
ĐỘ LỆCH CHIẾN LƯỢC VÀ CHI PHÍ SỬ DỤNG NỢ VAY: VAI TRÒ ĐIỀU TIẾT CỦA LÃNH ĐẠO CẤP CAO CÔNG TY

Huỳnh Thị Cẩm Hà

Khoa Tài chính – Trường Kinh doanh, Đại học Kinh tế Thành phố Hồ Chí Minh
Email: hatcdn@ueh.edu.vn

Mã bài: JED-2583

Ngày nhận: 28/07/2025

Ngày nhận bản sửa: 11/09/2025

Ngày duyệt đăng: 18/09/2025

DOI: 10.33301/JED.VI.2583

Tóm tắt:

Nghiên cứu kiểm định tác động của độ lệch chiến lược đến chi phí sử dụng nợ vay của các doanh nghiệp niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam và xem xét vai trò điều tiết của lãnh đạo cấp cao công ty đối với mối quan hệ giữa độ lệch chiến lược và chi phí sử dụng nợ vay từ năm 2013 -2024 bằng phương pháp ước lượng GLS. Kết quả cho thấy việc công ty gia tăng sử dụng độ lệch chiến lược khác biệt so với ngành có tác động ngược chiều đến chi phí sử dụng nợ vay doanh nghiệp. Ngoài ra, tác động này giúp doanh nghiệp có được lãi suất vay thấp thêm hai năm nữa. Bên cạnh đó, tuổi đời của CEO, tuổi đời trung bình của Ban giám đốc công ty đóng vai trò điều tiết và làm suy yếu đi tác động ngược chiều của độ lệch chiến lược đến chi phí sử dụng nợ vay ở các doanh nghiệp Việt Nam, không chỉ ở thời điểm công ty thực thi độ lệch chiến lược mà còn ảnh hưởng sau đó thêm hai năm nữa.

Từ khóa: Ban giám đốc, CEO, chi phí sử dụng nợ vay, độ lệch chiến lược.

Mã JEL: G3.

Strategic deviation and cost of debt: The moderating role of top management

Abstract:

This research is conducted to investigate the impact of strategic deviation on the cost of debt among listed firms on the Vietnamese stock market, and it also examines the moderating role of upper echelons in the relationship between strategic deviation and the cost of debt over the period from 2013 to 2024, by using the GLS estimation method. The results reveal that strategic deviation of firms has a negative and statistically significant effect on the cost of debt. Furthermore, this impact can extend for up to two additional years after the implementation of the strategic deviation. In addition, the age of the CEO and the average age of the top management team also play a moderating role, reducing the negative impact of strategic deviations on the Vietnamese firm's cost of debt. This moderating influence can extend for up to two additional years after implementation of the strategic deviation.

Keywords: Chief Executive Officer (CEO), cost of debt, strategic deviation, top management.

JEL Code: G3.

1. Đặt vấn đề

Tình trạng biến đổi khí hậu gia tăng, xung đột kinh tế các nước, đại dịch COVID-19 đã thay đổi hành vi người tiêu dùng đối với sản phẩm, dịch vụ khắt khe hơn, khiến cho việc cạnh tranh giữa các doanh nghiệp càng gay gắt. Điều này đặt ra thách thức cho các doanh nghiệp khi lựa chọn chiến lược khác biệt để vượt qua đối thủ cạnh tranh, đồng thời kiểm soát chi phí, trong đó chi phí sử dụng nợ vay là vô cùng quan trọng. Bởi lẽ nguồn nợ vay là huyết mạch trong quá trình phát triển doanh nghiệp, giúp họ có nguồn lực để thực hiện khác biệt về chiến lược nhằm chiếm ưu thế trên thị trường. Theo Mintzberg (1978) thì chiến lược doanh nghiệp có thể quan sát được thông qua việc doanh nghiệp phân bổ nguồn lực vào các hoạt động khác nhau để đạt được mục tiêu đặt ra, và khi công ty áp dụng chiến lược doanh nghiệp khác biệt so với chiến lược chung của ngành, mức độ khác biệt so với mức độ trung bình trong ngành gọi là độ lệch chiến lược (Tang & cộng sự, 2011). Ngoài ra, Hambrick (2007) cho rằng đặc điểm của lãnh đạo cấp cao công ty như tuổi tác, kinh nghiệm làm việc, thời gian làm việc,... đóng vai trò cung cấp “thông tin” đối với hành vi lệch chuẩn của công ty so với các công ty trong ngành. Từ đó, các chủ nợ đánh giá mức độ rủi ro của chiến lược khác biệt để đưa ra quyết định cho vay.

Mặc dù chủ đề về độ lệch chiến lược, chi phí sử dụng nợ vay được nghiên cứu khá phổ biến nhưng khai thác ở góc độ riêng biệt của chiến lược kinh doanh hoặc chi phí sử dụng nợ vay (như Gao & cộng sự, 2020; Ding & cộng sự, 2022; Nguyễn Vĩnh Khương & Nguyễn Thanh Liêm, 2021; Huỳnh Lê Yến Nhi & Hoàng Trọng Bình, 2023). Tuy nhiên rất ít các nghiên cứu xem xét ảnh hưởng của độ lệch chiến lược công ty đến chi phí sử dụng nợ vay, cũng như xem xét vai trò điều tiết của lãnh đạo cấp cao đến mối quan hệ này ở các công ty tại Việt Nam. Trong khi đó, hướng nghiên cứu kết hợp này rất cần thiết cho doanh nghiệp, nhà đầu tư trong bối cảnh thị trường có nhiều biến động.

Bài viết này với mục tiêu cung cấp bằng chứng về tác động độ lệch chiến lược đến chi phí sử dụng nợ vay ở các công ty Việt Nam, cũng như vai trò điều tiết đặc điểm của lãnh đạo cấp cao công ty đến mối quan hệ giữa độ lệch chiến lược và chi phí sử dụng nợ vay nhằm lấp đầy khoảng trống nghiên cứu chủ đề này tại Việt Nam.

2. Các lý thuyết nền tảng và tổng quan nghiên cứu thực nghiệm

2.1. Lý thuyết nền tảng

Theo Miles & cộng sự (1978) thì chiến lược của công ty được phân loại thành nhóm chiến lược tiên phong hướng đến doanh nghiệp tăng trưởng bằng cách đổi mới; chiến lược phân tích hướng đến doanh nghiệp giảm thiểu rủi ro, tối đa hóa lợi nhuận; chiến lược phòng thủ khi doanh nghiệp tập trung vào phân khúc giới hạn nhằm ổn định, kiểm soát chi phí; và chiến lược của doanh nghiệp phản ứng chỉ thay đổi khi đặt vào tình thế buộc thay đổi. Cụ thể hơn, Mintzberg (1978) cho rằng chiến lược của công ty quan sát được khi doanh nghiệp phân bổ nguồn lực vào các hoạt động như marketing, đổi mới sáng tạo, sản xuất, quản lý chi phí, cấu trúc vốn... để đạt được mục tiêu đặt ra. Khi đó, một số công ty sẽ áp dụng các chiến lược doanh nghiệp khác với chiến lược chung của ngành, đi chệch khỏi xu hướng chung của ngành. Mức độ khác biệt so với mức độ trung bình của các chiến lược trong ngành gọi là độ lệch chiến lược (Tang & cộng sự, 2011). Để tạo ra sự khác biệt về chiến lược so với các công ty trong ngành nhằm chiếm lĩnh vị thế trong ngành và thị trường thì chính công ty sử dụng độ lệch chiến lược sẽ phải đánh đổi với rủi ro và chi phí, trong đó chi phí sử dụng nợ vay là vô cùng quan trọng (Ye & cộng sự, 2023).

Ngoài ra, lý thuyết nhóm lãnh đạo cấp cao (Upper Echelons Theory) của Hambrick (2007) cho rằng đặc điểm lãnh đạo cấp cao đóng vai trò như một tín hiệu cho các chủ nợ rằng sự hiện diện của họ có thể cung cấp “niềm tin” đối với hành vi lệch chuẩn của công ty so với các công ty trong ngành.

2.2. Tổng quan các nghiên cứu thực nghiệm

Nhiều công trình cho thấy độ lệch chiến lược của doanh nghiệp ảnh hưởng đến chi phí sử dụng nợ ở nhiều

quan điểm khác nhau. Một số nghiên cứu ủng hộ quan điểm độ lệch chiến lược làm tăng chi phí sử dụng nợ vay doanh nghiệp. Ye & cộng sự (2023) cho thấy các công ty có độ lệch chiến lược càng cao chịu chi phí sử dụng nợ vay cao hơn do tăng rủi ro hoạt động, rủi ro thông tin. Lant & cộng sự (1992) cho rằng thực hiện độ lệch chiến lược là quá trình phức tạp và tốn kém, khi độ lệch càng lớn do thay đổi lớn so với chiến lược trước đó, làm gián đoạn và tăng rủi ro hoạt động công ty, nên chủ nợ yêu cầu phần bù rủi ro cao hơn, làm tăng chi phí sử dụng nợ vay. Bouvard & Lee (2020) tìm thấy chi phí sử dụng nợ tăng lên vì chủ nợ dành nhiều thời gian và chi phí xử lý thông tin để đánh giá mô hình kinh doanh khác biệt này. Khi đó, chủ nợ đòi hỏi phần bù rủi ro cao hơn, điều này làm tăng chi phí sử dụng nợ vay công ty. Dựa vào những thảo luận ở trên, bài viết đề xuất giả thuyết sau:

Giả thuyết H1a: Độ lệch chiến lược tác động cùng chiều đến chi phí sử dụng nợ vay công ty.

Quan điểm khác thì cho rằng độ lệch chiến lược giúp giảm chi phí sử dụng nợ vay. Các nghiên cứu này cho rằng các chủ nợ xem công ty khác biệt chiến lược so với ngành có khả năng phòng thủ mạnh mẽ và ít rủi ro hơn. Thứ nhất, các công ty có độ lệch chiến lược cao hơn thể hiện họ sẵn sàng thích nghi và chấp nhận hoàn cảnh thay đổi và khám phá cơ hội mới (Zajac & Kraatz, 1993). Theo Hambrick & Schecter (1983) thì kiểu tư duy táo bạo và sẵn sàng xem xét các giải pháp thay thế chiến lược mới giúp công ty phù hợp với môi trường thay đổi và đạt hiệu quả hoạt động tốt hơn. Điều này khiến chủ nợ tin rằng các công ty chủ động tìm kiếm cơ hội và có thể điều chỉnh tốt đạt được thành công trong dài hạn. Thứ hai, các công ty có độ lệch chiến lược cao hơn có nhiều nguồn lực giúp họ nổi bật so với đối thủ bằng cách phát triển công nghệ độc quyền, xây dựng nhóm khách hàng mới hoặc tạo ra các thương hiệu mạnh hơn. Với các đặc điểm nổi bật như vậy, các công ty có độ lệch chiến lược có thể tạo rào cản mà đối thủ cạnh tranh khó bắt chước (Chen & Miller, 1994), giúp giảm nguy cơ đe dọa cạnh tranh và tăng cường khả năng phòng thủ. Do đó độ lệch chiến lược được các chủ nợ xem là lợi thế để thúc đẩy tăng trưởng và lợi nhuận dài hạn, do đó có thể tính lãi suất vay thấp hơn cho các công ty này. Dựa vào các thảo luận ở trên, bài viết đề xuất giả thuyết sau:

Giả thuyết H1b: Độ lệch chiến lược tác động ngược chiều đến chi phí sử dụng nợ vay công ty.

Ye & cộng sự (2023) ứng dụng lý thuyết nhóm lãnh đạo cấp cao vào nghiên cứu đã cho thấy tác động cùng chiều của độ lệch chiến lược đối với chi phí sử dụng nợ vay bị suy yếu khi có sự hiện diện của tổng giám đốc hoặc giám đốc điều hành (CEO) lớn tuổi. Ngoài ra, tuổi trung bình của ban giám đốc cũng đóng vai trò điều tiết đến mối quan hệ giữa độ lệch chiến lược và chi phí sử dụng nợ vay. Dựa vào các thảo luận ở trên, bài viết đề xuất giả thuyết sau:

Giả thuyết H2: Thành viên lãnh đạo cấp cao đóng vai trò điều tiết đến mối quan hệ giữa độ lệch chiến lược và chi phí sử dụng nợ vay công ty

Tại Việt Nam, hướng nghiên cứu kết hợp về độ lệch chiến lược, chi phí sử dụng nợ vay, vai trò điều tiết của lãnh đạo cấp cao chưa được khai thác, chỉ mang tính riêng biệt. Chẳng hạn Huỳnh Lê Yến Nhi & Hoàng Trọng Bình (2023) nghiên cứu chiến lược kinh doanh đến rủi ro phá sản, hay Nguyễn Vĩnh Khương & Nguyễn Thanh Liêm (2021) hướng đến phân tích chiến lược kinh doanh đến hành vi quản trị lợi nhuận. Do vậy, trong bài viết này sẽ thực hiện nghiên cứu chuyên sâu thông qua kiểm định ảnh hưởng của độ lệch chiến lược đến chi phí sử dụng nợ vay và vai trò điều tiết của lãnh đạo cấp cao doanh nghiệp nhằm lấp đầy khoảng trống nghiên cứu hiện tại ở Việt Nam.

3. Phương pháp nghiên cứu và dữ liệu

3.1. Mô hình và phương pháp nghiên cứu:

Dựa theo nghiên cứu của Ye & cộng sự (2023), bài viết kiểm định tác động của độ lệch chiến lược đến chi phí sử dụng nợ vay của công ty Việt Nam. Đồng thời bài viết kiểm định vai trò điều tiết của lãnh đạo cấp cao đối với tác động từ độ lệch chiến lược đến chi phí sử dụng nợ vay. Các bước được thực hiện như sau:

Bước 1: Kiểm định tác động của độ lệch chiến lược đến chi phí sử dụng nợ vay.

$$COD_{i,t} = \alpha_1 + \alpha_2 * SD_{i,t} + \alpha_3 * C_{it} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

$$COD_{i,t+1} = \alpha_1 + \alpha_2 * SD_{i,t} + \alpha_3 * C_{it} + \varepsilon_{i,t} \quad (1.1)$$

$$COD_{i,t+2} = \alpha_1 + \alpha_2 * SD_{i,t} + \alpha_3 * C_{it} + \varepsilon_{i,t} \quad (1.2)$$

Trong đó, COD là biến phụ thuộc đại diện cho chi phí sử dụng nợ vay của công ty, đo lường bằng chi phí lãi vay chia cho (khoản vay ngắn hạn + khoản vay dài hạn).

SD là biến độc lập đo lường độ lệch chiến lược của công ty. Để đo lường biến SD, bài viết sử dụng năm chỉ số phản ánh thước đo về sự phù hợp chiến lược, các thước đo nắm bắt mức độ tương đồng giữa chiến lược của công ty với các thông tin của ngành, bao gồm:

(1) *Cường độ quảng cáo*: chỉ số nắm bắt các hoạt động marketing của công ty thông qua mức độ quảng cáo, được tính bằng chi phí quảng cáo chia cho doanh thu thuần.

(2) *Mức độ hàng tồn kho*: chỉ số tiết lộ khoản đầu tư của công ty vào hàng tồn kho, được tính bằng giá trị hàng tồn kho chia cho doanh thu thuần.

(3) *Độ mới của nhà xưởng, máy móc và thiết bị*: chỉ số nắm bắt các hoạt động phân bổ nguồn lực của công ty liên quan đến việc mở rộng năng lực hoạt động, được tính bằng giá trị ròng của nhà xưởng, máy móc và thiết bị chia cho tổng giá trị của nhà xưởng, máy móc và thiết bị.

(4) *Hiệu quả chi phí chung*: chỉ số nắm bắt cấu trúc chi phí của công ty, được tính bằng chi phí bán hàng và chi phí quản lý doanh nghiệp chia cho doanh thu thuần.

(5) *Đòn bẩy tài chính*: chỉ số nắm bắt lựa chọn cấu trúc vốn của công ty, được tính bằng tổng nợ phải trả chia cho vốn chủ sở hữu.

Dựa vào dữ liệu các chỉ số này, bài viết tính độ lệch chiến lược của từng công ty theo các bước:

(i) Tính từng chỉ số phản ánh sự phân bổ nguồn lực chiến lược của công ty theo từng năm; (ii) bài viết chuẩn hóa từng chỉ số theo ngành của từng năm;

(iii) Dựa trên dữ liệu này, nghiên cứu tính giá trị tuyệt đối của sự khác biệt giữa điểm số của từng chỉ số của mỗi công ty so với điểm số trung bình của ngành. Bước này được lặp lại tương tự cho từng chỉ số;

(iv) Cuối cùng bài viết tính giá trị trung bình độ lệch của các điểm số trên để có được độ lệch cho chiến lược (biến SD) của công ty trong từng năm. Giá trị độ lệch chiến lược (SD) càng cao (so với giá trị trung bình của ngành) cho thấy mức phân bổ nguồn lực của công ty khác biệt đáng kể so với ngành, phản ánh độ lệch chiến lược của công ty so với ngành.

C là vector của các biến kiểm soát liên quan đến đặc điểm công ty gồm OROA, SIZE, GR, MB, FAGE, SOE, BS. Biến OROA kiểm soát lợi nhuận hoạt động, đo lường bằng lợi nhuận hoạt động trên tổng tài sản. Biến SIZE kiểm soát quy mô doanh nghiệp, đo lường bằng logarit tự nhiên của tổng tài sản. Biến GR kiểm soát tốc độ tăng trưởng công ty, đo lường bằng tốc độ tăng trưởng doanh thu hàng năm. Biến MB cho biết thị trường đánh giá về doanh nghiệp, đo lường bằng giá trị thị trường công ty chia cho giá trị sổ sách công ty. Biến FAGE kiểm soát thời gian hoạt động của công ty, đo lường bằng logarit tự nhiên của số năm kể từ khi doanh nghiệp thành lập. Biến SOE kiểm soát cấu trúc sở hữu nhà nước, là biến giả bằng 1 nếu cơ cấu cổ đông công ty có sở hữu nhà nước, ngược lại bằng 0. Biến BS kiểm soát quy mô hội đồng quản trị, đo lường bằng logarit tự nhiên của tổng số thành viên hội đồng quản trị.

Bên cạnh đó, Ye & cộng sự (2023) cho thấy các công ty cũng cần thời gian để thay đổi chiến lược và các chủ nợ cũng cần thời gian để tìm hiểu về sự khác biệt chiến lược của công ty để định giá khoản cho vay. Do vậy, nghiên cứu mở rộng mô hình 1 ở phương trình 1.1 và 1.2 sử dụng chi phí nợ vay lần lượt sau 1 năm (t+1) và sau 2 năm (t+2) để xem xét tác động của độ lệch chiến lược đối với chi phí nợ sử dụng nợ vay.

Bước 2: Kiểm định vai trò điều tiết của lãnh đạo cấp cao đối với tác động từ độ lệch chiến lược đến chi phí sử dụng nợ vay

Để thực hiện bước 2, bài viết sử dụng mô hình sau:

$$COD_{i,t} = \alpha_1 + \alpha_2 SD_{i,t} + \alpha_3 EU_{i,t} + \alpha_4 SD_{i,t} * EU_{i,t} + \alpha_5 C_{it} + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

$$COD_{i,t+1} = \alpha_1 + \alpha_2 SD_{i,t} + \alpha_3 EU_{i,t} + \alpha_4 SD_{i,t} * EU_{i,t} + \alpha_5 C_{it} + \varepsilon_{i,t} \quad (2.1)$$

$$COD_{i,t+2} = \alpha_1 + \alpha_2 SD_{i,t} + \alpha_3 EU_{i,t} + \alpha_4 SD_{i,t} * EU_{i,t} + \alpha_5 C_{it} + \varepsilon_{i,t} \quad (2.2)$$

UE là vector gồm 2 biến đại diện cho đặc điểm lãnh đạo cấp cao, là tuổi của Tổng giám đốc điều hành hoặc giám đốc điều hành CEO (CEOAGE) và tuổi trung bình của ban giám đốc công ty (TMTAA). CEOAGE là biến giả, bằng 1 nếu tuổi của CEO trong năm lớn hơn tuổi trung bình của các CEO trong ngành, ngược lại bằng 0. TMTAA là biến giả, bằng 1 nếu trong năm tuổi trung bình của thành viên ban giám đốc công ty lớn hơn tuổi trung bình ban giám đốc của các công ty trong ngành, ngược lại bằng 0.

Tương tự ở bước 1, nghiên cứu mở rộng mô hình 2 ở phương trình 2.1 và 2.2 sử dụng chi phí nợ vay lần lượt sau 1 năm và sau 2 năm để xem vai trò điều tiết của lãnh đạo cấp cao đối với tác động của độ lệch chiến lược đến chi phí sử dụng nợ vay.

Ở mỗi phương trình, tác giả lần lượt sử dụng mô hình hồi quy với hiệu ứng tác động cố định và hiệu ứng tác động ngẫu nhiên dành cho dữ liệu bảng. Tiếp đến, bài viết sử dụng kiểm định Hausman để kiểm định lựa chọn mô hình phù hợp. Kiểm định Wald hoặc Breusch - Pagan Lagrangian, Wooldridge để kiểm tra hiện tượng phương sai thay đổi, tự tương quan của mô hình đã chọn trước đó. Cuối cùng, phương pháp bình phương nhỏ nhất tổng quát GLS (Generalized Least Squares) được sử dụng để khắc phục hiện tượng phương sai thay đổi và/hoặc tự tương quan của mô hình.

3.2. Dữ liệu nghiên cứu

Bài viết sử dụng dữ liệu của các công ty phi tài chính niêm yết trên Sở giao dịch chứng khoán Hồ Chí Minh và Sở giao dịch chứng khoán Hà Nội, phân nhóm ngành theo chuẩn GICS, thời gian nghiên cứu từ 2013 - 2024. Sau khi loại ra các công ty thiếu dữ liệu, mẫu nghiên cứu gồm 70 công ty cho 7 nhóm ngành (công nghiệp, năng lượng, nguyên vật liệu, hàng tiêu dùng, bất động sản, dịch vụ viễn thông, chăm sóc sức khỏe). Dữ liệu thị trường và kế toán của công ty được thu thập từ báo cáo tài chính, thuyết minh tài chính từ nguồn Thomson Reuters, vietstock.vn. Dữ liệu thông tin về CEO và ban giám đốc công ty được thu thập từ báo cáo thường niên.

4. Kết quả và thảo luận

4.1. Thống kê mô tả

Bảng 1. Thống kê mô tả các biến

Biến số	Số quan sát	Trung bình	Trung vị	Độ lệch chuẩn	Nhỏ nhất	Lớn nhất
COD	840	0,052	0,049	0,035	0,000	0,191
SD	840	0,349	0,165	1,121	0,028	27,932
OROA	840	0,098	0,083	0,088	-0,309	0,993
SIZE	840	28,452	28,452	1,744	23,590	33,045
GR	840	0,115	0,068	0,367	-0,567	2,490
MB	840	1,923	1,490	1,606	0,190	14,680
FAGE	840	2,688	2,708	0,305	1,792	3,401
SOE	840	0,448	0,000	0,498	0,000	1,000
BS	840	1,766	1,609	0,237	1,099	2,485
CEOAGE	840	0,500	0,500	0,500	0,000	1,000
TMTAA	840	0,513	1,000	0,500	0,000	1,000

Nguồn: Tính toán của tác giả trên Stata.

Bảng 2. Ma trận hệ số tương quan

	SD	OROA	SIZE	GR	MB	FAGE	SOE	BS	CEOAGE	TMTAA	VIF
SD	1										1,03
OROA	-0,093***	1									1,32
SIZE	0,105***	0,032	1								1,24
GR	0,036	-0,035	0,089***	1							1,05
MB	-0,026	0,435***	0,254***	-0,017	1						1,36
FAGE	-0,040	-0,096***	0,025	-0,109***	-0,054	1					1,05
SOE	-0,102***	0,207***	-0,151***	-0,121***	0,135***	-0,139***	1				1,12
BS	0,046	0,192***	0,342***	0,054	0,248***	0,042	0,024	1			1,22
CEOAGE	-0,036	0,142***	-0,014	-0,029	0,065*	0,034	0,201***	0,091***	1		2,21
TMTAA	-0,042	0,119***	-0,128***	-0,128***	-0,022	0,056	0,269***	0,072**	0,498***	1	2,28

*Chú thích: *, **, và *** tương ứng với các mức ý nghĩa 10%, 5% và 1%.*

Nguồn: Tính toán của tác giả trên Stata.

Thống kê mô tả ở Bảng 1 cho thấy chi phí sử dụng nợ vay trung bình của các công ty là 5,2%, cao nhất là 19,1%. Mức thấp nhất là 0% ghi nhận thực tế một số công ty không phát sinh khoản vay và trả lãi vay. Thống kê biến SD cho thấy trung bình các công ty có định hướng khác biệt về chiến lược so với ngành với độ lệch là 0,349; mức cao nhất là 27,932 là công ty phát triển bất động sản Phát Đạt vào năm 2013 với định hướng chiến lược khác biệt so với ngành. Giá trị trung bình và trung vị của biến TMTAA cho thấy phần lớn các công ty trong mẫu có tuổi trung bình ban giám đốc lớn hơn dữ liệu trung bình của ngành. Ngoài ra, mô tả thống kê của các biến kiểm soát cũng cho thấy mức độ phù hợp giữa giá trị trung bình, trung vị, phù hợp với phân bố của phân phối chuẩn.

4.2. Ma trận hệ số tương quan

Bảng 2 trình bày ma trận hệ số tương quan giữa các biến độc lập trong mô hình. Các hệ số tương quan giữa từng cặp biến là khá thấp. Tương quan cao nhất là tương quan giữa biến CEOAGE và TMTAA là 0,498; không vượt quá 0,5. Tuy nhiên hai biến này cũng không xuất hiện đồng thời trong phương trình. Giá trị VIF của các biến số không vượt quá 5. Do vậy, số liệu Bảng 2 cho thấy không xảy ra đa cộng tuyến nghiêm trọng giữa các biến trong mô hình.

4.3. Kết quả hồi quy tác động của độ lệch chiến lược đến chi phí sử dụng nợ vay

Cột (1), (2), và (3) ở Bảng 3 tương ứng với biến chi phí sử dụng nợ vay COD cùng năm quan sát, sau 1 năm và sau 2 năm so với các biến độc lập. Bài viết tìm thấy hệ số hồi quy của biến SD có giá trị lần lượt là -0,002; -0,002; và -0,002 và có ý nghĩa thống kê, cho thấy việc các công ty sử dụng độ lệch chiến lược có tác động ngược chiều đến chi phí sử dụng nợ vay ở các doanh nghiệp Việt Nam, giúp giảm chi phí sử dụng nợ vay. Giả thuyết H1b được ủng hộ. Kết quả tìm được khác với Ye & cộng sự (2023) nhưng cùng quan điểm với Zajac & Kraatz (1993), Hambrick & Schecter (1983), Chen & Miller (1994). Kết quả mang hàm ý khi công ty gia tăng sự khác biệt về chiến lược so với các công ty khác trong ngành về hoạt động marketing, quản trị tài sản, quản lý cấu trúc chi phí hay cấu trúc vốn; điều này khiến cho các chủ nợ tin rằng các doanh nghiệp sẵn sàng thích nghi và chấp nhận hoàn cảnh thay đổi, nhất là trong bối cảnh khi

Bảng 3. Kết quả hồi quy tác động của độ lệch chiến lược đến chi phí sử dụng nợ vay

	COD (t) (1)	COD (t+1) (2)	COD (t+2) (3)
SD	-0,002** [0,001]	-0,002* [0,001]	-0,002* [0,001]
OROA	-0,021 [0,013]	-0,069*** [0,013]	-0,044*** [0,013]
SIZE	-0,003*** [0,001]	-0,001 [0,001]	-0,001 [0,001]
GR	-0,008** [0,002]	0,003 [0,002]	-0,002 [0,003]
MB	0,001 [0,001]	0,002** [0,001]	< 0,001 [0,001]
FAGE	-0,015** [0,004]	-0,006* [0,004]	-0,002 [0,004]
SOE	-0,008** [0,002]	-0,006*** [0,002]	-0,006*** [0,002]
BS	-0,005 [0,004]	-0,008* [0,004]	-0,005** [0,004]
Constant	0,189*** [0,022]	0,103*** [0,022]	0,084** [0,022]
Số quan sát	840	770	700
Hausman test	chi2(8) = 11,29	chi2(8) = 20,75***	chi2(8) = 27,94***
Breusch and Pagan Lagrangian test / Wald test	chibar2(01) = 220,47***	chi2 (70) = 25621,22***	chi2 (70) = 14405,12***
Wooldridge test	F(1, 69) = 17,719***	F(1, 69) = 10,994***	F(1, 69) = 9,258***
Wald chi2	73,76***	56,11***	31,04***

*Chú thích: Sai số chuẩn trong [] *, **, và *** tương ứng với các mức ý nghĩa 10%, 5% và 1%.*

Nguồn: Tính toán của tác giả trên Stata.

có nhiều bất ổn về kinh tế toàn cầu, xung đột giữa các nước cũng như biến đổi khí hậu. Sử dụng độ lệch đòi hỏi công ty cần thay đổi và hoạch định chiến lược rõ ràng, giúp công ty giảm nguy cơ đe dọa cạnh tranh và tăng cường phòng thủ. Do đó độ lệch chiến lược càng cao được các chủ nợ xem là lợi thế cạnh tranh để thúc đẩy tăng trưởng, ổn định dòng tiền và lợi nhuận dài hạn của công ty. Chủ nợ nhận thấy tín hiệu tích cực từ các chiến lược khác biệt nên hỗ trợ doanh nghiệp nguồn vốn vay với lãi suất thấp hơn. Hệ số hồi quy biến SD có mức ý nghĩa ở cả 3 cột cho thấy việc sử dụng các chiến lược khác biệt so với ngành không chỉ giúp công ty giảm chi phí sử dụng nợ vay ở năm thực hiện chiến lược khác biệt mà còn giúp doanh nghiệp có được lãi suất vay thấp thêm hai năm sau nữa. Ngoài ra, bài viết còn tìm thấy bằng chứng về việc công ty có cấu trúc sở hữu nhà nước là một trong những yếu tố làm giảm chi phí sử dụng nợ vay thông qua hệ số hồi quy của biến SOE đều âm ở cả ba cột bảng 3 và có ý nghĩa thống kê. Điều này cho thấy không thể phủ nhận tại Việt Nam, công ty có sở hữu nhà nước được các chủ nợ, đặc biệt là ngân hàng xem là lợi thế khi tiếp cận nguồn vốn vay với lãi suất thấp hơn, từ đó giúp giảm chi phí sử dụng nợ vay cho doanh nghiệp.

4.4. Kết quả vai trò điều tiết của lãnh đạo cấp cao đến mối quan hệ giữa độ lệch chiến lược và chi phí sử dụng nợ vay

Bài viết tìm thấy hệ số hồi quy của biến CEOAGE từ cột (1) đến cột (3) của Bảng 4 có giá trị lần lượt là -0,051, -0,029, và -0,019 đều âm với mức ý nghĩa 1%, cho thấy thâm niên tuổi tác của CEO có tác động ngược chiều đến chi phí sử dụng nợ vay, giúp làm giảm chi phí sử dụng nợ vay công ty. Bên cạnh đó bài viết cũng tìm thấy ý nghĩa thống kê ở mức 1% của hệ số hồi quy mang dấu âm của biến TMTAA ở cột (4) đến cột (6), kết quả chỉ ra đội ngũ ban giám đốc lớn tuổi mang lại hiệu ứng tích cực, có tác động làm giảm chi phí sử dụng nợ vay công ty. Các kết quả tìm thấy tương đồng với Hambrick & Mason (1984), Hambrick (2007), Xia & cộng sự (2023) mang hàm ý các đặc trưng thâm niên tuổi tác của các lãnh đạo cấp cao, cụ

thể là CEO lớn tuổi, *đội ngũ ban giám đốc lớn tuổi* thường được nhà đầu tư, đặc biệt là các chủ nợ đánh giá cao ở kinh nghiệm làm việc lâu năm, có mạng lưới quan hệ rộng, va chạm nhiều trên thương trường, nên các quyết định đưa ra từ các lãnh đạo cấp cao lớn tuổi *này thường được cân nhắc* rất thận trọng. Với đặc điểm của lãnh đạo cấp cao như vậy giúp doanh nghiệp tăng uy tín, các chủ nợ đánh giá rủi ro tín dụng thấp hơn, thuận lợi hơn cho doanh nghiệp khi tiếp cận nguồn vốn vay với lãi suất thấp hơn, giúp giảm chi phí sử dụng nợ vay công ty.

Ngoài ra, bài viết tìm thấy hệ số hồi quy biến tương tác SD*CEOAGE từ cột (1) đến cột (3) lần lượt là 0,996; 0,424 và 0,219, đều dương và có ý nghĩa mức 1%. Tương tự, hệ số hồi quy biến tương tác SD*TMTAA từ cột (4) đến cột (6) lần lượt là 0,994; 0,328 và 0,164 đều dương với mức ý nghĩa 1%. Các

Bảng 4. Kết quả hồi quy vai trò điều tiết của lãnh đạo cấp cao công ty

	COD (t) (1)	COD (t+1) (2)	COD (t+2) (3)	COD (t) (4)	COD (t+1) (5)	COD (t+2) (6)
SD	-0,001 [0,001]	-0,003** [0,001]	-0,002** [0,001]	-0,001 [0,001]	-0,003** [0,001]	-0,002** [0,001]
CEOAGE	-0,051*** [0,001]	-0,029*** [0,003]	-0,019*** [0,003]			
SD*CEOAGE	0,996*** [0,007]	0,424*** [0,039]	0,219*** [0,043]			
TMTAA				-0,051*** [0,001]	-0,021*** [0,003]	-0,009*** [0,003]
SD*TMTAA				0,994*** [0,007]	0,328*** [0,044]	0,164*** [0,047]
OROA	-0,003 [0,003]	-0,069*** [0,011]	-0,049*** [0,013]	0,001 [0,004]	-0,070*** [0,012]	-0,048*** [0,013]
SIZE	< -0,001 [< 0,001]	< -0,001 [0,001]	< -0,001 [0,001]	< -0,001 [< 0,001]	< -0,001 [0,001]	< -0,001 [0,001]
GR	< -0,001 [0,001]	0,005** [0,003]	< 0,001 [0,003]	< -0,001 [0,001]	0,003 [0,003]	-0,001 [0,003]
MB	< 0,001 [< 0,001]	0,002*** [0,001]	0,001 [0,001]	< 0,001 [< 0,001]	0,002*** [0,001]	< 0,001 [0,001]
FAGE	< -0,001 [0,001]	< -0,001 [0,003]	0,001 [0,003]	< -0,001 [0,001]	-0,001 [0,003]	0,001 [0,004]
SOE	< -0,001 [< 0,001]	-0,003 [0,002]	-0,004** [0,002]	< -0,001 [0,001]	-0,003* [0,002]	-0,006** [0,002]
BS	< 0,001 [0,001]	-0,004 [0,003]	-0,004 [0,004]	< -0,001 [0,001]	-0,007* [0,004]	-0,005 [0,004]
Constant	0,057*** [0,005]	0,074*** [0,017]	0,062*** [0,020]	0,060*** [0,006]	0,086*** [0,018]	0,071*** [0,021]
Số quan sát	840	770	700	840	770	700
Hausman test	chi2(10) = 24,44***	chi2(10) = 118,61***	chi2(10) = 150,99***	chi2(10) = 13,91	chi2(10) = 108,95***	chi2(10) = 172,74***
Breusch & Pagan Lagrangian test /Wald test	chi2 (70) = 576220,16***	chi2 (70) = 9760,74***	chi2 (70) = 16834,42***	chibar2(01) =128,22***	chi2 (70) = 6643,14***	chi2 (70) = 11555,63***
Wooldridge test	F(1, 69) = 6,862**	F(1, 69) = 15,740***	F(1, 69) = 7,780***	F(1, 69) = 14,688***	F(1, 69) = 23,166***	F(1, 69) = 8,644***
Wald chi2	22946,6***	247,89***	91,06***	21444,43***	153,32***	52,39***

*Chú thích: Sai số chuẩn trong [], *, **, và *** tương ứng với các mức ý nghĩa 10%, 5% và 1%.*

Nguồn: Tính toán của tác giả trên Stata.

kết quả tìm thấy ở biến tương tác của Bảng 4 cung cấp bằng chứng cho việc tuổi tác của CEO, tuổi tác của ban giám đốc công ty có đóng vai trò điều tiết đến mối quan hệ giữa độ lệch chiến lược và chi phí sử dụng nợ vay. Do vậy, giả thuyết H2 được ủng hộ. Cụ thể kết quả cho thấy tác động ngược chiều của độ lệch chiến lược đến chi phí sử dụng nợ vay bị suy yếu khi có sự hiện diện của CEO lớn tuổi, ban giám đốc lớn tuổi. Ngoài ra, tác động suy yếu này còn kéo dài thêm hai năm nữa sau khi chiến lược khác biệt được công ty triển khai thực hiện. Như vậy, hiệu ứng tích cực của độ lệch chiến lược đến chi phí sử dụng nợ vay của công ty bị giảm đi khi có CEO lớn tuổi, ban giám đốc lớn tuổi quản lý doanh nghiệp.

Tuy khác với Ye & cộng sự (2023), nhưng bằng chứng tìm được cho thấy bối cảnh thực tế của các doanh nghiệp Việt Nam. Điều này có thể lý giải mặc dù độ lệch chiến lược và thâm niên tuổi tác của lãnh đạo cấp cao là các yếu tố riêng biệt đều giúp doanh nghiệp tăng mức độ uy tín khi làm việc với các chủ nợ, nhờ đó giúp doanh nghiệp tiếp cận vốn vay với lãi suất thấp hơn. Và cũng bởi vì chúng là hai yếu tố cùng truyền tải thông tin giúp doanh nghiệp giảm chi phí sử dụng nợ vay, do đó khi yếu tố độ lệch chiến lược được chủ nợ đánh giá tốt thông qua việc điều chỉnh giảm lãi suất vay thì thâm niên tuổi tác của lãnh đạo cấp cao cũng không làm các chủ nợ giảm sâu lãi suất cho vay hơn nữa. Kết quả tìm được đã cung cấp bằng chứng cho thấy thực tế hai yếu tố độ lệch chiến lược và thâm niên tuổi tác của lãnh đạo cấp cao không bổ sung cho nhau. Một lý do khác có thể xuất phát từ việc chủ nợ cân nhắc khả năng thực hiện các chiến lược khác biệt từ các lãnh đạo cấp cao lớn tuổi. Các chủ nợ, đặc biệt là ngân hàng với tâm lý đánh giá CEO lớn tuổi tuy có chuyên môn và kinh nghiệm lâu năm nhưng khó quyết liệt với các chiến lược khác biệt mang tính đổi mới nhưng ẩn chứa nhiều rủi ro hơn so với thể hệ các CEO trẻ tuổi với nhiều ý tưởng sáng tạo đột phá và chấp nhận thử thách. Từ đó các chủ nợ thận trọng hơn trong việc giảm thêm lãi suất cho vay.

5. Kết luận và khuyến nghị

Nghiên cứu kiểm định tác động của độ lệch chiến lược đến chi phí sử dụng nợ vay, và kiểm tra vai trò điều tiết của lãnh đạo cấp cao công ty đối với mối quan hệ này ở các công ty niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam. Bài viết đã có một số phát hiện sau:

Thứ nhất, việc công ty gia tăng sử dụng độ lệch chiến lược khác biệt so với ngành mang hiệu ứng tích cực cho doanh nghiệp, giúp làm giảm chi phí sử dụng nợ vay. Ngoài ra, tác động này có thể giúp doanh nghiệp có được chi phí sử dụng nợ vay thấp thêm hai năm nữa kể từ lúc doanh nghiệp thực hiện độ lệch chiến lược. Kết quả đề xuất việc triển khai các chiến lược khác biệt so với ngành là điều cần thiết ở các doanh nghiệp Việt Nam, đặc biệt cần lưu ý đến các yếu tố nhận diện thương hiệu, đổi mới, sáng tạo. Điều này càng trở nên cần thiết trong bối cảnh kinh tế toàn cầu có nhiều biến động, đặc biệt là chính sách thuế quan của Mỹ đang tạo áp lực cho các doanh nghiệp Việt Nam.

Thứ hai, đặc điểm của lãnh đạo cấp cao như CEO lớn tuổi, ban giám đốc lớn tuổi không chỉ ảnh hưởng trực tiếp đến chi phí sử dụng nợ vay ở các công ty Việt Nam mà còn đóng vai trò điều tiết đến mối quan hệ này, làm giảm đi hiệu ứng tích cực của độ lệch chiến lược đến chi phí sử dụng nợ vay; không chỉ ở thời điểm công ty thực thi độ lệch chiến lược mà còn ảnh hưởng sau đó thêm hai năm nữa. Không thể phủ nhận ảnh hưởng tích cực đặc điểm thành viên lãnh đạo cấp cao lớn tuổi đóng vai trò quan trọng nâng cao hình ảnh tốt cho doanh nghiệp. Nhưng khi cần thay đổi định hướng chiến lược khác biệt so với đối thủ, doanh nghiệp nên đa dạng độ tuổi đội ngũ lãnh đạo, bổ sung lãnh đạo nòng cốt trẻ tuổi dám nghĩ dám làm, sẵn sàng thử nghiệm những đổi mới, chấp nhận rủi ro, đặc biệt là chiến lược mang tính đổi mới sáng tạo. Các thể hệ lãnh đạo cấp cao tồn tại song song sẽ càng mang lại hình ảnh tốt hơn, nâng cao uy tín cho nhà đầu tư trong quá trình thực thi các chiến lược khác biệt, điều này giúp công ty thuận lợi khi tiếp cận nguồn vốn vay với chi phí thấp hơn, mang lại hiệu quả cao hơn cho doanh nghiệp.

Bài viết không tránh được những hạn chế về thời gian phân tích, số liệu thu thập trong quá trình tính toán biến SD, đặc biệt là số liệu công bố về chi phí quảng cáo. Ngoài ra, do dữ liệu liên quan đến chi phí nghiên

cứu và phát triển (R&D) không công bố công khai trong các báo cáo tài chính và báo cáo khác của công ty Việt Nam nên bài viết chưa khai thác yếu tố R&D. Hướng nghiên cứu tiếp theo bài viết sẽ khắc phục những hạn chế này.

Lời thừa nhận/cảm ơn: Bài viết này là sản phẩm của đề tài nghiên cứu khoa học công nghệ cấp trường có mã số CS-COB-2024-54 được tài trợ bởi Đại học Kinh tế Thành phố Hồ Chí Minh.

Tài liệu tham khảo

- Bouvard, M., & Lee, S. (2020). Risk Management Failures. *The Review of Financial Studies*, 33(6), 2468-2505. <https://www.jstor.org/stable/48574396>.
- Chen, M.-J., & Miller, D. (1994). Competitive Attack, Retaliation and Performance: An Expectancy-Valence Framework. *Strategic Management Journal*, 15(2), 85-102. <https://www.jstor.org/stable/2486865>.
- Ding, R., Liu, M., Wang, Y., & Wu, Z. (2022). Can Family Involvement Be a Substitute for Executive Inside Debt in Lowering the Cost of Bank Loans? A Behavioral Agency Perspective. *Review of Corporate Finance*, 2(4), 819-860. <https://doi.org/10.1561/114.000000031>.
- Gao, H., Wang, J., Wang, Y., Wu, C., & Dong, X. (2020). Media Coverage and the Cost of Debt. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 55(2). <https://doi.org/10.1017/S0022109019000024>.
- Hambrick, D. C., & Schechter, S. M. (1983). Turnaround Strategies for Mature Industrial - Product Business Units. *The Academy of Management Journal*, 26(2), 231-248. <https://www.jstor.org/stable/255972>.
- Hambrick, D. C., & Mason, P. A. (1984). Upper Echelons: The Organization as a Reflection of Its Top Managers. *The Academy of Management Review*, 9(2), 193-206. <https://doi.org/10.2307/258434>.
- Hambrick, D. C. (2007). Upper Echelons Theory: An Update. *The Academy of Management Review*, 32(2), 334-343.
- Huỳnh Lê Yến Nhi & Hoàng Trọng Bình (2023). Nghiên cứu về Quản lý thu nhập, chiến lược kinh doanh và rủi ro phá sản: bằng chứng thực nghiệm tại Việt Nam. *Tạp chí Khoa học & Công nghệ*, 63(3), 16-26. <https://doi.org/10.46242/jstih.v63i03.4817>.
- Lant, T. K., Milliken, F. J., & Batra, B. (1992). The Role of Managerial Learning and Interpretation in Strategic Persistence and Reorientation: An Empirical Exploration. *Strategic Management Journal*, 13(8), 585-608.
- Miles, R. E., Snow, C. C., Meyer, A. D., & Coleman, H. J. (1978). Organizational Strategy, Structure, and Process. *The Academy of Management Review*, 3(3), 546-562. <https://doi.org/10.2307/257544>.
- Mintzberg, H. (1978). Patterns in Strategy Formation. *Management Science*, 24(9), 934-948. <https://doi.org/10.1287/mnsc.24.9.934>.
- Nguyễn Vĩnh Khương & Nguyễn Thanh Liêm (2021). Tác động của chiến lược kinh doanh đến hành vi quản trị lợi nhuận: nghiên cứu thực nghiệm tại Việt Nam. *Tạp chí Kinh Tế & Phát triển*, 289, 14-23.
- Tang, J., Crossan, M., & Rowe, W. G. (2011). Dominant CEO, Deviant Strategy, and Extreme Performance: The Moderating Role of a Powerful Board. *Journal of Management Studies*, 48(7), 1479-1503. <https://doi.org/10.1111/j.1467-6486.2010.00985.x>.
- Xia, C., Yang, J., Yang, Z., & Chan, K. C. (2023). Do directors with foreign experience increase the corporate demand for directors' and officers' liability insurance? Evidence from China. *Economic Modelling*, 119, 106146. <https://doi.org/10.1016/j.econmod.2023.106146>.

doi.org/10.1016/j.econmod.2022.106146.

Ye, Z., Shahab, Y., Riaz, Y., & Ntim, C. G. (2023). Strategic deviation and the cost of debt financing. *Economic Modeling*. <https://doi.org/10.1016/j.econmod.2023.106371>.

Zajac, E. J., & Kraatz, M. S. (1993). A Diametric Forces Model of Strategic Change: Assessing the Antecedents and Consequences of Restructuring in the Higher Education Industry. *Strategic Management Journal*, 14, 83-102. <https://www.jstor.org/stable/2486422>.