



Tác động của đa dạng hóa nguồn tài trợ tới rủi ro: Vai trò trung gian của đa dạng hóa đầu tư tài sản

VŨ HỮU THÀNH ^a, NGUYỄN MINH HÀ ^b

^{a,b} Trường Đại học Mở TP.HCM

THÔNG TIN	TÓM TẮT
Ngày nhận: 20/03/2018 Ngày nhận lại: 29/05/2018 Duyệt đăng: 01/08/2018 Mã phân loại JEL: L21; L25; C33 Từ khóa: Đa dạng hóa; Nguồn tài trợ; Vốn chủ sở hữu; Đa dạng hóa nợ; Đa dạng hóa đầu tư; Ngành liên quan; Ngành không liên quan. Keywords: Diversification; Funding Resources; Equity capital; Debt diversification; Investment	Đa dạng hóa trong doanh nghiệp thường được nhìn nhận ở góc độ đa dạng hóa sản phẩm và đặt trong mối liên hệ với hiệu quả hoặc rủi ro. Nghiên cứu này tiếp cận đa dạng hóa ở một góc độ mới là đa dạng hóa nguồn tài trợ và đa dạng hóa đầu tư tài sản, đồng thời, đề xuất vai trò trung gian tác động của biến số đa dạng hóa đầu tư tài sản nằm trong mối liên hệ giữa đa dạng hóa nguồn tài trợ và rủi ro. Bằng việc sử dụng mô hình cấu trúc tuyến tính tổng quát GSEM, dựa trên dữ liệu bảng cân đối được thu thập từ các doanh nghiệp trên thị trường chứng khoán Việt Nam giai đoạn 2008–2015 (bao gồm 470 doanh nghiệp với 3.760 quan sát), kết quả nghiên cứu cho thấy đa dạng hóa đầu tư tài sản đóng vai trò trung gian tác động trên thực nghiệm. Với vai trò này, biến số đa dạng hóa đầu tư tài sản đã góp phần lý giải tác động gián tiếp của đa dạng hóa nguồn tài trợ tới rủi ro. Ngoài tác động gián tiếp, nghiên cứu đã tìm thấy tác động trực tiếp của biến số đa dạng hóa nguồn tài trợ tới rủi ro. Abstract Corporate diversification is examined in terms of product diversification and in the relationship with performance or risk. In this study, we put diversification into new perspectives regarding capital diversification and asset investment diversification. Also, the paper indicates a mediating role of asset investment diversification in the relationship between capital diversification and risk. Based on the panel data collected from listed firms in the Vietnam stock market during the

^a thanh.vh@ou.edu.vn

^b ha.nm@ou.edu.vn, * tác giả liên hệ.

Trích dẫn bài viết: Vũ Hữu Thành, & Nguyễn Minh Hà. (2018). Tác động của đa dạng hóa nguồn tài trợ tới rủi ro: Vai trò trung gian của đa dạng hóa đầu tư tài sản. *Tạp chí Nghiên cứu Kinh tế và Kinh doanh Châu Á*, 29(4), 04–29.

diversification;
Related diversification;
Unrelated diversification.

period of 2008–2015 (including 470 firms with 3,760 observations), the results depict that asset diversification plays a mediating role in practical terms by employing the General Linear Structure Model (GSEM). In this role, the diversification of asset investment has contributed to an indirect effect of capital diversification on risk. Additionally, the study finds an direct effect of capital diversification on risk.

1. Giới thiệu

Bắt đầu từ nghiên cứu của Ansoff (1957), đa dạng hóa trong doanh nghiệp được tiếp cận dưới góc độ đa dạng hóa sản phẩm. Các nghiên cứu tiếp theo đã mở rộng sang các khía cạnh khác như: Đa dạng hóa địa lý, đa dạng hóa sáp nhập, đa dạng hóa khách hàng. Các loại hình đa dạng hóa này hướng ra môi trường bên ngoài của doanh nghiệp và được gọi chung là đa dạng hóa công ty (Corporate Diversification) hay đa dạng hóa kinh doanh (Business Diversification). Đa dạng hóa hướng vào môi trường bên trong hay đa dạng hóa nguồn lực của doanh nghiệp được bắt đầu nhắc đến từ nghiên cứu của Gort (1962), Booz và cộng sự (1985). Sau đó, Piscitello (2004), Cantwell và cộng sự (2004) đã cho rằng đa dạng hóa đầu ra (đa dạng hóa kinh doanh) sẽ chịu tác động của đa dạng hóa đầu vào (Input Diversification), bao gồm các nguồn lực hoặc công nghệ. Đa dạng hóa nguồn lực có thể tồn tại ở nhiều loại hình khác nhau như: Công nghệ, nhân sự, tài sản, hoặc vốn. Nghiên cứu này tập trung tìm hiểu hai nội dung mới thuộc về đa dạng hóa nguồn lực là đa dạng hóa đầu tư tài sản (Asset Investment Diversification) và đa dạng hóa nguồn tài trợ (Capital Diversification). Hai biến số này cũng được đặt trong mối liên hệ với rủi ro phá sản.

Các nghiên cứu trước đây, như: Demir (2007), Dong và cộng sự (2011), Ai-Ani (2013) khi đề cập vai trò của tài sản đối với hiệu quả hoặc rủi ro thì chủ yếu tiếp cận cấu trúc tài sản theo góc độ phân chia cơ cấu tài sản của công ty thành tài sản ngắn hạn và tài sản dài hạn hoặc thành tài sản hữu hình và tài sản vô hình. Ngoài ra, khi đề cập tới vai trò của nguồn vốn, các nghiên cứu thường đề cập tới cấu trúc vốn (Capital Structure) theo hai góc độ tiếp cận cơ bản: (1) Tỷ trọng từng nguồn hình thành nên vốn; và (2) đặc điểm của nguồn hình thành nên vốn.

Khác với các nghiên cứu thực nghiệm trước, trong nghiên cứu này, các tài sản không được xem xét một cách riêng rẽ căn cứ theo tỷ lệ trên tổng tài sản mà được xem xét ở góc độ đa dạng các nguồn hình thành cũng như tỷ trọng từng nguồn hình thành và được kết hợp theo một chỉnh thể nhất định. Đối với nguồn vốn, thay vì xem xét riêng rẽ theo cấu trúc của từng nguồn hình thành (cấu trúc nợ hay cấu trúc vốn chủ sở hữu) hoặc đặc điểm của từng nguồn hình thành thì nghiên cứu này kết hợp cả hai theo góc độ đa dạng hóa. Như vậy, nghiên cứu sẽ kết hợp đặc điểm của nguồn hình thành, tỷ trọng của từng nguồn hình thành, và số lượng nguồn hình thành theo một chỉnh thể nhất định.

Ngoài ra, trong nghiên cứu này, rủi ro được tiếp cận ở góc độ rủi ro phá sản và được đo lường theo mô hình xác suất phá sản Merton – KMV. Mối liên hệ giữa đa dạng hóa nguồn tài trợ, đa dạng hóa đầu tư tài sản và rủi ro được nghiên cứu dưới góc độ mối liên hệ cấu trúc, trong đó, biến số đa dạng hóa đầu tư tài sản sẽ đóng vai trò là biến trung gian (Mediator) truyền tải tác động của đa dạng hóa nguồn tài trợ đối với rủi ro. Như thế, mô hình nghiên cứu có dạng mô hình biến trung gian

(Mediation Model), thuộc một dạng của mô hình cấu trúc tuyến tính và được ước lượng trên thực nghiệm bởi mô hình GSEM (Generalized Linear Structural Model – Mô hình cấu trúc tuyến tính tổng quát).

2. Cơ sở lý thuyết

2.1. Đa dạng hóa nguồn tài trợ và đa dạng hóa đầu tư tài sản

Các nghiên cứu mở rộng các loại hình đa dạng hóa của doanh nghiệp được bắt nguồn từ đa dạng hóa sản phẩm. Cách hiểu về đa dạng hóa sản phẩm được bắt đầu bởi Ansoff (1957), sau đó, đa dạng hóa sản phẩm thường được tìm hiểu dưới góc độ đa dạng hóa ngành kinh doanh có liên quan và đa dạng hóa ngành kinh doanh không liên quan tới ngành kinh doanh chính (Knecht, 2013). Theo đó, đa dạng hóa ngành kinh doanh có liên quan được hiểu là doanh nghiệp kinh doanh những sản phẩm khác ngành cấp ba nhưng cùng ngành cấp hai của ngành kinh doanh chính (Rumelt, 1982). Trong khi đó, đa dạng hóa ngành kinh doanh không liên quan là việc doanh nghiệp kinh doanh những sản phẩm khác ngành cấp hai của ngành kinh doanh chính (Rumelt, 1982).

Như vậy, khi nhắc tới đa dạng hóa kinh doanh ngành có liên quan và không liên quan tới ngành kinh doanh chính thì phải kèm theo phân loại ngành. Đầu tiên, doanh nghiệp được xác định hoạt động trong một ngành chính (tùy theo phân loại ngành của từng quốc gia), sau đó, doanh nghiệp thực hiện các hoạt động mở rộng kinh doanh sang các ngành khác nhau, cụ thể là sang ngành có liên quan và ngành không liên quan tới ngành kinh doanh chính. Khi đó, ngành có liên quan tới ngành kinh doanh chính được xác định là cùng ngành cấp hai với ngành kinh doanh chính. Ngược lại, nếu ngành kinh doanh mới khác ngành cấp hai với ngành kinh doanh chính thì được xác định là ngành không liên quan.

Đa dạng hóa nguồn lực của doanh nghiệp được bắt đầu nhắc đến từ các nghiên cứu của Ansoff (1957) và Gort (1962). Vào năm 1985, Booz và cộng sự (1985) đã căn cứ vào mục đích của đa dạng hóa để đưa ra cách hiểu về đa dạng hóa. Theo tác giả, đa dạng hóa được coi là một phương tiện để tăng trưởng doanh thu hoặc giảm thiểu rủi ro tổng thể khi mở rộng lĩnh vực kinh doanh nền tảng. Những loại đầu tư này có thể tạo ra sản phẩm mới, dịch vụ mới, phân khúc khách hàng mới, hoặc thị trường địa lý mới. Hoạt động đầu tư có thể được thực hiện bằng nhiều phương pháp khác nhau như: Tự phát triển bên trong tổ chức (doanh nghiệp tự thực hiện các hoạt động đầu tư trực tiếp), mua bán sáp nhập, hay mua bản quyền. Như vậy, nếu mục đích của đa dạng hóa là sáp nhập sẽ có đa dạng hóa sáp nhập, nếu mục đích của đa dạng hóa là phát triển thị trường địa lý thì sẽ có đa dạng hóa theo thị trường địa lý, nếu mục đích là đầu tư thì sẽ có đa dạng hóa đầu tư tài sản của doanh nghiệp... Đây là cách tiếp cận khá mới so với các tiếp cận chỉ căn cứ vào mức độ đa dạng hóa của Rumelt (1974) hay căn cứ vào lĩnh vực kinh doanh của Berry (1971, 2015). Sau đó, Piscitello (2004), Cantwell và cộng sự (2004) cũng đã đề cập tới nội dung về đa dạng hóa nguồn lực nhưng lại tập trung vào đa dạng hóa công nghệ bên trong doanh nghiệp. Phần tiếp theo của nghiên cứu sẽ tìm hiểu hai loại hình đa dạng hóa thuộc về nguồn lực của doanh nghiệp là đa dạng hóa đầu tư tài sản và đa dạng hóa nguồn tài trợ.

2.1.1. Đa dạng hóa đầu tư tài sản

Trước đây, một số nghiên cứu về ảnh hưởng của tài sản được đầu tư của doanh nghiệp tới hiệu quả và rủi ro được tiếp cận theo hướng quy mô tài sản (Assets Size), tăng trưởng tài sản (Assets

Growth), cấu trúc tài sản (Assets Structure), hoặc đặc điểm của một loại tài sản đặc thù (Specific Asset). Cụ thể như nghiên cứu thực nghiệm của Dong và cộng sự (2011) tìm hiểu mối liên hệ giữa việc sử dụng tài sản cố định tới lợi nhuận, trong khi nghiên cứu của Demir (2007) lại tìm hiểu việc sử dụng tài sản cố định và tài sản tài chính ngắn hạn cũng như dài hạn ảnh hưởng thế nào tới lợi nhuận.

Nói chung, tùy thuộc vào mục đích nghiên cứu mà các tác giả lựa chọn một, hoặc nhiều loại tài sản khác nhau để phân tích. Căn cứ vào mục đích kinh doanh và sự sẵn có từ các nguồn tài trợ tài chính, doanh nghiệp đưa ra các quyết định khác nhau về cơ cấu tài sản. Ở góc độ phổ biến nhất là phân chia cơ cấu tài sản của doanh nghiệp thành tài sản ngắn hạn và tài sản dài hạn hoặc tài sản hữu hình và tài sản vô hình. Ở góc độ đa dạng hóa, các tài sản không được xem xét một cách riêng rẽ căn cứ theo tỷ lệ trên tổng tài sản mà được xem xét ở góc độ đa dạng loại hình tài sản và mức độ đa dạng theo một chính thể nhất định, thường là bắt đầu từ một loại tài sản căn bản đối với hoạt động của công ty và tiếp theo là tới các loại tài sản khác có liên quan hoặc không có liên quan tới hoạt động kinh doanh chính. Vì có gắn liền với hoạt động kinh doanh trong hiện tại và trong tương lai nên việc phân loại đa dạng hóa tài sản có sự tương đồng với đa dạng hóa kinh doanh (bao gồm hai loại hình là đa dạng hóa kinh doanh ngành có liên quan và đa dạng hóa kinh doanh ngành không liên quan). Cụ thể, đa dạng hóa đầu tư tài sản chia làm hai loại: (1) Đa dạng hóa đầu tư tài sản có liên quan, và (2) đa dạng hóa đầu tư tài sản ngành không liên quan. Nội dung của từng loại hình đa dạng hóa tài sản được mô tả như sau:

- Đa dạng hóa đầu tư tài sản ngành có liên quan: Doanh nghiệp đầu tư vào những tài sản để tạo ra doanh thu ở những ngành kinh doanh có liên quan tới ngành kinh doanh chính.

- Đa dạng hóa đầu tư tài sản ngành không liên quan: Doanh nghiệp đầu tư vào những tài sản để tạo ra doanh thu ở những ngành kinh doanh không liên quan tới ngành kinh doanh chính.

2.1.2. Đa dạng hóa nguồn tài trợ

Khi đề cập tới vai trò của vốn, các nghiên cứu thường đề cập tới vấn đề cấu trúc vốn (Capital Structure). Có hai góc độ tiếp cận cơ bản ở cấu trúc vốn: (1) Tỷ trọng từng nguồn hình thành nên vốn; và (2) đặc điểm của nguồn hình thành nên vốn.

Ở góc độ tỷ trọng từng nguồn vốn, vai trò của cơ cấu vốn đối với hiệu quả và rủi ro được nhắc tới trong các nghiên cứu lý thuyết và thực nghiệm. Về mặt lý thuyết, các lý thuyết về cấu trúc vốn như lý thuyết cấu trúc vốn cổ điển, lý thuyết M&M theo mô hình thuế của Modigliani và Miller (1958), lý thuyết đánh đổi cấu trúc vốn (TOT), lý thuyết trật tự phân hạng trong tài trợ (POT) hay lý thuyết định thời điểm thị trường của cấu trúc vốn (The Market Timing Theory) đã lý giải về việc tại sao các doanh nghiệp lại đưa ra một cấu trúc vốn bao gồm vốn chủ sở hữu và nợ vay. Tuy nhiên, những lý thuyết trên thuần túy đứng ở góc độ tỷ trọng đóng góp của từng nguồn hình thành, có nghĩa là các lý thuyết này lý giải tại sao doanh nghiệp lại đưa ra một tỷ lệ giữa vốn và nợ mục tiêu hoặc cấu trúc tối ưu mà không xem xét cả ở khía cạnh đa dạng nguồn hình thành của cấu trúc này.

Ở góc độ đặc điểm hình thành nên vốn đề cập tới đặc điểm đối tượng tài trợ, thông thường các doanh nghiệp chủ yếu sử dụng nguồn vốn từ chủ sở hữu, tiếp theo là các nguồn nợ tới từ ngân hàng, từ đối tác kinh doanh hay từ các nguồn khác. Nhìn chung, các nguồn hình thành trên có thể quy về hai nguồn chính là nguồn hình thành từ vốn chủ sở hữu và nguồn hình thành từ nợ. Do đặc điểm khác nhau của từng nguồn (quy mô, hình thức sử dụng, đặc tính nguồn hình thành...) mà các nghiên cứu về tác động của vốn tới hiệu quả hoặc rủi ro chia thành hai loại nghiên cứu về: Cấu trúc nợ (Debt Structures) và cấu trúc vốn chủ sở hữu (Ownership Structures). Ngay cả từ nguồn chủ sở hữu cũng

có thể tách ra thành nhiều loại nguồn vốn căn cứ vào đối tượng tài trợ, ví dụ: Vốn góp từ các cổ đông thường, vốn góp từ các cổ đông tổ chức, vốn góp từ các nhà quản lý của công ty.

Ở nguồn hình thành nên nợ, Rauh và Sufi (2010) đã nhận xét rằng các nghiên cứu thực nghiệm trước đây liên quan tới cấu trúc nợ đều coi nợ là một khối đồng nhất. Có nghĩa, các loại hình tài trợ khác nhau như: Vay ngân hàng, vay từ phát hành trái phiếu, vay nợ thương mại... đều đồng nhất và có thể cộng dồn lại thành tổng nợ. Tuy nhiên, theo Rauh và Sufi (2010), các nguồn vay nợ khác nhau có các đặc điểm khác nhau (do mức độ thông tin nhạy cảm khác nhau) và vì thế có tác động khác nhau tới doanh nghiệp.

Căn cứ vào các nội dung trình bày trên, đa dạng hóa nguồn tài trợ được hiểu là “sử dụng các nguồn cung vốn có đặc điểm khác nhau để hình thành nên tổng vốn của doanh nghiệp”.

Vì nguồn vốn của doanh nghiệp được phân ra làm hai nguồn có đặc điểm rất khác biệt là vốn chủ sở hữu và nợ vay, đồng thời, căn cứ vào các phân tích trên, nghiên cứu trình bày khái niệm về đa dạng hóa nguồn tài trợ vốn chủ sở hữu và đa dạng hóa nguồn tài trợ nợ như sau:

- Đa dạng hóa nguồn tài trợ vốn chủ sở hữu: Doanh nghiệp sử dụng các nguồn cung vốn chủ sở hữu có đặc điểm khác nhau để hình thành nên vốn chủ sở hữu của doanh nghiệp.

Ngữ cảnh “nguồn cung vốn chủ sở hữu có đặc điểm khác nhau” bao gồm những nội dung sau: (1) Đặc điểm nhà tài trợ khác nhau; (2) Đặc điểm về mức độ nhạy cảm thông tin từng nguồn tài trợ khác nhau; (3) Đặc điểm về quy mô nguồn cung khác nhau. Về đặc điểm rủi ro, đặc điểm này chủ yếu để phân biệt giữa vốn chủ sở hữu và nợ vay. Về đặc điểm của nhà tài trợ khác nhau, các nguồn hình thành nên vốn chủ sở hữu có đại diện lợi ích khác nhau. Theo Thomsen và Pedersen (2000), có nhiều loại hình cổ đông khác nhau lại không đại diện cho chính lợi ích của mình mà là trung gian đại diện (Intermediate Agents) cho những người sở hữu cuối cùng. Ví dụ, cổ đông nội bộ (Insiders) sẽ tập trung vào lợi ích cá nhân hơn là cổ đông bên ngoài (Outsiders); cổ đông là các định chế tài chính phi ngân hàng như quỹ đầu tư sẽ tập trung vào lợi ích tài chính... Về đặc điểm nhạy cảm thông tin, các nhà đầu tư khác nhau nắm giữ thông tin nhạy cảm khác nhau. Một doanh nghiệp có nhà đầu tư tổ chức, đặc biệt là ngân hàng hay tổ chức tài chính phi ngân hàng sẽ có thông tin minh bạch hơn so với doanh nghiệp chỉ có nhà đầu tư cá nhân hoặc nhà đầu tư nội bộ. Đối với đặc điểm quy mô, quy mô của từng nguồn vốn chủ sở hữu lớn thì mức độ tập trung quyền càng lớn và ngược lại. Khi mức độ tập trung quyền càng lớn thì chủ sở hữu của nguồn vốn đó sẽ dễ dàng hơn trong việc đạt được lợi ích mà mình đại diện.

- Đa dạng hóa nguồn tài trợ nợ: Doanh nghiệp sử dụng các nguồn tài trợ nợ có đặc điểm khác nhau để hình thành nên tổng nợ của doanh nghiệp.

Ngữ cảnh “nguồn tài trợ nợ có đặc điểm khác nhau” cũng được hiểu như phần trình bày trên, bao gồm: (1) Đặc điểm nhà tài trợ khác nhau; (2) Đặc điểm về mức độ nhạy cảm thông tin từng nguồn tài trợ khác nhau; (3) Đặc điểm rủi ro khác nhau; và (4) Đặc điểm về quy mô nguồn cung khác nhau. Về đặc điểm của nhà tài trợ nợ khác nhau thể hiện ở cách tiếp cận khác nhau của doanh nghiệp đối với từng chủ nợ. Mức độ nhạy cảm thông tin của nguồn tài trợ nợ khác nhau cũng khác nhau. Về đặc điểm rủi ro của khoản nợ vay khác nhau, các khoản nợ dài hạn sẽ ít rủi ro thanh khoản hơn các khoản nợ ngắn hạn. Cuối cùng, về quy mô nguồn cung, nguồn cung ứng nợ có quy mô càng lớn thì mức độ tập trung càng cao và mức độ phụ thuộc vào doanh nghiệp càng lớn.

2.2. Mối liên hệ giữa đa dạng hóa nguồn tài trợ và đa dạng hóa đầu tư tài sản

Đầu tiên, mối liên hệ giữa đa dạng hóa nguồn tài trợ và đa dạng hóa đầu tư tài sản có thể được nhìn nhận qua mối liên hệ về các quyết định trong quản trị doanh nghiệp. Có rất nhiều loại quyết định trong quản trị của doanh nghiệp, có thể phân chia theo cấp độ quản trị hoạt động (quyết định chiến lược, quyết định chiến thuật, hay quyết định vận hành) hoặc theo chức năng hoạt động của doanh nghiệp (quyết định sản xuất, quyết định kinh doanh, quyết định tài chính)... Trong lĩnh vực quản trị tài chính, có bốn loại quyết định chính yếu: (1) Quyết định tài trợ; (2) Quyết định đầu tư tài sản; (3) Quyết định quản trị tài sản; và (4) Quyết định phân chia lợi nhuận. Các lý thuyết về quản trị tài chính thường thống nhất với nhau ở hai quyết định đầu tiên còn quyết định thứ ba và thứ tư, nhiều tác giả đã không đồng nhất với nhau. Ví dụ, Van Horne và Wachowicz (2000) đã đề cập tới quyết định quản trị tài sản như là một thành phần chính của quyết định quản trị tài chính và không đề cập tới quyết định phân chia lợi nhuận. Một số tác giả khác như Khan và Jain (1990) lại đề cập tới quyết định phân chia lợi nhuận như là một trong ba quyết định chính. Nhìn chung, các quyết định này đều hướng về hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp.

Các quyết định tài chính nêu trên, nếu đặt trong mối liên hệ tổng thể với các quyết định quan trọng khác của doanh nghiệp thì nó đều có liên hệ mật thiết ở dạng gián tiếp hay trực tiếp tới quyết định kinh doanh. Quyết định kinh doanh liên quan tới việc doanh nghiệp sử dụng các nguồn vốn và tài sản để đầu tư vào hoạt động kinh doanh cụ thể, từ đó tạo ra doanh thu và lợi nhuận.

Xét trên tổng thể, trong một tiến trình vận hành kinh doanh của doanh nghiệp, các quyết định về tài trợ liên quan tới việc tìm kiếm nguồn vốn và số lượng vốn thích hợp, lượng vốn này được dùng để đầu tư vào các loại hình tài sản khác nhau (quyết định đầu tư). Sau đó, doanh nghiệp sử dụng các loại tài sản này theo các phương cách khác nhau (quyết định quản trị tài sản) để phục vụ cho các quyết định kinh doanh, và khi hoạt động kinh doanh có lãi, doanh nghiệp sẽ thực hiện các quyết định về phân chia lợi nhuận.

Hoạt động đa dạng hóa của doanh nghiệp không nằm ngoài dòng chảy quyết định này mà thể hiện rất rõ nét vai trò ở khía cạnh tài trợ, đầu tư và kinh doanh. Ở khía cạnh tài trợ, doanh nghiệp có thể thực hiện các quyết định liên quan tới đa dạng hóa nguồn cung ứng vốn; ở khía cạnh đầu tư, doanh nghiệp có thể thực hiện việc đa dạng hóa các loại hình tài sản tạo doanh thu khác nhau; hay ở khía cạnh kinh doanh, đó là các hoạt động đa dạng hóa kinh doanh liên quan tới việc mở rộng các ngành kinh doanh.

Để đa dạng hóa kinh doanh thành công thì một trong các điều kiện cần là doanh nghiệp phải đầu tư thành công vào các nguồn lực tương ứng bên trong, điển hình cho các nguồn lực này là tài sản của doanh nghiệp vì phải đầu tư vào tài sản thì mới có thể tạo ra doanh thu. Hay nói cách khác, doanh nghiệp phải chuyển hóa được nguồn lực mới vào thị trường mới thì hoạt động đa dạng hóa kinh doanh mới thành công. Nhận định trên cũng xuất phát một phần từ nghiên cứu của Chatterjee và Wernerfelt (1991), trong đó, nghiên cứu đã xây dựng mô hình lý thuyết và mô hình thực nghiệm về tác động của nguồn lực vật lý (Physical Resources) và nguồn lực tài chính (Financial Resources) tới đa dạng hóa sản phẩm của doanh nghiệp.

Thêm vào đó, khi doanh nghiệp quyết định đa dạng hóa đầu tư tài sản để tạo ra các thị trường mới thì một trong các yếu tố quan trọng góp phần tạo nên thành công của việc đầu tư tài sản đó là nguồn vốn. Việc mở rộng loại hình đầu tư tài sản luôn đặt doanh nghiệp trước áp lực mở rộng nguồn cung ứng vốn. Trong trường hợp nguồn vốn chủ sở hữu hiện có không đủ, doanh nghiệp có thể tiến hành mở rộng nguồn tài trợ bằng cách phát hành thêm cổ phiếu, vay nợ truyền thống từ ngân hàng, phát

hành trái phiếu... Việc có được đa dạng nguồn cung vốn sẽ giúp cho doanh nghiệp chủ động hơn trong tiến trình đầu tư tài sản khác nhau.

Đa dạng nguồn tài trợ có thể được chia làm hai loại: Đa dạng nguồn tài trợ vốn chủ sở hữu và đa dạng nguồn tài trợ nợ. Căn cứ vào lý thuyết “người đại diện” (Agency Theory), khi doanh nghiệp thực hiện cấu trúc sở hữu tập trung (Concentrated Ownership) thì sẽ giảm hoạt động đa dạng hóa (Amihud & Lev, 1981) vì chủ sở hữu có quyền lực tập trung để ngăn cản các quyết định mang tính lợi ích cá nhân của người quản lý. Điều này đồng nghĩa với việc khi doanh nghiệp thực hiện cấu trúc đa sở hữu (đa dạng hóa nguồn vốn chủ sở hữu) thì hoạt động đa dạng hóa sẽ gia tăng vì người quản lý khó bị kiểm soát hơn. Đối với hoạt động đa dạng hóa nguồn tài trợ nợ, căn cứ vào lý thuyết dòng tiền tự do (Free Cash Flow Theory) và lý thuyết cấu trúc vốn (Capital Structure Theory), khi doanh nghiệp gia tăng hoạt động đầu tư thì sẽ thay đổi cấu trúc vốn theo hướng ưu tiên tìm kiếm các nguồn tài trợ nợ để gia tăng nợ vay.

Như đã đề cập ở trên, nghiên cứu này chia nguồn vốn của doanh nghiệp thành hai thành phần chính là vốn chủ sở hữu và vốn vay. Rất khó để xác định là nguồn vốn nào sẽ đi vào loại hình tài sản nào. Tuy nhiên, căn cứ vào nghiên cứu của Montgomery và Singh (1984), Rajagopalan và Harrigan (1986), Lubatkin và O'Neill (1987), và Barton (1988), các hoạt động đa dạng hóa không liên quan tới lĩnh vực kinh doanh chính mang tính rủi ro nên thường được tài trợ bởi vốn chủ sở hữu và những hoạt động đầu tư liên quan tới hoạt động kinh doanh chính mang tính rủi ro ít hơn nên dễ được tài trợ bởi nợ. Ngoài ra, theo Rauh và Sufi (2010), trong tất cả các nguồn cấu thành nên tổng vốn thì vốn chủ sở hữu có mức độ nhạy cảm về thông tin là lớn nhất. Vì căn cứ vào lý thuyết người đại diện (Agency Theory), người đại diện vì lợi ích cá nhân sẽ dễ sử dụng nguồn vốn chủ sở hữu để thực hiện hoạt động đầu tư quá mức cần thiết của doanh nghiệp (Over Investment), đầu tư vào những lĩnh vực rủi ro (có thể là những lĩnh vực mà doanh nghiệp không có lợi thế – những lĩnh vực không liên quan tới ngành kinh doanh chính của doanh nghiệp). Trong khi đó, việc sử dụng nguồn tài trợ nợ vào các dự án rủi ro là rất khó vì bị kiểm soát chặt bởi chủ nợ.

Tuy nhiên, việc thiết lập nguồn tài trợ từ vốn chủ sở hữu có lợi thế là giúp doanh nghiệp giảm chi phí vay nợ và từ đó tạo ra một cấu trúc tài chính an toàn hơn. Nhưng chính cấu trúc an toàn này lại dẫn tới một điều bất lợi là các nhà quản lý sẽ không cần nhanh chóng tìm cách chuyển nguồn vốn chủ sở hữu sang tài sản để từ đó tạo ra doanh thu (đặc tính nhạy cảm thông tin của nguồn vốn). Trong khi đó, với một cấu trúc thiên về nợ vay, nhà quản lý buộc phải nhanh chóng biến nguồn vốn thành tài sản để từ đó tạo ra doanh thu nhanh hơn vì áp lực thanh toán lãi vay và vốn gốc. Nói cách khác, việc chuyển đổi nợ sang tài sản sẽ mạnh hơn việc chuyển đổi từ vốn chủ sở hữu sang tài sản.

Từ các vấn đề vừa nêu, tác giả đưa ra hai giả thuyết nghiên cứu như sau:

Giả thuyết H₁: Đa dạng hóa nguồn tài trợ nợ sẽ thúc đẩy hoạt động đa dạng hóa đầu tư tài sản ngành có liên quan của doanh nghiệp.

Giả thuyết H₂: Đa dạng hóa nguồn tài trợ vốn chủ sở hữu sẽ thúc đẩy hoạt động đa dạng hóa đầu tư tài sản ngành không liên quan của doanh nghiệp. Tuy nhiên, mức độ tác động này sẽ thấp hơn mức độ tác động của đa dạng hóa nguồn tài trợ nợ tới đa dạng hóa đầu tư tài sản ngành có liên quan của doanh nghiệp.

2.3. *Mối liên hệ giữa đa dạng hóa nguồn tài trợ và rủi ro*

Do đa dạng hóa nguồn tài trợ bao gồm hai thành phần là đa dạng hóa nguồn vốn chủ sở hữu và đa dạng hóa nguồn tài trợ nợ nên tác giả sẽ lần lượt tìm hiểu về tác động của hai thành phần này tới rủi ro.

2.3.1. *Mối liên hệ giữa đa dạng hóa nguồn vốn chủ sở hữu, hiệu quả và rủi ro*

Lý thuyết người đại diện (Agency Theory): Lý thuyết người đại diện được coi là một lý thuyết trọng yếu trong các nghiên cứu về quản trị công ty (Shleifer & Vishny, 1997). Người quản lý được người chủ (Principal) thuê làm người đại diện (Agency). Người chủ, khi đó, đã ủy quyền cho người đại diện quyền điều hành công ty để đem lại lợi ích cho cả hai phía. Như vậy, có sự tách biệt giữa quyền sở hữu và quyền quản lý. Sự tách biệt này tạo ra một vấn đề là người quản lý có thể hành động theo lợi ích riêng của họ nhiều hơn so với lợi ích của người sở hữu (Jensen & Meckling, 1976). Mâu thuẫn này được gọi là "vấn đề người đại diện 1" (Agency Problem 1).

Theo Jensen và Meckling (1976), người đại diện có xu hướng phân bổ nguồn lực của doanh nghiệp để phục vụ lợi ích của họ. Hoạt động đa dạng hóa cũng là một cách thức phân bổ nguồn lực và tạo ra nhiều lợi ích cho người đại diện dù cho hoạt động này có phá hủy giá trị hoặc tăng rủi ro của doanh nghiệp. Các quyết định về đa dạng hóa của người đại diện sẽ càng dễ thành công nếu quyền lực của cổ đông bị phân tán (Amihud & Lev, 1981). Để giải quyết “vấn đề người đại diện 1”, một phương án được Amihud và Lev (1981) đề xuất là doanh nghiệp cần được sở hữu bởi các cổ đông lớn (Large Shareholder). Khi đó, chủ sở hữu có quyền lực tập trung và dễ dàng hơn trong việc bác bỏ các đề xuất mở rộng doanh nghiệp thông qua hoạt động đa dạng hóa không cần thiết.

Căn cứ vào lý thuyết “người đại diện”, nghiên cứu đã nhận thấy rằng cổ đông gia tăng lượng vốn cổ phần để hạn chế hoạt động đa dạng hóa gây bất lợi cho doanh nghiệp từ người đại diện (vấn đề người đại diện 1). Khi đó, doanh nghiệp trở nên ít đa dạng hóa vốn chủ sở hữu hơn. Nghiên cứu cũng nhận định rằng bằng hoạt động trên, doanh nghiệp đã tập trung quyền ra quyết định; ngược lại, doanh nghiệp phân tán quyền ra quyết định. Khi đó, chủ sở hữu sẽ khó ngăn cản các quyết định đa dạng hóa đầu tư hoặc kinh doanh của người đại diện. Tuy nhiên, hoạt động đa dạng hóa nguồn vốn chủ sở hữu lại giúp cho doanh nghiệp dễ dàng tiếp cận với các nguồn vốn khác nhau để mở rộng quy mô công ty hoặc dễ dàng tạo ra thanh khoản cho công ty nên rủi ro phá sản sẽ giảm. Từ đây, nghiên cứu đề xuất giả thuyết về mối liên hệ giữa đa dạng hóa nguồn vốn chủ sở hữu đối với rủi ro như sau:

Giả thuyết H₃: Rủi ro của doanh nghiệp sẽ giảm khi doanh nghiệp tiến hành mở rộng đa dạng hóa tài trợ vốn chủ sở hữu.

2.3.2. *Mối liên hệ giữa đa dạng hóa nợ và rủi ro*

Lý thuyết cấu trúc vốn

Theo Modigliani và Miller (1958), cấu trúc vốn là sự kết hợp giữa nợ ngắn hạn, nợ dài hạn và vốn chủ sở hữu. Lượng vốn này sẽ được dùng để tài trợ cho quyết định đầu tư của một doanh nghiệp. Một công ty có thể có một cấu trúc vốn tối ưu bằng cách sử dụng đòn bẩy tài chính phù hợp. Tuy nhiên, khi tỷ lệ nợ gia tăng thì gây ra hai vấn đề rủi ro: (1) Rủi ro thanh khoản gia tăng, vì vậy, người cho vay sẽ đòi hỏi mức lãi vay cao hơn; và (2) Rủi ro đối với vốn cổ phần cao hơn vì khả năng mất hết vốn cổ phần khi doanh nghiệp trả được nợ, do đó, chi phí sử dụng vốn cổ phần tăng. Sự gia tăng kết hợp này sẽ khiến cho lợi ích của việc sử dụng nợ không còn nữa và tới một mức độ nào đó nó làm cho doanh nghiệp rơi vào tình trạng kiệt quệ tài chính (Brennan & Schwartz, 1978).

Thêm vào đó, theo lý thuyết đánh đổi về cấu trúc vốn (Trade-off Theory) của Myers (1977), việc tài trợ từ nợ có ưu điểm là được hưởng lợi ích từ tấm chắn thuế. Tuy nhiên, khi doanh nghiệp phát triển nhiều nguồn để gia tăng nợ vay thì rủi ro phá sản sẽ ngày càng cao.

Căn cứ vào phân tích trên, nghiên cứu đề xuất giả thuyết về mối liên hệ giữa các yếu tố này như sau:

Giả thuyết H₄: Rủi ro phá sản của doanh nghiệp sẽ gia tăng khi doanh nghiệp mở rộng hoạt động đa dạng hóa nguồn tài trợ nợ.

2.4. Đa dạng hóa đầu tư tài sản và rủi ro

“Giả thuyết đào thoát” (Escape Hypothesis) (Bettis, 1981) khi đề cập tới vấn đề mở rộng đầu tư tài sản đã cho rằng doanh nghiệp mở rộng đầu tư vào những tài sản có liên quan mật thiết với những tài sản ở lĩnh vực kinh doanh chính được gọi là những tài sản không hoặc ít mang tính rủi ro. Ngược lại, những tài sản được đầu tư thêm cho lĩnh vực kinh doanh không liên quan là những tài sản có tính rủi ro cao.

Montgomery và Wernerfelt (1988) đã lý giải thêm rằng doanh nghiệp dễ dàng tính toán đầu tư hoặc vận hành những tài sản có liên quan vì đã có kiến thức và kinh nghiệm về chúng nên việc kiểm soát những rủi ro của tài sản (đặc biệt là các rủi ro vận hành) là dễ dàng hơn. Có nghĩa là tuy rủi ro có gia tăng nhưng mức độ gia tăng không lớn. Trong khi đó, những tài sản không liên quan tới ngành kinh doanh chính là một loại nguồn lực mà doanh nghiệp vốn không có kinh nghiệm điều hành và dẫn tới độ lệch giữa kế hoạch đầu tư cũng như kế hoạch vận hành so với thực tế có một khoảng cách lớn. Điều này đã làm cho rủi ro đặc thù hay rủi ro phá sản có thể tăng lên nhanh. Lý giải của Montgomery và Wernerfelt (1988) khá tương đồng với lý thuyết về “quan điểm phát triển dựa vào nguồn lực” của Wernerfelt (1984) và Barney (1991). Khi doanh nghiệp phát triển dựa vào việc mở rộng nguồn lực bên trong (như tài sản), những nguồn lực nào càng gần gũi với nguồn lực cốt lõi thì khả năng học hỏi và vận hành nguồn lực đó càng dễ dàng hơn, đồng nghĩa với rủi ro quản lý nguồn lực đó càng giảm, ngược lại thì rủi ro sẽ càng lớn.

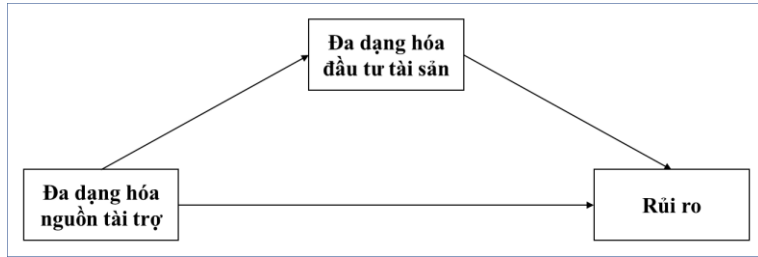
Căn cứ vào những nội dung vừa nêu, nghiên cứu đề xuất giả thuyết về tác động của đa dạng hóa đầu tư tài sản tới rủi ro phá sản như sau:

Giả thuyết H₅: Đa dạng hóa đầu tư tài sản ở ngành có liên quan có thể làm tăng rủi ro phá sản của doanh nghiệp.

Giả thuyết H₆: Đa dạng hóa đầu tư tài sản ở ngành không liên quan có thể làm gia tăng rủi ro phá sản của doanh nghiệp và mức độ tác động của biến số này sẽ cao hơn mức độ tác động của biến số đa dạng hóa đầu tư tài sản ở lĩnh vực có liên quan tới rủi ro phá sản.

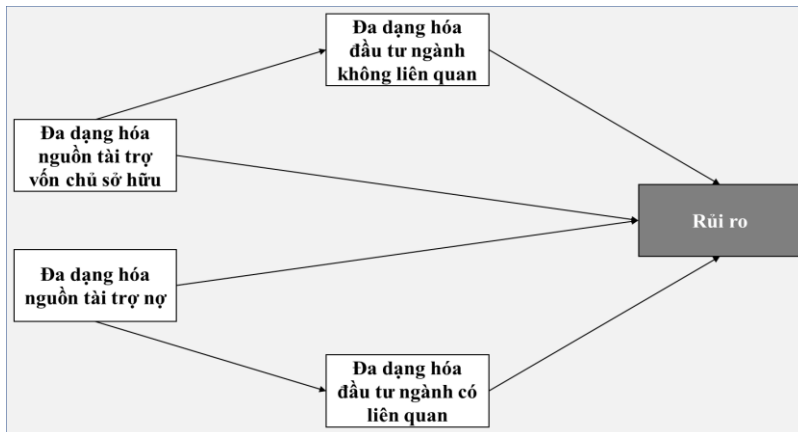
2.5. Đa dạng hóa nguồn tài trợ, đa dạng hóa đầu tư tài sản và rủi ro

Căn cứ vào các phân tích trên, nghiên cứu đề xuất mối liên hệ lý thuyết giữa các biến số như sau:



Hình 1. Mối liên hệ giữa đa dạng hóa nguồn tài trợ, đa dạng hóa đầu tư tài sản và rủi ro

Do đa dạng hóa nguồn tài trợ bao gồm đa dạng hóa nguồn tài trợ vốn chủ sở hữu và đa dạng hóa nguồn tài trợ nợ; tương tự, đa dạng hóa đầu tư tài sản cũng bao gồm hai thành phần là đa dạng hóa đầu tư ngành có liên quan và không liên quan, vì vậy, mối liên hệ chi tiết giữa các biến số này như sau:



Hình 2. Mối liên hệ lý thuyết giữa các loại hình đa dạng hóa và rủi ro

Trong Hình 2, hai biến số “đa dạng hóa đầu tư ngành có liên quan” và “đa dạng hóa đầu tư ngành không liên quan” đóng vai trò là biến số trung gian.

3. Phương pháp nghiên cứu

3.1. Mô hình nghiên cứu thực nghiệm

Để có thể ước lượng mô hình nghiên cứu lý thuyết trên thực nghiệm, tác giả đề xuất mô hình cấu trúc tuyến tính – SEM bao gồm một hệ ba phương trình như sau:

$$\begin{cases} R = f(RA_DIV, UA_DIV, O_DIV, D_DIV, Control\ variables) & (1) \\ RA_DIV = f(D_DIV) & (2) \\ UA_DIV = f(O_DIV) & (3) \end{cases}$$

Trong đó,

R: Rủi ro;

O_DIV: Thể hiện mức độ đa dạng hóa nguồn tài trợ vốn chủ sở hữu;

D_DIV: Đại diện cho mức độ đa dạng hóa nguồn tài trợ nợ;

RA_DIV: Đại diện cho đa dạng hóa tài sản ở ngành có liên quan;

UA_DIV: Mức độ đa dạng hóa tài sản ở ngành không liên quan; và

Control variables: Các biến số kiểm soát trong mô hình.

Tại phương trình thực nghiệm (1), nghiên cứu đã ước lượng tác động trực tiếp của RA_DIV, UA_DIV, và O_DIV, D_DIV tới RISK (căn cứ vào mô hình lý thuyết được mô tả tại Hình 2 do nhóm tác giả phát triển). Phương trình thực nghiệm (2) được sử dụng để ước lượng tác động của D_DIV tới RA_DIV, và phương trình thực nghiệm (3) ước lượng tác động của O_DIV tới UA_DIV. Hệ ba phương trình này đã đảm bảo ước lượng đủ các mối liên hệ lý thuyết được đề xuất tại Hình 2.

3.2. Đo lường các biến số trong mô hình

3.2.1. Đo lường biến số rủi ro

Có nhiều loại hình rủi ro khác nhau như: Rủi ro hệ thống, rủi ro phi hệ thống, rủi ro vận hành, hay rủi ro phá sản... Trong đó, rủi ro phá sản nhận được sự quan tâm lớn từ các nghiên cứu thực nghiệm. Rủi ro phá sản liên quan tới xác suất phá sản. Xác suất phá sản là xác suất mà doanh nghiệp không thể đáp ứng một số hoặc toàn các nghĩa vụ nợ (Merton, 1974).

Rủi ro phá sản có thể được đo lường bởi nhiều mô hình khác nhau nhưng phổ biến nhất vẫn là sử dụng mô hình chỉ số Z (Z – score) của Altman (1968) hoặc mô hình cấu trúc Merton – KMV. Nghiên cứu này lựa chọn mô hình đo lường Merton – KMV để tính toán xác suất phá sản trong một khoảng thời gian cụ thể thông qua việc tính toán “Khoảng cách tới thời điểm phá sản”. Mô hình đã được Merton (1974) xây dựng và được ba tác giả Kealhofer (Kealhofer & Bohn, 1998), McQuown (McQuown, 1997) và Vasicek (Vasicek, 1984) phát triển. Thông qua mô hình này, xác suất phá sản trong vòng một năm được tính thông qua khoảng cách tới thời điểm phá sản. Có 9 bước tính toán rủi ro phá sản và được trình bày chi tiết tại Phụ lục 1.

3.2.2. Đo lường biến số đa dạng hóa đầu tư tài sản

Cách thức phổ biến để đo lường đa dạng hóa trong các nghiên cứu là kết hợp phân loại của Rumelt (1974) và phương pháp tính Entropy. Entropy là một đại lượng toán học dùng để đo lường tin không chắc chắn (hay lượng ngẫu nhiên) của một sự kiện hay của phân phối ngẫu nhiên cho trước. Tác giả đầu tiên đề xuất sử dụng Entropy để tính mức độ đa dạng hóa là Jacquemin và Berry (1979). Sau đó, Palepu (1985) căn cứ vào phân loại của Rumelt và kết hợp với lý thuyết về Entropy đã tính toán đa dạng hóa của doanh nghiệp. Trong nghiên cứu này, đa dạng hóa đầu tư tài sản gồm hai biến số là đa dạng hóa đầu tư tài sản ngành có liên quan và đa dạng hóa đầu tư tài sản ngành không liên quan và được đo lường như sau:

Đa dạng hóa đầu tư tài sản ngành có liên quan:

$$RA_DIV = \sum_{r=1}^n p_r \log_2\left(\frac{1}{p_r}\right)$$

Trong đó,

r: Số ngành kinh doanh có liên quan tới lĩnh vực kinh doanh chính đang được đầu tư,

p_r: Tỷ lệ của từng tài sản đầu tư vào ngành kinh doanh có liên quan trên tổng tài sản.

Đa dạng hóa đầu tư tài sản ngành không liên quan:

$$UA_DIV = \sum_{u=1}^n p_u \log_2\left(\frac{1}{p_u}\right)$$

Trong đó,

U: Số ngành kinh doanh không liên quan tới lĩnh vực kinh doanh chính đang được đầu tư;

p_u : Tỷ lệ của từng tài sản đầu tư vào ngành kinh doanh có liên quan trên tổng tài sản.

Chỉ tiết đo lường về biến số đa dạng hóa đầu tư tài sản được mô tả tại Phụ lục 2.

3.2.3. Đo lường biến số đa dạng hóa nguồn tài trợ

Có hai loại đa dạng hóa về nguồn vốn cần được đo lường trong nghiên cứu này là đa dạng hóa nguồn vốn chủ sở hữu và đa dạng hóa nguồn tài trợ nợ.

Đa dạng hóa nguồn vốn chủ sở hữu

Đa dạng hóa nguồn vốn chủ sở hữu được tính toán theo các bước như sau:

Bước 1. Phân loại các nguồn hình thành nên vốn chủ sở hữu.

Căn cứ vào lý thuyết người đại diện (Agency Theory), nghiên cứu của Jensen và Meckling (1976), Pedersen và Thomsen (1999), tác giả phân loại nguồn hình thành nên vốn chủ sở hữu theo Bảng 1.

Bảng 1

Phân loại nguồn vốn chủ sở hữu

STT	Tên nguồn
Nguồn 1	Cổ đông nội bộ
Nguồn 2	Cổ đông cá nhân
Nguồn 3	Cổ đông là doanh nghiệp phi tài chính
Nguồn 4	Cổ đông là định chế tài chính phi ngân hàng
Nguồn 5	Cổ đông là ngân hàng
Nguồn 6	Cổ đông là nhà nước

Bước 2. Tính tỷ trọng của từng loại hình nguồn vốn chủ sở hữu trên tổng nguồn vốn

Bước 3. Sử dụng công thức tính Entropy để tính toán tổng mức độ đa dạng hóa nguồn tài trợ vốn chủ sở hữu. Các công thức tính như sau:

$$O_DIV = \sum_{o=1}^n p_o \log_2\left(\frac{1}{p_o}\right)$$

Trong đó;

O_DIV: Mức độ đa dạng hóa nguồn tài trợ vốn chủ sở hữu;

o: Số lượng nguồn hình thành nên vốn chủ sở hữu;

p_o : Tỷ lệ của từng nguồn hình thành nên vốn chủ sở hữu so với tổng nguồn vốn.

Đa dạng hóa nguồn tài trợ nợ

Đa dạng hóa nguồn tài trợ nợ được tính toán theo các bước như sau:

Bước 1. Phân loại các nguồn hình thành nên vốn chủ sở hữu

Căn cứ vào lý thuyết dòng tiền tự do, lý thuyết cấu trúc vốn và nghiên cứu của Rauh và Sufi (2010), tác giả phân loại nguồn hình thành nên nguồn tài trợ nợ theo Bảng 2 như sau:

Bảng 2

Phân loại nguồn tài trợ nợ

STT	Tên nguồn
Nguồn 1	Nợ ngắn hạn ngân hàng
Nguồn 2	Phải trả người bán ngắn hạn
Nguồn 3	Nợ dài hạn ngân hàng
Nguồn 4	Nợ từ phát hành trái phiếu
Nguồn 5	Phải trả người bán dài hạn
Nguồn 6	Nợ khác

Việc phân loại nợ như trên đã tính tới kỳ hạn nợ và thông tin nhạy cảm ẩn chứa trong nợ.

Bước 2. Tính tỷ trọng của từng loại hình nguồn vốn chủ sở hữu trên tổng nguồn vốn

Bước 3. Sử dụng công thức tính Entropy để tính toán tổng mức độ đa dạng hóa nguồn tài trợ nợ. Các công thức tính như sau:

$$D_DIV = \sum_{l=1}^n p_l \log_2 \left(\frac{1}{p_l} \right)$$

Trong đó,

D_DIV : Đa dạng hóa nguồn tài trợ nợ;

l : Số lượng nguồn hình thành nên nợ;

p_l : Tỷ lệ của từng nguồn hình thành nên nợ so với tổng nguồn vốn.

3.2.4. Các biến số kiểm soát

Các biến số kiểm soát tác động tới rủi ro được tác giả chọn lựa từ những nghiên cứu về các nhân tố hoặc từng nhân tố ảnh hưởng tới rủi ro phá sản, đó là 8 biến số gồm: (1) Logarit tổng tài sản – $\ln A$ (Ben-Zion & Shalit, 1975; Dichev, 1998), (2) Tỷ lệ chi phí hoạt động trên doanh thu – SGA_S (Kaplan & Cooper, 1998), (3) Tỷ số thanh toán hiện hành – CR (Dambolena & Khoury, 1980), (4) Chu kỳ luân chuyển tiền – CCC (Deloof, 2003; Juan García-Teruel & Martínez-Solano, 2007), (5) Vòng quay tổng tài sản – AT (Pan & David, 2000), (6) Tỷ lệ vốn hóa thị trường chia vốn chủ sở hữu – PB (Dempsey, 2010), (7) Tỷ lệ dòng tiền hoạt động chia doanh thu – OCF_S (Giacomino & Mielke, 1993), (8) Khả năng thanh toán lãi vay – $EBIT_I$ (Castagna & Matolcsy, 1978; Claessens & cộng sự, 2001).

3.3. Phương pháp ước lượng

Mô hình nghiên cứu được lựa chọn là một dạng mô hình đường dẫn (Path Model) có sử dụng biến trung gian (Mediator) và được gọi là “mô hình biến trung gian” (Mediating Model), đây cũng được coi là một dạng mô hình của SEM (Stata, 2015). Biến số trung gian của mô hình ở đây là đa dạng hóa đầu tư tài sản. Theo Baron và Kenny (1986), Stata (2015), có ba mức tác động của mô hình cần được

tính toán là tác động trực tiếp, tác động gián tiếp, và tổng mức tác động (tác động gián tiếp + tác động trực tiếp).

Tác giả sẽ sử dụng phương pháp “Ước lượng hợp lý cực đại” để ước lượng mô hình SEM và thực hiện các kiểm định mô hình cần thiết như RMSEA, SRMR, TLI, CD. Thêm vào đó là kiểm định phương sai của sai số thay đổi hoặc phần dư có phân phối chuẩn. Nếu mô hình gặp sai phạm về phương sai sai số thay đổi hoặc phần dư không có phân phối chuẩn thì có thể sử dụng mô hình GSEM (Generalized Structural Equation).

Nghiên cứu sẽ sử dụng phần mềm Stata 14 để thực hiện hoạt động phân tích mô hình SEM dành cho dữ liệu bảng cùng với các kiểm định sau hồi quy và thực hiện hồi quy mô hình GSEM trong trường hợp mô hình SEM không vững. Toàn bộ các biến trong mô hình SEM của nghiên cứu là biến quan sát được (Observed Variables) và dữ liệu của mô hình là dữ liệu bảng.

3.4. Dữ liệu nghiên cứu

Tác giả thực hiện nghiên cứu trong phạm vi những doanh nghiệp phi tài chính niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam giai đoạn 2008–2015. Tại Sở Giao dịch Chứng khoán Hà Nội (HNX), số doanh nghiệp được lựa chọn là 258, chiếm 54,9% trên tổng số doanh nghiệp được chọn (tương đương $258 \times 8 = 2.064$ quan sát). Tại Sở Giao dịch Chứng khoán TP.HCM (HOSE), số doanh nghiệp được lựa chọn là 212, chiếm 45,1% trên tổng số doanh nghiệp được chọn (tương đương $212 \times 8 = 1.696$ quan sát). Như vậy, tổng thể sẽ có 470 doanh nghiệp được lựa chọn tính chung cho thị trường chứng khoán Việt Nam với tổng số quan sát qua 8 năm là 3.760 (470×8). Dữ liệu của nghiên cứu là dữ liệu mang tính cân đối (Balanced Panel Data).

4. Kết quả phân tích

4.1. Thống kê mô tả các biến số

Các biến số chính trong mô hình được mô tả tại Bảng 3.

Bảng 3

Thống kê mô tả biến số chính trong mô hình

Biến số	Đơn vị	Nhỏ nhất	Lớn nhất	Trung bình	Độ lệch chuẩn
Đa dạng hóa nguồn tài trợ vốn chủ sở hữu	Bit	0,02	1,01	0,78	0,52
Đa dạng hóa nguồn tài trợ nợ	Bit	0,01	1,03	0,86	0,58
Đa dạng hóa đầu tư tài sản ngành có liên quan	Bit	0,00	1,65	0,83	0,63
Đa dạng hóa đầu tư tài sản ngành không liên quan	Bit	0,00	1,38	0,79	0,54
Rủi ro phá sản	N/A	0,002	0,72	0,186	0,26

Mức độ đa dạng hóa nguồn tài trợ vốn chủ sở hữu có giá trị trung bình là 0,78 (bit), giá trị lớn nhất là 1,01 (bit) và nhỏ nhất là 0,02. Mức độ đa dạng hóa nguồn tài trợ nợ có giá trị trung bình là

0,86 (bit), giá trị lớn nhất là 1,03 (bit) và nhỏ nhất là 0,01. Trong khi đó, mức độ đa dạng hóa đầu tư tài sản ngành có liên quan có giá trị trung bình là 0,83 (bit), giá trị lớn nhất là 1,65 (bit) và nhỏ nhất là 0. Mức độ đa dạng hóa đầu tư tài sản ngành không liên quan có giá trị trung bình là 0,79 (bit), giá trị lớn nhất là 1,38 (bit) và nhỏ nhất là 0. Biến số rủi ro phá sản, hay rủi ro tính tới ngày phá sản tính trung bình trong thời kỳ của một doanh nghiệp là 18,6% (nhỏ nhất là 0,2% và lớn nhất là 72%). Có nghĩa, xác suất phá sản trong vòng một năm tới của một doanh nghiệp đạt trung bình là 18,6%.

4.2. Phân tích hồi quy và thảo luận kết quả

Đầu tiên, tác giả thực hiện hồi quy SEM, sau đó thực hiện các kiểm định cần thiết như: Kiểm định mức phù hợp tổng thể của mô hình (Good-of-Fitness Test), kiểm định phương sai sai số thay đổi, và kiểm định phân phối chuẩn của phần dư. Cuối cùng, trong trường hợp mô hình SEM gặp sai phạm do không thỏa mãn các kiểm định, tác giả sẽ thực hiện các thủ tục xử lý sai phạm mô hình tương ứng với từng trường hợp.

Kết quả kiểm định mức độ phù hợp tổng thể của mô hình được mô tả tại Bảng 4.

Bảng 4

Các chỉ tiêu kiểm định mức độ phù hợp tổng thể của mô hình

Chỉ tiêu kiểm định	p-value
(1) Kiểm định mô hình tương đương	0,000
(2) RMSEA	0,012
(3) CFI	0,911
(4) TLI	0,902
(5) SRMR	0,007
(6) CD	0,639

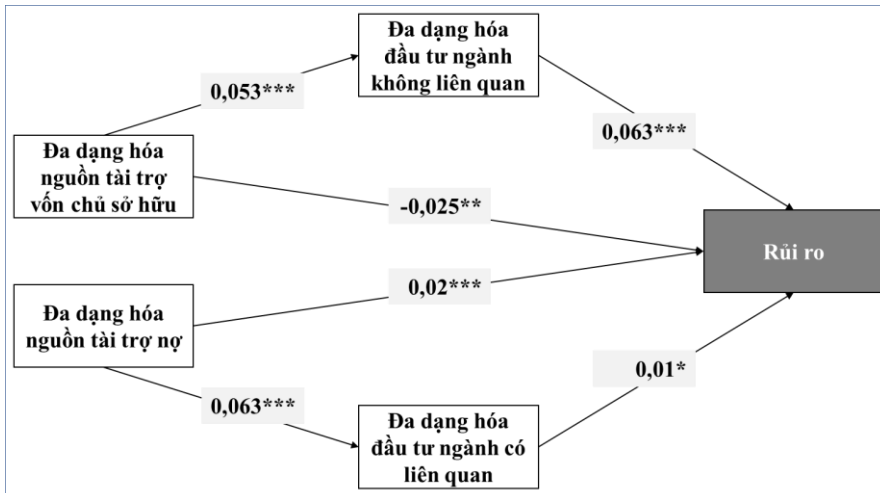
Các chỉ số kiểm định từ (1) tới (6) là các chỉ số nhằm đánh giá mức độ phù hợp tổng thể của mô hình (Goodness-of-Fit Test) và đều đạt theo yêu cầu kiểm định. Ngoài ra, tác giả còn thực hiện kiểm định phương sai sai số thay đổi và kiểm định phân phối chuẩn của phần dư, kết quả như trên Bảng 5.

Bảng 5

Kiểm định phương sai sai số thay đổi và kiểm định phân phối chuẩn

Chỉ tiêu kiểm định	p-value
Kiểm định phương sai sai số thay đổi	0,644
Kiểm định phân phối chuẩn phần dư	0,000

Mô hình không gặp sai phạm về phương sai của sai số thay đổi nhưng phần dư có phân phối không chuẩn, khi đó kết quả hồi quy không chệch nhưng không vững và cần có những thao tác xử lý phù hợp để cải thiện chất lượng mô hình gốc. Tác giả sẽ sử dụng mô hình cấu trúc tuyến tính tổng quát – GSEM để ước lượng lại mô hình trên. Chi tiết kết quả mô hình GSEM được mô tả tại Phụ lục 4. Hình 3 mô tả kết quả ước lượng của các biến số chính trong mô hình.



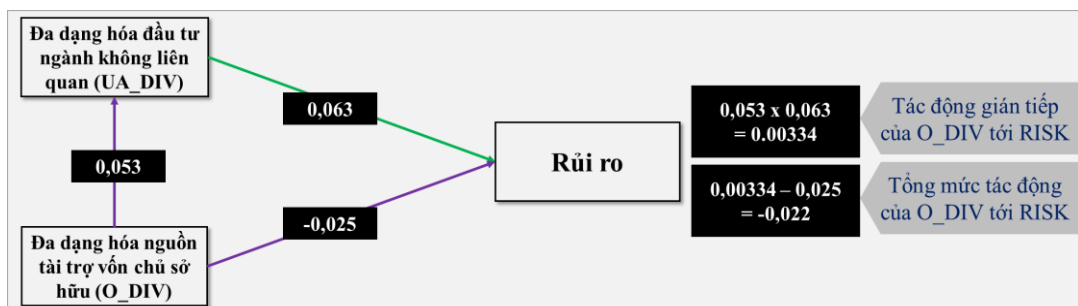
Ghi chú: *, **, *** lần lượt tương ứng mức ý nghĩa 10%, 5% và 1%.

Hình 3. Tóm tắt kết quả ước lượng mô hình GSEM

Căn cứ vào kết quả phân tích hồi quy mô hình GSEM, nghiên cứu thảo luận kết quả hồi quy của từng biến số, đặc biệt là các biến số đại diện cho đa dạng hóa nguồn vốn chủ sở hữu và đa dạng hóa nguồn tài trợ nợ tới rủi ro phá sản.

- Tác động cấu trúc của đa dạng hóa nguồn tài trợ vốn chủ sở hữu tới rủi ro phá sản

Tác động mang tính cấu trúc của O_DIV tới lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu (ROE) bao gồm ba loại tác động là: (1) Tác động trực tiếp từ O_DIV tới RISK, (2) Tác động gián tiếp từ O_DIV tới RISK thông qua tác động trung gian của UA_DIV, và (3) Tổng mức tác động từ O_DIV tới RISK. Kết quả tính toán mức tác động cấu trúc của O_DIV tới RISK được mô tả tóm tắt tại Hình 4.



Hình 4. Tác động cấu trúc của đa dạng hóa nguồn tài trợ vốn chủ sở hữu tới rủi ro

Tác động trực tiếp của O_DIV tới RISK

Từ lý thuyết người đại diện, nghiên cứu kỳ vọng rủi ro phá sản của doanh nghiệp sẽ giảm khi mức độ đa dạng hóa nguồn vốn chủ sở hữu tăng lên (giả thuyết H₃). Kết quả trên thực nghiệm đã ủng hộ giả thuyết này khi mức tác động là $-0,025$ và có ý nghĩa thống kê. Khi đó, nếu O_DIV tăng lên 1 bit thì RISK giảm 2,5%. Hoặc O_DIV tăng lên 0,1 bit thì RISK giảm 0,25%.

Tác động gián tiếp của O_DIV tới RISK thông qua biến trung gian UA_DIV

O_DIV có mức tác động biên tới UA_DIV bằng 0,53 và UA_DIV có mức tác động biên tới RISK bằng 0,063, cả hai mức tác động biên này đều có ý nghĩa thống kê (ủng hộ giả thuyết H₂ và giả thuyết

H₆). Khi đó, mức tác động gián tiếp của O_DIV tới RISK bằng 0,002 ($=0,063 \times 0,027$). Điều này hàm ý, nếu O_DIV tăng 1 bit thì thông qua tác động trung gian của RA_DIV, RISK tăng lên 0,02%.

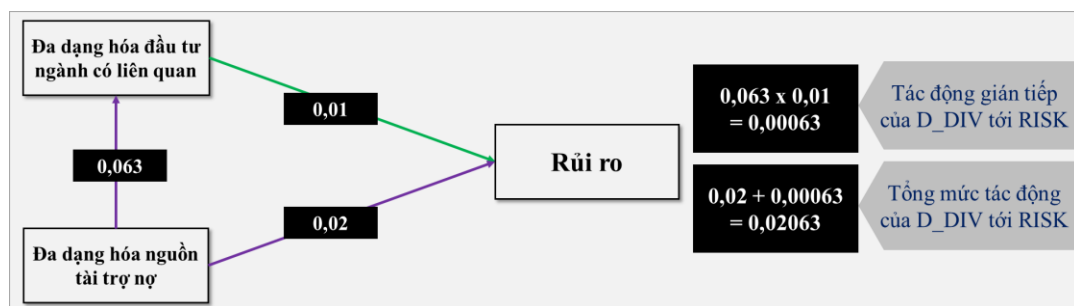
Có thể nhận thấy mức tác động gián tiếp là không lớn vì mức tác động biên từ O_DIV tới UA_DIV rất thấp (bằng 0,053), đồng thời, mức tác động mang tính đòn bẩy của UA_DIV tới RISK cũng khá thấp (bằng 0,063). Có thể lý giải mức tác động biên thấp như sau:

Thứ nhất, có thể tồn tại tác động của độ trễ. Tiến trình đầu tư, đặc biệt là đầu tư ở ngành không liên quan đều mang tính dài hạn và sẽ gặp nhiều khó khăn trong quá trình ra quyết định do đây là một lĩnh vực mới của doanh nghiệp. Khi doanh nghiệp đa dạng hóa nguồn vốn chủ sở hữu thành công thì mới tạo ra sự sẵn có của nguồn vốn. Muốn nguồn vốn này chuyển mạnh vào các dự án đầu tư không liên quan thì cần thêm thời gian.

Thứ hai, mức độ đầu tư vào các dự án có thể không đồng nhất, có những dự án được đầu tư với số lượng vốn lớn nhưng cũng có những dự án lại được đầu tư với quy mô nhỏ nên mức độ đa dạng hóa đầu tư tài sản sẽ không lớn.

- Tác động cấu trúc của đa dạng hóa nguồn tài trợ nợ tới rủi ro phá sản

Tác động cấu trúc của D_DIV tới RISK được tóm tắt trong Hình 5.



Hình 5. Tác động cấu trúc của đa dạng hóa nguồn tài trợ nợ tới rủi ro

- Tác động trực tiếp của D_DIV tới RISK

Nghiên cứu đã kỳ vọng đa dạng hóa nguồn tài trợ nợ sẽ làm gia tăng rủi ro phá sản của doanh nghiệp. Hệ số tác động biên của ước lượng bằng 0,02 và có ý nghĩa thống kê là một minh chứng cho thấy kỳ vọng là đúng (chấp nhận giả thuyết H₄). Khi đó, với mỗi bit gia tăng trong đa dạng hóa nguồn tài trợ nợ sẽ làm rủi ro phá sản tăng 2%; hoặc, doanh nghiệp gia tăng 0,1 bit D_DIV thì RISK sẽ tăng 0,2%. Như vậy, mức gia tăng này cũng khá thấp. Có thể hoạt động đa dạng hóa nguồn tài trợ nợ (gia tăng tỷ trọng nợ so với tổng nguồn vốn và gia tăng số lượng nguồn tài trợ) sẽ làm mức rủi ro tăng lên (do đóng góp của tỷ trọng nợ tăng) nhưng việc có được nhiều nguồn tài trợ khác nhau sẽ giúp doanh nghiệp chủ động hơn về mặt tài chính ở những hoàn cảnh khó khăn và làm giảm đi một phần tác động tiêu cực của D_DIV.

- Tác động gián tiếp của D_DIV tới RISK thông qua biến trung gian RA_DIV

Căn cứ vào kết quả ước lượng, tác động của D_DIV tới RA_DIV bằng 0,063 và có ý nghĩa thống kê (chấp nhận giả thuyết H₁). Ngoài ra, tác động biên của RA_DIV tới RISK bằng 0,01 (ủng hộ giả thuyết H₅). Khi đó, mức tác động gián tiếp của D_DIV tới RISK thông qua biến trung gian RA_DIV bằng 0,063% ($=0,063 \times 0,01$). Mức tác động gián tiếp như thế là thấp và được lý giải là do tác động biên thấp từ D_DIV tới RA_DIV tại phần trình bày trên.

- Tổng mức tác động của D_DIV tới RISK

Tổng mức tác động của D_DIV tới RISK bằng tổng mức tác động trực tiếp và gián tiếp và bằng 2,6063% ($= 0,02 + 0,00063$). Thông qua tác động gián tiếp, tổng mức tác động tăng lên nhưng mức gia tăng không đáng kể.

5. Kết luận và khuyến nghị

5.1. Kết luận

Nghiên cứu này đã thực hiện đánh giá tác động của đa dạng hóa nguồn vốn chủ sở hữu (O_DIV) đến rủi ro (RISK) thông qua biến số trung gian là đa dạng hóa đầu tư tài sản không liên quan (UA_DIV) và đánh giá tác động của đa dạng hóa nguồn tài trợ nợ (D_DIV) tới rủi ro thông qua biến số trung gian là đa dạng hóa đầu tư tài sản có liên quan (RA_DIV). Sau khi phân tích thống kê mô tả, tác giả đã thực hiện ước lượng mô hình SEM và có một số kết quả đáng lưu ý như sau:

Thứ nhất, mô hình ước lượng SEM trong nghiên cứu đã thỏa mãn hầu hết các kiểm định cần thiết ngoại trừ kiểm định phân phối chuẩn phần dư. Từ đây, tác giả đề xuất thực hiện mô hình GSEM để kết quả ước lượng từ mô hình được vững hơn.

Thứ hai, ở góc độ tác động cấu trúc của O_DIV tới RISK, tác giả đã tìm thấy tác động trực tiếp của O_DIV tới RISK với mức tác động biên là $-2,5\%$ và có ý nghĩa thống kê. O_DIV cũng thể hiện tác động gián tiếp tới RISK nhưng mức tác động rất thấp ($0,334\%$). Từ đó, tổng mức tác động của O_DIV tới RISK được tính toán và bằng $-2,20\%$.

Thứ ba, qua tìm hiểu tác động cấu trúc của D_DIV tới RISK cho thấy tác động trực tiếp là dương và mang ý nghĩa thống kê (bằng $2,063\%$) và mức tác động gián tiếp bằng $0,0063\%$ (mức tác động rất thấp). Khi đó tổng mức tác động của D_DIV tới RISK chính bằng mức $2,063\%$.

Thứ tư, đúng như kỳ vọng, mức tác động biên của D_DIV tác động tới RA_DIV cao hơn mức tác động của O_DIV tới UA_DIV

Thứ năm, xét về mức tác động biên tới RISK, mức tác động biên của D_DIV lớn hơn so với UA_DIV ($2,063\%$ so với $-2,20\%$); xét về mức tác động biên tới biến số trung gian, cả O_DIV và D_DIV đều tác động tích cực tới biến trung gian là UA_DIV và RA_DIV.

Thứ sáu, cả hai biến số UA_DIV và RA_DIV đều đóng vai trò là biến trung gian gián tiếp truyền tải tác động của O_DIV và D_DIV tới RISK. Cả hai biến số vừa nêu đều góp phần làm cho RISK tăng lên. Và đúng như kỳ vọng, tác động của UA_DIV tới RISK lớn hơn tác động của RA_DIV tới RISK.

5.2. Khuyến nghị

Căn cứ vào các kết quả phân tích và kết luận, tác giả đưa ra một số đề xuất liên quan tới hoạt động đa dạng hóa nguồn tài trợ của doanh nghiệp như sau:

Thứ nhất, hoạt động đa dạng hóa nguồn tài trợ nợ giúp cho doanh nghiệp linh hoạt trong nguồn vốn để từ đó có thể triển khai các hoạt động đầu tư dễ dàng hơn, đặc biệt là đầu tư vào các ngành có liên quan. Mặc dù đánh đổi là rủi ro sẽ tăng lên nhưng mức tăng rủi ro là không lớn. Việc đầu tư vào các ngành có liên quan sẽ có cơ hội tạo ra hiệu quả trong tương lai. Tuy nhiên, doanh nghiệp cần cần

trọng trong dài hạn vì nghiên cứu này chỉ tìm hiểu tác động trong ngắn hạn nên không lường hết được các tác động tiêu cực trong dài hạn. Việc đa dạng hóa quá mức nguồn tài trợ nợ (mở rộng quy mô nợ so với tổng vốn và mở rộng các nguồn nợ) sẽ có thể gây ra nhiều rủi ro hơn trong dài hạn.

Thứ hai, hoạt động đa dạng hóa nguồn vốn chủ sở hữu giúp ích một phần trong việc giảm rủi ro phá sản. Vì vậy, khi doanh nghiệp cân nhắc tăng mức độ đa dạng hóa nguồn tài trợ nợ thì cũng cần xem xét tăng đa dạng hóa nguồn vốn chủ sở hữu để giảm thiểu tác động đối với rủi ro của đa dạng hóa nguồn tài trợ nợ. Tuy nhiên, doanh nghiệp cần lưu ý là việc đa dạng nguồn vốn chủ sở hữu sẽ tạo ra động lực để các nhà quản trị đầu tư vào các tài sản không liên quan tới hoạt động kinh doanh chính và chính điều này có thể lại tạo ra rủi ro rất lớn trong dài hạn■

Tài liệu tham khảo

- Ai-Ani, M. K. (2013). Effects of assets structure on the financial performance: Evidence from sultanate of Oman. *Paper presented at the 11th EBES Conference*.
- Altman, E. I. (1968). Financial ratios, discriminant analysis and the prediction of corporate bankruptcy. *The Journal of Finance*, 23(4), 589–609.
- Amihud, Y., & Lev, B. (1981). Risk reduction as a managerial motive for conglomerate mergers. *The Bell Journal of Economics*, 12(2), 605–617.
- Ansoff, H. I. (1957). Strategies for diversification. *Harvard Business Review*, 35(5), 113–124.
- Barney, J. (1991). Firm resources and sustained competitive advantage. *Journal of Management*, 17(1), 99–120.
- Baron, R. M., & Kenny, D. A. (1986). The moderator–mediator variable distinction in social psychological research: Conceptual, strategic, and statistical considerations. *Journal of Personality and Social Psychology*, 51(6), 1173.
- Barton, S. L. (1988). Diversification strategy and systematic risk: Another look. *Academy of Management Journal*, 31(1), 166–175.
- Ben-Zion, U., & Shalit, S. S. (1975). Size, leverage, and dividend record as determinants of equity risk. *The Journal of Finance*, 30(4), 1015–1026.
- Berry, C. H. (1971). Corporate growth and diversification. *Journal of Law and Economics*, 14(2), 371–383.
- Berry, C. H. (2015). *Corporate growth and diversification*. New Jersey: Princeton University Press.
- Bettis, R. A. (1981). Performance differences in related and unrelated diversified firms. *Strategic Management Journal*, 2(4), 379–393.
- Booz, A., Allen, J., & Hamilton, C. (1985). *Diversification: a survey of European chief executives*. New York: Allen and Hamilton Inc.
- Brennan, M. J., & Schwartz, E. S. (1978). Corporate income taxes, valuation, and the problem of optimal capital structure. *Journal of Business*, 51(1), 103–114.
- Cantwell, J., Gambardella, A., & Granstrand, O. (2004). *The Economics and Management of Technological Diversification*. London: Routledge.

- Castagna, A., & Matolcsy, Z. (1978). The relationship between accounting variables and systematic risk and the prediction of systematic risk. *Australian Journal of Management*, 3(2), 113–126.
- Chatterjee, S., & Wernerfelt, B. (1991). The link between resources and type of diversification: Theory and evidence. *Strategic Management Journal*, 12(1), 33–48.
- Claessens, S., Djankov, S., & Nenova, T. (2001). Corporate growth and risk around the world (pp. 305–338). In R. Glick, R. Monerno, & M. Spiegel (Eds.). *Financial crises in emerging markets*. Cambridge: Cambridge University Press.
- Dambolena, I. G., & Khoury, S. J. (1980). Ratio stability and corporate failure. *The Journal of Finance*, 35(4), 1017–1026.
- Deloof, M. (2003). Does working capital management affect profitability of Belgian firms? *Journal of Business Finance & Accounting*, 30(3-4), 573–588.
- Demir, F. (2007). Determinants of manufacturing firm profitability under uncertainty and macroeconomic volatility: Evidence from an emerging market. *White paper of Department of Economics, University of Oklahoma*.
- Dempsey, M. (2010). The book-to-market equity ratio as a proxy for risk: Evidence from Australian markets. *Australian Journal of Management*, 35(1), 7–21.
- Dichev, I. D. (1998). Is the risk of bankruptcy a systematic risk? *The Journal of Finance*, 53(3), 1131–1147.
- Dong, Y., Leung, C. K. Y., & Cai, D. (2011). What Drives Fixed Asset Holding and Risk-Adjusted Performance of Corporate in China? An Empirical Analysis. *International Real Estate Review, Asean Real Estate Society*, 15(2), 141–164.
- Giacomino, D. E., & Mielke, D. E. (1993). Cash flows: Another approach to ratio analysis. *Journal of Accountancy*, 175(3), 55.
- Gort, M. (1962). Diversification and integration in American industry. *NBER Books*.
- Jacquemin, A. P., & Berry, C. H. (1979). Entropy measure of diversification and corporate growth. *The Journal of Industrial Economics*, 27(4), 359–369.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305–360.
- Juan García-Teruel, P., & Martínez-Solano, P. (2007). Effects of working capital management on SME profitability. *International Journal of Managerial Finance*, 3(2), 164–177.
- Kaplan, R. S., & Cooper, R. (1998). *Cost & effect: Using integrated cost systems to drive profitability and performance*. Massachusetts: Harvard Business Press.
- Kealhofer, S., & Bohn, J. R. (1998). Portfolio management of default risk. *Net Exposure*, 1(2), 12.
- Khan, M., & Jain, P. (1990). *Financial Management–Tata Mc. Graw Hill, New Delhi*.
- Knecht, M. (2013). *Diversification, Industry Dynamism, and Economic Performance: The Impact of Dynamic-related Diversification on the Multi-business Firm*. Springer Science & Business Media.
- Lubatkin, M., & O'Neill, H. (1987). Merger strategy, antitrust policy, and systematic risk. *Academy of Management Journal*, 30, 665–684.

- McQuown, J. (1997). *Market versus accounting-based measures of default risk*. Option Embedded Bonds, Irwin Professional Publishing, Chicago.
- Merton, R. C. (1974). On the pricing of corporate debt: The risk structure of interest rates. *The Journal of Finance*, 29(2), 449–470.
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *The American Economic Review*, 48(3), 261–297.
- Montgomery, C. A., & Singh, H. (1984). Diversification strategy and systematic risk. *Strategic Management Journal*, 5(2), 181–191.
- Montgomery, C. A., & Wernerfelt, B. (1988). Diversification, Ricardian rents, and Tobin's q. *The Rand Journal of Economics*, 19(4), 623–632.
- Myers, S. C. (1977). Determinants of corporate borrowing. *Journal of Financial Economics*, 5(2), 147–175.
- Palepu, K. (1985). Diversification strategy, profit performance and the entropy measure. *Strategic Management Journal*, 6(3), 239–255.
- Pan, Y., & David, K. T. (2000). The hierarchical model of market entry modes. *Journal of International Business Studies*, 31(4), 535–554.
- Pedersen, T., & Thomsen, S. (1999). Economic and systemic explanations of ownership concentration among Europe's largest companies. *International Journal of the Economics of Business*, 6(3), 367–381.
- Piscitello, L. (2004). Corporate diversification, coherence and economic performance. *Industrial and Corporate Change*, 13(5), 757–787.
- Rajagopalan, S., & Harrigan, K. (1986). Diversification and market performance: In defense of the unrelated diversification strategy. *Paper presented at the 46th Academy of Management annual conference*.
- Rauh, J. D., & Sufi, A. (2010). Capital structure and debt structure. *Review of Financial Studies*, 23(12), 4242–4280.
- Rumelt, R. P. (1974). *Strategy, structure, and economic performance*. Massachusetts: Harvard University Press.
- Rumelt, R. P. (1982). Diversification strategy and profitability. *Strategic Management Journal*, 3(4), 359–369.
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997). A survey of corporate governance. *The Journal of Finance*, 52(2), 737–783.
- Stata, A. a. o. (2015). Stata Base Reference Manual Release 14. *Citeseer*.
- Thomsen, S., & Pedersen, T. (2000). Ownership structure and economic performance in the largest European companies. *Strategic Management Journal*, 21(6), 689–705.
- van Horne, J. C., & Wachowicz, J. (2000). Fundamentals of financial management. *Finance India*, 14(2), 621–622.

- Vasicek, O. A. (1984). *Credit valuation: KMV corporation*. Retrieved from [http://www.scirp.org/\(S\(351jmbntvnsjt1aadkposzje\)\)/reference/ReferencesPapers.aspx?ReferenceID=1202828](http://www.scirp.org/(S(351jmbntvnsjt1aadkposzje))/reference/ReferencesPapers.aspx?ReferenceID=1202828)
- Wernerfelt, B. (1984). A resource-based view of the firm. *Strategic Management Journal*, 5(2), 171–180.

Phụ lục

Phụ lục 1.

Đo lường rủi ro phá sản

Nghiên cứu sử dụng mô hình xác suất phá sản Merton - KMV. Xác suất phá sản trong vòng 1 năm – EDF được tính thông qua 9 bước cụ thể như sau:

Bước 1: Tính toán thu nhập từ cổ phần hàng ngày – r_E

Để tính toán thu nhập từ cổ phần, nghiên cứu sử dụng dữ liệu giá cổ phiếu theo ngày trong vòng 1 năm sau đó tính được thu nhập (lãi lỗ) hàng ngày theo công thức sau:

$$r_E = \ln(P_t/P_{t-1})$$

Bước 2: Tính toán sự biến thiên (độ lệch chuẩn) thu nhập từ cổ phần – σ_E :

$$\sigma_E = \sqrt{E(r_E - \bar{r}_E)^2}$$

Bước 3: Tính toán giá trị thị trường của cổ phiếu – V_E

Giá trị thị trường của cổ phiếu được tính hàng ngày, sau đó được tính trung bình trong một năm:

$$V_E = \text{Số lượng cổ phiếu} \times \text{Giá cổ phiếu}$$

Bước 4. Tính toán lãi suất phi rủi ro – r

Lãi suất phi rủi ro được xác định là lãi suất trái phiếu chính phủ có kỳ hạn 5 năm

Bước 5. Tính toán giá trị sổ sách của nợ – L_B (Book liabilities):

$$L_B = \text{Nợ ngắn hạn} + \text{Nợ dài hạn}$$

Bước 6. Tính toán giá trị thị trường của tài sản – V và mức độ biến thiên của tài sản – σ_E

V và σ_E được tính toán từ mô hình định giá quyền chọn Black-Scholes cho giá trị vốn cổ phần:

$$E = V\Omega(d_{1,t}) - e^{r(T-t)}B. \Omega(d_{2,t})$$

Trong đó:

$$d_1 = \frac{\log\left(\frac{V_0}{B}\right) + \left(r + \frac{\sigma_V^2}{2}\right)T}{\sigma_V\sqrt{T}}; d_2 = d_1 - \sigma_V\sqrt{T}; \Omega \text{ là hàm phân phối chuẩn tích lũy và } E_0 \text{ chính là } V_E \text{ tại}$$

thời điểm 0.

V và σ_E sẽ được tính đồng thời từ mô hình trên thông qua phần mềm R.

Bước 7: Tính toán điểm phá sản – D_{pt}

$$D_{pt} = \text{STD} + 1/2\text{LTD}$$

Trong đó: STD: Nợ ngắn hạn (Short Term Debt), và LTD: Nợ dài hạn (Long Term Debt)

Bước 8. Tính khoảng cách tới phá sản – DD

$$DD = \frac{\ln \frac{V}{D_{pt}} + \left(r - \frac{\sigma_V^2}{2}\right)t}{\sigma_V\sqrt{t}}$$

Do V , σ_E , D_{pt} đã được xác định, ngoài ra t được chọn là 1 năm (khoảng cách tới thời điểm phá sản 1 năm) nên DD được xác định.

Bước 9. Tính xác suất phá sản trong vòng 1 năm – EDF:

$$EDF = Pr = N(-DD)$$

EDF: Xác suất cộng dồn của hàm phân phối chuẩn hóa tại điểm $-DD$. Nếu DD càng lớn thì EDF càng nhỏ và ngược lại. Ví dụ, nếu $DD = 0$, thì $N(-0) = 50\%$ (0 chính là giá trị trung bình trong phân phối chuẩn hóa). Nếu $DD = 2$ thì $N(-2) = 2,28\%$.

$$EDF = Pr = N(-DD)$$

Phụ lục 2.

Đo lường đa dạng hóa đầu tư tài sản

Về mặt tổng quát, đầu tư của doanh nghiệp xuất hiện ở hai dạng chính là đầu tư ngắn hạn và đầu tư dài hạn.

- Đầu tư ngắn hạn bao gồm hai loại chính như sau:

Đầu tư vào nguyên vật liệu: Doanh nghiệp tăng tồn kho nguyên vật liệu. Bằng hoạt động này doanh nghiệp đang tăng hoạt động sản xuất kinh doanh chính. Hàng tồn kho là cầu thành của doanh thu bán hàng và cung cấp dịch vụ, loại doanh thu chính của doanh nghiệp nên hàng tồn kho được phân loại là tài sản phục vụ cho hoạt động sản xuất kinh doanh chính. Nói cách khác, doanh nghiệp không tiến hành đa dạng hóa đầu tư tài sản thông qua hoạt động này.

Đầu tư tài chính ngắn hạn: Đầu tư tài chính ngắn hạn sẽ tạo ra doanh thu tài chính. Do doanh thu tài chính được phân loại là đa dạng hóa kinh doanh ngành không liên quan nên tài sản dùng cho đầu tư tài chính ngắn hạn cũng được phân loại là hoạt động đa dạng hóa đầu tư tài sản không liên quan.

- Đầu tư dài hạn bao gồm ba loại chính:

Đầu tư vào tài sản cố định: Đây là hoạt động đầu tư nhằm mục đích mở rộng hoạt động sản xuất kinh doanh trong dài hạn. Các hoạt động này tồn tại dưới dạng các dự án và được thông qua bởi đại hội đồng cổ đông hoặc hội đồng quản trị. Việc đầu tư này thường có giá trị lớn và kéo dài nhiều năm. Doanh nghiệp có thể thực hiện đầu tư mở rộng ngành kinh doanh chính, ngành kinh doanh có liên quan, hoặc ngành kinh doanh không liên quan. Các hoạt động này được doanh nghiệp thể hiện chi tiết tại thuyết minh báo cáo tài chính và nghiên cứu căn cứ vào đây để phân loại khoản đầu tư nào được coi là đầu tư cho hoạt động sản xuất kinh doanh chính, khoản đầu tư nào được coi là đầu tư cho hoạt động sản xuất có liên quan hoặc không liên quan.

Đầu tư bất động sản: Đối với những doanh nghiệp mà ngành kinh doanh chính (cấp 3) không phải là “Quản lý và phát triển bất động sản (Real Estate Management & Development) và nhóm ngành kinh doanh chính không phải là “Bất động sản” (Real Estate) thì việc đầu tư vào bất động sản được coi là hoạt động đầu tư vào tài sản không liên quan tới ngành kinh doanh chính. Trong báo cáo tài chính, doanh thu từ hoạt động đầu tư bất động sản sẽ được ghi nhận là “thu nhập khác” đối với trường hợp vừa nêu.

Đầu tư tài chính dài hạn: Đầu tư tài chính dài hạn có hai dạng chính: Đầu tư chứng khoán dài hạn và góp vốn vào công ty con hoặc công ty liên kết. Hoạt động đầu tư chứng khoán dài hạn sẽ tạo ra doanh thu tài chính nên được phân loại là đầu tư tài sản vào ngành không liên quan. Hoạt động góp vốn vào công ty con hoặc công ty liên kết nhằm mục đích mở rộng hoạt động sản xuất kinh doanh sẽ có ba dạng: Đầu tư vào công ty con để mở rộng hoạt động sản xuất kinh doanh chính (được phân loại là không đa dạng hóa đầu tư), đầu tư vào công ty con để mở rộng hoạt động sản xuất kinh doanh ngành có liên quan (được phân loại là đa dạng hóa đầu tư tài sản ngành có liên quan), và đầu tư vào công ty con để mở rộng hoạt động sản xuất kinh doanh ngành không liên quan (được phân loại là đa

dạng hóa đầu tư tài sản ngành không liên quan). Giá trị các khoản đầu tư này được mô tả trong thuyết minh báo cáo tài chính.

Căn cứ vào việc phân tích trên, nghiên cứu tổng hợp bảng phân loại các hoạt động đầu tư được phân loại thành ba loại đa dạng hóa đầu tư tài sản như sau:

Phụ lục 3

Phân loại các hoạt động đa dạng hóa đầu tư tài sản

STT	Hoạt động	Phân loại
1	Đầu tư tài chính ngắn hạn	(2) Đa dạng hóa đầu tư tài sản ngành không liên quan
2	Đầu tư hàng tồn kho	(3) Không đa dạng hóa đầu tư tài sản
3	Đầu tư tài sản cố định nhằm mở rộng ngành kinh doanh chính	(3) Không đa dạng hóa đầu tư tài sản
4	Đầu tư tài sản cố định nhằm mở rộng ngành kinh doanh có liên quan	(1) Đa dạng hóa đầu tư tài sản ngành có liên quan
5	Đầu tư tài sản cố định nhằm mở rộng ngành kinh doanh không liên quan	(2) Đa dạng hóa đầu tư tài sản ngành không liên quan
6	Đầu tư bất động sản	(2) Đa dạng hóa đầu tư tài sản ngành không liên quan
7	Đầu tư chứng khoán dài hạn	(2) Đa dạng hóa đầu tư tài sản ngành không liên quan
8	Đầu tư vào công ty con để mở rộng hoạt động sản xuất kinh doanh chính	(3) Không đa dạng hóa đầu tư tài sản
9	Đầu tư vào công ty con để mở rộng hoạt động sản xuất kinh doanh ngành có liên quan	(1) Đa dạng hóa đầu tư tài sản ngành có liên quan
10	Đầu tư vào công ty con để mở rộng hoạt động sản xuất kinh doanh ngành không liên quan	(2) Đa dạng hóa đầu tư tài sản ngành không liên quan

Phụ lục 4

Kết quả ước lượng mô hình GSEM

Ký hiệu	Biến số	Kỳ vọng	Hệ số	Mô hình sai số chuẩn mạnh	P>z
Tác động tới RISK					
UA_DIV	Đa dạng hóa đầu tư tài sản không liên quan	+	0,06265	0,0091	0,000
RA_DIV	Đa dạng hóa đầu tư tài sản có liên quan	–	0,00995	0,0056	0,074
O_DIV	Đa dạng hóa vốn chủ sở hữu	+	–0,02455	0,0097	0,011
D_DIV	Đa dạng hóa tài trợ nợ	+	0,02007	0,0054	0,000
CR	Tỷ số thanh toán hiện hành	–	–0,00106	0,0013	0,423
SGA_S	Tỷ lệ chi phí hoạt động trên doanh thu	+	0,02551	0,0084	0,002

Ký hiệu	Biến số	Kỳ vọng	Hệ số	Mô hình sai số chuẩn mạnh	P>z
EBIT_I	Khả năng thanh toán lãi vay	–	8,31E–08	0,0000	0,300
P_B	Tỷ lệ vốn hóa thị trường chia vốn chủ sở hữu	–	0,01392	0,0051	0,007
LNA	Logarit Tổng tài sản	–	0,00011	0,0005	0,826
CCC	Chu kỳ luân chuyển tiền	+	5,91E–07	0,0000	0,665
OCF_S	Tỷ lệ dòng tiền hoạt động chia doanh thu	–	–0,01053	0,0049	0,032
AT	Vòng quay tổng tài sản	–	–0,00684	0,0053	0,193
Tác động tới UA_DIV					
O_DIV	Đa dạng hóa vốn chủ sở hữu	+	0,05259	0,0172	0,002
Tác động tới RA_DIV					
D_DIV	Đa dạng hóa tài trợ nợ	+	0,06318	0,0219	0,000