

Đa dạng hóa và giá trị doanh nghiệp: bằng chứng thực nghiệm ở các công ty niêm yết tại Việt Nam

Phan Thị Bích Nguyệt
Lê Thị Phương Vy
Phạm Ngọc Huyền Trang

Ngày nhận: 19/09/2017

Ngày nhận bản sửa: 21/09/2017

Ngày duyệt đăng: 28/09/2017

Bài nghiên cứu này cung cấp thêm những bằng chứng thực nghiệm về mối quan hệ giữa đa dạng hóa và giá trị doanh nghiệp được đo lường bằng giá trị thặng dư. Mẫu dữ liệu bao gồm các doanh nghiệp Việt Nam niêm yết trong giai đoạn 2011 đến 2015. Để khắc phục hiện tượng chệch do chọn mẫu, phương pháp Heckman hai bước cũng được sử dụng trong bài nghiên cứu. Kết quả nghiên cứu cho thấy khi xét mối quan hệ tuyến tính, đa dạng hóa có tác động tiêu cực đến giá trị thặng dư của doanh nghiệp. Tuy nhiên khi xét mối quan hệ phi tuyến, mối quan hệ giữa đa dạng hóa và giá trị thặng dư doanh nghiệp có hình dạng chữ U. Nghĩa là ở mức độ thấp, đa dạng hóa ảnh hưởng tiêu cực đến giá trị thặng dư của doanh nghiệp, nhưng ở mức độ cao thì mối quan hệ giữa đa dạng hóa và giá trị thặng dư doanh nghiệp chuyển từ tiêu cực chuyển sang tích cực.

Từ khóa: đa dạng hóa, giá trị thặng dư, giá trị doanh nghiệp, Việt Nam

1. Mở đầu

Da dạng hóa doanh nghiệp là sự kết hợp của các đơn vị kinh doanh hoạt động trong các ngành nghề khác nhau dưới sự kiểm soát chung của một công ty duy nhất (Martin và cộng sự, 2003). Đa dạng hóa doanh nghiệp còn được hiểu là việc một doanh nghiệp gia nhập vào một hoặc nhiều

ngành và thị trường khác nhau từ việc kinh doanh ban đầu của nó và đa dạng hóa cũng được cho là quá trình khởi nghiệp ở các lĩnh vực kinh doanh mới (Fauver và cộng sự, 2003). Đa dạng hóa và ảnh hưởng của nó đến giá trị doanh nghiệp luôn là vấn đề tranh cãi chưa có hồi kết từ xưa đến nay trong các tài liệu nghiên cứu. Phần lớn các nghiên cứu thì không cho thấy sự tích cực trong việc sử dụng chiến lược đa dạng hóa để tạo ra giá trị doanh nghiệp, tuy

nhiên các công ty đa dạng hóa vẫn duy trì chiến lược của họ trong nền kinh tế hiện đại. Hàng loạt bằng chứng trong các nghiên cứu cho thấy những công ty đa dạng hóa thường hoạt động kém hơn, làm giảm giá trị doanh nghiệp so với những công ty tập trung (Lang và Stulz, 1994; Berger và Ofek, 1995; Servaes, 1996; Stowe và Xing, 2006; Hoechle và cộng sự, 2012). Tuy nhiên Campa và Kedia (2002), và Villalong (2004) lại cho rằng không phải lúc nào đa dạng hóa cũng làm giảm giá trị doanh nghiệp.

Với bối cảnh hội nhập kinh tế như hiện nay, việc nghiên cứu những thay đổi thị trường và đưa ra những chiến lược phát triển cho doanh nghiệp mang một ý nghĩa hết sức quan trọng đối với sự tồn tại và phát triển của doanh nghiệp. Do đó, việc xây dựng và thực hiện chiến lược đa dạng hóa sẽ tạo nên tảng cho các doanh nghiệp trong việc tăng khả năng cạnh tranh của mình trong thị trường, đảm bảo sự phát triển vững mạnh của doanh nghiệp sau này. Ngoài ra, trong nền kinh tế hiện đại như hiện nay, đa dạng hoá đã, đang và sẽ trở thành xu hướng phát triển của các tập đoàn kinh tế ở nhiều nước trên thế giới. Tuy nhiên vấn đề đặt ra là đa dạng hóa có phải lúc nào cũng mang lại hiệu quả và làm tăng giá trị doanh nghiệp. Tại Việt Nam, các nghiên cứu về tác động của đa dạng hóa vẫn còn khá mới, và hiện nay các doanh nghiệp ở Việt Nam đang có xu hướng mở rộng công ty theo hướng đa dạng hóa. Với thực trạng này, bài nghiên cứu tập trung kiểm định về tác động của đa dạng hóa đến giá trị doanh nghiệp, mà cụ thể là giá trị thặng dư của công ty.

2. Cơ sở lý thuyết

2.1. Khung lý thuyết

Lý thuyết đại diện (Agency Theory): Lý thuyết đại diện cho rằng, bỏ qua lợi ích đầu tư thực tế từ khía cạnh cổ đông, đa dạng hóa sẽ đặc biệt mang lại lợi ích cho nhà quản lý. Cụ thể, nhà quản lý có động lực đa dạng hóa công ty của họ để (a) xây dựng đế chế, tăng sức mạnh và quyền lợi của họ vì họ quản lý được những nguồn lực có quy mô lớn hơn, điều này khiến họ kiểm soát được nhiều lợi ích cá nhân hơn (Jensen, 1986; Jensen và Murphy, 1990; Stulz, 1990); (b) giảm

được những rủi ro liên quan đến nguồn nhân lực thông qua những phân khúc đang hoạt động (Amihud and Lev, 1981), và (c) quyền cố vị, xây dựng vị thế uy tín cá nhân, tăng sự khác biệt giữa giá trị bản thân và những nhà quản lý khác sẽ giúp họ tăng khả năng thương lượng lương bổng và giảm nguy cơ sa thải (Shleifer and Vishny, 1989). Đa dạng hóa được xem như là một cách để các nhà quản lý thúc đẩy các mục tiêu cá nhân thay vì để tối đa hóa giá trị cổ đông.

Lý thuyết thị trường vốn nội bộ (Internal Capital Market): Việc tạo ra thị trường vốn nội bộ là một trong những lý do đa dạng hóa quan trọng nhất. Trong thị trường vốn nội bộ, tài sản của một phân khúc có thể được sử dụng như tài sản thế chấp tài trợ cho một phân khúc khác, dòng tiền được tạo ra bởi một phân khúc cũng có thể được dùng để hỗ trợ cho những dự án đầu tư khác của công ty. Lý thuyết này ám chỉ, một mặt, nó có thể hiệu quả nếu nó giúp các công ty loại bỏ được một số các chi phí khó khăn tài chính. Mặt khác, nó có thể không mang lại hiệu quả nếu công ty không đầu tư vào những phân khúc có cơ hội phát triển tốt mà lại đầu tư quá mức vào những phân khúc không mang lại hiệu quả cao.

Thị trường vốn bên ngoài thường không hoàn hảo và tốn chi phí để hoạt động và đó là lý do tại sao nhiều doanh nghiệp lựa chọn hoạt động trong một thị trường vốn nội bộ. Cụ thể, Stein (2003) lập luận rằng, trái ngược với các nhà đầu tư bên ngoài (vốn bên ngoài), các giám đốc điều hành có thông tin nội bộ về triển vọng đầu tư vào phân khúc khác nhau và do đó họ có thể đầu tư đúng chỗ. Họ đạt được một sự phân bổ hiệu quả hơn với nguồn tài trợ từ các phân khúc khác thông qua thị trường vốn nội bộ.

Một số bài nghiên cứu đã đặt câu hỏi về hiệu quả của thị trường vốn nội bộ và cho rằng đầu tư vào các công ty đa dạng thực sự là không hiệu quả. Ví dụ, Scharfstein và Stein (2000) cho thấy rằng hành vi quản lý tham nhũng của những bộ phận có thể dẫn đến những nguồn trợ cấp chéo không hiệu quả. Nếu nhà quản lý có vị thế trong công ty quản lý một phân khúc không mang lại hiệu quả thì họ sẽ dùng quyền lực và mối quan hệ của mình để vận động tài trợ cho

phần khúc của mình dẫn đến phân bổ sai nguồn lực tài trợ. Lamont (1997) và Shin và Stulz (1998) cho rằng bộ phận hoạt động kém của các tập đoàn thường được trợ cấp bởi các đơn vị khác, mà không xem xét đầy đủ các cơ hội đầu tư thay thế. Rajan và cộng sự (2000) cho thấy rằng ở các công ty đa dạng hóa, bộ phận nào càng đa dạng, các cơ hội đầu tư thì phân bổ nguồn lực vốn nội bộ càng lớn, và do đó dẫn đến tranh giành quyền lực giữa các bộ phận.

Lý thuyết nợ đồng bảo hiểm (Debt Coinsurance): Một lợi ích tiềm tàng của đa dạng hoá phát sinh từ việc kết hợp các phân khúc với các dòng thu nhập tương quan không hoàn hảo. Lewellen (1971) chỉ ra rằng đây là một lý do nghiêng về mặt tài chính của những công ty đa dạng hóa. Một sự kết hợp của những phân khúc kinh doanh khác nhau với những dòng tiền khác nhau sẽ làm giảm nguy cơ rủi ro tài chính của công ty nói chung và do đó làm giảm khả năng trả nợ không đầy đủ. Nợ đồng bảo hiểm dẫn đến khả năng trả nợ cao hơn, ngoài ra còn làm tăng lá chắn thuế do thay thế việc phát hành cổ phiếu và do đó làm tăng giá trị công ty. Vì vậy, các công ty đa dạng được dự đoán sẽ có đòn bẩy cao hơn và thanh toán thuế thấp hơn so với các doanh nghiệp nếu hoạt động riêng lẻ.

2.2. Bằng chứng thực nghiệm

Lang và Stulz (1994) cho thấy các công ty đa dạng hóa có giá trị thị trường thấp hơn các công ty không đa dạng hóa khi họ phân tích sự đa dạng hóa của các công ty Mỹ thập niên 1970 và 1980. Họ giải thích sự giảm đa dạng hóa này do hiệu quả của ngành, quy mô, tiếp cận thị trường vốn, cường độ nghiên cứu và phát triển và lý thuyết về thị trường vốn nội bộ. Các tác động của ngành có thể giải thích mối quan hệ tiêu cực giữa Tobin's Q và mức độ đa dạng hóa. Các công ty đa dạng khi tập trung trong các ngành công nghiệp có ít cơ hội tăng trưởng. Cụ thể, các nghiên cứu họ cho thấy rằng các công ty đa dạng hóa cao có giá trị Tobin's Q trung bình và vị trí thấp hơn mức trung bình của toàn bộ mẫu dữ liệu. Ông giải quyết vấn đề này bằng cách xây dựng các danh mục phụ

hợp với các thành phần ngành trong các công ty đa dạng, và thấy rằng khi các tác động ngành được điều chỉnh thì đa dạng hóa vẫn làm giảm giá trị doanh nghiệp. Do các tác động của ngành không giải thích được sự giảm giá này, một nỗ lực khác để giải thích nó thông qua các biến được biết là ảnh hưởng đến Tobin's Q, chẳng hạn như quy mô, tiếp cận thị trường vốn và mức độ nghiên cứu, phát triển. Giả định trong nghiên cứu của Lang và Stulz (1994) rằng các công ty đa dạng hóa làm tốt hơn công việc phân bổ vốn thông qua một thị trường vốn nội bộ hiệu quả. Thị trường này cho phép các bộ phận khác nhau của một công ty đa dạng hóa đầu tư đến mức mà lợi nhuận biên trên vốn bằng chi phí vốn và đảm bảo rằng chi phí vốn của họ thấp hơn so với chi phí vốn của các công ty hoạt động độc lập. Berger và Ofeck (1995) sử dụng dữ liệu Compustat tìm thấy bằng chứng cho thấy sự đa dạng hóa làm giảm giá trị, cho một mẫu 3.659 công ty Mỹ trong giai đoạn 1986- 1991. Khi so sánh giá trị phân đoạn một công ty đa dạng như thể họ đang hoạt động như các doanh nghiệp riêng biệt với giá trị thực tế của công ty, sự mất mát giá trị trung bình từ đa dạng hoá là 13% đến 15%. Berger và Ofeck cho rằng đầu tư quá mức và trợ cấp chéo góp phần làm mất giá trị đa dạng. Họ cũng chỉ ra rằng sự mất mát này bị giảm đi do lợi ích về thuế của đa dạng hóa. Đầu tư quá mức được xem như là một khoản chi phí vốn khấu hao của tất cả các phân khúc của công ty hoạt động trong ngành công nghiệp có chỉ số Tobin's Q trung bình thấp hơn 0,76. Cách tính toán biến này bị giới hạn với những công ty đa dạng hóa không liên quan. Giá trị cao hơn của biến đầu tư quá mức hàm ý rằng đầu tư không có lợi. Một cách giải thích khác được đề cập đến trong việc làm giảm giá trị từ đa dạng hóa là trợ cấp chéo. Người ta thường lập luận rằng trợ cấp chéo các phân khúc hoạt động kém trong một công ty đa dạng hóa thường dẫn đến mất giá trị cho các công ty đa dạng. Servaes (1996) xem xét liệu những lợi ích của đa dạng hóa có lớn hơn chi phí, ông sử dụng một mẫu của các công ty Mỹ trong khoảng thời gian 1961- 1976. Ông thấy không có bằng chứng cho thấy các công ty đa dạng đã được định giá cao hơn so với doanh nghiệp duy nhất một phân khúc ở thập niên 1960 nhưng có ở

thập niên 1970. Ông giải thích khi chi phí đa dạng hóa cao, các công ty một phân khúc có sở hữu vốn nội bộ cao hơn là những công ty đa phân khúc. Điều này cũng cho thấy rằng những công ty có sở hữu vốn nội bộ thấp thường chọn cách đa dạng hóa để sở hữu vốn nội bộ cao hơn khi họ không bị các vấn đề về tài chính. Nghiên cứu của Servaes (1996) có thể giải thích một phần lý do tại sao các công ty trở nên đa dạng hơn trong suốt thời gian nghiên cứu của mình nhưng không thể giải thích tại sao có việc đa dạng làm giảm giá trị trong giai đoạn đầu và điều gì khiến nó suy giảm theo thời gian. Graham và cộng sự (2002) cho thấy việc đa dạng hóa làm giảm giá trị doanh nghiệp không phải là do đa dạng hóa mà là do việc mua lại các doanh nghiệp có kết quả kinh doanh thấp. Đa dạng hóa làm giảm giá trị doanh nghiệp phát sinh do đặc điểm của các đơn vị mua lại. Khi một công ty tăng số lượng phân khúc mà giá trị của các phân khúc mua lại thấp sẽ làm cho việc đa dạng hóa làm giảm giá trị công ty. Vấn đề trong nghiên cứu này là do phương pháp định giá các phân khúc của các công ty. Các phân khúc của công ty sẽ có một số điểm khác biệt với các công ty độc lập khi tính giá trị doanh nghiệp của chúng.

Lee và cộng sự (2008) tiến hành nghiên cứu các công ty ở Hàn Quốc và nhận thấy rằng đa dạng hóa làm tăng giá trị sẽ bị mất đi cùng với những thay đổi về thể chế theo thời gian. Do đó, đa dạng hóa làm tăng giá trị có thể giảm giá trị nếu các nhà quản lý không thực hiện những thay đổi thể chế và môi trường. Hơn nữa, sự giảm giá trị này là không thể tránh khỏi nếu các nhà hoạch định chính sách cũng không thuyết phục được các nhà quản lý thực hiện các hành động cần thiết khi phải đối mặt với những thay đổi về thể chế. Ông phân tích thực nghiệm dữ liệu trước và sau năm 1997 và thấy rằng đa dạng hóa là giảm giá trị doanh nghiệp ở giai đoạn trước năm 1997 và làm tăng giá trị doanh nghiệp ở giai đoạn sau năm 1997. Ông đưa ra ba giải thích cho sự khác biệt này. Thứ nhất, dữ liệu trước năm 1997 cho thấy nhiều thông tin về phân khúc hơn do cải cách trong việc báo cáo các thông tin phân đoạn ở Mỹ và do đó làm tăng mức độ đa dạng hóa thực sự. Thứ hai, các biện pháp đa dạng hóa được sử dụng phù hợp hơn cho dữ liệu trước

năm 1997 và tiết lộ nhiều thông tin về sự liên quan giữa các phân đoạn trong một công ty hơn. Cuối cùng, việc sử dụng các biến số công cụ trong dữ liệu trước năm 1997 có hiệu quả hơn trong việc kiểm soát tính nội sinh.

3. Phương pháp nghiên cứu

3.1. Dữ liệu

Dữ liệu được sử dụng trong bài là dữ liệu của các công ty đang hoạt động trên hai sàn chứng khoán là HNX và HOSE, có tình hình hoạt động tài chính ổn định, không bị thua lỗ và rơi vào tình trạng kiệt quệ tài chính. Các biến trong bài đều được tính toán từ số liệu trên bảng cân đối kế toán, báo cáo kết quả hoạt động kinh doanh và bảng lưu chuyển tiền tệ của các công ty này từ năm 2011 đến năm 2015.

Mẫu dữ liệu trong nghiên cứu được thu thập ngẫu nhiên từ nhiều ngành khác nhau và có cùng một số tiêu chuẩn Berger và Ofek (1995). Cụ thể, dựa theo Berger và Ofek (1995), nghiên cứu lọc dữ liệu cho tất cả các công ty có tổng doanh thu ít nhất 20 tỷ đồng và không có phân khúc nào thuộc nhóm ngành dịch vụ tài chính. Yêu cầu các doanh nghiệp có doanh thu ít nhất 20 tỷ đồng nhằm tránh định giá sai lệch cho các công ty có doanh thu hoặc tài sản gần bằng không. Ngoài ra, tổng vốn đầu tư (tính theo giá trị thị trường của cổ phiếu phổ thông cộng với giá trị sổ sách của nợ) cho các công ty phải có sẵn, và doanh thu mỗi phân khúc phải lớn hơn 3% tổng doanh thu của công ty. Các tiêu chí này dẫn đến một mẫu gồm 260 doanh nghiệp tương ứng với 1.300 quan sát.

3.2. Mô hình nghiên cứu

Để phân tích mối quan hệ giữa đa dạng hóa và giá trị doanh nghiệp, chúng tôi ước lượng phương trình (1), (2). Phương trình (1) cho phép chúng ta kiểm chứng lại các nghiên cứu trước đây, trong khi phương trình (2) thêm một biến bình phương cho các biến đa dạng hóa (DIVER).

$$\text{Excess Value}_{it} = \alpha + \beta_1 \text{DIVER}_{it} + \beta_2 \text{EBITsales}_{it} + \beta_3 \text{CAPEXsales}_{it} + \beta_4 \text{LDTA}_{it} + \beta_5 \text{LTA}_{it} + \beta_6 \text{LTA}^2_{it} + \beta_7 \lambda_{it} + \beta_8 \text{Industry.dummies}_{it} +$$

$$\beta_9 \text{Year.dummies}_{it} + v_{it} \quad (1)$$

$$\begin{aligned} \text{ExcessValue}_{it} = & \alpha + \beta_1 \text{DIVER}_{it} + \beta_2 \text{DIVER}_{it}^2 \\ & + \beta_3 \text{EBITsales}_{it} + \beta_4 \text{CAPEXsales}_{it} + \beta_5 \text{LDTA}_{it} \\ & + \beta_6 \text{LTA}_{it} + \beta_7 \text{LTA}_{it}^2 + \beta_8 \lambda_{it} + \beta_9 \text{Industry.} \\ & \text{dummies}_{it} + \beta_{10} \text{Year.dummies}_{it} + v_{it} \quad (2) \end{aligned}$$

3.3. Cách đo lường biến trong mô hình

Biến phụ thuộc

Giá trị doanh nghiệp được đo bằng giá trị thặng dư (Excess value), là biến mô tả thành quả hoạt động của công ty trong quá trình kinh doanh. Có rất nhiều cách để đo lường giá trị của công ty như thông qua biến Tobin's Q hay sử dụng chỉ số ROA, ROE, nhưng để thấy rõ tác động của việc đa dạng hóa đến giá trị tăng thêm của doanh nghiệp, bài nghiên cứu sử dụng cách đo lường giá trị doanh nghiệp thông qua đo lường Excess Value của Berger and Ofek (1995). Excess Value được phát triển bởi Berger and Ofek (1995), và được định nghĩa là logarit tự nhiên của tỷ trọng giá trị tổng vốn của một công ty trên tổng các giá trị được gán với các phân khúc của nó.

$$EV_{it} = \ln \left[\frac{V_{it}}{\text{Imputed}V_{it}} \right] \quad (*)$$

$$\text{Imputed}V_{it} = \quad (**)$$

$$\sum_{j=1}^n \text{Item}_j \text{Industry}_j(\text{median}) \left(\frac{V}{\text{Item}} \right)$$

Ở phương trình (*), là giá trị tổng vốn (giá trị sổ sách của nợ cộng giá trị thị trường của vốn cổ phần) của công ty i ở thời gian t, j đại diện cho phân khúc của công ty. Item ở đây là doanh thu. Giá trị Imputed của phân khúc được tính bằng tổng các doanh thu nhân cho trung vị của giá trị tổng vốn trên doanh thu của ngành đó.

Biến độc lập

Mức độ đa dạng hóa (DIVER) được đo lường bằng nhiều biện pháp để kiểm tra sự chắc chắn của kết quả thực nghiệm của bài viết: số lượng các phân khúc (numsegments), chỉ số Herfindahl (HERF) (Hirschman, 1964), và các đo lường Entropy (TotalEntropy) (Jacquemin và Berry, 1979).

→ Số lượng phân khúc (Numsegments): là số

lượng phân khúc hoạt động của một công ty.

→ Chỉ số Herfindahl: đo lường mức độ đa dạng hóa của công ty có thể dựa trên doanh thu bán hàng (Chen & Ho, 2000) hoặc dựa trên tài sản (Fukui & Ushijima, 2007).

$$HERF = 1 - \sum_{s=1}^n P_s^2$$

Trong đó: n là số phân khúc của một công ty, P_s là tỷ lệ doanh thu từ phân khúc s của công ty. Chỉ số này liên quan đến mức độ đa dạng hóa, giá trị của nó dao động từ 0 (các doanh nghiệp tập trung) và 1. Chỉ số Herfindahl càng lớn thì mức độ đa dạng hóa càng nhỏ và ngược lại.

→ TotalEntropy: Martin & Sayrak (2003) cho rằng phương pháp đo lường này có thể xem xét được cả hai khía cạnh của đa dạng hóa: sự phân bổ doanh thu/tài sản của các phân khúc trong mỗi công ty và mức độ liên quan. Singh, Nejadmalayeri & Mathur (2007) đo lường chỉ số này dựa trên doanh thu.

$$\text{TotalEntropy} = \sum_{s=1}^n P_s \ln \left(\frac{1}{P_s} \right)$$

Trong đó: P_s là tỷ lệ doanh thu từ phân khúc s của công ty với “n” là số phân khúc khác nhau. Tổng entropy càng cao, đa dạng hóa càng tốt, mặc dù chỉ số này không có giới hạn trên.

Biến kiểm soát

Ngoài biến độc lập mức độ đa dạng hóa (DIVER) được xem xét có tác động đến giá trị thặng dư công ty, bài viết còn sử dụng thêm các biến kiểm soát cũng có tác động đến giá trị thặng dư của công ty.

Quy mô công ty (LTA) đại diện cho nguồn lực tài chính của công ty được dùng để đo lường vị thế cạnh tranh của một công ty trong một ngành công nghiệp (Qian, 2002) nên chúng có tương quan dương với thành quả hoạt động của công ty. Trong bài viết này, quy mô công ty được ước tính bằng logarit tự nhiên giá trị sổ sách của tổng tài sản.

Đòn bẩy (LDTA) được tính bằng tổng tỷ lệ nợ/nợ dài hạn trên tổng tài sản. Đòn bẩy đo lường mức độ vốn được dùng để tài trợ cho những hoạt động đầu tư của công ty. Các nghiên cứu

trước đây cho rằng việc sử dụng đòn bẩy nợ tương quan âm với kết quả hoạt động của công ty (Jensen, 1989). Vì vậy biến đòn bẩy được đưa vào để kiểm soát các tác động của việc sử dụng đòn bẩy tài chính.

Khả năng sinh lợi (EBITsales) được ước tính bằng tỷ lệ lợi nhuận trước thuế và lãi vay (EBIT) trên doanh thu. Theo bài nghiên cứu trước đây của Cleassens và các cộng sự (2003), cho rằng các công ty đa dạng hóa có mức lợi nhuận thấp hơn những công ty không đa dạng hóa. Bằng chứng thực nghiệm cho thấy, những công ty liên kết thường tạo ra giá trị tốt hơn ở những nền kinh tế kém phát triển khi thực hiện chiến lược đa dạng hóa. Vì vậy chúng ta có thể kì vọng một sự tương quan dương giữa mức độ đa dạng hóa và giá trị công ty trong trường hợp nghiên cứu ở Việt Nam.

Mức độ đầu tư (CAPEXsales) được đo lường bởi tỷ lệ chi phí sử dụng vốn trên tổng doanh thu (Berger & Ofek, 1995), mức độ đầu tư của những công ty thực hiện chiến lược đa dạng hóa sẽ cao hơn các công ty không đa dạng hóa. Theo bài nghiên cứu của Berger & Ofek (1995), khi một công ty đa dạng hóa đầu tư quá mức sẽ tạo ra thành quả thấp hơn. Hoạt động đa dạng hóa cũng tạo ra nhiều chi phí kèm theo. Vì vậy, có thể kì vọng một mối tương quan âm giữa mức độ đầu tư và giá trị công ty.

Biến giả ngành (Industry.dummies) để kiểm soát cho các nhóm lớn của ngành công nghiệp, việc sử dụng biến giả ngành sẽ cho thấy được sự tác động khác nhau giữa các ngành giúp cho việc ước lượng được chính xác hơn.

Biến giả năm (Year.dummies): vì không muốn bỏ qua tính thời gian nên biến giả năm được sử dụng để cố định chiều thời gian cho mô hình, năm 2011 được đặt bằng 1, còn lại là 0.

3.4. Phương pháp nghiên cứu

Để xác định mối quan hệ giữa đa dạng hóa và thành quả công ty, đầu tiên, nghiên cứu thực hiện hồi quy Pooled OLS như một ước lượng căn bản nhất. Tuy nhiên, mô hình này lại có nhiều khuyết điểm không phù hợp với đặc tính của dữ liệu bảng. Một mối quan tâm được ghi nhận rộng rãi trong các bài nghiên cứu trước đây về đa dạng hóa và phải được giải quyết

đó chính là sự sai sót khi chọn mẫu. Heckman J.(1979) trong một bài nghiên cứu của mình đã chỉ ra rằng, việc ước lượng hàm giá trị thặng dư dựa trên việc chọn mẫu chỉ lấy dữ liệu của những công ty đa dạng hóa mà bỏ qua những công ty không đa dạng hóa sẽ làm cho ước lượng bình phương nhỏ nhất (OLS) thu được bị chệch và không vững. Heckman gọi đó là ước lượng chệch do chọn mẫu (Sample selection bias). Heckman đề xuất một phương pháp 2 giai đoạn để sửa chữa vấn đề này.

Cụ thể, mô hình này đòi hỏi ước lượng 2 bước, trong đó bước một là các nhân tố quyết định đến giá trị thặng dư của công ty được đưa vào mô hình bằng việc sử dụng mô hình Probit. Các nhân tố này được kiểm soát trong giai đoạn hồi quy ở bước hai để ước lượng biến kết quả thực bằng việc đưa vào tỷ lệ của hàm mật độ xác suất (λ) so với hàm phân phối tích lũy (Inverse Mills ratio) từ mô hình Probit ở bước một. Theo Campa và Kedia (2002) và để đảm bảo kết quả của nghiên cứu này phù hợp với các bài nghiên cứu trước, chúng tôi thực hiện hồi quy bước một theo phương trình sau:

$$D_{it} = \gamma_0 + \gamma_1 LTA_{it} + \gamma_2 EBITsales_{it} + \gamma_3 CAPEXsales_{it} + \gamma_4 PNDIV_{it} + \gamma_5 ChangeGDP_{it} + \eta_{it}$$

Trong đó:

$D_{it} = 1$ với công ty đa dạng hóa và $D_{it} = 0$ với công ty không đa dạng hóa

η_{it} là sai số

Các biến độc lập cho thấy rằng đa dạng hóa được quyết định bởi các đặc trưng:

- Cấp công ty: quy mô công ty (LTA), khả năng sinh lợi (EBITsales), mức độ đầu tư (CAPEXsales)
 - Cấp ngành: tỷ lệ các công ty đa dạng hóa trong ngành (PNDIV)
 - Cấp vĩ mô: Chu kỳ kinh tế, xấp xỉ bằng tốc độ tăng trưởng thực tế của tổng sản phẩm quốc nội, được tính bằng tỷ lệ phần trăm thay đổi GDP trong giai đoạn 2011- 2015 (ChangeGDP)
- Sự điều chỉnh lựa chọn (λ_i) được tính toán trong giai đoạn đầu tiên của phương pháp Heckman được bổ sung trong giai đoạn thứ hai, giai đoạn các phương trình 1 và 2.

4. Kết quả mô hình

4.1. Thống kê dữ liệu

Bảng 1. Thống kê mô tả

Biến	N	Trung Bình	Trung vị	Độ lệch chuẩn	Giá trị nhỏ nhất	Giá trị lớn nhất
EV	1250	-0.2783	-0.3429	1.8114	-8.6887	8.5587
HERF	1300	0.1887	0	0.2408	0	0.8015
TotalEntropy	1300	0.3235	0	0.4184	0	1.7339
Numsegments	1300	1.6123	1	0.8261	1	7
EBITsales	1271	0.412	0.9361	0.4748	-2.594	1.6086
CAPEXsales	1262	0.088	0.0203	0.1564	-0.0298	0.9859
LTA	1266	27.8266	27.7088	1.3422	24.1018	34.1448
LDTA	1264	0.1097	0.0386	0.1484	0	0.6970

Nguồn: Tính toán của nhóm tác giả

Bảng 2. Ma trận tương quan

	EV	HERF	Entropy	Numseg	LTA	EBITsales	LDTA	CAPEXsales
EV	1							
HERF	-0.105	1						
Entropy	-0.098	0.789	1					
Numsegment	-0.132	0.818	0.772	1				
LTA	0.082	0.076	0.093	0.124	1			
EBITsales	-0.030	0.56	0.552	0.525	-0.079	1		
LDTA	0.044	0.130	0.137	0.156	0.293	0.068	1	
CAPEXsales	0.144	0.107	0.130	0.177	0.190	-0.059	0.474	1

Nguồn: Tính toán của nhóm tác giả

Bảng 1 trình bày các số liệu thống kê mô tả gồm số quan sát, trung bình, trung vị, độ lệch chuẩn, giá trị lớn nhất, nhỏ nhất của các biến tham gia vào các mô hình của bài nghiên cứu. Biến phụ thuộc giá trị doanh nghiệp (Excess value) trung bình là -0.2783, giá trị nhỏ nhất là -8.688 và giá trị lớn nhất là 8.558, một nửa số công ty quan sát có giá trị thặng dư lớn hơn -0.342, độ lệch chuẩn của biến không cao chỉ 1.8114 cho thấy giá trị thặng dư của các công ty dao động nhỏ quanh giá trị trung bình. Nhìn chung qua thống kê cho thấy giá trị thặng dư các công ty ở Việt Nam thấp hơn các công ty ở nước khác, chẳng hạn: giá trị thặng dư theo nghiên cứu của Pablo de Andres (2014) trung bình là -0.076, nghiên cứu của Gayané Hovakimian (2016) là -0.095. Biến độc lập mức độ đa dạng hóa của công ty thông qua ba chỉ số Herfindahl, Entropy và số lượng phân khúc (numsegments) trung bình lần lượt là 0.1887, 0.3235 và 1,6123, có thể thấy mức độ đa dạng hóa của các công ty ở Việt Nam còn thấp so với mức độ đa dạng hóa của các nghiên cứu trước như Chen và Yu (2011)

theo chỉ số Entropy là 0.63, trong khi chỉ số Herfindahl và số lượng phân khúc theo bài nghiên cứu của Chen và Ho (2000) lần lượt là 0.73 và 2.7. Trung vị của ba chỉ số trên (Bảng 1) cho thấy hơn một nửa số công ty trong mẫu dữ liệu là công ty đa dạng hóa. Số lượng phân khúc nhiều nhất của công ty đa dạng hóa đến tận 7 phân khúc.

4.2. Phân tích tương quan

Bảng 2 trình bày kết quả tương quan giữa các biến trong bài. Kết quả tương quan cho thấy tương quan giữa giá trị doanh nghiệp (Excess value) và mức độ đa dạng hóa (chỉ số Herfindahl, Entropy và số lượng phân khúc) đều là tương quan âm. Và các tương quan này đều có ý nghĩa thống kê ở mức 1%. Trong đó tương quan giữa giá trị thặng dư và số lượng phân khúc là mạnh nhất -0.105. Giá trị thặng dư tương quan âm với mức độ đa dạng hóa cho thấy các công ty đa dạng hóa làm giảm giá trị doanh nghiệp. Kết quả này khá phù hợp với các

ngiên cứu của Lang& Stulz (1994), Berger, Ofek (1995), Bernardo (1998), Graham và cộng sự (2002).

Ngoài ra, các biến còn lại trong mô hình đều không có mối tương quan nào lớn hơn 0.8, điều đó có nghĩa là các biến được sử dụng trong bài nghiên cứu không xảy ra hiện tượng đa cộng tuyến. Do đó, các biến đều phù hợp để đưa vào mô hình hồi quy trong phần tiếp theo.

4.3. Phân tích hồi quy

Đầu tiên, chúng tôi trình bày kết quả ước lượng của phương trình hiệu chỉnh mẫu Probit (giai đoạn đầu của phương pháp Heckman hai bước). Tiếp theo chúng tôi trình bày kết quả hồi quy mối quan hệ giữa đa dạng hóa và giá trị doanh nghiệp.

4.3.1. Giai đoạn đầu của phân tích Heckman

Bảng 3 trình bày kết quả ước tính của mô hình Probit ở bước một trong phương pháp Heckman hai bước. R bình phương khoảng 0.065 là phù hợp so với các bài nghiên cứu trước. Trong số

Bảng 3. Mô hình probit (Giai đoạn đầu trong phương pháp Heckman)

Probit	
Constant	-0.9303 (0.8563)
<i>Cấp độ công ty</i>	
LTA	0.0317 (0.0272)
EBITsales	0.0026 (0.0026)
CAPEXsales	0.3434** (0.1493)
<i>Cấp độ ngành</i>	
PNDIV	1.3821*** (0.1491)
<i>Cấp độ vĩ mô</i>	
ChangeGDP	-1.7048*** (0.6253)
Số quan sát	1261
Log likelihood	-816.5521
Pseudo-R square	0.0650

Nguồn: Tính toán của nhóm tác giả

các đặc trưng ở cấp độ công ty, LTA hiện thị một hệ số dương và có ý nghĩa cao (trên mức 5%), cho thấy các doanh nghiệp lớn có nhiều khả năng đa dạng hóa hơn. Kết quả EBITsales cho thấy các công ty có nhiều khả năng sinh lợi thì có thể sẽ đa dạng hóa nhiều hơn. Biến số CAPEXsales cho thấy một hệ số dương và đáng kể, cho thấy rằng các công ty có đầu tư nhiều hơn sẽ đa dạng hóa nhiều hơn.

Đối với biến ngành PNDIV có ý nghĩa quan trọng (p-value = 0.000), bằng chứng này phù hợp với nghiên cứu của Campa và Kedia (2002), và Villalonga (2004b) chỉ ra rằng các công ty có nhiều khả năng đa dạng hơn khi có sự hiện diện mạnh mẽ hơn của các nhà phân phối trong ngành công nghiệp cốt lõi.

Cũng phù hợp với nghiên cứu của Campa và Kedia (2002), biến số kinh tế vĩ mô ChangeGDP có ý nghĩa thống kê mạnh (p-value=0.000) để giải thích quyết định đa dạng hóa trong mô hình Probit. Nó mang lại bằng chứng cho thấy các công ty có nhiều khả năng đa dạng hơn trong chu kỳ tăng trưởng kinh tế.

Nhìn chung, kết quả của chúng tôi cho thấy rằng đặc điểm của công ty và ngành công nghiệp là những yếu tố chính quyết định đến việc đa dạng hóa. Ở giai đoạn thứ hai của các phương pháp Heckman hai bước, chúng ta sử dụng (λ) ước tính trong bảng 3 để hiệu chỉnh các ước lượng chệch do chọn mẫu.

4.3.2. Mối quan hệ đa dạng hóa- giá trị doanh nghiệp

Chúng tôi ước tính tác động trực tiếp của đa dạng hóa đối với giá trị thặng dư trên Bảng 4 và 5. Thứ nhất, chúng tôi ước lượng tác động tuyến tính giữa đa dạng hóa và giá trị thặng dư (phương trình 1). Phù hợp với hầu hết các nghiên cứu trước, chúng tôi tìm thấy đa dạng hóa làm giảm giá trị doanh nghiệp (các cột (1)-(3) của Bảng 4 và 5).

Tiếp theo, chúng tôi kiểm tra sự hiện diện của hiệu ứng phi tuyến tính giữa đa dạng hóa đối với giá trị doanh nghiệp. Theo kết quả trong các cột (4) - (6) của Bảng 4 và 5, nghiên cứu của chúng tôi cho thấy mối quan hệ dạng chữ U giữa giá trị doanh nghiệp (ExcessValue) và mức độ đa dạng hóa (Numsegments, HERF hoặc TotalEntropy) (phương trình 2). Ở mức độ thấp, đa dạng hóa

Bảng 4. Đa dạng hóa và giá trị doanh nghiệp chạy theo phương pháp Heckman 2 bước

	Biến phụ thuộc: EV (ExcessValue)					
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Const	1.3527	1.4976	5.2519	2.2545	1.2098	4.1625
<i>Mức độ đa dạng hóa</i>						
HERF	-0.9920*** (0.2241)			-5.4461*** (0.7670)		
HERF2				7.6327*** (1.2587)		
TotalEntropy		-0.5503*** (0.1297)			-2.5402*** (0.3711)	
TotalEntropy2					1.8495*** (0.3237)	
Numsegments			-0.3814*** (0.0667)			-1.2319*** (0.1956)
Numsegments2						0.1797*** (0.0389)
<i>Biến kiểm soát</i>						
EBITsales	-0.0048 (0.0036)	-0.0047 (0.0036)	-0.0048 (0.0036)	-0.0048 (0.0036)	-0.0046 (0.0036)	-0.0043 (0.0036)
CAPEXsales	-0.1419** (0.0576)	-0.1412** (0.0577)	-0.1406** (0.0573)	-0.1518*** (0.0568)	-0.1475*** (0.0569)	-0.1298** (0.0569)
LDTA	0.3963 (0.3835)	0.3928 (0.3838)	0.4674 (0.3818)	0.3873 (0.378)	0.4027 (0.3789)	0.5224 (0.3789)
LTA	-0.1952 (0.9459)	-0.2085 (0.9466)	-0.4518 (0.9427)	-0.2499 (0.9324)	-0.1715 (0.9346)	-0.3102 (0.9354)
LTA2	0.0032 (0.0166)	0.0035 (0.0166)	0.0078 (0.0165)	0.0042 (0.0164)	0.0028 (0.0164)	0.0053 (0.0164)
IMR (λ)	5.015*** (1.1667)	5.068*** (1.1692)	5.5463*** (1.1691)	4.7618*** (1.1508)	4.6082*** (1.1572)	4.909*** (1.1677)
Industry dummies	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Year dummies	-0.4808***	-0.4814***	-0.4808***	-0.4673***	-0.4713***	-0.4874***
Số quan sát	1246	1246	1246	1246	1246	1246

Nguồn: Tính toán của nhóm tác giả

ảnh hưởng tiêu cực đến giá trị thị trường của công ty, dẫn đến đa dạng hóa làm giảm giá trị công ty. Tuy nhiên, ở mức độ cao thì mối quan hệ giữa đa dạng hóa và giá trị doanh nghiệp từ tiêu cực chuyển sang tích cực. Ý nghĩa thống kê của (λ) hoàn toàn minh chứng cho việc sử dụng Heckman trong trường hợp này.

5. Kết luận

Bài nghiên cứu này cung cấp thêm những bằng chứng thực nghiệm về mối quan hệ giữa đa

dạng hóa và giá trị doanh nghiệp. Mẫu dữ liệu được sử dụng trong bài nghiên cứu mang tính thực tiễn cao bao gồm 260 doanh nghiệp Việt Nam niêm yết trên hai sàn giao dịch chứng khoán HNX và HOSE trong giai đoạn 2011 đến 2015. Để khắc phục hiện tượng chệch do chọn mẫu của phương pháp bình phương bé nhất (OLS), chúng tôi xem xét lựa chọn phương pháp Heckman hai bước trong bài nghiên cứu. Kết quả nghiên cứu của chúng tôi cho thấy giá trị thặng dư nhìn chung tương quan âm với mức độ đa dạng hóa. Hay nói cách khác đa dạng hóa

Bảng 5. Đa dạng hóa và giá trị doanh nghiệp chạy theo phương pháp OLS

	Biến phụ thuộc: EV (ExcessValue)					
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Const	1.3527	1.4976	5.2519	2.2545	1.2098	4.1625
<i>Mức độ đa dạng hóa</i>						
HERF	-0.9920*** (0.2241)			-5.4461*** (0.7670)		
HERF2				7.6327*** (1.2587)		
TotalEntropy		-0.5503*** (0.1297)			-2.5402*** (0.3711)	
TotalEntropy2					1.8495*** (0.3237)	
Numsegments			-0.3814*** (0.0667)			-1.2319*** (0.1956)
Numsegments2						0.1797*** (0.0389)
<i>Biến kiểm soát</i>						
EBITsales	-0.0048 (0.0036)	-0.0047 (0.0036)	-0.0048 (0.0036)	-0.0048 (0.0036)	-0.0046 (0.0036)	-0.0043 (0.0036)
CAPEXsales	-0.1419** (0.0576)	-0.1412** (0.0577)	-0.1406** (0.0573)	-0.1518*** (0.0568)	-0.1475*** (0.0569)	-0.1298** (0.0569)
LDTA	0.3963 (0.3835)	0.3928 (0.3838)	0.4674 (0.3818)	0.3873 (0.378)	0.4027 (0.3789)	0.5224 (0.3789)
LTA	-0.1952 (0.9459)	-0.2085 (0.9466)	-0.4518 (0.9427)	-0.2499 (0.9324)	-0.1715 (0.9346)	-0.3102 (0.9354)
LTA2	0.0032 (0.0166)	0.0035 (0.0166)	0.0078 (0.0165)	0.0042 (0.0164)	0.0028 (0.0164)	0.0053 (0.0164)
IMR (λ)	5.015*** (1.1667)	5.068*** (1.1692)	5.5463*** (1.1691)	4.7618*** (1.1508)	4.6082*** (1.1572)	4.909*** (1.1677)
Industry dummies	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Year dummies	-0.4808***	-0.4814***	-0.4808***	-0.4673***	-0.4713***	-0.4874***
Số quan sát	1246	1246	1246	1246	1246	1246

Nguồn: Tính toán của nhóm tác giả

làm giảm giá trị doanh nghiệp trong giai đoạn nghiên cứu. Kết quả này khá phù hợp với các nghiên cứu khác trên thế giới như nghiên cứu của Lang & Stulz (1994), Berger, Ofek (1995), Bernardo (1998), Graham và cộng sự (2002). Kết quả này cũng ủng hộ cho các lý thuyết đại diện và lý thuyết thị trường vốn nội bộ. Cụ thể đa dạng hóa làm giảm giá trị thặng dư cho doanh nghiệp bởi vì đa dạng hóa có thể được xem là một cách để nhà quản lý đạt được lợi ích cá nhân hơn là tối đa hóa giá trị doanh nghiệp. Ngoài ra, đa dạng hóa có thể không hiệu quả

nếu công ty không đầu tư vào những phân khúc có cơ hội phát triển tốt mà lại đầu tư quá mức vào những phân khúc không mang lại hiệu quả cao.

Tuy nhiên, khi xem xét đến mối quan hệ phi tuyến, bài nghiên cứu cho thấy có một mối quan hệ dạng chữ U giữa đa dạng hóa và giá trị doanh nghiệp. Cụ thể dữ liệu của chúng tôi cho thấy rằng ở mức độ thấp, đa dạng hóa ảnh hưởng tiêu cực đến giá trị thị trường của công ty, dẫn đến đa dạng hóa làm giảm giá trị công ty. Tuy nhiên, ở mức độ cao thì mối quan hệ

giữa đa dạng hóa và giá trị doanh nghiệp từ tiêu cực chuyển sang tích cực. ■

Tài liệu tham khảo

1. Agrawal, A., Jaffe, J. F., & Mandelker, G. N. (1992). *The post-merger performance of acquiring firms: a re-examination of an anomaly*. *The Journal of finance*, 47(4), 1605-1621.
2. Amihud, Y., & Lev, B. (1981). *Risk reduction as a managerial motive for conglomerate mergers*. *The bell journal of economics*, 605-617.
3. Berger, P. G., & Ofek, E. (1995). *Diversification's effect on firm value*. *Journal of financial economics*, 37(1), 39-65.
4. Campa, J. M., & Kedia, S. (2002). *Explaining the diversification discount*. *The journal of finance*, 57(4), 1731-1762.
5. Chen, P. Y., Kataria, G., & Krishnan, R. (2011). *Correlated failures, diversification, and information security risk management*. *MIS quarterly*, 397-422.
6. Chen, S. S., & Ho, K. W. (2000). *Corporate diversification, ownership structure, and firm value: The Singapore evidence*. *International Review of Financial Analysis*, 9(3), 315-326.
7. Choe, C., Dey, T., & Mishra, V. (2014). *Corporate diversification, executive compensation and firm value: Evidence from Australia*. *Australian Journal of Management*, 39(3), 395-414.
8. Claessens, S., Djankov, S., Fan, J. P., & Lang, L. H. (2003). *When does corporate diversification matter to productivity and performance? Evidence from East Asia*. *Pacific-Basin Finance Journal*, 11(3), 365-392.
9. Elsas, R., Hackethal, A., & Holz-user, M. (2010). *The anatomy of bank diversification*. *Journal of Banking & Finance*, 34(6), 1274-1287.
10. Fauver, L., Houston, J., & Naranjo, A. (2003). *Capital market development, international integration, legal systems, and the value of corporate diversification: A cross-country analysis*. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 38(1), 135-158.
11. Graham, J. R., M. L. Lemmon and J. G. Wolf (2002), 'Does Corporate Diversification Destroy Value?', *The Journal of Finance*, 57(2), 695-720.
12. Heckman, J. J. (1977). *Sample selection bias as a specification error (with an application to the estimation of labor supply functions)*.
13. Hirschman, A. O. (1964). *The paternity of an index*. *The American Economic Review*, 54(5), 761-762.
14. Hoechle, D., Schmid, M., Walter, I., & Yermack, D. (2012). *How much of the diversification discount can be explained by poor corporate governance?*. *Journal of Financial Economics*, 103(1), 41-60.
15. Hovakimian, G. (2016). *Excess value and restructurings by diversified firms*. *Journal of Banking & Finance*, 71, 1-19.
16. Jacquemin, A. P., & Berry, C. H. (1979). *Entropy measure of diversification and corporate growth*. *The Journal of Industrial Economics*, 359-369.
17. Jensen và cộng sự (1990), 'Performance Pay and Top-Management Incentives', *The Journal of Political Economy*, 98(2), 225-264.
18. Jensen, M. C. (1986), 'Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers', *The American Economic Review*, 76(2), 323-329.
19. Lamont, O. (1997). *Cash flow and investment: Evidence from internal capital markets*. *The Journal of Finance*, 52(1), 83-109.
20. Lang, L. H., & Stulz, R. M. (1994). *Tobin's q, corporate diversification, and firm performance*. *Journal of political economy*, 102(6), 1248-1280.
21. Lee, K., Peng, M. W., & Lee, K. (2008). *From diversification premium to diversification discount during institutional transitions*. *Journal of World Business*, 43(1), 47-65.
22. Lewellen, W. G. (1971), 'A Pure Financial Rationale for the Conglomerate Merger', *The Journal of Finance*, 26(2), 521-537.
23. Martin, J. D. and A. Sayrak (2003), 'Corporate diversification and shareholder value: a survey of recent literature', *Journal of Corporate Finance*, 9, 37-57
24. de Andrés, P., de la Fuente, G., & Velasco, P. (2014). *Growth opportunities and the effect of corporate diversification on value*. *The Spanish Review of Financial Economics*, 12(2), 72-81.
25. Puhani, P. (2000). *The Heckman correction for sample selection and its critique*. *Journal of economic surveys*, 14(1), 53-68.
26. Rajan, R., Servaes, H., & Zingales, L. (2000). *The cost of diversity: The diversification discount and inefficient investment*. *The journal of Finance*, 55(1), 35-80.
27. Santalo, J., & Becerra, M. (2008). *Competition from specialized firms and the diversification-performance linkage*. *The Journal of Finance*, 63(2), 851-883.
28. Servaes, H. (1996). *The value of diversification during the conglomerate merger wave*. *The Journal of Finance*, 51(4), 1201-1225.
29. Shin, H. H., & Stulz, R. M. (1998). *Are internal capital markets efficient?*. *The Quarterly Journal of Economics*, 113(2), 531-552.
30. Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1989). *Management entrenchment: The case of manager-specific investments*. *Journal of financial economics*, 25(1), 123-139.
31. Stein, J. C. (2003). *Agency, information and corporate investment*. *Handbook of the Economics of Finance*, 1, 111-165.

32. Stowe, J. D., & Xing, X. (2006). Can growth opportunities explain the diversification discount?. *Journal of Corporate Finance*, 12(4), 783-796.
33. Stulz, R. (1990). Managerial discretion and optimal financing policies. *Journal of financial Economics*, 26(1), 3-27.
34. Villalonga, B. (2001). Diversification discount or premium? New evidence from BITS establishment-level data.

Thông tin tác giả

Phan Thị Bích Nguyệt, Phó Giáo sư, Tiến sĩ
Đại Học Kinh Tế Tp HCM
Email: nguyettcdn@ueh.edu.vn

Lê Thị Phương Vy, Tiến sĩ
Đại Học Kinh Tế Tp HCM
Email: phuongvyqt@ueh.edu.vn

Phạm Ngọc Huyền Trang
Đại Học Kinh Tế Tp HCM
Email: phamtrang18061995@gmail.com

Summary**Diversification and excess value: Empirical evidence from Vietnamese listed firms**

This study investigates the relationship between diversification and firm value measured by firm's excess value. The research sample includes all Vietnamese listed firms in the period from 2011 to 2015. To overcome bias problems due to sample selections, the Heckman two-step estimation is also used in this research. Our findings show that when considering a linear relationship, diversification has a negative impact on firm's excess value. However, when considering a nonlinear relationship, there is a U-shaped relationship between diversification and excess value. That is, at low level, diversification influences negatively on firm's excess value, but at a high level, this association switches from negative to positive.

Key words: diversification, excess value, firm value, Vietnam.

Nguyet Thi Bich Phan, Assoc.Prof. PhD.
University of Economics HCM City

Vy Thi Phuong Le, Ph.D
University of Economics HCM City

Trang Ngoc Huyen Pham
University of Economics HCM City

tiếp theo trang 32

Tương tự như bất kỳ dự án nghiên cứu nào, nghiên cứu này vẫn tồn tại một số hạn chế nhất định và cần thêm những nghiên cứu khác để khắc phục.

Thứ nhất, mẫu khảo sát từ 20 chuyên gia của các DNNVV với những ngành nghề phổ biến là chưa đủ lớn, chưa mang tính đại diện cao dẫn đến kết quả nghiên cứu chưa thực sự thuyết phục. Do vậy, trong tương lai cần có những nghiên cứu với số lượng mẫu lớn hơn để một lần nữa kiểm định lại những kết quả của nghiên cứu này.

Thứ hai, nghiên cứu này chưa phân tích, kiểm chứng được sự khác biệt của những rào cản đối với từng loại hình doanh nghiệp, vì mỗi

loại hình doanh nghiệp, mỗi nhóm ngành sẽ có những loại rào cản khác nhau trong thực hiện CSR. Vấn đề này đã gợi ra một hướng nghiên cứu trong tương lai với kỳ vọng giải quyết vấn đề này đầy đủ và hoàn thiện hơn. ■