

QUAN HỆ PHI TUYẾN GIỮA ĐA DẠNG HÓA QUỐC TẾ VÀ RỦI RO ĐẶC THÙ CỦA CÔNG TY

Lê Trương Niệm*

Trường Đại học Công Thương Thành phố Hồ Chí Minh

*Email: niemlt@huit.edu.vn

Ngày nhận bài: 01/6/2022; Ngày nhận bài sửa: 11/5/2023; Ngày chấp nhận đăng: 30/6/2023

TÓM TẮT

Nghiên cứu này khám phá mối quan hệ giữa đa dạng hóa quốc tế và rủi ro đặc thù của doanh nghiệp thông qua phương pháp định lượng. Dữ liệu gồm 435 công ty trong giai đoạn 2017–2020 được phân tích bằng thống kê mô tả, phân tích tương quan và hồi quy hai giai đoạn theo quy trình Heckman (1979). Kết quả cho thấy mối quan hệ phi tuyến có dạng chữ U ngược giữa mức độ đa dạng hóa quốc tế và rủi ro đặc thù, hàm ý rằng các doanh nghiệp nên kiên trì theo đuổi chiến lược này. Ban đầu, rủi ro gia tăng do thiếu kinh nghiệm tại thị trường mới; tuy nhiên, theo thời gian, doanh nghiệp có thể kiểm soát rủi ro tốt hơn, cải thiện doanh thu và tăng tính linh hoạt dòng tiền nhờ lợi ích từ đa dạng hóa quốc tế.

Từ khóa: Đa dạng hóa quốc tế, rủi ro đặc thù, quan hệ phi tuyến.

1. GIỚI THIỆU

Đa dạng hóa công ty là chủ đề gây tranh luận giữa nhà đầu tư và giới học thuật. Nhà đầu tư có thể giảm rủi ro bằng cách trực tiếp đa dạng hóa danh mục qua nhiều loại tài sản, hoặc gián tiếp thông qua việc đầu tư vào các công ty đã thực hiện đa dạng hóa [1]. Việc nhà đầu tư trực tiếp đa dạng hóa danh mục qua nhiều ngành hoặc thị trường có thể gặp trở ngại như hạn chế trong tiếp cận thông tin, dẫn đến hiểu biết không đầy đủ, và chi phí giao dịch cao do tần suất giao dịch lớn. Những yếu tố này có thể làm cho chiến lược đa dạng hóa trực tiếp kém hiệu quả hơn so với việc đầu tư vào các công ty đã thực hiện đa dạng hóa [2]. Đầu tư vào công ty đã đa dạng hóa giúp nhà đầu tư giảm rủi ro và tiết kiệm chi phí hơn so với việc tự đa dạng hóa danh mục [3].

Tính đến ngày 20/12/2022, Việt Nam có 1.611 dự án đầu tư ra nước ngoài còn hiệu lực với tổng vốn hơn 21,75 tỷ USD, phân bổ tại 29 quốc gia và vùng lãnh thổ [4]. Trong bối cảnh hội nhập quốc tế ngày càng sâu rộng, việc các doanh nghiệp Việt Nam đầu tư ra nước ngoài để mở rộng thị trường, tăng doanh thu và lợi nhuận ngày càng phổ biến, nhưng cũng đối mặt với nhiều rủi ro và thách thức. Các rủi ro này được phân thành hai nhóm: rủi ro hệ thống (như rủi ro chính trị, tỷ giá) và rủi ro đặc thù (như rủi ro xây dựng, bảo trì, gian lận lao động). Bài báo tập trung phân tích mối quan hệ giữa đa dạng hóa quốc tế và rủi ro đặc thù, từ đó đề xuất giải pháp giúp doanh nghiệp nhận diện và kiểm soát các rủi ro này.

Các nghiên cứu về tác động của đa dạng hóa đến rủi ro thường bỏ qua mối quan hệ phi tuyến giữa đa dạng hóa quốc tế và rủi ro đặc thù. Theo tìm hiểu của tác giả, chỉ có nghiên cứu của Song et al. đề cập đến vấn đề này, nhưng phạm vi hạn chế trong ngành nhà hàng và quy mô mẫu nhỏ (41 công ty) [5]. Để lấp đầy khoảng trống nghiên cứu và mở rộng công trình của Song et al., tác giả phân tích mối quan hệ phi tuyến giữa đa dạng hóa quốc tế và rủi ro đặc thù của doanh nghiệp tại thị trường Việt Nam.

Phần lớn nghiên cứu về mối quan hệ giữa đa dạng hóa và rủi ro được thực hiện tại các quốc gia phát triển, trong khi các nghiên cứu tại các nước đang phát triển như Việt Nam còn hạn chế. Tại Việt Nam, chủ đề đa dạng hóa chủ yếu được khai thác dưới góc độ ảnh hưởng đến hiệu quả hoạt động doanh nghiệp, đa dạng hóa và giá thị trường cổ phiếu của các ngân hàng thương mại, đa dạng hóa và giá trị doanh nghiệp trong giai đoạn khủng hoảng tài chính ở Việt Nam [6-9]. Do đó, việc nghiên cứu tác động của đa dạng hóa quốc tế đến rủi ro đặc thù tại Việt Nam là cần thiết nhằm bổ sung và làm phong phú thêm chủ đề này trong bối cảnh quốc gia đang phát triển.

Đa dạng hóa là một quyết định quan trọng, nền tảng và có vai trò quyết định trong sự phát triển công ty [10]. Trong môi trường cạnh tranh khốc liệt hiện nay, các doanh nghiệp cần tìm cách tăng thu nhập và giảm rủi ro, trong đó đa dạng hóa là một lựa chọn tiềm năng. Khi bàn về đa dạng hóa, lý thuyết danh mục hiện đại của Markowitz thường được nhắc đến, với quan điểm rằng đa dạng hóa giúp giảm rủi ro đặc thù. Nghiên cứu này phân tích liệu đa dạng hóa quốc tế có thực sự giúp giảm rủi ro đặc thù của doanh nghiệp, từ đó đánh giá khả năng áp dụng lý thuyết danh mục hiện đại vào bối cảnh đa dạng hóa công ty.

2. LÝ THUYẾT NỀN VÀ CÁC BẰNG CHỨNG THỰC NGHIỆM

2.1. Các khái niệm

Đa dạng hóa quốc tế

Đa dạng hóa quốc tế là việc doanh nghiệp mở rộng đầu tư và hoạt động kinh doanh ra nước ngoài [1, 11]. Vì doanh thu và tài sản của các công ty đa dạng hóa quốc tế phân bố ở nước ngoài, nên tỷ lệ doanh thu nước ngoài trên tổng doanh thu thường được dùng để đo lường mức độ đa dạng hóa quốc tế; tỷ lệ này càng cao, mức độ đa dạng hóa càng lớn [11-13].

Rủi ro đặc thù

Rủi ro đặc thù là những rủi ro ảnh hưởng đến một công ty hoặc ngành cụ thể, không liên quan đến các yếu tố kinh tế hay chính trị mang tính hệ thống. Ví dụ như đình công, cạnh tranh sản phẩm mới, hay đổi mới công nghệ có thể tác động đến lợi nhuận của một công ty mà không ảnh hưởng đến toàn bộ thị trường [14].

Các rủi ro ảnh hưởng đến doanh thu, chi phí, lợi nhuận, dòng tiền, giá cổ phiếu và tỷ suất sinh lời được xếp vào nhóm rủi ro đặc thù, bao gồm: rủi ro xây dựng, rủi ro người lao động gian lận, rủi ro bảo trì, sự thay đổi trong nhu cầu, thị hiếu của khách hàng, sự xuất hiện đối thủ cạnh tranh mới, hàng hóa của công ty đã lỗi thời, sự hài lòng của khách hàng về hàng hóa và dịch vụ của công ty.

2.2. Lý thuyết giải thích mối quan hệ giữa đa dạng hóa quốc tế và rủi ro đặc thù của công ty

Lý thuyết chi phí đại diện

Theo lý thuyết chi phí đại diện, ban lãnh đạo các công ty niêm yết có thể lựa chọn đa dạng hóa quốc tế vì lợi ích cá nhân hơn là vì lợi ích cổ đông. Việc đa dạng hóa giúp họ gia tăng quyền lực, hưởng đặc quyền, và nhận được các khoản thưởng hoặc bồi thường cao hơn khi bị sa thải, giảm rủi ro bị sa thải và vị trí quản lý của họ vững chắc hơn [15-19]. Một số nhà quản lý có xu hướng mở rộng công ty vượt quá quy mô tối ưu nhằm gia tăng vị thế và ảnh hưởng cá nhân. Thay vì phân phối lợi nhuận cho cổ đông, họ có thể đầu tư vào các dự án không hiệu quả, kể cả đa dạng hóa quốc tế, gây ảnh hưởng tiêu cực đến giá trị doanh nghiệp. Aggarwal and Samwick đã chứng minh rằng động cơ đa dạng hóa của nhà quản lý chủ yếu xuất phát từ lợi ích cá nhân, không phải nhằm giảm rủi ro cho công ty [20].

Như vậy, lý thuyết chi phí đại diện cho rằng việc đa dạng hóa công ty sẽ làm gia tăng rủi ro đặc thù của công ty.

Lý thuyết danh mục của Markowitz

Lý thuyết danh mục đầu tư của Markowitz, ban đầu xây dựng cho nhà đầu tư tài chính, đã được nhiều nghiên cứu áp dụng để giải thích đa dạng hóa doanh nghiệp, với hai quan điểm đối lập [21-26].

Ủng hộ lý thuyết danh mục, các tác giả như Smith and Schreiner, Westerfield, Joehnk and Nielsen cho rằng đa dạng hóa quốc tế vào các thị trường có tương quan không hoàn hảo với thị trường nội địa giúp giảm rủi ro tổng thể và ổn định thu nhập doanh nghiệp [23-25].

Một số nghiên cứu cho rằng lý thuyết danh mục đầu tư không phù hợp để giải thích đa dạng hóa quốc tế, vì trong thị trường tài chính, việc thay thế hoặc bổ sung tài sản vào danh mục thường không ảnh hưởng đáng kể đến rủi ro và lợi nhuận của các tài sản khác [26]. Rủi ro đặc thù có thể giảm khi đầu tư vào các tài sản ít tương quan, nhưng điều này không hoàn toàn đúng với đa dạng hóa doanh nghiệp. Các bộ phận trong công ty có thể ảnh hưởng lẫn nhau, và chiến lược của đối thủ cũng tác động đến toàn bộ hoạt động kinh doanh [27]. Hughes et al. cho rằng đa dạng hóa quốc tế có thể giúp giảm cả rủi ro hệ

thông và rủi ro đặc thù, trong đó rủi ro hệ thống không thể được lý thuyết danh mục đầu tư của Markowitz giải thích [28].

Như vậy, lý thuyết danh mục cho rằng đa dạng hóa giúp giảm rủi ro đặc thù của công ty.

2.3. Bằng chứng thực nghiệm về sự tác động của đa dạng hóa quốc tế đến rủi ro

Mammen và cộng sự nghiên cứu tác động của đa dạng hóa sản phẩm và đa dạng hóa quốc tế đến rủi ro doanh nghiệp, sử dụng thước đo entropy và tỷ lệ doanh số ngoài Bắc Mỹ để đo lường. Rủi ro được xác định qua độ lệch chuẩn lợi nhuận cổ phiếu hàng ngày. Các biến kiểm soát gồm quy mô (số lao động), hiệu quả hoạt động (ROA) và đòn bẩy tài chính (tổng nợ/tổng tài sản). Nghiên cứu sử dụng phương pháp GMM trên dữ liệu bảng động của 405 công ty giai đoạn 2001–2010 (2.743 quan sát). Kết quả cho thấy đa dạng hóa sản phẩm giúp giảm rủi ro, trong khi đa dạng hóa quốc tế lại làm tăng rủi ro doanh nghiệp [29].

Đầu năm 2018, Vũ Hữu Thành, Nguyễn Minh Hà và Nguyễn Minh Kiều công bố nghiên cứu về đa dạng hóa ngành có liên quan và không liên quan, sử dụng mô hình cấu trúc tuyến tính (SEM) trên dữ liệu 470 công ty phi tài chính niêm yết tại Việt Nam giai đoạn 2008–2015 (3.760 quan sát). Kết quả cho thấy đa dạng hóa ngành có liên quan làm tăng rủi ro phá sản. Nhóm tác giả tiếp cận đa dạng hóa qua hai góc độ: nguồn tài trợ và đầu tư tài sản, đồng thời xác định vai trò trung gian của đa dạng hóa đầu tư tài sản trong mối quan hệ giữa đa dạng hóa nguồn tài trợ và rủi ro. Nghiên cứu sử dụng mô hình GSEM để kiểm định cả tác động trực tiếp và gián tiếp của các biến này đến rủi ro doanh nghiệp [30].

Lubatkin and Chatterjee nghiên cứu việc áp dụng lý thuyết danh mục hiện đại để giải thích đa dạng hóa doanh nghiệp, sử dụng mô hình CAPM và hồi quy OLS trên dữ liệu tỷ suất sinh lời cổ phiếu hàng ngày trong 150 phiên giao dịch đầu tiên để ước tính rủi ro đặc thù qua độ lệch chuẩn của sai số ngẫu nhiên. Kết quả cho thấy mối quan hệ phi tuyến hình chữ U giữa đa dạng hóa và rủi ro đặc thù của công ty [31].

Chen and Steiner phân tích vấn đề đại diện trong các công ty đa dạng hóa và phát hiện, qua kiểm định t, rằng các công ty không đa dạng hóa có rủi ro đặc thù cao hơn. Rủi ro được đo bằng độ lệch chuẩn của phân tử từ mô hình thị trường. Kết quả nghiên cứu phù hợp với lý thuyết dòng tiền tự do của Jensen [32].

Từ các nghiên cứu thực nghiệm, có thể thấy chủ đề đa dạng hóa và rủi ro thu hút sự quan tâm của giới nghiên cứu trong và ngoài nước. Các công trình trước đây chủ yếu phân tích đa dạng hóa sản phẩm, ngành kinh doanh và quốc tế theo mối quan hệ tuyến tính hoặc phi tuyến, với nhiều phương pháp khác nhau. Tuy nhiên, theo tìm hiểu của tác giả, chưa có nghiên cứu nào tại Việt Nam xem xét mối quan hệ phi tuyến giữa đa dạng hóa quốc tế và rủi ro đặc thù bằng phương pháp hồi quy hai bước của Heckman. Do đó, nghiên cứu này nhằm bổ sung bằng chứng thực nghiệm tại thị trường Việt Nam, góp phần làm phong phú thêm tài liệu nghiên cứu quốc tế về chủ đề này.

3. MÔ HÌNH, PHƯƠNG PHÁP VÀ DỮ LIỆU NGHIÊN CỨU

3.1. Mô hình nghiên cứu

Mô hình ước lượng rủi ro đặc thù

Kế thừa Krapl (2015), nghiên cứu ước lượng rủi ro đặc thù bằng mô hình thị trường [11].

$$R_{it} = \alpha_{it} + \beta_{it}R_{mt} + \varepsilon_{it} \quad (\text{mô hình 1})$$

Với R_{it} : là tỷ suất sinh lời của cổ phiếu công ty thứ i thời điểm t

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

R_{mt} : là tỷ suất sinh lời của thị trường thời điểm t , nếu công ty niêm yết trên Sở Giao Dịch Chứng Khoán Thành phố Hồ Chí Minh thì R_{mt} là chỉ số VNIndex, nếu công ty niêm yết trên Sở Giao Dịch Chứng Khoán Hà Nội thì R_{mt} là chỉ số HNX Index.

Rủi ro đặc thù của mỗi công ty được xác định là độ lệch chuẩn của phần dư (ε_{it}), thu được từ việc ước lượng mô hình 1 theo từng năm và cho từng công ty. Để thực hiện, tác giả sử dụng dữ liệu giá cổ phiếu điều chỉnh hàng ngày để tính tỷ suất sinh lời, sau đó ước lượng mô hình nhằm thu thập phần dư. Tiếp theo, tác giả nhân độ lệch chuẩn của phần dư với căn bậc 2 của số ngày giao dịch trong năm, bình quân mỗi năm có 250 ngày giao dịch để có rủi ro đặc thù hàng năm của công ty, ký hiệu là IDIRISK [1].

Mô hình probit xác định đặc điểm công ty đa dạng hóa

Dựa trên Dastidar (2009) và Villalonga (2004), tác giả tiến hành ước lượng mô hình lựa chọn nhằm thu thập tỷ lệ Mill's nghịch đảo [34,35].

$$DUMDIV_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 LOGTTS_{it} + \alpha_2 EBITSALES_{it} + \alpha_3 CAPX_{it} + \alpha_4 PNDIV_{it} + \alpha_5 PSDIV_{it} + \alpha_6 GDP_{it} + \varepsilon_{it} \quad (\text{mô hình 2})$$

DUMDIV là biến giả nhận giá trị 1 nếu công ty đa dạng hóa quốc tế, và 0 nếu không. Dựa trên các nghiên cứu trước, tác giả đưa vào mô hình các yếu tố thuộc công ty, ngành và vĩ mô có ảnh hưởng đến quyết định đa dạng hóa như sau:

Đặc điểm công ty gồm quy mô, được đo bằng logarit tổng tài sản (LOGTTS); các công ty quy mô lớn thường có khả năng đa dạng hóa quốc tế cao hơn [35]. EBITSALES đại diện cho khả năng sinh lời của công ty. Theo Campa and Kedia, các công ty có lợi nhuận thấp có xu hướng đa dạng hóa quốc tế để tìm kiếm cơ hội sinh lời. Đồng thời, mức đầu tư trong nước (CAPX) cao có mối quan hệ nghịch chiều với khả năng đa dạng hóa quốc tế. PNDIV và PSDIV là hai biến phản ánh đặc điểm ngành, cho thấy các công ty trong ngành có tỷ lệ đa dạng hóa quốc tế cao thường có xu hướng thực hiện đa dạng hóa quốc tế [36]. Jafarinejad et al. chỉ ra rằng tăng trưởng GDP có tác động nghịch chiều đến khả năng đa dạng hóa quốc tế của công ty [1].

Mô hình phi tuyến được sử dụng để phân tích tác động của đa dạng hóa quốc tế đến rủi ro đặc thù của công ty như sau:

$$IDIRISK_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 FSALE_{it} + \alpha_2 FSALE_{it}^2 + \alpha_3 LNMKCAP_{it} + \alpha_4 LEV_{it} + \alpha_5 LIQ_{it} + \alpha_6 ROA_{it} + \alpha_7 EFF_{it} + \alpha_8 CAPINT_{it} + \alpha_9 MB_{it} + \alpha_{10} IMR_{it} + \varepsilon_{it} \quad (\text{mô hình 3})$$

Rủi ro đặc thù của công ty (IDIRISK) được xác định là độ lệch chuẩn của phần dư, thu được từ việc ước lượng mô hình 1.

$FSALE_{it}$: Tỷ lệ doanh thu nước ngoài trên tổng doanh thu, đại diện đa dạng hóa quốc tế

$FSALE_{it}^2$: bình phương $FSALE_{it}$, nghiên cứu mối quan hệ phi tuyến

Tác động của đa dạng hóa khu vực địa lý đến rủi ro đặc thù của công ty

Có ít nghiên cứu về tác động của đa dạng hóa khu vực địa lý đến rủi ro đặc thù của công ty. Jafarinejad et al. cho rằng đa dạng hóa khu vực địa lý giúp giảm rủi ro đặc thù, dựa trên dữ liệu tại Mỹ giai đoạn 1998–2016 và phương pháp định lượng gồm thống kê mô tả, phân tích tương quan và hồi quy dữ liệu bảng [1]. Krapl sử dụng dữ liệu từ tất cả các công ty niêm yết trên Nasdaq, Amex và NYSE giai đoạn 1980–2011 để phân tích đa dạng hóa khu vực địa lý. Tác giả đo lường bằng (i) tỷ lệ doanh thu và (ii) tài sản nước ngoài, (iii) số bộ phận khu vực địa lý, và (iv) hệ số nhạy cảm tỷ giá (FX exposure) từ mô hình một nhân tố. Rủi ro đặc thù được ước tính bằng mô hình CAPM, kết quả cho thấy đa dạng hóa khu vực địa lý làm tăng rủi ro đặc thù [11]. R. Goldberg and Heflin cho rằng đa dạng hóa khu vực địa lý giúp giảm rủi ro hệ thống nhưng lại làm tăng tổng rủi ro, qua đó gián tiếp cho thấy rủi ro đặc thù cũng tăng, do tổng rủi ro gồm rủi ro hệ thống và rủi ro đặc thù [37].

Ban đầu, khi đa dạng hóa quốc tế, công ty đối mặt với nhiều rủi ro như xây dựng cơ sở hạ tầng, vận hành máy móc mới, tuyển dụng lao động địa phương, và thiếu kinh nghiệm thị trường, dẫn đến chi phí phát sinh và gia tăng rủi ro đặc thù. Tuy nhiên, sau một thời gian hoạt động, công ty dần kiểm soát tốt các rủi ro này, thích nghi với thị trường nước ngoài, doanh thu tăng, từ đó rủi ro đặc thù giảm. Giả thuyết đề xuất như sau:

H1: Giữa đa dạng hóa quốc tế và rủi ro đặc thù có mối quan hệ hình chữ U ngược, ban đầu đa dạng hóa quốc tế làm gia tăng rủi ro đặc thù công ty nhưng sau đó giảm rủi ro đặc thù công ty.

Các biến kiểm soát

Quy mô công ty LNMKCAP (-)

LNMKCAP, đo bằng logarit vốn hóa thị trường, phản ánh lợi thế kinh tế theo quy mô và sức mạnh thị trường. Theo Hitt et al., quy mô lớn giúp công ty tận dụng nhiều cơ hội trong hoạt động đa dạng, từ đó giảm rủi ro [38]. Vì vậy, nghiên cứu đặt giả thuyết H2: công ty có quy mô càng lớn thì rủi ro đặc thù càng thấp.

Đòn bẩy tài chính LEV (+)

LEV, đo bằng tỷ lệ nợ phải trả trên tổng tài sản, phản ánh cấu trúc vốn của công ty. Theo Aabo et al., đòn bẩy tài chính có tác động cùng chiều đến rủi ro đặc thù—công ty sử dụng nhiều nợ thường có rủi ro đặc thù cao hơn [39]. Một lý do công ty vay nợ là để hưởng lợi từ tầm chắn thuế lãi vay. Tuy nhiên, vay nợ quá mức có thể khiến thị trường đánh giá tiêu cực về năng lực tài chính. Do đó, nghiên cứu này giả định rằng đòn bẩy tài chính có tác động cùng chiều đến rủi ro đặc thù của công ty (giả thuyết H3).

Khả năng thanh khoản LIQ (-)

LIQ, đo bằng tỷ lệ tài sản ngắn hạn trên nợ ngắn hạn, phản ánh khả năng thanh khoản của công ty. Theo Beaver et al. và Logue and Merville, thanh khoản tốt giúp công ty đáp ứng nghĩa vụ nợ đúng hạn, từ đó làm giảm rủi ro đặc thù [40–41]. Do đó, nghiên cứu đặt giả thuyết rằng khả năng thanh khoản tốt sẽ giúp giảm rủi ro đặc thù của công ty (giả thuyết H4).

Khả năng sinh lời ROA (-)

ROA, tính bằng lãi ròng chia cho tổng tài sản, phản ánh khả năng sinh lời của công ty. Theo Barton, khả năng sinh lời cao có tác động ngược chiều đến rủi ro đặc thù, giúp công ty giảm thiểu rủi ro này [42]. Vì vậy, nghiên cứu đặt giả thuyết H5: công ty có khả năng sinh lời càng cao thì rủi ro đặc thù càng thấp.

Hiệu quả hoạt động EFF (-)

Kế thừa Logue and Merville và Krapl, tác giả sử dụng hiệu quả hoạt động làm biến kiểm soát, với kỳ vọng rằng biến này có tác động ngược chiều đến rủi ro đặc thù của công ty (giả thuyết H6) [11,41]. EFF, đo bằng doanh thu thuần chia cho tổng tài sản, phản ánh hiệu quả hoạt động của công ty.

Cơ cấu chi phí CAPINT (+)

CAPINT, đo bằng tỷ lệ tài sản cố định trên tổng tài sản, phản ánh tỷ lệ chi phí cố định trong cơ cấu chi phí. Các nghiên cứu trước cho thấy tác động chưa rõ ràng của biến này đến rủi ro đặc thù. Ví dụ, Lev cho rằng chi phí cố định cao làm tăng rủi ro đặc thù của công ty [43]. Theo lý thuyết tài chính doanh nghiệp, việc sử dụng đòn cân định phí có thể làm gia tăng rủi ro cho công ty, nhưng công ty này có thể đạt lợi nhuận cao khi điều kiện kinh doanh thuận lợi, nhưng sẽ chịu lỗ lớn nếu gặp bất lợi [44]. Do đó, nghiên cứu đặt giả thuyết H7: cơ cấu chi phí có tác động cùng chiều đến rủi ro đặc thù của công ty.

Cơ hội tăng trưởng (MB) (+)

MB, đo bằng tỷ lệ giá trị thị trường trên giá trị sổ sách vốn chủ sở hữu, phản ánh cơ hội tăng trưởng của công ty. Biến này được sử dụng trong các nghiên cứu của Krapl và Reeb et al. [11-13]. Dựa trên các nghiên cứu trước, tác giả kỳ vọng cơ hội tăng trưởng có mối quan hệ cùng chiều với rủi ro đặc thù của công ty (giả thuyết H8) [40, 41].

IMR – tỷ lệ Mill’s nghịch đảo thu được từ mô hình 2 nhằm hiệu chỉnh sai lệch tự chọn trong dự đoán khả năng đa dạng hóa quốc tế.

3.2. Phương pháp nghiên cứu

Tác giả áp dụng phương pháp định lượng gồm thống kê mô tả, phân tích tương quan và hồi quy hai giai đoạn Heckman (1979) để xử lý sai lệch tự chọn trong quyết định đa dạng hóa – vốn là lựa chọn có chủ ý của công ty [33, 35, 36]. Các yếu tố thúc đẩy đa dạng hóa quốc tế có thể đồng thời ảnh hưởng đến rủi ro đặc thù, khiến biến đa dạng hóa tương quan với sai số của mô hình. Do đó, phương pháp hồi quy tuyến tính thông thường không còn phù hợp [33]. Phương pháp hồi quy hai giai đoạn Heckman xem sai lệch lựa chọn là vấn đề biến bị bỏ sót và hiệu chỉnh bằng cách đưa tỷ lệ Mill’s nghịch đảo (IMR) vào mô hình. IMR được tính từ hồi quy probit ở bước 1 và đưa vào bước 2 – mô hình dữ liệu bảng phân tích tác động của đa dạng hóa đến rủi ro đặc thù. Với dữ liệu bảng gồm 435 công ty trong 4 năm (2017–2020), tác giả sử dụng ba mô hình: pooled OLS, FEM và REM, sau đó thực hiện kiểm định để chọn mô hình phù hợp nhất. Nếu mô hình được chọn không có khuyết tật, kết quả sẽ được sử dụng để báo cáo và thảo luận. Ngược lại, nếu có khuyết tật như tự tương quan, phương sai sai số thay đổi hay phụ thuộc chéo, tác giả sẽ tiến hành hiệu chỉnh tương ứng.

3.3. Dữ liệu nghiên cứu

Nghiên cứu sử dụng dữ liệu từ năm 2017 đến 2020 của 435 công ty phi tài chính niêm yết trên HOSE và HNX, với tổng cộng 1.740 quan sát. Các công ty tài chính bị loại bỏ do đặc thù tài chính khác biệt. Mẫu nghiên cứu gồm các công ty có báo cáo đầy đủ và liên tục trong giai đoạn này. Khoảng thời gian 4 năm được xem là đủ dài và phù hợp với thông lệ trong các nghiên cứu thực nghiệm trong nước và quốc tế.

4. KẾT QUẢ NGHIÊN CỨU VÀ THẢO LUẬN

4.1. Đặc điểm của các công ty đa dạng hóa quốc tế

Bảng 1 trình bày kết quả hồi quy mô hình 2. Kết quả cho thấy quy mô công ty (LOGTTS) càng lớn thì khả năng đa dạng hóa càng cao, với mức ý nghĩa 1%. Ngoài ra, với độ tin cậy 95%, các công ty hoạt động trong ngành có nhiều doanh nghiệp đa dạng hóa quốc tế thì khả năng đa dạng hóa quốc tế của họ lại thấp hơn.

Bảng 1. Kết quả hồi quy mô hình 2

Log likelihood = -1078.24					Số quan sát =	1740
					LR chi2(6) =	32,77
					Prob > chi2 =	0,0000
					Pseudo R2 =	0,0174
DUMDIV	Hệ số	Sai số chuẩn	Giá trị thống kê z	P>z	Khoảng tin cậy 95%	
LOGTTS	0,2406***	0,0526	4,58	0,000	0,1376	0,3436
EBITSALES	0,0000	0,0000	-0,06	0,949	0,0000	0,0000
CAPX	-0,0005	0,0013	-0,42	0,677	-0,0030	0,0019
PNDIV	0,0683	0,3546	0,19	0,847	-0,6266	0,7633
PSDIV	-0,6063**	0,2724	-2,23	0,026	-1,1402	-0,0724
GDP	-4,6013	10,6199	-0,43	0,665	-25,4160	16,2133
_CONS	-2,9883***	0,9336	-3,20	0,001	-4,8181	-1,1586

Nguồn: Phân tích của tác giả dựa trên dữ liệu 435 công ty thời kỳ 2017-2020
*, **, và *** lần lượt tương ứng với các mức ý nghĩa 10%, 5%, và 1%.

Dựa trên kết quả ước lượng mô hình 2, tác giả xác định tỷ lệ Mill's nghịch đảo đưa vào mô hình 3 nhằm điều chỉnh sai lệch tự chọn.

4.2. Kết quả phân tích đa dạng hóa quốc tế và rủi ro đặc thù

Thông kê mô tả

Bảng 2 trình bày thống kê mô tả các biến trong mô hình 3. Trung bình rủi ro đặc thù của các công ty trong 4 năm là 50,43%. Chỉ số đa dạng hóa quốc tế (FSALE) đạt 3,77%, quy mô công ty (LNMKCAP) là 11,53. Nợ phải trả chiếm 48,84% tổng tài sản, khả năng thanh khoản trung bình là 2,61. Tỷ lệ lãi ròng đạt 5,88%, hiệu quả hoạt động là 1,1, chi phí cố định chiếm 21,54%, và tỷ lệ thị giá/thư giá trung bình là 1,17 lần.

Bảng 2. Thống kê mô tả các biến trong mô hình 3

Biến	Số quan sát	Trung bình	Độ lệch chuẩn	Giá trị nhỏ nhất	Giá trị lớn nhất
IDIRISK	1740	0,5043	0,1972	0,1421	1,2973
FSALE	1740	0,0377	0,1373	0,0000	0,9739
FSALE2	1740	0,0202	0,0960	0,0000	0,9485
LNMKCAP	1740	11,5295	0,7326	9,5798	14,4811
LEV	1740	0,4888	0,2227	0,0061	0,9929
LIQ	1740	2,6116	3,8819	0,0159	67,1364
ROA	1740	0,0588	0,0930	-1,7787	0,7837
EFF	1740	1,1061	0,9870	-0,0032	9,3651
CAPINT	1740	0,2154	0,1971	0,0000	0,9244
MB	1740	1,1708	1,3659	0,0676	35,3787
IMR	1740	1,3339	0,1692	0,7816	4,3345

Nguồn: Phân tích của tác giả dựa trên dữ liệu 435 công ty thời kỳ 2017-2020

Phân tích tương quan

Bảng 3 cho thấy đa dạng hóa quốc tế, quy mô công ty, khả năng sinh lời, cơ cấu chi phí và cơ hội tăng trưởng có mối quan hệ ngược chiều với rủi ro đặc thù. Ngược lại, đòn bẩy tài chính, khả năng thanh khoản và hiệu quả hoạt động có quan hệ cùng chiều. Tuy nhiên, để xác định ý nghĩa thống kê của các mối quan hệ này, cần xem xét kết quả hồi quy trong phần tiếp theo.

Theo chuẩn Farrar and Glauber (1967), với ngưỡng 0,8 và kết quả phân tích tương quan ở Bảng 3, có thể kết luận không có đa cộng tuyến nghiêm trọng giữa các biến độc lập do hệ số tương quan đều dưới 0,8 [45].

Bảng 3. Ma trận tương quan giữa các biến trong mô hình 3

	IDIRISK	FSALE	LNMKCAP	LEV	LIQ	ROA	EFF	CAPINT	MB	IMR
IDIRISK	1,00									
FSALE	-0,01	1,00								
LNMKCAP	-0,53	0,07	1,00							
LEV	0,07	0,05	-0,04	1,00						
LIQ	0,02	-0,03	-0,06	-0,51	1,00					
ROA	-0,16	0,00	0,26	-0,33	0,14	1,00				
EFF	0,09	0,01	-0,08	0,02	-0,11	0,20	1,00			
CAPINT	-0,01	0,06	0,11	-0,02	-0,12	0,03	0,06	1,00		
MB	-0,05	0,01	0,38	-0,04	0,02	0,28	0,12	0,07	1,00	
IMR	0,34	-0,13	-0,55	-0,15	0,11	-0,01	0,04	-0,05	-0,12	1,00

Nguồn: Phân tích của tác giả dựa trên dữ liệu 435 công ty thời kỳ 2017-2020

Bảng 4 cho thấy FSALE có tác động cùng chiều đến rủi ro đặc thù với mức ý nghĩa 1% trong mô hình pooled OLS và 5% trong mô hình REM. Biến bình phương FSALE² có tác động ngược chiều, ý nghĩa ở mức 1% (OLS) và 10% (REM). Quy mô công ty (LNMKCAP) ảnh hưởng ngược chiều với mức ý nghĩa 1% trong cả hai mô hình. Đòn bẩy tài chính (LEV) tác động cùng chiều (OLS, 5%), ROA tác động ngược chiều (OLS, 1%), hiệu quả hoạt động (EFF) tác động ngược chiều (FEM, 1%). Cơ cấu chi phí CAPINT tác động cùng chiều lên rủi ro đặc thù của công ty trong dạng mô hình pooled OLS với mức ý nghĩa 10%. Cơ hội tăng trưởng MB tác động cùng chiều lên rủi ro đặc thù của công ty trong dạng mô hình pooled OLS và REM với mức ý nghĩa 1% nhưng với mức ý nghĩa 10% trong dạng mô hình

FEM. Tuy nhiên, đây chưa phải là kết quả chính thức. Phần tiếp theo sẽ trình bày các kiểm định lựa chọn mô hình và kiểm định khuyết tật, được thể hiện trong Bảng 5 và Bảng 6.

Bảng 4. Kết quả hồi quy pooled OLS, FEM và REM mô hình 3 với IDIRISK là biến phụ thuộc

Mô hình	pooled OLS			FEM			REM		
	Hệ số	Sai số chuẩn	P>t	Hệ số	Sai số chuẩn	P>t	Hệ số	Sai số chuẩn	P>z
FSALE	0,2815***	0,0907	0,002	0,1930	0,1456	0,185	0,2213**	0,1075	0,039
FSALE ²	-0,3489***	0,1293	0,007	-0,1817	0,1838	0,323	-0,2644*	0,1473	0,073
LNMKCAP	-0,1444***	0,0073	0,000	0,0044	0,0185	0,813	-0,1197***	0,0092	0,000
LEV	0,0460**	0,0219	0,036	-0,0242	0,0450	0,590	0,0347	0,0278	0,213
LIQ	0,0013	0,0012	0,266	0,0013	0,0013	0,308	0,0018	0,0012	0,133
ROA	-0,1319***	0,0486	0,007	-0,0041	0,0511	0,937	-0,0009	0,0458	0,985
EFF	0,0069	0,0042	0,100	-0,0322***	0,0107	0,003	0,0002	0,0059	0,976
CAPINT	0,0364*	0,0203	0,074	0,0321	0,0472	0,497	0,0207	0,0279	0,457
MB	0,0241***	0,0032	0,000	0,0056*	0,0032	0,082	0,0137***	0,0029	0,000
IMR	0,0857***	0,0289	0,003	0,0419	0,0302	0,166	0,0726***	0,0274	0,008
_CONS	1,9890***	0,1115	0,000	0,4252*	0,2231	0,057	1,7426***	0,1260	0,000
Số quan sát = 1740; F(10, 1729) = 79,83; Prob > F = 0,0000			Số quan sát = 1740; F(10, 1295) = 1,72; Prob > F = 0,0708			Số quan sát = 1740; Wald chi ² (10) = 250,50; Prob > chi ² = 0,0000			
***, ** và * lần lượt tương ứng với các mức ý nghĩa 1%, 5% và 10%									

Dựa trên kết quả kiểm định lựa chọn mô hình (Bảng 5), mô hình ảnh hưởng cố định (FEM) được xác định là phù hợp nhất trong ba mô hình: pooled OLS, FEM và REM. Tiếp theo, tác giả tiến hành kiểm định các khuyết tật của mô hình FEM, kết quả được trình bày ở Bảng 6.

Bảng 5. Các kiểm định lựa chọn mô hình 3

Loại kiểm định	Giá trị thống kê	Giá trị P	Giữa	Chọn
Kiểm định F	F(434, 1295) = 5,87	Prob > F = 0,0000	Pooled OLS và FEM	FEM
Kiểm định Hausman	chi ² (10) = 115,86	Prob > chi ² = 0,0000	FEM và REM	FEM
Kiểm định LM	Chibar ² (01) = 670,81	Prob > Chibar ² = 0,0000	Pooled OLS và REM	REM

Bảng 6 cho thấy mô hình FEM của mô hình 3 tồn tại các khuyết tật như tự tương quan, phương sai sai số thay đổi và phụ thuộc chéo. Để khắc phục và tăng độ tin cậy của kết quả, tác giả sử dụng hồi quy với sai số chuẩn Driscoll & Kraay, kết quả được trình bày ở Bảng 7.

Bảng 6. Các kiểm định khuyết tật mô hình 3

Loại kiểm định	Trị thống kê	Giá trị P	Kết luận
Tự tương quan	F(1, 434) = 52,518	Prob > F = 0,0000	Tồn tại tự tương quan
Phương sai sai số thay đổi	chi ² (435) = 3,0e+05	Prob > chi ² = 0,0000	Tồn tại phương sai sai số thay đổi
Phụ thuộc chéo	Pesaran's test = 3,330	Pr = 0,0009	Tồn tại phụ thuộc chéo

Bảng 7 cho thấy tồn tại mối quan hệ phi tuyến dạng chữ U ngược giữa đa dạng hóa quốc tế và rủi ro đặc thù với mức ý nghĩa 1%. Biến FSALE² và quy mô công ty (LNMKCAP) có tác động ngược chiều (1%), trong khi FSALE và cơ hội tăng trưởng (MB) tác động cùng chiều (5%). ROA tác động ngược chiều (5%), còn LEV và EFF tác động cùng chiều với rủi ro đặc thù ở mức ý nghĩa 10%.

Bảng 7. Kết quả hồi quy mô hình 3 với sai số chuẩn D&K

IDIRISK	Hệ số	Sai số chuẩn D&K	Giá trị thống kê t	P>t	Khoảng tin cậy 95%	
FSALE	0,2815**	0,0877	3,210	0,049	0,0022	0,5607
FSALE ²	-0,3489***	0,0598	-5,840	0,010	-0,5391	-0,1587
LNMKCAP	-0,1444***	0,0028	-51,970	0,000	-0,1532	-0,1355
LEV	0,0460*	0,0189	2,440	0,093	-0,0141	0,1061
LIQ	0,0013	0,0006	2,090	0,128	-0,0007	0,0034
ROA	-0,1319**	0,0345	-3,820	0,032	-0,2418	-0,0219
EFF	0,0069*	0,0025	2,790	0,069	-0,0010	0,0147
CAPINT	0,0364	0,0255	1,430	0,249	-0,0447	0,1175
MB	0,0241**	0,0065	3,700	0,034	0,0034	0,0449
IMR	0,0857	0,0404	2,120	0,124	-0,0429	0,2143
_CONS	1,9890	0,0517	38,490	0,000	1,8246	2,1534
Số quan sát = 1740; F(10, 3) = 23,40; Prob > F = 0,0125; R-squared = 0,3159						
***, ** và * lần lượt tương ứng với các mức ý nghĩa 1%, 5% và 10%						

4.3. Thảo luận kết quả nghiên cứu

Phù hợp với giả thuyết H1, kết quả cho thấy mối quan hệ giữa đa dạng hóa quốc tế và rủi ro đặc thù có dạng chữ U ngược với mức ý nghĩa 1%. Kết quả này trái ngược với nghiên cứu của Lubatkin and Chatterjee, vốn đề xuất mối quan hệ phi tuyến dạng chữ U, Song et al. cho rằng không có mối quan hệ có ý nghĩa thống kê giữa đa dạng hóa quốc tế và rủi ro đặc thù của công ty [4,30]. Tuy nhiên, kết quả nghiên cứu phù hợp với thực tiễn. Các công ty khi mới đa dạng hóa quốc tế thường đối mặt với nhiều rủi ro do thiếu kinh nghiệm tại thị trường mới như rủi ro xây dựng, gian lận lao động, bảo trì, thiếu thông tin khách hàng, bất cân xứng thông tin và khác biệt văn hóa, làm gia tăng rủi ro đặc thù. Tuy nhiên, theo thời gian, khi công ty thích nghi và kiểm soát tốt hơn, kết hợp với lợi ích từ đa dạng dòng tiền, rủi ro đặc thù có xu hướng giảm.

Rủi ro xây dựng phát sinh khi công ty đa dạng hóa quốc tế cần đầu tư nhà máy, trụ sở tại nước ngoài. Giai đoạn đầu, công ty có thể gặp sự cố như lỗi thiết kế, thiếu vốn, chậm giải ngân, làm tăng chi phí và trì hoãn doanh thu, từ đó gia tăng rủi ro đặc thù. Tuy nhiên, khi nhà máy hoàn tất và đi vào hoạt động, rủi ro này giảm dần nhờ doanh thu và lợi nhuận ổn định hơn.

Rủi ro người lao động gian lận phát sinh khi công ty đa dạng hóa quốc tế cần sử dụng nhiều lao động hơn. Giai đoạn đầu, điều này làm tăng nguy cơ bị đánh cắp thông tin, công nghệ và bí quyết kinh doanh, từ đó gia tăng rủi ro đặc thù. Tuy nhiên, theo thời gian, khi công ty hiểu rõ hơn về nhân sự và xây dựng được sự tin cậy, rủi ro này dần giảm.

Khi doanh nghiệp mở rộng đầu tư ra nước ngoài, việc mua sắm máy móc thiết bị mới là điều tất yếu để đáp ứng yêu cầu sản xuất tại thị trường mới. Tuy nhiên, điều này có thể phát sinh rủi ro bảo trì do người lao động chưa quen với việc vận hành các thiết bị hiện đại, thiếu kinh nghiệm sử dụng, dẫn đến hiệu suất khai thác không cao. Đây là một dạng rủi ro đặc thù có thể ảnh hưởng đến hiệu quả hoạt động của công ty. Tuy nhiên, theo thời gian, khi người lao động tích lũy được kinh nghiệm và thành thạo kỹ năng vận hành, khả năng sử dụng máy móc sẽ được cải thiện đáng kể. Điều này góp phần làm giảm rủi ro đặc thù, đồng thời nâng cao hiệu quả sản xuất và tính ổn định trong hoạt động của doanh nghiệp.

Rủi ro từ sự thay đổi nhu cầu và thị hiếu khách hàng. Khi công ty đa dạng hóa quốc tế và hoạt động tại thị trường nước ngoài, việc chưa hiểu rõ nhu cầu và thị hiếu của khách hàng bản địa có thể làm gia tăng rủi ro đặc thù. Tuy nhiên, theo thời gian, công ty sẽ từng bước nắm bắt tốt hơn hành vi tiêu dùng và sở thích của khách hàng, từ đó giảm thiểu rủi ro và nâng cao hiệu quả kinh doanh.

Rủi ro từ sự xuất hiện đối thủ cạnh tranh mới. Khi đa dạng hóa quốc tế, công ty phải đối mặt với sự cạnh tranh từ các doanh nghiệp nước ngoài. Ban đầu, việc chưa quen với thị trường và khả năng các đối thủ liên minh đối phó có thể làm gia tăng rủi ro đặc thù. Tuy nhiên, theo thời gian, công ty sẽ thích

ngiht, xây dựng quan hệ hợp tác và hiểu rõ môi trường cạnh tranh hơn, từ đó giảm thiểu rủi ro và nâng cao năng lực cạnh tranh.

Phù hợp với giả thuyết H2, các công ty có quy mô lớn thường giảm thiểu rủi ro đặc thù nhờ lợi thế kinh tế theo quy mô. Việc phân bổ nguồn lực hiệu quả giữa thị trường trong nước và quốc tế, cùng với đội ngũ lao động có chuyên môn hóa cao, giúp nâng cao hiệu suất hoạt động và giảm thiểu rủi ro.

Phù hợp với giả thuyết H3, các công ty có mức vay nợ lớn thường đối mặt với rủi ro đặc thù cao hơn do gánh nặng chi phí lãi vay, đặc biệt trong bối cảnh kinh doanh bất ổn như đứt gãy chuỗi cung ứng hay các biện pháp phòng dịch Covid-19. Ngoài ra, sự đánh giá tiêu cực từ nhà đầu tư đối với các công ty có tỷ lệ nợ cao cũng góp phần làm gia tăng rủi ro này.

Trái với kỳ vọng, khả năng thanh khoản không ảnh hưởng đáng kể đến rủi ro đặc thù của công ty. Kết quả nghiên cứu cho thấy việc đáp ứng các khoản nợ ngắn hạn nằm trong tầm kiểm soát của doanh nghiệp.

Phù hợp với giả thuyết H5, các công ty có lợi nhuận cao thường giảm thiểu rủi ro đặc thù nhờ khả năng linh hoạt sử dụng nguồn lợi nhuận để đạt các mục tiêu chiến lược, từ đó nâng cao hiệu quả hoạt động và ổn định tài chính.

Trái với giả thuyết ban đầu, hiệu quả hoạt động lại làm gia tăng rủi ro đặc thù của công ty. Kết quả nghiên cứu phản ánh thực trạng các công ty niêm yết, với hiệu quả hoạt động trung bình chỉ đạt 1,1061 (Bảng 2), cho thấy doanh thu tuy vượt tổng tài sản nhưng không đủ lớn để giúp giảm thiểu rủi ro đặc thù.

Phù hợp với giả thuyết H8, các công ty có cơ hội tăng trưởng cao thường đối mặt với rủi ro đặc thù lớn hơn. Sự kỳ vọng cao từ nhà đầu tư dẫn đến hoạt động mua bán cổ phiếu sôi động, khiến giá cổ phiếu biến động mạnh và làm gia tăng rủi ro.

5. KẾT LUẬN VÀ GỢI Ý CHÍNH SÁCH

Nghiên cứu cho thấy mối quan hệ hình chữ U ngược giữa đa dạng hóa quốc tế và rủi ro đặc thù, hàm ý rằng các công ty nên kiên trì mở rộng ra thị trường nước ngoài. Vượt qua giai đoạn khó khăn ban đầu sẽ giúp doanh nghiệp giảm rủi ro và đạt được thành công. Để kiểm soát rủi ro, các công ty cần chuẩn bị kỹ lưỡng về xây dựng, bảo trì, phòng ngừa gian lận lao động, thu thập thông tin thị trường, kiểm soát thông tin bất cân xứng và hiểu rõ văn hóa địa phương. Đồng thời, khi quy mô công ty tăng lên, ban lãnh đạo cần điều chỉnh mô hình quản trị phù hợp với chiến lược quốc tế hóa.

Khi mở rộng ra thị trường nước ngoài, công ty cần xây dựng nhà máy và trụ sở làm việc. Việc xây dựng chậm hoặc chưa hoàn thành sẽ làm tăng chi phí, ảnh hưởng đến dòng tiền và gia tăng rủi ro đặc thù. Các nguyên nhân thường gặp gồm lỗi thiết kế, quy định pháp lý, vấn đề tài chính và quản lý nhà tài trợ. Để giảm thiểu rủi ro, công ty nên ký hợp đồng khoán với giá cố định, kèm điều khoản phạt nếu nhà thầu trễ hạn và thưởng nếu hoàn thành sớm.

Bên cạnh lợi ích từ công nghệ số, công ty cũng đối mặt với nguy cơ bị đánh cắp thông tin như dữ liệu nhân sự, khách hàng, đối tác, tình hình kinh doanh, chiến lược phát triển và bí mật thương mại. Nếu rơi vào tay đối thủ, công ty có thể mất nhân sự chủ chốt, khách hàng và lợi thế cạnh tranh. Để phòng ngừa, doanh nghiệp cần áp dụng các biện pháp bảo mật như mã hóa dữ liệu, sao lưu thường xuyên, sử dụng mật khẩu mạnh, xác thực hai lớp và thuê dịch vụ bảo mật chuyên nghiệp.

Khi sử dụng máy móc thiết bị phức tạp ở thị trường nước ngoài, công ty có thể đối mặt với rủi ro bảo trì. Để hạn chế, doanh nghiệp nên mua thiết bị từ nhà cung cấp uy tín và đưa vào hợp đồng điều khoản yêu cầu chuyên gia hỗ trợ vận hành trong giai đoạn đầu.

Khi mở rộng ra thị trường nước ngoài, công ty có thể mất lợi thế cạnh tranh do thiếu thông tin so với các đối thủ địa phương, dẫn đến nguy cơ doanh thu không đủ bù đắp chi phí và gia tăng rủi ro đặc thù. Để khắc phục, doanh nghiệp nên thường xuyên cập nhật chính sách đầu tư của nước sở tại, khảo sát và mua dữ liệu khách hàng từ các nhà cung cấp, đồng thời tổ chức đào tạo để nâng cao kỹ năng và hiểu biết của người lao động.

Nhà đầu tư nên cân nhắc thời điểm công ty thực hiện đa dạng hóa quốc tế để đưa ra quyết định phù hợp. Nếu chấp nhận rủi ro để tìm kiếm tỷ suất sinh lời cao, nên đầu tư vào các công ty mới bắt đầu đa dạng hóa quốc tế. Ngược lại, nếu ưu tiên sự an toàn, nên chọn các công ty đã quốc tế hóa ổn định, tuy tỷ suất sinh lời thấp hơn nhưng rủi ro cũng giảm đáng kể.

Bài nghiên cứu chưa xác định được giá trị ngưỡng (điểm cực trị) của biến FSALE trong mối quan hệ phi tuyến giữa đa dạng hóa quốc tế và rủi ro đặc thù. Do đó, các nghiên cứu sau nên làm rõ ngưỡng này. Ngoài ra, cần mở rộng nghiên cứu mối quan hệ phi tuyến giữa đa dạng hóa ngành kinh doanh và rủi ro đặc thù, điều mà bài báo hiện tại chưa đề cập.

TÀI LIỆU THAM KHẢO

1. Jafarinejad M., Ngo T., and Escobari D. - Disentangling the impacts of industrial and global diversification on firm risk, *Global Finance Journal* **37** (2018) 39-56. <https://doi.org/10.1016/j.gfj.2018.04.006>
2. Mathur I. and Hanagan K. - Are Multinational Corporations Superior Investment Vehicles for Achieving International Diversification?, *Journal of International Business Studies* **14** (1983) 135-146. <https://doi.org/10.1057/palgrave.jibs.8490533>
3. Sanders W. M. G. and Carpenter M. A. - Internationalization and Firm Governance: The Roles of CEO Compensation, Top Team Composition, and Board Structure, *The Academy of Management Journal* **41** (1998) 158-178. <https://www.jstor.org/stable/257100>
4. Bảo Thương - Việt Nam đầu tư ra nước ngoài đạt gần 534 triệu USD trong năm 2022, Tạp chí tài chính online, ISSN 2815-6188, <https://tapchitaichinh.vn/viet-nam-dau-tu-ra-nuoc-ngoai-dat-gan-534-trieu-usd-trong-nam-2022.html>, truy cập ngày 08/05/2023.
5. Song S., Park S., and Lee S. - Impacts of geographic diversification on restaurant firms' risk: Domestic vs. international diversification, *International Journal of Hospitality Management* **61** (2017) 107-118. <https://doi.org/10.1016/j.ijhm.2016.11.011>
6. Nguyễn Minh Hà và Nguyễn Văn Hiền - Tác động của đa dạng hóa đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp, *Phát triển kinh tế* **282** (2014) 33-47.
7. Phạm Thị Thanh Hương và Nguyễn Minh Ngọc - Ảnh hưởng của đa dạng hóa và quy mô đến hiệu quả kinh doanh, *Kinh tế & Phát triển* **235** (2017) 50-59.
8. Vo X. V. - How does the stock market value bank diversification? Evidence from Vietnam, *Finance Research Letters* **22** (2017) 101-104. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2017.06.005>
9. Nguyễn Kim Đức, Nguyễn Thị Hồng Nhung và Trần Vũ Quỳnh Như - Đa dạng hóa và giá trị doanh nghiệp trong giai đoạn khủng hoảng tài chính tại Việt Nam, *Tạp chí Khoa học ĐHQGHN: Kinh tế và kinh doanh* **33** (2017) 27-36.
10. Markides C. C. and Williamson P. J. - Related Diversification, Core Competencies and Corporate Performance, *Strategic Management Journal* **15** (1994) 149-165. <https://doi.org/10.1002/smj.4250151010>
11. Krapl A. A. - Corporate international diversification and risk, *International Review of Financial Analysis* **37** (2015) 1-13. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2014.11.005>
12. Olibe K. O., Michello F. A., and Thorne J. - Systematic risk and international diversification: An empirical perspective, *International Review of Financial Analysis* **17** (2008) 681-698. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2007.09.004>
13. Reeb D. M., Kwok C. C. Y., and Baek H. Y. - Systematic risk of the multinational corporation, *Journal of International Business Studies* **29** (1998) 263-79. <https://doi.org/10.1057/palgrave.jibs.8490036>
14. Ross S. A., Westerfield R. W., and Jaffe J. F. - *Corporate Finance*, 10 ed. New York: McGraw-Hill, Irwin (2013).
15. Jensen M. C. - Agency Costs of Free Cash Flow, *Corporate Finance, and Takeovers*, *The American Economic Review* **76** (1986) 323-329.
16. Jensen M. C. and Murphy K. J. - Performance Pay and Top-Management Incentives, *Journal of Political Economy* **98** (1990) 225-264. <https://doi.org/10.1086/261677>
17. Stulz R. - Managerial discretion and optimal financing policies, *Journal of Financial Economics* **26** (1990) 3-27. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(90\)90011-N](https://doi.org/10.1016/0304-405X(90)90011-N)

18. Amihud Y. and Lev B. - Risk Reduction as a Managerial Motive for Conglomerate Mergers, *The Bell Journal of Economics* **12** (1981) 605-617. <https://doi.org/10.2307/3003575>
19. Shleifer A. and Vishny R. - Management entrenchment: The case of manager-specific investments, *Journal of Financial Economics* **25** (1989) 123-139. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(89\)90099-8](https://doi.org/10.1016/0304-405X(89)90099-8)
20. Aggarwal R. K. and Samwick A. A. - Performance Incentives within Firms: The Effect of Managerial Responsibility, *The Journal of Finance* **58** (2003) 1613-1650. <https://doi.org/10.1111/1540-6261.00579>
21. Markowitz H. - Portfolio Selection, *The Journal of Finance* **7** (1952) 77-91. <https://doi.org/10.1002/9780470404324.hof002001>
22. Jacquillat B. and Solnik B. - Multinationals are Poor Tools for Diversification, *The Journal of Portfolio Management* **4** (1978) 8-15.
23. Joehnk M. D. and Nielsen J. F. - The effects of conglomerate merger activity on systematic risk, *The Journal of Financial and Quantitative Analysis* **9** (1974) 215-225. <https://doi.org/10.2307/2330098>
24. Westerfield R. - A Note on the Measurement of Conglomerate Diversification, *The Journal of Finance* **25** (1970) 909-914. <https://doi.org/10.2307/2325427>
25. Smith K. V. and Schreiner J. C. - A Portfolio Analysis of Conglomerate Diversification, *The Journal of Finance* **24** (1969) 413-427. <https://doi.org/10.2307/2325343>
26. West R. R. - Homemade Diversification vs. Corporate Diversification, *The Journal of Financial and Quantitative Analysis* **2** (1967) 417-420. <https://doi.org/10.2307/2330084>
27. Bettis R. A. and Hall W. K. - Diversification Strategy, Accounting Determined Risk, and Accounting Determined Return, *The Academy of Management Journal* **25** (1982) 254-264. <https://doi.org/10.5465/255989>
28. Hughes J. S., Logue D. E., and Sweeney R. J. - Corporate International Diversification and Market Assigned Measures of Risk and Diversification, *The Journal of Financial and Quantitative Analysis* **10** (1975) 627-637. <https://doi.org/10.2307/2330611>
29. Mammen J., Alessandri T. M., & Weiss, M. - The risk implications of diversification: Integrating the effects of product and geographic diversification. *Long Range Planning* **54** (2021) 1-21. <https://doi.org/10.1016/j.lrp.2019.101942>
30. Vũ Hữu Thành, Nguyễn Minh Hà và Nguyễn Minh Kiều - Đa dạng hóa kinh doanh, hiệu quả và rủi ro. *Tạp chí Khoa Học Đại Học Mở Thành phố Hồ Chí Minh* **13** (2018) 20-37.
31. Lubatkin M. and Chatterjee S. - Extending Modern Portfolio Theory into the Domain of Corporate Diversification: Does It Apply?, *The Academy of Management Journal* **37** (1994) 109-136. <https://doi.org/10.5465/256772>
32. Chen C. R. and Steiner T. L. - An Agency Analysis of Firm Diversification: The Consequences of Discretionary Cash and Managerial Risk Considerations, *Review of Quantitative Finance and Accounting* **14** (2000) 247-260. <https://doi.org/10.1023/A:1008350413455>
33. de Andrés P., de la Fuente G., and Velasco P. - Does it really matter how a firm diversifies? Assets-in-place diversification versus growth options diversification, *Journal of Corporate Finance* **43** (2017) 316-339. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2017.01.011>
34. Dastidar P. - International corporate diversification and performance: Does firm self-selection matter?, *Journal of International Business Studies* **40** (2009) 71-85. <https://doi.org/10.1057/palgrave.jibs.2008.57>
35. Villalonga B. - Does Diversification Cause the Diversification Discount?, *Financial Management* **33** (2004) 5-27.
36. Campa J. M. and Kedia S. - Explaining the diversification discount, *Journal of Finance* **57** (2002) 1731-1762. <https://doi.org/10.1111/1540-6261.00476>

37. Goldberg S. R. and Heflin F. - The Association Between the Level of International Diversification and Risk, *Journal of International Financial Management & Accounting* **6** (1995) 1-25. <https://doi.org/10.1111/j.1467-646X.1995.tb00047.x>
38. Hitt M. A., Tihanyi L., Miller T., and Connelly B. - International Diversification: Antecedents, Outcomes, and Moderators, *Journal of Management* **32** (2006) 831-867. <https://doi.org/10.1177/0149206306293575>
39. Aabo T., Pantzalis C., Sørensen H., and Toustrup M. T. - Corporate risk and external sourcing: A study of Scandinavian multinational firms, *International Business Review* **25** (2016) 1297-1308. <https://doi.org/10.1016/j.ibusrev.2016.04.002>
40. Beaver W., Kettler P., and Scholes M. - The Association between Market Determined and Accounting Determined Risk Measures, *The Accounting Review* **45** (1970) 654-682.
41. Logue D. E. and Merville L. J. - Financial Policy and Market Expectations, *Financial Management* **1** (1972) 37-44. <https://doi.org/10.2307/3665142>
42. Barton S. L. - Diversification Strategy and Systematic Risk: Another Look, *Academy of Management Journal* **31** (1988) 166-175. <https://doi.org/10.5465/256503>
43. Lev B. - On the Association Between Operating Leverage and Risk, *The Journal of Financial and Quantitative Analysis* **9** (1974) 627-641. <https://doi.org/10.2307/2329764>
44. Brealey R. A., Myers S. C., and Marcus A. J. - *Fundamentals of Corporate Finance*. United States of America: The McGraw-Hill Companies (2001).
45. Farrar D. E. and Glauber R. R. - Multicollinearity in regression analysis: the problem revisited, *The Review of Economic and Statistics* **49** (1967) 92-107. <https://doi.org/10.2307/1937887>

ABSTRACT

THE NONLINEAR RELATIONSHIP BETWEEN INTERNATIONAL DIVERSIFICATION AND IDIOSYNCRATIC RISK

Le Truong Niem*

Ho Chi Minh City University of Industry and Trade

*Email: niemlt@huit.edu.vn

This study explores the relationship between international diversification and firm-specific risk through a quantitative approach. Data of 435 firms in the period 2017–2020 were analyzed using descriptive statistics, correlation analysis, and two-stage regression using the Heckman (1979) procedure. The results show a nonlinear inverted U-shaped relationship between the degree of international diversification and firm-specific risk, implying that firms should persist in pursuing this strategy. Initially, risk increases due to lack of experience in new markets; however, over time, firms can better control risks, improve revenues, and increase cash flow flexibility due to the benefits of international diversification.

Keywords: International diversification, idiosyncratic risk, nonlinear relationship.