốc gia).

2. Cơ sở lý thuyết và phương pháp nghiên cứu

2.1. Cơ sở lý thuyết

2.1.1. Đa dạng hóa

Vấn đề đa dạng hóa từ lâu đã được các học giả quan tâm và tiến hành nghiên cứu. Sơ khai nhất, Ansoff (1957) cho rằng đa dạng hóa ở các doanh nghiệp được xác định dựa trên hai tiêu chí là sản phẩm (hay lĩnh vực kinh doanh) và thị trường [5]. Với lĩnh vực kinh doanh, đa dạng hóa được hiểu là cách thức công ty mở rộng lĩnh vực kinh doanh cốt lõi thông qua việc tiếp cận các thị trường sản phẩm khác [6-10]. Theo đó, dù lĩnh vực kinh doanh chính của công ty gặp khó khăn hay thuận lợi thì đa dạng hóa vẫn luôn được các nhà quản lý thực hiện nhằm cải thiện (hoặc gia tăng) tình hình hoạt động kinh doanh của mình [11, 12].

Bên cạnh đó, theo thời gian, dòng vốn di chuyển giữa các quốc gia ngày càng dễ dàng và nhanh chóng, nhất là trong bối cảnh toàn cầu

hóa, khi mà thế giới ngày càng trở nên “phẳng” hơn. Chính vì vậy, đa dạng hóa không chỉ dừng lại ở các lĩnh vực kinh doanh khác nhau mà còn ở các thị trường (quốc gia) khác nhau trong cùng một doanh nghiệp. Từ thực tế đó, các doanh nghiệp đa dạng hóa được phân thành 3 nhóm chính: (1) Doanh nghiệp đa dạng hóa ngành: doanh nghiệp chỉ hoạt động ở một quốc gia nhưng kinh doanh nhiều ngành, lĩnh vực khác nhau; (2) Doanh nghiệp đa dạng hóa quốc gia: doanh nghiệp hoạt động ở nhiều quốc gia khác nhau nhưng chỉ kinh doanh ở một lĩnh vực; và (3) Doanh nghiệp đa dạng hóa cả ngành và quốc gia: doanh nghiệp kinh doanh nhiều ngành, lĩnh vực khác nhau và hoạt động ở nhiều quốc gia [4].

2.1.2. Nền tảng khoa học giữa đa dạng hóa và giá trị doanh nghiệp

Đầu tiên, trong kinh tế học truyền thống, lợi thế kinh tế theo quy mô và lợi thế kinh tế theo phạm vi là hai cơ chế lý thuyết căn bản để giải thích cho việc vì sao doanh nghiệp nên đa dạng hóa.

Sau đó, lý thuyết đại diện được phát triển bởi Jensen và Meckling (1976) thường được sử dụng để giải thích các vấn đề liên quan đến quản trị công ty và đa dạng hóa. Theo Jensen và Meckling (1976), vấn đề đại diện sẽ xuất hiện khi một hoặc nhiều cá nhân (bên ủy nhiệm) thuê một hoặc nhiều cá nhân khác (bên đại diện) thực hiện một số công việc và chuyển quyền ra quyết định kinh tế cho bên đại diện [13]. Lý thuyết đại diện thể hiện mối quan hệ cơ bản giữa bên ủy nhiệm và bên đại diện trong mối quan hệ hợp tác nhưng mỗi bên lại hướng đến những mục tiêu không giống nhau [14]. Theo đó, nếu như cổ đông muốn doanh nghiệp hoạt động theo một quy mô tối ưu nhằm đem lại lợi ích lớn nhất cho chính họ, thì người quản lý lại muốn mở rộng quy mô một cách tối đa và luôn có động cơ để phát triển kinh doanh đa ngành nhằm mang lại cho họ những lợi ích riêng. Chính việc đa dạng hóa ồ ạt vì tư lợi của nhà quản lý đã khiến giá trị doanh nghiệp và lợi ích cổ đông giảm xuống. Hoechle, Schmid và Yermack (2012) còn cho rằng mức giảm giá trị của doanh nghiệp do vấn đề đại diện càng được

khuếch đại lên ở những doanh nghiệp có trình độ quản lý yếu kém [15]. Song song đó, theo Duchin và Sosyura (2013), các doanh nghiệp đa dạng hóa ngành và đa dạng hóa cả ngành và quốc gia sẽ gặp các vấn đề đại diện lớn hơn do có nhiều loại hình kinh doanh khác nhau hoặc do cơ cấu quản lý phức tạp, làm cho giá trị của các doanh nghiệp đa dạng hóa sẽ giảm đi đáng kể [16].

Bên cạnh lý thuyết đại diện, lý thuyết quản lý cũng được sử dụng để giải thích mối quan hệ giữa đa dạng hóa và giá trị doanh nghiệp. Ý tưởng của lý thuyết quản lý bắt đầu manh nha xuất hiện từ thập niên 1960 với các nghiên cứu của Herzberg, Mausner và Snyderman (1959), Etzioni (1975) [17, 18]. Những quan điểm luận về động lực của nhà quản lý để thay thế cho lý thuyết đại diện đã được cụ thể hóa thành lý thuyết quản lý [19-21] và được phát triển sau đó bởi Donaldson và Davis (1991) [22]. Lý thuyết quản lý cho rằng, nhà quản lý không bị tác động bởi những mục đích cá nhân, mà theo đó, họ có những động lực để đồng hành với mục tiêu của chủ sở hữu. Nói cách khác, lý thuyết này chú trọng đến vai trò của nhà quản lý vì bản thân họ là người kết hợp các mục tiêu giữa các bên [22]. Cách tiếp cận của lý thuyết quản lý là cơ sở để hình thành mối quan hệ giữa sự thành công của doanh nghiệp và sự hài lòng của cổ đông [23], góp phần giúp nhà quản lý vận hành doanh nghiệp hiệu quả [22]. Ngược lại với lý thuyết đại diện, lý thuyết quản lý cho rằng nhà quản lý luôn cân nhắc kỹ lưỡng mọi quyết định trước khi tiến hành đa dạng hóa nhằm gia tăng lợi ích và mở rộng quy mô của doanh nghiệp một cách tối ưu.

Cuối cùng, lý thuyết thị trường vốn hiệu quả cũng cho rằng các doanh nghiệp có khả năng phân phối hiệu quả nguồn vốn từ đơn vị kinh doanh này sang đơn vị kinh doanh khác. Chính vì vậy, nếu như chi phí tài trợ bên ngoài cao hơn so với nội bộ [24] thì thị trường vốn nội bộ sẽ là một động lực hấp dẫn để các doanh nghiệp tiến hành đa dạng hóa, nhất là ở các thị trường mới nổi [25].

2.1.3. Nghiên cứu thực nghiệm giữa đa dạng hóa và giá trị doanh nghiệp

Lewellen (1971) là người đầu tiên đưa ra quan điểm chủ đạo trong giới nghiên cứu học thuật khi cho rằng đa dạng hóa làm tăng giá trị doanh nghiệp và đem lại lợi ích cho cổ đông [2]. Theo đó, bằng cách dựa vào khả năng trợ cấp chéo cho các ngành của các doanh nghiệp đa dạng hóa nên họ được định giá cao hơn các doanh nghiệp đơn ngành. Ở những giai đoạn sau, các nghiên cứu thực nghiệm của Kuppaswamy và Villalonga (2010), Creal và cộng sự (2012) đều cho thấy có một phần bù nhỏ cho các doanh nghiệp đa quốc gia so với các doanh nghiệp đơn ngành trong nước, ngụ ý rằng giá trị các doanh nghiệp đa dạng hóa sẽ tăng ở một mức độ vừa phải [26, 27].

Tuy nhiên, khi nghiên cứu 3.659 công ty phi tài chính có tổng doanh thu tối thiểu 20 triệu USD giai đoạn 1986-1991 tại thị trường Mỹ, Berger và Ofek (1995) đã tìm thấy một kết quả thú vị. Theo đó, giá trị và hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp đa ngành bị giảm đi 13-15% so với doanh nghiệp đơn ngành [3]. Nguyên nhân được tìm thấy là do đầu tư quá mức đi kèm với trợ cấp chéo cho các ngành có hiệu quả kinh doanh kém, mặc dù lợi ích về thuế là yếu tố giúp hạn chế mức giảm giá trị doanh nghiệp đa ngành nhưng cũng chỉ bù đắp được một phần tổn thất. Trước đó, nghiên cứu của Lang và Stulz (1994) cũng cho thấy các doanh nghiệp đa dạng hóa có tỷ số Tobin's Q thấp hơn các doanh nghiệp đơn ngành [28]. Cụ thể hơn, Servaes (1996) cho thấy giá trị của các tập đoàn ở Nhật Bản giảm 10%, các doanh nghiệp đa dạng hóa ở Anh giảm 15% và tại thị trường mới nổi giảm khoảng 7% [29]. Các kết quả này cũng tương đồng với nghiên cứu thực nghiệm được thực hiện bởi Denis, Denis và Yoskowitz (2002) [30]. Tiếp đó, Campa và Kedia (2002) đã tiến hành nghiên cứu nhằm giải thích vì sao có sự giảm giá trị doanh nghiệp ở doanh nghiệp đa ngành [31]. Với dữ liệu nghiên cứu của 8.815 doanh nghiệp tại Mỹ giai đoạn 1978-1996, kết quả cho thấy các doanh nghiệp sẽ tiến hành đa dạng hóa khi cơ hội tăng trưởng trong lĩnh vực kinh doanh chính gặp khó khăn. Khi đó, đa dạng hóa

không làm cho giá trị doanh nghiệp giảm mà do giá trị doanh nghiệp giảm dẫn đến doanh nghiệp quyết định đa dạng hóa ngành.

Ngoài mối quan hệ tuyến tính, các nghiên cứu gần đây còn cho thấy giữa đa dạng hóa và giá trị doanh nghiệp (thông qua hiệu quả kinh doanh) tồn tại mối quan hệ phi tuyến. Palepu (1985) cho rằng đa dạng hóa sản phẩm (lĩnh vực kinh doanh) bao gồm đa dạng hóa liên quan (các sản phẩm trong một ngành kinh tế) và đa dạng hóa không liên quan (các sản phẩm thuộc các ngành kinh tế khác nhau) [32]. Trên nền tảng phân chia này, Santarelli và Tran (2015) cho rằng, khi đa dạng hóa tăng đến một mức độ vừa phải (đa dạng hóa liên quan), hiệu quả kinh doanh tăng lên nhờ khai thác sức mạnh tổng hợp của kinh tế phạm vi và quy mô nhưng nếu đa dạng hóa vượt quá mức độ này (đa dạng hóa không liên quan), hiệu quả kinh doanh sẽ giảm do các chi phí phát sinh từ sự phối hợp giữa các đơn vị kinh doanh và sự phức tạp trong việc quản lý một lượng lớn các lĩnh vực khác nhau [33]. Gần đây nhất, Volkov và Smith (2015) nghiên cứu mối tương quan giữa đa dạng hóa và giá trị doanh nghiệp trong các giai đoạn khủng hoảng kinh tế [4]. Hai tác giả đã thực hiện với 4.583 doanh nghiệp được niêm yết tại thị trường Mỹ giai đoạn 1999-2011 với tổng 113.888 quan sát theo quý. Kết quả cho thấy giá trị tương đối của các doanh nghiệp đa dạng hóa tăng lên đáng kể trong giai đoạn khủng hoảng. Nguyên nhân là do các doanh nghiệp này bị hạn chế về tài chính, vì vậy nguồn vốn nội bộ được phân bổ một cách hiệu quả hơn. Tuy nhiên, hiện tượng giá trị tương đối tăng lên chỉ là tạm thời và sẽ biến mất trong vòng 4 quý sau khủng hoảng.

2.2. Phương pháp nghiên cứu

2.2.1. Mô hình nghiên cứu

Mô hình nghiên cứu trong bài viết này được kế thừa từ nghiên cứu của Volkov và Smith (2015). Đầu tiên, nghiên cứu xem xét việc đa dạng hóa sẽ ảnh hưởng như thế nào đến giá trị doanh nghiệp. Nghiên cứu của Volkov và Smith (2015) cho rằng giá trị tương đối của các doanh nghiệp đa dạng hóa tăng lên đáng kể trong giai đoạn khủng hoảng. Tuy nhiên, hiện tượng giá trị tương đối tăng lên chỉ là tạm thời và giá trị này sẽ giảm dần về mức cân bằng ban đầu trước khủng hoảng trong vòng 4 quý. Vì vậy, chúng tôi bổ sung thêm biến Recession để chia mẫu tổng thể thành hai nhóm mẫu, trong và sau khủng hoảng:

$$EV_{it} = \beta_0 + \beta_{1-3} \text{Diversification}_{it} + \beta_{4-7} \text{CV}_{it} + e_{it} \quad (1)$$

Trong đó:

- EV: Biến giá trị doanh nghiệp, được đại diện bởi biến số giá trị vượt trội (Excess Value, EV);

- Diversification: Biến đa dạng hóa, được đại diện bởi ba biến giả (biến dummy): (i) Đa dạng hóa ngành, IND; (ii) Đa dạng hóa quốc gia, GLO; và (iii) Đa dạng hóa cả ngành và quốc gia, BOT;

- CV: Biến kiểm soát, được đại diện bởi bốn biến số: (i) Giá trị thị trường của tổng vốn, RMVTC; (ii) Nợ dài hạn trên tổng vốn, RLTDTC; (iii) EBIT trên doanh thu, RES; (iv) Hệ số Tobin's Q, RQ.

Việc đo lường các biến số được trình bày tóm tắt trong Bảng 1.

Bảng 1. Mô tả biến nghiên cứu và cách đo lường

Nhân tố	Biến đại diện	Diễn giải	Cách đo lường
Giá trị doanh nghiệp	EV	Giá trị vượt trội	$EV = \ln \frac{\text{Giá trị doanh nghiệp thực tế}}{\text{Giá trị doanh nghiệp kỳ vọng}}$
	IND	Đa dạng hóa ngành	1: Nếu doanh nghiệp chỉ đa dạng hóa ngành (Industrially)
Đa dạng hoá	GLO	Đa dạng hóa quốc gia	1: Nếu doanh nghiệp chỉ đa dạng hóa quốc gia (Globally)
	BOT	Đa dạng hóa ngành và quốc gia	1: Nếu doanh nghiệp đa dạng hóa cả ngành và quốc gia (Both)

Khủng hoảng	REC	Giá trị doanh nghiệp trong giai đoạn khủng hoảng	1: Nếu quan sát rơi vào giai đoạn khủng hoảng, từ quý I năm 2008 đến quý IV năm 2010.
	RMVTC	Giá trị thị trường của tổng vốn	$RMVTC = \text{Nợ phải trả} + \text{Giá trị thị trường của vốn cổ phần}$
Kiểm soát	RLTDTC	Nợ dài hạn trên tổng vốn	$RLTDTC = \text{Nợ dài hạn} / \text{Tổng nguồn vốn}$
	RES	EBIT trên doanh thu	$RES = \text{EBIT} / \text{Doanh thu thuần}$
	RQ	Hệ số Tobin's Q	$\text{Tobin's } Q = (\text{Nợ phải trả} + \text{Giá trị thị trường vốn chủ sở hữu}) / \text{Tổng tài sản}$

Nguồn: Volkov và Smith (2015) [4].

2.2.2. Phương pháp ước lượng

Trong mô hình hồi quy có dữ liệu dạng bảng, có 3 phương pháp được sử dụng phổ biến: (1) Mô hình hồi quy gộp (Pooled OLS); (2) Mô hình ảnh hưởng cố định (FEM); và (3) Mô hình ảnh hưởng ngẫu nhiên (REM). Nghiên cứu này có sử dụng biến giả trong mô hình ảnh hưởng cố định về loại hình đa dạng hóa (gồm: đa dạng hóa ngành, Ind; đa dạng hóa quốc gia, Glo; và đa dạng hóa cả ngành và quốc gia, Bot). Dữ liệu thu thập trong giai đoạn nghiên cứu 2008-2011 cho thấy không có sự thay đổi theo thời gian ở mỗi công ty. Vì vậy, mô hình nghiên cứu được thực hiện theo Pooled OLS và REM. Kiểm định LM được sử dụng để lựa chọn phương pháp ước lượng phù hợp.

2.3. Dữ liệu nghiên cứu

Mẫu dữ liệu gồm 42 công ty phi tài chính niêm yết trên HOSE giai đoạn 2008-2011. Mô hình nghiên cứu gồm 1 biến phụ thuộc, 3 biến giải thích và 4 biến kiểm soát. Mỗi biến khác nhau sử dụng các dữ liệu khác nhau để tính toán.

Về nguồn dữ liệu, căn cứ vào nội dung và cách đo lường từng tiêu chí của các học giả trước đây, dữ liệu sử dụng trong nghiên cứu này được chúng tôi thu thập từ các nguồn: báo cáo tài chính, báo cáo thường niên, báo cáo ngành và website của các công ty trong mẫu nghiên cứu.

Về thời gian thu thập dữ liệu, mặc dù khủng hoảng tài chính thế giới bắt đầu xảy ra vào năm 2007 nhưng tác động của nó đến nền kinh tế Việt Nam có một độ trễ nhất định. Đồng thời, năm 2010 là năm được các chuyên gia đánh giá Việt Nam đã có nhiều dấu hiệu khởi sắc. Nghiên cứu của Volkov và Smith (2015) cho thấy giá trị doanh nghiệp sẽ quay trở lại giá trị ban đầu trong vòng 4 quý sau khủng hoảng [4]. Do đó, dữ liệu trong nghiên cứu này được thu thập từ quý I/2008 đến quý IV/2011. Nghiên cứu loại trừ những công ty không có dữ liệu đầy đủ trong giai đoạn nghiên cứu. Do vậy, dữ liệu của nghiên cứu này là dữ liệu bảng cân bằng với trục không gian là 42 công ty thuộc 05 nhóm ngành và trục thời gian là 16 quý liên tiếp từ quý I/2008 đến quý IV/2011, bao gồm 672 quan sát.

3. Kết quả và thảo luận

3.1. Kết quả nghiên cứu

Đầu tiên, Bảng 2 trình bày các chỉ tiêu thống kê mô tả phổ biến. Sau đó, bảng 3 thể hiện ma trận tương quan giữa các biến số. Trong đó, không có tương quan nào giữa hai biến độc lập vượt 0,8 cho thấy không có vấn đề đa cộng tuyến nghiêm trọng xuất hiện trong mô hình.

Bảng 2. Thống kê mô tả các biến trong mô hình nghiên cứu

Chi tiêu	Số quan sát	Giá trị trung bình	Độ lệch chuẩn	Giá trị nhỏ nhất	Giá trị lớn nhất
EV	672	-0,511	1,234	-2,909	3,665
IND	672	0,238	0,426	0	1
GLO	672	0,024	0,153	0	1
BOT	672	0,071	0,258	0	1
REC	672	0,750	0,433	0	1
RMVTC	672	25,922	59,619	0,546	527,445
RLTDTC	672	0,078	0,186	-0,001	3,799
RES	672	0,123	0,181	-1,664	1,323
RQ	672	1,221	0,726	0,373	11,399

Nguồn: Kết quả tính toán từ dữ liệu do tác giả thu thập.

Bảng 3. Ma trận hệ số tương quan

	(01)	(02)	(03)	(04)	(05)	(06)	(07)	(08)	(09)
(01) EV	1,000								
(02) IND	0,562	1,000							
(03) GLO	0,427	-0,087	1,000						
(04) BOT	0,021	-0,155	-0,043	1,000					
(05) REC	0,042	-0,000	-0,000	0,000	1,000				
(06) RMVTC	0,738	0,176	0,716	0,148	-0,037	1,000			
(07) RLTDTC	0,304	0,193	-0,047	-0,014	-0,025	0,191	1,000		
(08) RES	0,190	0,170	0,095	-0,095	-0,022	0,131	0,027	1,000	
(09) RQ	0,460	0,157	0,424	-0,020	0,151	0,499	0,413	0,236	1,000

Nguồn: Kết quả tính toán từ dữ liệu do tác giả thu thập.

Bảng 4 (cột 1) trình bày kết quả hồi quy với Pooled OLS và REM cho toàn bộ mẫu nghiên cứu. Kết quả nghiên cứu của cột (1) cho biết đa dạng hóa có tác động như thế nào đến giá trị doanh nghiệp. Sau đó, để xem xét khủng hoảng có ảnh hưởng như thế nào đến mối quan hệ này,

nghiên cứu chia mẫu tổng thể thành các nhóm mẫu, bao gồm nhóm trong khủng hoảng (từ quý I/2008 đến IV/2010) và nhóm sau khủng hoảng (từ quý I/2011 đến IV/2011). Kết quả nghiên cứu của mỗi nhóm được trình bày trong cột (2) và cột (3) của Bảng 4.

Bảng 4. Kết quả hồi quy với quy mô toàn bộ mẫu nghiên cứu và từng nhóm mẫu

Biến giải thích	Mô hình với mẫu toàn bộ (1)		Mô hình với mẫu trong giai đoạn khủng hoảng (2)		Mô hình với mẫu sau giai đoạn khủng hoảng (3)	
	Pooled OLS	REM	Pooled OLS	REM	Pooled OLS	REM
IND	1,233*** (0,063)	1,658*** (0,203)	0,129*** (0,068)	1,564*** (0,194)	1,233*** (0,132)	1,696*** (0,260)
GLO	0,038 (0,263)	2,674*** (0,588)	0,151 (0,263)	2,619*** (0,573)	-1,592** (0,776)	2,317*** (0,866)
BOT	-0,002 (0,101)	0,470 (0,334)	-0,086 (0,108)	0,387 (0,317)	0,041 (0,213)	0,556 (0,425)
RMVTC	0,013*** (0,001)	0,004*** (0,001)	0,014*** (0,001)	0,004*** (0,001)	0,014*** (0,001)	0,005*** (0,001)
RLTDTC	0,575*** (0,152)	-0,168 (0,114)	1,472*** (0,225)	0,755*** (0,261)	0,444 (0,360)	0,060 (0,324)

RES	0,163 (0,139)	-0,093 (0,083)	-0,057 (0,147)	-0,130 (0,090)	0,654** (0,311)	-0,1289 (0,177)
RQ	0,067 (0,043)	0,110*** (0,031)	0,181*** (0,051)	0,108*** (0,038)	-0,080 (0,124)	-0,014 (0,107)
Số quan sát	672	672	504	504	168	168
Số công ty	42	42	42	42	42	42
R ²	0,750	0,648	0,779	0,690	0,768	0,680
Thống kê F	283,96***		249,33***		75,71***	
Wald (χ^2)		173,36***		178,11***		105,35***
LM (χ^2)		2026,6***		1063,8***		193,4***

Ghi chú: Bảng 4 trình bày kết quả hồi quy cho mẫu toàn bộ (cột 1) và từng nhóm mẫu (cột 2 và 3). Kiểm định LM được sử dụng để lựa chọn mô hình hồi quy phù hợp. Sai số chuẩn được thể hiện trong dấu (.). Ký hiệu ***, **, * lần lượt thể hiện cho mức ý nghĩa thống kê 1%, 5%, 10%.

Nguồn: Kết quả tính toán từ dữ liệu do tác giả thu thập.

3.2. Thảo luận kết quả nghiên cứu

Kết quả LM Test trong Bảng 4 cho thấy REM được lựa chọn cho cả mẫu toàn bộ và cho từng nhóm mẫu. Vì vậy, nghiên cứu sử dụng mô hình REM để thảo luận kết quả đạt được. Kết quả từ cột (1) cho thấy đa dạng hóa ngành hoặc đa dạng hóa quốc gia có tương quan dương với giá trị doanh nghiệp, ở mức ý nghĩa 1%. Đồng thời không tồn tại mối quan hệ có ý nghĩa thống kê giữa việc đa dạng hóa cả ngành và quốc gia với giá trị doanh nghiệp. Kết quả này gần như tương đồng với nghiên cứu của Lewellen (1971), Kuppaswamy và Villalonga (2010), và Creal và cộng sự (2012) [2, 26, 27]. Lý do của việc đa dạng hóa cả ngành và quốc gia không có quan hệ có ý nghĩa thống kê với giá trị doanh nghiệp đến từ dữ liệu trong mẫu nghiên cứu. Theo đó, nếu như các công ty trong mẫu nghiên cứu chỉ đa dạng hóa các ngành thuộc chuỗi giá trị hoặc chuỗi cung ứng của ngành nghề kinh doanh chính thì các công ty đa dạng hóa cả ngành và quốc gia trong mẫu nghiên cứu lại đến từ đầu tư trái ngành.

Bên cạnh đó, Volkov và Smith (2015) phát hiện ra rằng, mặc dù khi đa dạng hóa sẽ góp phần làm giá trị tương đối tăng lên, nhưng việc tăng này chỉ là tạm thời và sẽ biến mất trong vòng 4 quý sau khủng hoảng [4]. Vì vậy, nghiên cứu tiến hành xem xét trên hai nhóm mẫu, một nhóm trong và một nhóm sau giai đoạn khủng hoảng. Kết quả ứng với hai nhóm mẫu được trình bày ở cột (2) và cột (3) của

Bảng 4. Kết quả cho thấy những kết luận trước đây của chúng tôi gần như không thay đổi. Theo đó, dù ở giai đoạn trong hay sau khủng hoảng, đa dạng hóa ngành hoặc quốc gia đều góp phần làm tăng giá trị doanh nghiệp. Đồng thời, mối tương quan giữa đa dạng hóa cả ngành và quốc gia với giá trị doanh nghiệp không có ý nghĩa thống kê. Như vậy, chúng tôi nhận thấy rằng khủng hoảng tài chính gần như không ảnh hưởng đến mối quan hệ giữa đa dạng hóa và giá trị doanh nghiệp tại Việt Nam.

4. Kết luận và gợi ý chính sách

4.1. Kết luận

Nghiên cứu phân tích mối quan hệ giữa đa dạng hóa và giá trị doanh nghiệp trong giai đoạn khủng hoảng tài chính với mẫu nghiên cứu là 42 công ty phi tài chính niêm yết trên HOSE giai đoạn 2008-2011. Kết quả cho thấy tồn tại mối quan hệ có ý nghĩa thống kê ở mức 1% giữa đa dạng hóa và giá trị doanh nghiệp. Tuy nhiên, việc đa dạng hóa chỉ nên dừng lại ở ngành hoặc quốc gia chứ không nên tiến hành đa dạng hóa cả hai. Kết quả thứ hai của nghiên cứu này cho thấy không tồn tại vai trò của khủng hoảng tài chính trong mối quan hệ giữa đa dạng hóa và giá trị doanh nghiệp. Kết quả chung nhất của nghiên cứu này gần như ủng hộ quan điểm của Lewellen (1971), Kuppaswamy và Villalonga (2010), Creal và cộng sự (2012) [2, 26, 27]. Tuy nhiên, hạn chế lớn nhất của

nghiên cứu là chưa chỉ ra việc đa dạng hóa ngành là đa dạng hóa theo chuỗi giá trị, chuỗi cung ứng với ngành nghề chính của doanh nghiệp hay đa dạng hóa trái ngành. Hạn chế này cũng là gợi ý hướng nghiên cứu tiếp theo trong thời gian tới.

4.2. Gợi ý chính sách

Với cơ quan quản lý nhà nước: Hàm ý chung từ chính sách này về phía cơ quan quản lý nhà nước là cần ban hành các chính sách phù hợp, tạo thuận lợi để các doanh nghiệp tiến hành đa dạng hóa. Tuy nhiên, tháng 7/2016, Thủ tướng Nguyễn Xuân Phúc đã xác định mục tiêu xây dựng Chính phủ mới trong nhiệm kỳ của Thủ tướng là “Chính phủ kiến tạo phát triển, liêm chính, hành động quyết liệt, phục vụ nhân dân”. Liên quan đến vấn đề nghiên cứu, ngày 01/9/2016, Chính phủ đã ban hành Nghị định số 123/2016/NĐ-CP quy định chức năng, nhiệm vụ, quyền hạn và cơ cấu tổ chức của Bộ, cơ quan ngang Bộ. Nếu như Nghị định số 36/2012/NĐ-CP trước đây chỉ quy định chung là “thực hiện chức năng quản lý nhà nước đối với ngành, lĩnh vực” thì Điều 2 của Nghị định số 123/2016/NĐ-CP đã xác định rõ hơn vị trí, chức năng của Bộ, theo đó, một Bộ có thể “quản lý nhà nước về một hoặc một số ngành, lĩnh vực”. Đối với đa dạng hóa ngành, doanh nghiệp sẽ hoạt động ở nhiều ngành nghề khác nhau, có thể gần hoặc trái ngược với ngành nghề kinh doanh chính, trong khi mỗi Bộ chỉ phụ trách một ngành nhất định. Như vậy, nghiên cứu này mang một hàm ý cụ thể hơn rằng cần có sự tham gia phối hợp của các Bộ và cơ quan ngang Bộ có liên quan, trong đó Bộ Kế hoạch và Đầu tư nắm vai trò chủ đạo then chốt trong việc cấp phép hoạt động. Các Bộ và cơ quan ngang Bộ có liên quan sẽ đóng vai trò hỗ trợ, đặc biệt là khi doanh nghiệp muốn mở rộng các ngành nghề thuộc lĩnh vực kinh doanh có điều kiện (ví dụ như chức năng cung cấp dịch vụ thẩm định giá tài sản cần có sự tham gia của Bộ Tài chính). Với đa dạng hóa quốc gia, vai trò chủ đạo sẽ thuộc về Bộ Ngoại giao (trong việc phát triển quan hệ hợp tác giữa Việt Nam

và các quốc gia) và Bộ liên quan trực tiếp đến ngành nghề hoạt động của doanh nghiệp (trong việc hỗ trợ doanh nghiệp đáp ứng được các tiêu chuẩn kỹ thuật về sản phẩm, hàng hóa ở nước sở tại). Tuy nhiên, cần lưu ý rằng, đa dạng hóa cũng có mặt tích cực và tiêu cực. Nếu không có sự quản lý chặt chẽ, tình trạng thâm tóm doanh nghiệp và chi phối thị trường sẽ là một hậu quả tất yếu.

Với doanh nghiệp: Kết quả nghiên cứu hàm ý rằng doanh nghiệp nên tiến hành kinh doanh ở nhiều lĩnh vực khác nhau hoặc hoạt động ở nhiều phạm vi thuộc cấp độ quốc gia. Điều này sẽ mang đến lợi ích cho doanh nghiệp. Tuy nhiên, nghiên cứu không thể chỉ ra cụ thể là doanh nghiệp nên đa dạng hóa ngành như thế nào, đa dạng hóa phạm vi ở mức độ ra sao vì mỗi doanh nghiệp là một thực thể có những đặc điểm hoàn toàn khác nhau. Chính vì vậy, mỗi doanh nghiệp cần căn cứ vào (i) đặc điểm công ty, (ii) ngành nghề cụ thể, và (iii) tiềm lực tài chính của mình để quyết định nên tiến hành đa dạng hóa ngành hay đa dạng hóa quốc gia cũng như mức độ của các loại hình đa dạng hóa này.

Với thẩm định viên về giá: Việc xem xét các yếu tố tác động đến giá trị doanh nghiệp là một bước bắt buộc trong toàn bộ quy trình thẩm định giá. Trên thế giới và tại Việt Nam, hoạt động thẩm định giá doanh nghiệp có ba cách tiếp cận, trong đó cách tiếp cận từ thu nhập và cách tiếp cận từ tài sản vẫn là cách được ưu tiên sử dụng [34]. Cách tiếp cận từ thu nhập đòi hỏi thẩm định viên phải ước tính rất nhiều tham số và mỗi tham số lại có nhiều quan điểm tính toán khác nhau. Việc xem xét vấn đề đa dạng hóa giúp thẩm định viên có thêm cơ sở để đưa ra lập luận lựa chọn các quan điểm một cách hợp lý. Với cách tiếp cận từ tài sản, động tác này cũng giúp thẩm định viên đưa ra các xét đoán nghề nghiệp phù hợp trong giai đoạn rà soát tài chính tiền thẩm định, kiểm kê hàng tồn kho và các khoản mục có tính chất thu chi.

Tài liệu tham khảo

- [1] Pindyck, R. S., Rubinfeld, D. L., Microeconomics, 8th edition, New York, Pearson, 2014.

- [2] Lewellen, W. G., "A pure financial rationale for the conglomerate merger", *The Journal of Finance*, 26 (1971) 2, 521-537.
- [3] Berger, P. G., Ofek, E., "Diversification's effect on firm value", *Journal of Financial Economics*, 37 (1995), 39-65.
- [4] Volkov, N., Smith, G. C. C., "Corporate Diversification and Firm Value During Economic Downturns", *Quarterly Review of Economics and Finance*, 55 (2015), 160-175.
- [5] Ansoff, H. I., "Strategies for Diversification", *Harvard Business Review*, 35 (1957), 5, 112-124.
- [6] Chandler, A., "The Structure of American Industry in the Twentieth Century: A Historical Overview", *Business History Review*, 43(1969) 3, 255-298.
- [7] Berry, C. H., *Corporate Growth and Diversification*, Princeton NJ: Princeton University Press, 1975.
- [8] Andrews, K. R., *The Concept of Corporate Strategy*, Homewood, IL: Richard D. Irwin, 1980.
- [9] Gluck, F. "A Fresh Look at Strategic Management", *The Journal of Business Strategy*, 23 (1985).
- [10] Aaker, D. A., *Developing Business Strategies*, 6th edition, New York, JohnWiley & Sons, 2001.
- [11] Rumelt, R. P., *Strategy, structure, and economic performance*, 1974.
- [12] Teece, D. J., "Economies of scope and the scope of the enterprise", *Journal of Economic Behavior and Organization*, 1 (1980) 3, 223-247.
- [13] Jensen, M., and Meckling, W., "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure.", *Journal of Financial Economics*, 3 (1976) 4.
- [14] Eisenhardt, K. M., "Agency theory: An assessment and review", *Academy of Management Review*, 14 (1989) 1, 57-74.
- [15] Hoechle, D., Schmid, M., Walter, I., Yermack, D., "How much of the diversification discount can be explained by poor corporate governance?", *Journal of Financial Economics*, 103 (2012) 1, 41-60.
- [16] Duchin, R., Sosyura, D., "Divisional managers and internal capital markets", *The Journal of Finance*, 68 (2013) 2, 387-429.
- [17] Herzberg, F., Mausner, B., Snyderman, B., *The Motivation to Work*, New York: John Wiley, 1959.
- [18] Etzioni, A., *A Comparative Analysis of Complex Organizations*, New York: The Free Press, Revised and Enlarged Edition, 1975.
- [19] Donaldson, L., "A rational basis for criticisms of organizational economics: S reply to Barney", *Academy of Management Review*, 15 (1990) 3, 394-401.
- [20] Donaldson, L., "The ethereal hand: Organizational economics and management theory", *Academy of Management Review*, 15 (1990) 3, 369-381.
- [21] Barney, J. B., "The debate between traditional management theory and organizational economics: substantive differences or intergroup conflict?", *Academy of Management Review*, 15 (1990) 3, 382-393.
- [22] Donaldson, L., Davis, J. H., "Stewardship Theory or Agency Theory: CEO Governance and Shareholder Returns", *Australian Journal of Management*, 16 (1990) 1, 49-64.
- [23] Davis, J. H., Schoorman, F. D., Donaldson, L., "The Distinctiveness of Agency Theory and Stewardship Theory", *The Academy of Management Review*, 22 (1997) 3, 611-613.
- [24] Matsusaka, J.G., Nanda, V., "Internal capital markets and corporate refocusing", *Journal of Financial Intermediation*, 11 (2002) 2, 176-211.
- [25] Lins, K.V., Servaes, H., "Is corporate diversification beneficial in merging markets?", *Financial Management*, 31 (2002) 2, 5-31.
- [26] Kuppuswamy, V., Villalonga, B., "Does diversification create value in the presence of external financing constraints? Evidence from the 2007-2009 financial crisis", Working Paper, 2010.
- [27] Creal, D. D., Robinson, L. A., Rogers, J. L., Zechman, S. L. C., "The multinational advantage" (Workingpaper), 2012.
- [28] Lang, L. H. P., Stulz, R. M., "Tobin's q, corporate diversification, and firm performance", *Journal of Political Economy*, 102 (1994) 6, 1248-1280.
- [29] Servaes, H., "The value of diversification during the conglomerate merger wave", *The Journal of Finance*, 51 (1996) 4, 1201-1225.
- [30] Denis, D. J., Denis, D. K., Yost, K., "Global diversification, industrial diversification, and firm value", *The Journal of Finance*, 57 (2002) 5, 1951-1979.
- [31] Campa, J. M., Kedia, S., "Explaining the diversification discount", *The Journal of Finance*, LVII (2002) 4, 1731-1762.
- [32] Palepu, K., "Diversification Strategy, Profit Performance and the Entropy Measure", *Strategic Management Journal*, 6 (1985), 239-255.
- [33] Santarelli, E. Tran, H.T., "Diversification Strategies and Firm Performance in Vietnam: Evidence from parametric and semi-parametric approaches", *Economics of Transition*, 24 (2015) 1, 31-68.
- [34] Nguyễn Kim Đức, Huỳnh Kiều Tiên, Trần Bích Vân, "Thẩm định giá trị cộng hưởng - Lợi ích từ việc mua bán, sáp nhập doanh nghiệp tại Việt Nam hiện nay", *Tạp chí Công nghệ Ngân hàng*, 118-119 (2016), 82-94.

Corporate Diversification and Firm Value in Financial Crisis in Vietnam

Nguyen Kim Duc¹, Nguyen Thi Hong Nhung¹, Tran Vu Quynh Nhu²

¹*University of Economics Ho Chi Minh City,
59C Nguyen Dinh Chieu, Ward 6, Dist. 3, Ho Chi Minh City, Vietnam*

²*Stars Education Co., Ltd, 61/22/11 Trung My Tay 17,
Trung My Tay Ward, Dist. 12, Ho Chi Minh City, Vietnam*

Abstract: This research aims at assessing the relationship between corporate diversification and firm value in the time of financial crisis in Vietnam. The research sample consists of 42 Vietnamese non-financial enterprises listed on HoSE from the first quarter of 2008 to the fourth quarter of 2011. We used two methods to estimate panel data regression: (1) Regression Method Pooled OLS and (2) Random Effect Model (REM). The results show that: (1) There is relationship between corporate diversification and firm value, however, corporate diversification should be implemented at either national or industrial level; (2) The financial crisis doesn't dominate this relationship and the implementation of diversification will contribute to improving the relative valuation of diversified firms in Vietnam regardless of financial crisis. This empirical result will help Vietnamese enterprises have a reference for considering and making decision related to corporate diversification.

Keywords: Diversification, firm value, financial crisis.