

Vai trò của nhận thức thương hiệu đối với chính sách tài chính của doanh nghiệp: Bằng chứng thực nghiệm tại Việt Nam

THS. HOÀNG THỊ PHƯƠNG ANH
NGUYỄN VĂN THÙY AN & NGUYỄN THỊ THÙY TRANG

Trường Đại học Kinh tế TP.HCM

Trong nghiên cứu này tác giả sử dụng mô hình OLS để phân tích mối quan hệ giữa nhận thức thương hiệu với hoạt động tài chính của doanh nghiệp trong giai đoạn 2007-2013. Kết quả cho thấy nhận thức thương hiệu thực sự có vai trò trong việc làm giảm biến động dòng tiền tương lai, gia tăng đòn bẩy, giảm mức độ nắm giữ tiền mặt và nâng cao xếp hạng tín dụng của doanh nghiệp. Kết quả này thì phù hợp với những nghiên cứu về cấu trúc vốn và marketing trước đây. Đặc biệt trong giai đoạn khủng hoảng 2007-2008, doanh nghiệp có thương hiệu mạnh vẫn giữ được lợi thế hơn so với các doanh nghiệp có thương hiệu yếu. Đáng chú ý là thông qua nghiên cứu này chúng ta nhận thấy tài sản vô hình cũng có vai trò quan trọng trong việc giải thích chính sách tài chính như tài sản hữu hình. Từ đó giúp doanh nghiệp có những nhận thức và quan điểm phù hợp hơn trong việc xây dựng chính sách quản lý và nâng cao giá trị tài sản vô hình, đặc biệt là vốn thương hiệu.

Từ khóa: Nhận thức thương hiệu, biến động dòng tiền, xếp hạng tín dụng, nắm giữ tiền mặt

1. Đặt vấn đề

Thương hiệu là một sản phẩm trí tuệ trong nền kinh tế tri thức, giá trị của thương hiệu ngày càng chiếm tỉ trọng lớn trong giá trị sản phẩm. Thậm chí có trường hợp, thứ mà nhà sản xuất bán cho người tiêu dùng là giá trị một thương hiệu chứ không phải giá trị sử dụng của sản phẩm. Theo một ước tính ở Mỹ năm 2010, giá trị thị trường của thương hiệu chiếm hơn 30% mức vốn hóa thị trường của 500 doanh nghiệp tại Standard and Poor (S&P) và vượt quá giá trị sổ sách vốn cổ phần của những doanh nghiệp này.

Trong giai đoạn từ 2005 - 2010, khi xu hướng cổ phần hóa diễn ra

mạnh mẽ, nhiều doanh nghiệp nhà nước đã dễ xảy ra tình trạng thất thoát tài sản do bị định giá thấp, mà nguyên nhân chính là vì xem nhẹ giá trị tài sản thương hiệu. Theo điều tra của Câu lạc bộ hàng Việt năm 2012, chỉ có 4.2% doanh nghiệp cho rằng thương hiệu là vũ khí cạnh tranh cùng với giá cả và chất lượng, 5.4% doanh nghiệp công nhận thương hiệu là tài sản, 30% doanh nghiệp cho rằng thương hiệu giúp tăng giá sản phẩm. Cục sở hữu công nghiệp cũng cho biết, hiện nay khoảng 15% nhãn hiệu được đăng ký sở hữu công nghiệp là thuộc các doanh nghiệp VN, 85% còn lại là của nước ngoài. Những

thống kê này cho thấy không phải doanh nghiệp VN nào cũng coi trọng, ý thức được vị trí, vai trò của thương hiệu đối với sự tồn tại và phát triển của doanh nghiệp.

Nắm bắt vai trò to lớn của thương hiệu, mục đích của bài nghiên cứu là nhằm đo lường cụ thể ảnh hưởng của nhận thức thương hiệu đến những yếu tố tài chính của doanh nghiệp. Cụ thể, chúng tôi nghiên cứu ảnh hưởng của nhận thức thương hiệu đối với biến động dòng tiền, quy mô đòn bẩy, nắm giữ tiền mặt và mức độ phá sản thông qua mức xếp hạng tín dụng của doanh nghiệp. Chúng tôi tìm hiểu liệu tác động này có khác

nhau giữa những doanh nghiệp có thương hiệu mạnh và yếu? Đồng thời, sự khác nhau này có thể hiện rõ trong thời kì khủng hoảng hay không? Từ đó giúp doanh nghiệp có cái nhìn đúng đắn trong việc xây dựng chính sách quản lí thương hiệu và tài chính phù hợp ở từng giai đoạn phát triển của nền kinh tế.

2. Tổng quan các nghiên cứu trước đây

Theo Titman và Wessels (1988) tài sản hữu hình là một trong những yếu tố quyết định quan trọng nhất đến cấu trúc vốn của một doanh nghiệp. Tuy nhiên, Benmelech và Bergman (2009) chứng minh thấy đã có sự thay đổi đáng kể trong đặc điểm của tài sản hữu hình. Bên cạnh tài sản hữu hình, tài sản vô hình cũng có tác động vô cùng quan trọng đến hoạt động tài chính của doanh nghiệp. Một doanh nghiệp có thể gia tăng giá trị thương hiệu bằng nhiều cách như gia tăng chi phí tiếp thị, chi phí R&D, chú trọng nhiều hơn đến chính sách quảng cáo sản phẩm... Từ đó giúp nâng cao nhận thức tích cực về thương hiệu của người tiêu dùng, tạo ra cái nhìn thiện cảm đối với nhà đầu tư và thu về những lợi ích vượt trội trong hoạt động tài chính cho doanh nghiệp, làm cho cấu trúc vốn của những doanh nghiệp có nhận thức thương hiệu mạnh trở nên khác biệt với đối thủ cạnh tranh.

Các nghiên cứu của Grullon, Kanatas, Weston (2004), Grullon, Kanatas, và Kumar (2006) và Chemmanur và Yan (2010a, 2010b) đã cùng xem xét mối liên hệ giữa đặc điểm cấu trúc vốn doanh nghiệp và chính sách quảng cáo thương hiệu. Trong

đó, Grullon, Kanatas, Weston (2004) sau khi thu thập số liệu các doanh nghiệp từ cơ sở dữ liệu Compustat đã đưa ra bằng chứng thực nghiệm cho thấy tầm nhìn khái quát về một doanh nghiệp trong mắt các nhà đầu tư, được đo bằng việc quảng cáo sản phẩm của doanh nghiệp trên thị trường, có những ảnh hưởng quan trọng đối với thị trường chứng khoán. Cụ thể, các doanh nghiệp có chi phí quảng cáo càng lớn càng thu hút được nhiều nhà đầu tư cá nhân và tổ chức hơn, và cổ phiếu phổ thông của họ cũng có tính thanh khoản tốt hơn.

Năm 2010, Chemmanur và Yan tiến hành phân tích sự tương tác giữa việc quảng cáo sản phẩm với các quyết định tài chính của các doanh nghiệp IPO theo cơ sở dữ liệu Standard and Poor's Compustat và thông tin chứng khoán từ Trung tâm nghiên cứu giá chứng khoán Chicago (CRSP). Tác giả xem xét việc doanh nghiệp phải đối mặt với tình trạng bất cân xứng thông tin trong cả thị trường sản phẩm lẫn thị trường tài chính và nhu cầu gia tăng nguồn tài chính bên ngoài để tài trợ cho các cơ hội tăng trưởng (dự án mới). Nghiên cứu của nhóm tác giả đã đưa ra những kết luận: (1) Bất kỳ quảng cáo nào về sản phẩm được thực hiện đều tác động tốt đến thị trường tài chính; (2) Các doanh nghiệp sẽ tiến hành gia tăng mức độ quảng cáo sản phẩm ra thị trường cao hơn khi họ đang có kế hoạch phát hành cổ phiếu mới; (3) Quảng cáo sản phẩm trên thị trường có tác động đến việc định giá IPO và tỷ suất sinh lợi cổ phiếu sau khi IPO dài hạn.

Frieder và Subrahmanyam (2005) không sử dụng chi phí

quảng cáo làm biến trung gian, ông đo lường trực tiếp ảnh hưởng của thương hiệu lên vốn cổ phần của một doanh nghiệp thông qua việc điều tra ảnh hưởng của nhận thức thương hiệu đến động cơ nắm giữ cổ phiếu của nhà đầu tư. Tác giả nhận thấy sau khi kiểm soát các yếu tố quyết định khác tác động đến việc nắm giữ cổ phiếu, có một mối quan hệ trái chiều và có ý nghĩa giữa tỷ lệ cổ phiếu mà nhà đầu tư tổ chức nắm giữ trong doanh nghiệp và tầm nhìn thương hiệu.

Kallapur và Kwan (2004) cũng cho thấy sự liên quan giữa giá trị tài sản thương hiệu và các chỉ số tài chính của doanh nghiệp; họ ước tính một mô hình hồi quy về giá trị thị trường của vốn chủ sở hữu theo dữ liệu chéo, trong đó biến giải thích là giá trị sổ sách của tài sản không bao gồm giá trị thương hiệu, thu nhập ròng, và tài sản thương hiệu (được trình bày trong báo cáo tài chính của công ty). Hệ số hồi quy của biến tài sản thương hiệu có ý nghĩa thống kê ở mức rất cao, chứng tỏ rằng giá trị tài sản thương hiệu là thông tin hữu ích để định giá doanh nghiệp trên thị trường chứng khoán.

Belo, Lin, và Vitorino (2012) đã tiến hành nghiên cứu về vai trò của vốn thương hiệu - một phần chính của nguồn vốn vô hình - trong việc xác định giá trị doanh nghiệp và rủi ro của các doanh nghiệp khi giao dịch công khai theo dữ liệu từ CRSP và thông tin kế toán từ Compustat giai đoạn 1975-2010. Kết quả tìm được như sau: (i) các doanh nghiệp có tỷ lệ đầu tư vốn thương hiệu yếu

có lợi nhuận cổ phiếu trung bình cao hơn so với các doanh nghiệp có tỷ lệ đầu tư vốn thương hiệu mạnh, (ii) các doanh nghiệp chú trọng đầu tư vốn thương hiệu nhiều hơn có lợi nhuận cổ phiếu trung bình cao hơn nhiều so với doanh nghiệp có vốn thương hiệu ít hơn, và (iii) việc đầu tư vào cả vốn thương hiệu và vốn vật chất là không ổn định.

Gourio và Rudanko (2011) nghiên cứu vai trò của vốn thương hiệu đối với chính sách đầu tư của một doanh nghiệp, giá trị của nó, và các rủi ro của dòng tiền. Nhóm tác giả tìm thấy rằng các doanh nghiệp dành phần lớn nguồn lực cho việc tiếp thị và bán hàng. Điều này là do những rào cản trong thị trường sản phẩm đang ngày càng lớn, cạnh tranh giữa các đối thủ ngày càng gay gắt, đòi hỏi các doanh nghiệp phải dành nhiều nguồn lực hơn vào việc lôi kéo khách hàng.

3. Phương pháp nghiên cứu

3.1. Những giả thuyết kỳ vọng của bài nghiên cứu

Giả thuyết 1: Các doanh nghiệp có nhận thức thương hiệu mạnh có mức biến động dòng tiền thấp hơn

Theo Chamberlin (1933): Thương hiệu càng có những đặc điểm độc đáo hơn và được đánh giá cao hơn, sẽ càng có nhiều khách hàng coi trọng và trung thành hơn với sản phẩm. Vì vậy nếu lòng trung thành của người tiêu dùng thực sự tạo ra một tấm đệm giúp làm giảm sự biến động của lợi nhuận theo thời gian, thì sau đó ta có thể quan sát được một mối quan hệ trái chiều giữa nhận thức thương hiệu và biến động dòng tiền.

Giả thuyết 2: Các doanh nghiệp có nhận thức thương hiệu mạnh có xếp hạng tín dụng cao hơn

Nghiên cứu tài chính từ lâu đã nhấn mạnh tầm quan trọng của sự ổn định dòng tiền trong giao kết giữa chủ sở hữu và chủ nợ. Trong một thế giới không chắc chắn, dòng tiền trong tương lai của doanh nghiệp càng ổn định, rủi ro vỡ nợ càng nhỏ. Nếu lòng trung thành của người tiêu dùng tạo ra dòng tiền đủ để thanh toán nợ trong tương lai, rủi ro vỡ nợ dự kiến trên hợp đồng nợ của các doanh nghiệp có nhận thức thương hiệu mạnh sẽ nhỏ hơn, nghĩa là xếp hạng tín dụng sẽ tốt hơn.

Giả thuyết 3: Nhận thức thương hiệu ảnh hưởng đến cấu trúc vốn doanh nghiệp

- Giả thuyết 3a: Các doanh nghiệp có nhận thức thương hiệu mạnh có đòn bẩy cao hơn

Một yếu tố quyết định quan trọng của khả năng vay nợ là rủi ro vỡ nợ vô điều kiện. Vì vậy, các doanh nghiệp với nhận thức thương hiệu mạnh sẽ được hưởng những lợi ích của sự ổn định cao hơn và khả năng phá sản thấp hơn khi tham gia vay nợ nhiều hơn.

- Giả thuyết 3b: Các doanh nghiệp có nhận thức thương hiệu mạnh nắm giữ tiền mặt thấp hơn

Nghiên cứu của Opler, Pinkowitz, Stulz và Williamson (1999) và Bates, Kahle, và Stulz (2009) cho thấy rằng huy động vốn từ bên ngoài tốn kém hơn so với sử dụng vốn tự có, các doanh nghiệp duy trì một tỷ lệ lợi nhuận giữ lại nhất định bằng tiền mặt và tài sản có tính thanh khoản khác như một tấm đệm. Khi các doanh nghiệp có sự đảm bảo về dòng tiền tương lai, nhu cầu nắm giữ tiền mặt vì lý do phòng ngừa giảm.

Theo Kim, Mauer, và Sherman (1998) các doanh nghiệp thường tích trữ tiền mặt như một phương

tiện để chống chọi với sự chèn ép của đối thủ. Sự hiện diện của lòng trung thành của người tiêu dùng sẽ làm tăng chi phí về việc chèn ép cho đối thủ cạnh tranh, và kết quả là, các doanh nghiệp có nhận thức thương hiệu mạnh có thể giữ ít tiền mặt hơn.

3.2. Thu thập dữ liệu

Mẫu dữ liệu cuối cùng được sử dụng trong bài bao gồm 652 quan sát từ 93 doanh nghiệp niêm yết tại Sở giao dịch chứng khoán HCMC (HOSE) trong giai đoạn từ 2006-2013. Do tính chất của bài nghiên cứu dựa trên cả góc độ tài chính lẫn marketing, chúng tôi chủ đích không thu thập hết số liệu của tất cả các doanh nghiệp đang niêm yết mà chỉ chọn lọc các doanh nghiệp theo tiêu chí nhất định. Cụ thể, các doanh nghiệp được chia làm hai loại chính, doanh nghiệp thuộc khối bán buôn (business-to-business) và khối bán lẻ (business-to-customer). Chúng tôi chỉ tập trung vào những doanh nghiệp bán lẻ vì sản phẩm của họ phân phối trực tiếp đến người tiêu dùng nên có thể đánh giá chính xác mức độ hài lòng đối với một thương hiệu. Dựa trên việc lựa chọn số liệu nghiên cứu của Vitorino (2012) và Yelena Larkin (2013), một số doanh nghiệp sẽ bị loại bỏ vì đặc thù lĩnh vực kinh doanh của doanh nghiệp này không liên quan tới nhận thức thương hiệu (ví dụ như những doanh nghiệp trong những lĩnh vực như: hoạt động chuyên môn, nghiên cứu khoa học, công nghệ, hoạt động vận tải, kho bãi, hoạt động khai khoáng, ...).

3.3. Mô hình nghiên cứu

Để phân tích vai trò của nhận thức thương hiệu đối với các chính sách tài chính của doanh nghiệp, bài nghiên cứu sử dụng mô hình biến Stature –

đại diện cho mức độ hài lòng và trung thành của người tiêu dùng với sản phẩm doanh nghiệp. Biến này sẽ nhận giá trị bằng 1 nếu thương hiệu đạt giải thưởng Thương Hiệu Quốc gia, hoặc top 100 thương hiệu Sao Vàng Đất Việt trong ít nhất là 3 năm; và bằng 0 cho trường hợp còn lại. Mỗi quan hệ giữa các biến được xây dựng theo phương trình chung có dạng:

$$y_{i,t} = \alpha_1 + \beta_1 \text{Stature}_{i,t-1} + \beta_2 \text{Control}_{i,t-1} + \mu_{i,t} \quad (*)$$

Trong đó: y là các biến phụ thuộc đại diện bởi các biến: Biến động dòng tiền tương lai (Forward-looking EBITDA), xếp hạng tín dụng (Modified Z-score), đòn bẩy (Leverage) và nắm giữ tiền mặt (Cash holding). Stature là biến độc lập và Control: là nhóm biến kiểm soát, gồm các biến: Log(Sales), M/B, EBITDA, Young, Tangibility, Leverage, Log(Age), Wcap, Capex, Divdummy, R&D/Sales, Hist volatility (EBITDA). i là các công ty, t là thời gian từ 2007-2013 và μ là sai số

Bài nghiên cứu này nhóm tác giả sử dụng phân tích hồi quy bình phương bé nhất (OLS) cho dữ liệu bảng, được thực hiện hồi quy theo ba phương pháp: Pooled OLS, Fixed effect và Random effect. Sau đó chúng tôi tiến hành kiểm định Likelihood ratio và Hausman xem mô hình hồi quy nào là phù hợp nhất với từng phương trình hồi quy. Kết quả cho thấy mô hình Pooled OLS là phù hợp nhất.

4. Kết quả nghiên cứu

4.1. Tác động của nhận thức thương hiệu lên biến động dòng tiền tương lai

Chúng tôi bắt đầu phân tích thực nghiệm bằng cách kiểm tra liệu nhận thức mạnh về thương hiệu của người tiêu dùng có giúp

doanh nghiệp hoạt động ổn định và đạt thành quả cao hơn. Cụ thể, chúng tôi kiểm tra rủi ro tổng thể của dòng tiền tương lai phụ thuộc vào sức mạnh thương hiệu của doanh nghiệp như thế nào. Lí do của việc đo lường biến động dòng tiền ở tương lai chứ không phải ở hiện tại là vì một doanh nghiệp có chính sách đầu tư thương hiệu hợp lí thì doanh nghiệp cũng không thể nhận được lợi ích ngay lập tức. Nói cách khác, nhận thức thương hiệu không phải là yếu tố thể hiện cho thành quả trong tức thời, nó đo lường nỗ lực của doanh nghiệp trong một thời gian dài để được người tiêu dùng công nhận. Vì vậy, nếu thương hiệu thực sự có vai trò làm giảm biến động dòng tiền, kết quả sẽ được xem xét chính xác nhất trong tương lai.

Các kết quả được trình bày trong Bảng 1 theo hai trường hợp:

Trường hợp (1): Kết quả cho thấy nhận thức thương hiệu có tác động trái chiều lên biến động dòng tiền tương lai trong cả hai trường hợp tuyệt đối và tương đối, trong đó tương đối có sự tác động mạnh mẽ hơn, điều này đúng với kỳ vọng mà chúng tôi đặt ra ban đầu.

Trường hợp (2): Chúng tôi mở rộng (1) bằng cách đưa thêm biến Young và R&D/sales vào mô hình nhằm xét xem hai biến này có tác động đến mối tương quan giữa Stature và biến động dòng tiền tương lai hay không. Tuy nhiên, cũng chỉ có biến nhận thức thương hiệu là có tác động trái chiều đáng kể lên biến động dòng tiền tương lai.

Theo Thomas (1989), Kwoka (1993), và Landes và Rosenfield (1994), những sản phẩm có đặc điểm khác nhau thì nhận thức thương hiệu của người tiêu dùng

Bảng 1

	Panel A: Absolute vol		Panel B: Relative vol	
	(1)	(2)	(1)	(2)
Intercept	0.013 (0.721)	0.008 (0.846)	-0.031 (0.977)	-0.121 (0.922)
Stature _{t-1}	-0.010* (0.095)	-0.011* (0.087)	-0.328* (0.072)	-0.344* (0.065)
Log (sales) _{t-1}	0.002 (0.706)	0.003 (0.617)	0.157 (0.401)	0.179 (0.341)
M/B _{t-1}	-0.003 (0.241)	-0.002 (0.374)	-0.100 (0.146)	-0.083 (0.234)
EBITDA _{t-1}	0.074*** (0.001)	0.071*** (0.002)	1.950*** (0.005)	1.862*** (0.007)
Young _{t-1}		-0.001 (0.953)		-0.083 (0.901)
R&D/sales _{t-1}		0.066 (0.192)		1.860 (0.223)
Obs	175	175	175	175
Number of firms	71	71	71	71
R-square adj.	0.629	0.628	0.059	0.068

Các kí hiệu ***, **, * tương ứng với giá trị p-value 1 %, 5% và 10%.

Nguồn: tác giả tự tính toán

đối với chúng cũng khác nhau. Vì vậy, chúng tôi dự đoán ảnh hưởng của nhận thức thương hiệu đến biến động dòng tiền tương lai của những dòng sản phẩm khác nhau cũng sẽ khác nhau. Trên cơ sở đó, chúng tôi phân tách mẫu thành hai nhóm doanh nghiệp có đặc tính sản phẩm khác biệt rõ rệt, đó là doanh nghiệp sản xuất hàng lâu bền và không lâu bền. Tuy nhiên, trái với dự đoán, giữa hai nhóm này không cho kết quả có ý nghĩa thống kê. Chúng tôi tiếp tục sử dụng kiểm định t-test đo lường sự khác biệt trong giá trị trung bình của nhận thức thương hiệu, dòng tiền tương lai và giá trị Ebitda đối với hai nhóm doanh nghiệp này. Kết quả trình bày trong bảng 2

Kết quả cho thấy chỉ có sự khác biệt ở biến Stature giữa hai nhóm này là có ý nghĩa, chúng tôi nhận thấy những sản phẩm lâu bền có thương hiệu mạnh hơn so với sản phẩm không lâu bền. Điều này là do nhận thức thương hiệu của người tiêu dùng được tích lũy dần theo thời gian sử dụng. Doanh nghiệp nào càng tạo ra sản phẩm có giá trị theo thời gian, thương hiệu của doanh nghiệp đó sẽ càng vững mạnh.

4.2. Tác động của nhận thức thương hiệu đến rủi ro dòng tiền trong giai đoạn suy thoái kinh tế

Phần này, chúng tôi tập trung vào thành quả của các doanh nghiệp có nhận thức thương hiệu mạnh và yếu trong giai đoạn suy thoái kinh tế và xem xét liệu kết quả trên có còn vững chắc trong giai đoạn này.

Bảng 2

Variable	Number of observations	Durable minus Non-durable mean
EBITDA	85	-0.089
Forward-looking volatility EBITDA	85	0.005
Stature	85	0.311***

Các kí hiệu ***, **, * tương ứng với giá trị p-value 1 %, 5% và 10%.

Nguồn: tác giả tự tính toán

Bảng 3

Variable	Number of observations	Low stature		High stature		High minus low stature	
		Mean	Median	Mean	Median	Mean	Median
Recession of 2008-2009							
Change in EBITDA	186	0.011	0.005	0.012	0.010	0.002	0.005
Change in sales	186	0.078	0.066	0.149	0.083	0.071	0.018*
Modified Z-score	186	1.856	1.749	2.286	2.025	0.430**	0.276***

Các kí hiệu ***, **, * tương ứng với các giá trị p-value 1 %, 5% và 10%, dựa theo kiểm định 2 phía.

Nguồn: tác giả tự tính toán

Để trả lời câu hỏi này, chúng tôi so sánh thành quả của các doanh nghiệp có thương hiệu mạnh với thương hiệu yếu trong cuộc suy thoái gần đây bằng cách sử dụng kiểm định 2 phía. Kết quả nghiên cứu được trình bày trong bảng 3

Nhìn chung thành quả hoạt động các doanh nghiệp trong mẫu vẫn không thay đổi nhiều so với năm trước, và không bị suy giảm trong giai đoạn này. Khi kiểm định sự khác biệt giữa trung bình 2 mẫu, kết quả mang dấu dương, chúng minh rằng các doanh nghiệp có nhận thức thương hiệu mạnh có thành quả hoạt động tốt hơn doanh nghiệp có nhận thức thương hiệu yếu. Có thể thấy trung bình một doanh nghiệp thương hiệu mạnh có doanh thu tăng 14.9%, trong khi doanh nghiệp thương hiệu yếu chỉ tăng 7.8%. Mặc dù sự khác biệt trong doanh thu giữa các doanh nghiệp khá lớn, nhưng sự khác biệt trong lợi nhuận lại không

đáng kể. Chênh lệch trong hệ số Modified Z-score là khá lớn và có ý nghĩa thống kê, cho thấy vai trò của thương hiệu có tác động mạnh đến xếp hạng tín dụng của doanh nghiệp thời kỳ suy thoái. Do đó, doanh nghiệp có nhận thức thương hiệu mạnh ít gặp rủi ro trong giai đoạn khủng hoảng và có thành quả tốt hơn so với đối thủ cạnh tranh của họ.

4.3. Tác động của nhận thức thương hiệu lên rủi ro tín dụng

Để đánh giá tác động của nhận thức thương hiệu đối với rủi ro tín dụng, chúng tôi kiểm tra biến số xếp hạng tín dụng của doanh nghiệp, bắt đầu bằng việc đánh giá chỉ số tài chính và sức cạnh tranh của doanh nghiệp. Hai doanh nghiệp với các số liệu tài chính giống hệt có thể được đánh giá rất khác nhau do những thách thức và triển vọng

Bảng 4

	Panel A: Full sample		Panel B: Histvol < mean		Panel C: Histvol > mean		Panel D: Histvol < median	
	(1)	(2)	(1)	(2)	(1)	(2)	(1)	(2)
Intercept	-1.16*	-0.48	-1.22	-0.85	-1.09	-0.30	-2.72***	-2.29**
	(0.08)	(0.47)	(0.15)	(0.32)	(0.48)	(0.85)	(0.01)	(0.03)
Stature _{t-1}	0.23**	0.19	0.26*	0.23	0.33	0.34	0.40***	0.39*
	(0.05)	(0.11)	(0.07)	(0.11)	(0.25)	(0.25)	(0.012)	(0.02)
Log(sales) _{t-1}	0.44***	0.39***	0.62***	0.61***	0.31	0.25	0.89***	0.86***
	(0.00)	(0.00)	(0.00)	(0.00)	(0.29)	(0.41)	(0.00)	(0.00)
M/B _{t-1}	0.39***	0.41***	0.47**	0.45**	0.26	0.21	0.31	0.32
	(0.00)	(0.00)	(0.02)	(0.01)	(0.17)	(0.25)	(0.13)	(0.12)
EBITDA _{t-1}	-0.78*	-1.06**	-4.04***	-3.55***	0.36	0.06	-5.17***	-4.93***
	(0.07)	(0.01)	(0.00)	(0.00)	(0.48)	(0.91)	(0.00)	(0.00)
Tangibility _{t-1}	1.31***	1.09***	1.09***	1.04***	1.26**	0.79	1.52***	1.50***
	(0.00)	(0.00)	(0.00)	(0.00)	(0.02)	(0.19)	(0.00)	(0.00)
Leverage _{t-1}	-0.82***	-1.07***	-1.67***	-1.71***	-0.13	-0.10	-1.62***	-1.72***
	(0.01)	(0.00)	(0.00)	(0.00)	(0.82)	(0.87)	(0.00)	(0.00)
R&D/sales _{t-1}		-1.09		-0.98		1.60		-1.60
		(0.41)		(0.61)		(0.48)		(0.46)
Hist volatility (EBITDA) _{t-1}		-2.35***		-16.10**		-1.53*		-10.95
		(0.00)		(0.03)		(0.07)		(0.42)
Number of Obs	279	109	161	161	64	64	109	109
Number of firms	93	93	71	71	21	21	52	52
R-squared adj.	0.22	0.26	0.26	0.27	0.23	0.25	0.42	0.41

Các kí hiệu ***, **, * tương ứng với giá trị p-value 1 %, 5% và 10%.
 Nguồn: tác giả tự tính toán

kinh doanh của họ là khác nhau. Vì vậy, nếu sức mạnh thương hiệu có vai trò quan trọng, cơ quan xếp hạng nên đưa nhận thức thương hiệu vào tính toán khi xác định xếp hạng tín dụng.

Chúng tôi sử dụng chỉ số Modified Z-score của Altman làm biến phụ thuộc để đo lường chỉ tiêu này. Ngoài ra, chúng tôi đưa thêm biến đòn bẩy vào mô hình, vì đòn bẩy là một chỉ báo quan trọng về sức khỏe tài chính của doanh nghiệp (Langohr và Langohr, 2008).

Bảng 4A trình bày kết quả chung toàn mẫu. Kết quả cho thấy biến nhận thức thương hiệu giúp cải thiện xếp hạng tín dụng một

cách đáng kể.

Để kiểm tra mối quan hệ này một cách chi tiết hơn, chúng tôi sử dụng biến biến động lịch sử (Hist volatility (EBITDA)) đo lường mức độ rủi ro tiềm năng của một doanh nghiệp. Cụ thể, mỗi năm tôi tính toán mức trung bình và trung vị của độ lệch chuẩn dòng tiền hoạt động lịch sử cho toàn mẫu và phân bổ tất cả các doanh nghiệp thành hai nhóm: thấp (dưới trung bình) và cao (bằng hoặc trên mức trung bình). Sau đó, chúng tôi tiến hành ước tính lại xếp hạng tín dụng riêng cho từng nhóm và trình bày kết quả trong bảng 4B và 4C

Kết quả cho thấy, ảnh hưởng

của biến số Stature lên xếp hạng tín dụng là khác nhau giữa các doanh nghiệp có mức độ biến động dòng tiền lịch sử thấp và cao. Về độ lớn, lợi ích của sức mạnh thương hiệu có giá trị hơn đối với các doanh nghiệp hoạt động trong môi trường nhiều rủi ro, dễ bị tác động trước những cú sốc. Tuy nhiên, điều thú vị là tác động của nhận thức thương hiệu lại có ý nghĩa thống kê ở mức 10% đối với các doanh nghiệp gặp ít rủi ro hơn (bảng 4B).

Để làm rõ điều này, chúng tôi lọc các doanh nghiệp có biến động lịch sử nhỏ hơn giá trị trung vị của Hist volatility (EBITDA) từ mẫu nghiên cứu. Kết quả trình bày trong bảng 4D tiếp tục gây bất ngờ, ủng hộ cho kết quả nhận thức thương hiệu có vai trò rất quan

Bảng 5

		SALES							
		Small	2	3	Large	Small	2	3	Large
Panel A		Book leverage				Market leverage			
Stature	Low	0.365	0.427	0.452	0.542	0.408	0.475	0.454	0.534
	High	0.412	0.511	0.482	0.447	0.356	0.485	0.449	0.342
Difference (high-low)		0.045	0.084	0.029	-0.094	-0.005	0.010	-0.005	-0.192
t-Stat (high-low)		1.372	2.438	0.882	-3.004	-0.119	0.232	-0.125	-5.005
Panel B		Cash/assets				Cash/sales			
Stature	Low	0.143	0.166	0.087	0.079	0.609	0.523	0.125	0.156
	High	0.079	0.099	0.113	0.083	0.117	0.134	0.136	0.059
Difference (high-low)		-0.056	-0.067	0.025	0.004	-0.487	-0.388	0.011	-0.097
t-Stat (high-low)		-2.365	-2.754	1.297	0.369	-2.718	-3.542	0.234	-2.543

Nguồn: tác giả tự tính toán

trọng đối với các doanh nghiệp hoạt động trong môi trường ít rủi ro. Hệ số Stature dao động từ 0.393 đến 0.402 và có ý nghĩa ở mức cao, chứng tỏ một sự gia tăng độ lệch chuẩn trong Stature giúp tăng gần 40% mức xếp hạng.

4.4. Tác động của thương hiệu lên đòn bẩy

Đầu tiên, chúng tôi cần nhắc lại các doanh nghiệp có mong đợi rủi ro tương lai thấp hơn trong khi vay nợ nhiều hơn. Tôi bắt đầu bằng việc phân tích đơn biến mối quan hệ giữa nhận thức thương hiệu với cấu trúc vốn và kiểm tra mối quan hệ nhận thức thương hiệu với đòn bẩy, biến kiểm soát là quy mô doanh nghiệp. Số liệu được phân làm 2 nhóm: thương hiệu mạnh và thương hiệu yếu. Sau đó trong mỗi nhóm thương hiệu, chúng tôi chia làm 4 phân vị doanh thu từ nhỏ tới lớn. Hàm ý doanh thu như một tiêu chí đại diện cho quy mô của doanh nghiệp. Kết quả trình bày trong bảng 5

Bảng 5A trình bày giá trị số sách và giá trị thị trường trung bình của đòn bẩy cho mỗi nhóm

thương hiệu-doanh thu. Phù hợp với những nghiên cứu trước đây, chúng tôi thấy rằng quy mô có ảnh hưởng đến đòn bẩy. Xét cả hai nhóm giá trị đòn bẩy số sách và đòn bẩy thị trường, ở mức thương hiệu yếu (Low Stature) doanh nghiệp có quy mô lớn có đòn bẩy cao hơn doanh nghiệp có quy mô nhỏ và cao hơn đáng kể so với doanh nghiệp có quy mô nhỏ nhất (54.2% doanh nghiệp lớn so với 36.5% của doanh nghiệp nhỏ). Tuy nhiên, đối với nhóm thương hiệu mạnh (High Stature), không có xu hướng đòn bẩy rõ ràng qua các mức độ quy mô doanh nghiệp. Kiểm định sự khác biệt đòn bẩy giữa hai nhóm thương hiệu chỉ cho kết quả có ý nghĩa thống kê ở mức quy mô thứ hai và quy mô lớn nhất. Kết quả này chưa đủ chắc chắn để kết luận khác biệt đòn bẩy theo các mức độ thương hiệu và quy mô nên chúng tôi tiến hành kiểm tra đa biến. Kết quả như sau:

Trường hợp (1): Phù hợp với phân tích đơn biến, chúng tôi thấy tác động của nhận thức thương hiệu lên đòn bẩy là dương (0.05 đối với đòn bẩy số sách)

và có ý nghĩa thống kê. Biến số $\log(\text{sales})$ cũng tác động cùng chiều lên đòn bẩy số sách với hệ số là 0.07 và có ý nghĩa thống kê tại mức 1%, chứng tỏ khi quy mô doanh nghiệp tăng lên 1 đơn vị thì đòn bẩy của những doanh nghiệp trong mẫu sẽ tăng lên 0.07 đơn vị. Nói cách khác, doanh nghiệp có quy mô càng lớn, mức đòn bẩy sẽ càng cao.

Trường hợp (2): chúng tôi thêm vào biến số $\text{Stature} * \log(\text{sales})$ nhằm kiểm soát mối quan hệ giữa nhận thức thương hiệu và đòn bẩy, giúp tránh sự tác động của những doanh nghiệp trưởng thành. Nếu mối quan hệ giữa nhận thức thương hiệu và đòn bẩy bị tác động bởi những doanh nghiệp trưởng thành, sự tương tác sẽ có hệ số dương, vì quy mô đại diện cho sự trưởng thành về tài chính và uy tín doanh nghiệp. Tuy nhiên, kết quả thực nghiệm cho thấy $\text{Stature} * \log(\text{sales})$ có hệ số âm (-0.14 và -0.11), điều này phù hợp với phân tích đơn biến, chứng tỏ tác động của nhận thức thương hiệu rõ rệt hơn ở những doanh nghiệp nhỏ. Tuy nhiên, không có cơ sở để khẳng định các

Bảng 6

	Panel A: Book leverage			Panel B: Market leverage		
	(1)	(2)	(3)	(1)	(2)	(3)
Intercept	0.24* (0.10)	-0.18 (0.51)	-0.06 (0.73)	0.77*** (0.00)	0.49** (0.02)	0.51*** (0.02)
Stature _{t-1}	0.05** (0.04)	0.89*** (0.00)	0.91*** (0.00)	0.00 (0.99)	0.66** (0.03)	0.71** (0.02)
Log (sale) _{t-1}	0.07*** (0.00)	0.13*** (0.00)	0.13*** (0.00)	0.03 (0.32)	0.08** (0.03)	0.07** (0.04)
Stature*log(sales) _{t-1}		-0.14*** (0.00)	-0.14*** (0.00)		-0.11** (0.03)	-0.12** (0.02)
M/B _{t-1}	-0.07 (0.01)	-0.06** (0.02)	-0.05** (0.04)	-0.18*** (0.00)	-0.17*** (0.00)	-0.16*** (0.00)
EBITDA _{t-1}	-0.63 (0.00)	-0.59*** (0.00)	-0.46*** (0.00)	-0.75*** (0.00)	-0.72*** (0.00)	-0.61*** (0.00)
Log(age) _{t-1}	-0.03 (0.46)	-0.05 (0.17)	-0.04 (0.25)	-0.05 (0.26)	-0.07 (0.12)	-0.05 (0.24)
Tangibility _{t-1}	-0.06 (0.27)	-0.05 (0.31)	-0.03 (0.49)	-0.12* (0.06)	-0.11* (0.07)	-0.09 (0.12)
R&D/sales _{t-1}			-1.19*** (0.00)			-1.13*** (0.00)
Hist volatility (EBITDA) _{t-1}			-0.56*** (0.00)			-0.35 (0.12)
Number of Obs	261	261	261	261	261	261
Number of firms	87	87	87	87	87	87
R-squared adj.	0.27	0.30	0.39	0.38	0.39	0.39

Nguồn: Tác giả tự tính toán

doanh nghiệp nhỏ thì chi nhiều hơn cho việc quản lý thương hiệu so với doanh nghiệp lớn, đặc biệt là khi chi phí tiếp cận với thị trường vốn bên ngoài của họ cao hơn. Nếu nhận thức thương hiệu mạnh thực sự có vai trò đối với doanh nghiệp non trẻ thì lợi ích cho các nhà đầu tư mạo hiểm sẽ được đảm bảo.

Trường hợp (3): Chúng tôi thêm biến R&D/Sales và Hist volatility EBITDA vào mô hình, mục đích để xem việc đầu tư nghiên cứu sản phẩm và biến động lợi nhuận trong quá khứ có tác động đáng kể lên đòn bẩy của

doanh nghiệp hay không. Hệ số chi phí nghiên cứu phát triển theo đòn bẩy sổ sách và thị trường lần lượt là -1.186 và -1.128, cho thấy việc phát triển sản phẩm sẽ làm giảm vay nợ của doanh nghiệp. Biến động lịch sử của EBITDA cũng có ảnh hưởng trái chiều đến cấu trúc vốn, chứng tỏ nếu doanh nghiệp có biến động dòng tiền quá khứ cao thì sẽ có xu hướng giảm mức đòn bẩy trong tương lai.

Các biến kiểm soát nói chung phù hợp với những nghiên cứu trước đây. M/B có tác động trái chiều lên đòn bẩy (hệ số âm và có ý nghĩa thống kê trong tất cả các

trường hợp), quy mô doanh nghiệp được đại diện bởi log(sales) có hệ số dương, phù hợp những nghiên cứu cấu trúc vốn khác, cho thấy quy mô càng lớn thường dẫn đến cấu trúc nợ càng cao. EBITDA mang dấu âm và có ý nghĩa ở cả hai trường hợp đòn bẩy sổ sách và đòn bẩy thị trường cho thấy lợi nhuận càng cao thì đòn bẩy càng thấp. Chứng tỏ doanh nghiệp có xu hướng sử dụng lợi nhuận giữ lại nhiều hơn là vay nợ (phù hợp với lý thuyết trật tự phân hạng).

Để xem xét kỹ hơn, chúng tôi lặp lại phân tích trên bằng cách sử dụng những thước đo khác của đòn bẩy: nợ dài hạn chia tài sản và nợ ngắn hạn chia tài sản làm đại

Bảng 7

	Cash/Assets			Cash/Sales		
	(1)	(2)	(3)	(1)	(2)	(3)
Intercept	0.08 (0.39)	0.25** (0.05)	0.28** (0.03)	0.38*** (0.00)	0.50*** (0.00)	0.51*** (0.00)
Stature _{t-1}	-0.01 (0.56)	-0.39** (0.05)	-0.42** (0.04)	0.01 (0.74)	-0.26 (0.33)	-0.29 (0.28)
Log (sales) _{t-1}	0.00 (0.81)	-0.03 (0.13)	-0.04 (0.11)	-0.02 (0.29)	-0.05 (0.14)	-0.05 (0.12)
Stature*log (sales) _{t-1}		0.06** (0.05)	0.07** (0.05)		0.04 (0.32)	0.05 (0.27)
M/B _{t-1}	-0.01 (0.57)	-0.01 (0.13)	-0.01 (0.64)	-0.04** (0.03)	-0.04** (0.03)	-0.04** (0.04)
EBITDA _{t-1}	0.09* (0.09)	0.09 (0.13)	0.09 (0.13)	0.18** (0.03)	0.18** (0.03)	0.17** (0.05)
Tangibility _{t-1}	-0.02 (0.55)	-0.02 (0.58)	-0.02 (0.51)	-0.15*** (0.00)	-0.15** (0.03)	-0.15** (0.03)
Wcap _{t-1}	-0.02 (0.41)	0.04 (0.18)	0.02 (0.31)	-0.08*** (0.01)	-0.08** (0.05)	-0.07* (0.09)
Capex _{t-1}	-0.00 (0.99)	0.00 (0.99)	-0.00 (0.94)	-0.27** (0.02)	-0.28** (0.02)	-0.27** (0.03)
Divdummy _{t-1}	-0.00 (0.73)	-0.00 (0.81)	-0.00 (0.79)	-0.00 (0.70)	-0.00 (0.74)	-0.00 (0.69)
R&D/sales _{t-1}			0.04 (0.81)			0.15 (0.52)
Hist volatility (EBITDA) _{t-1}			-0.18* (0.10)			-0.00 (0.98)
Number of obs.	261	261	261	261	261	261
Number of firms	87	87	87	87	87	87
R-squared adj.	0.015	0.03	0.04	0.07	0.07	0.07

Các kí hiệu ***, **, * tương ứng với giá trị p-value 1 %, 5% và 10%.
 Nguồn: tác giả tự tính toán

diện cho nợ (Welch, 2011). Chúng tôi thấy rằng kết quả hầu như vẫn không thay đổi.

Nhìn chung, các kết quả ước lượng đòn bẩy phù hợp với giả thuyết cho rằng nhận thức thương hiệu mạnh làm giảm nguy cơ phá sản, đảm bảo dòng lưu chuyển tiền tệ cao hơn, ổn định hơn và gia tăng khả năng vay nợ nhiều hơn cho các doanh nghiệp.

4.5. Tác động của thương hiệu lên nắm giữ tiền mặt

Chúng tôi tiến hành kiểm tra giả thuyết cuối cùng cho rằng nhận thức thương hiệu ảnh hưởng đến mức độ nắm giữ tiền mặt. Tương tự như phương pháp phân tích đòn bẩy (loại bỏ doanh nghiệp tài chính ra khỏi mẫu), chúng tôi bắt đầu với phân tích đơn biến tỉ lệ tiền mặt nắm giữ tính trên tổng tài sản và doanh thu, qua các nhóm thương

hiệu-doanh thu đã phân loại trước đó.

Bảng 5B cho chúng tôi thấy rằng quy mô đóng một vai trò quan trọng trong chính sách nắm giữ tiền mặt. Xét trong cùng một nhóm Stature, các doanh nghiệp lớn nắm giữ tiền mặt ít hơn đáng kể so với doanh nghiệp nhỏ, đặc biệt trong nhóm thương hiệu yếu (Low Stature) (7.87% của doanh nghiệp lớn nhất so với 14.3% của doanh nghiệp nhỏ nhất). Sự khác biệt là rõ rệt nhất ở nhóm có quy mô nhỏ (-0.487 đối với hệ số cash/sales).

Xét trong cùng nhóm quy mô doanh nghiệp, mức độ nắm giữ tiền mặt của nhóm thương hiệu mạnh ít hơn so với nhóm thương hiệu yếu, phù hợp với giả thuyết kỳ vọng của chúng tôi khi cho rằng những doanh nghiệp có thương hiệu mạnh thường nắm giữ tiền mặt ít hơn, do không phải đối mặt với sự chèn ép của đối thủ. Sự khác biệt thậm chí còn rõ rệt hơn khi phân tích mức độ nắm giữ tiền mặt trên doanh thu (61% so với 12%).

Chúng tôi tiến hành phân tích đa biến và dự đoán dự trữ tiền mặt như một hàm của nhận thức thương hiệu và các biến kiểm soát. Các kết quả được trình bày trong bảng 7

Trường hợp (1): Biến EBITDA có tác động cùng chiều lên nắm giữ tiền mặt với hệ số 0.09 và có ý nghĩa thống kê tại mức 10%. Hệ số cho thấy khi tăng lợi nhuận của doanh nghiệp lên 1 đơn vị thì tiền mặt mà doanh nghiệp nắm giữ sẽ tăng 0.09 đơn vị. Các biến còn lại đều không cho kết quả có ý nghĩa thống kê trong trường hợp này.

Trường hợp (2): Để đảm bảo các kết quả không bị sai lệch bởi tác động của các doanh nghiệp trưởng thành ở cả hai thị trường tài chính và sản phẩm, chúng tôi thay đổi trường hợp (1) bằng cách thêm biến tương tác giữa nhận thức thương hiệu và doanh thu ($Stature \cdot \log(sales)$). Bởi

vì $\log(sales)$ đại diện cho quy mô doanh nghiệp, chúng tôi cho rằng nếu mối quan hệ giữa thương hiệu và nắm giữ tiền mặt bị tác động bởi doanh nghiệp trưởng thành thì hệ số $Stature \cdot \log(sales)$ phải âm vì doanh nghiệp này sẽ nắm giữ tiền mặt ít hơn do ít phải đối mặt với rủi ro. Kết quả thực nghiệm cho thấy hệ số của biến này mang dấu dương và có ý nghĩa thống kê, điều đó loại trừ khả năng mà chúng tôi lo ngại. Biến $Stature$ có tác động ngược chiều đến $Cash/Assets$ với hệ số là -0.39 tại mức ý nghĩa 5%, cho thấy khi nhận thức thương hiệu gia tăng 1 đơn vị thì nắm giữ tiền mặt của doanh nghiệp sẽ giảm 0.39 đơn vị. Phù hợp với dự đoán trước đây, thương hiệu càng mạnh thì mức nắm giữ tiền mặt của doanh nghiệp càng giảm.

Trường hợp (3): thêm vào biến dòng tiền quá khứ và chi phí RD/sales nhưng độ lớn các hệ số thay đổi không đáng kể (Hệ số của $Stature$ từ -0.39 đến 0.42, $Stature \cdot \log(sales)$ từ 0.06 đến 0.07 và hệ số của EBITDA vẫn là 0.18). Chứng tỏ, hai biến này có mối tương quan yếu với nắm giữ tiền mặt của doanh nghiệp.

Nhìn chung trong hầu hết các trường hợp phân tích, chúng tôi nhận thấy nắm giữ tiền mặt có tương quan âm với quy mô và

vốn luân chuyển ròng, đúng với nhận định vốn luân chuyển là tài sản thay thế cho tiền mặt, phù hợp với nghiên cứu trước đây. Tài sản hữu hình thì có mối tương quan âm nhưng không có ý nghĩa thống kê, trong khi lợi nhuận tương quan dương lại có ý nghĩa thống kê, kết quả thực nghiệm này phù hợp với những nghiên cứu của Ferreira, Vilela (2004) và Garcia-Teruel, Martinez-Solano (2008). Đồng thời, các doanh nghiệp có cơ hội phát triển hơn, đại diện bởi M/B, thường tích lũy tiền tài trợ cho các dự án trong tương lai (kết quả mang dấu dương phù hợp với giả định).

4.6. Nhận thức thương hiệu và Lợi nhuận

Một điều quan trọng cần xem xét là nếu cầu sản phẩm của những khách hàng trung thành ít co giãn, có khả năng doanh nghiệp sẽ khai thác lợi thế này bằng cách đưa ra mức giá cao hơn nhằm gia tăng lợi nhuận. Khi đó, nhận thức thương hiệu sẽ ảnh hưởng đến những quyết định tài chính doanh nghiệp thông qua dòng tiền EBITDA hiện tại chứ không phải thông qua sự ổn định dòng tiền trong tương lai.

Để phân tích kỹ vấn đề này, đầu tiên tôi tính toán mối tương quan đơn giản giữa nhận thức thương hiệu và EBITDA. Kết quả trình bày chi tiết trong Bảng 9

Bảng 9

		EBITDA								
		Small	2	3	Large	Small	2	3	Large	
Panel A		Book leverage				Market leverage				
	Stature	Low	0.42	0.43	0.40	0.48	0.58	0.48	0.41	0.47
		High	0.38	0.45	0.53	0.56	0.32	0.40	0.56	0.55
Difference (high-low)			-0.06	0.13***	-0.00	-0.08**	-0.25***	-0.25***	-0.14**	0.05
t-Stat (high-low)			-1.63	3.10	-0.09	1.87	-6.33	2.83	-2.44	1.54

Các kí hiệu ***, **, * tương ứng với giá trị p-value 1 %, 5% và 10%.
 Nguồn: tác giả tự tính toán

Xem xét trong cùng một nhóm thương hiệu, chúng tôi không nhận thấy xu hướng rõ ràng trong các mức đòn bẩy ở từng nhóm (Low và High Stature). Điều này giúp bác bỏ giả thiết ban đầu, chứng tỏ EBITDA không phải là một chỉ tiêu thích hợp để đo lường ảnh hưởng của nhận thức thương hiệu lên chính sách tài chính doanh nghiệp. Do đó, chỉ tiêu biến động dòng tiền tương lai (forward-looking EBITDA) vẫn chiếm ưu thế hơn trong việc xác định mối quan hệ giữa nhận thức thương hiệu và chính sách tài chính.

5. Kết luận và một số kiến nghị

Nhìn chung, kết quả nghiên cứu của chúng tôi cho thấy rằng doanh nghiệp sẽ hưởng được nhiều lợi ích trong chính sách tài chính và có thể ra các quyết định tài chính một cách linh hoạt hơn nếu biết vận dụng chiến lược marketing hiệu quả, thông qua việc xây dựng thành công yếu tố nhận thức thương hiệu. Cụ thể như sau:

- Nhận thức thương hiệu giúp dòng tiền tương lai ổn định hơn

Trong giai đoạn hiện nay, khi mà nền kinh tế vẫn đang trong tình trạng khó khăn, chưa có hy vọng phục hồi, việc giảm thiểu được rủi ro trong biến động dòng tiền có ý nghĩa rất quan trọng đối với doanh nghiệp.

Đúng với giả thiết đặt ra ban đầu, nhận thức thương hiệu thực sự có vai trò giúp ổn định dòng tiền của các doanh nghiệp trong mẫu. Vì vậy doanh nghiệp cần chú trọng đến chính sách đầu tư nhằm nâng cao sức mạnh thương hiệu của mình. Tuy nhiên, điều cần lưu ý là phải có sự suy tính kỹ lưỡng khi lập kế hoạch, vì khoản đầu tư chỉ thực sự mang lại hiệu quả khi nó

tác động tốt và nhận được những phản hồi tích cực từ phía người tiêu dùng, qua đó làm gia tăng lợi nhuận cho doanh nghiệp.

- Nhận thức thương hiệu giúp gia tăng Xếp hạng tín dụng

Cho đến thời điểm này, VN vẫn chưa có những tổ chức xếp hạng tín dụng độc lập, việc đánh giá mức tín nhiệm còn mang tính chủ quan, dựa theo cảm tính. Tình trạng nhiều ngân hàng dựa vào khẩu vị của mình để xây dựng tiêu chí xếp hạng doanh nghiệp là khá phổ biến, dẫn đến trường hợp một khách hàng có thể được xếp vào các nhóm nợ khác nhau tùy ngân hàng. Trước tình hình như vậy, việc xây dựng uy tín cho doanh nghiệp lại càng trở nên quan trọng. Kết quả hồi quy cho thấy, nhận thức thương hiệu thực sự có tác động mạnh đến xếp hạng tín dụng. Vì vậy, chú trọng đến phát triển thương hiệu là điều cần thiết mà doanh nghiệp nên làm nhằm gia tăng vị thế trên thị trường tài chính, đảm bảo việc tiếp cận vốn được dễ dàng hơn.

- Nhận thức thương hiệu giúp gia tăng đòn bẩy

Sử dụng nợ hợp lý luôn là một vấn đề gây đau đầu đối với các nhà quản trị doanh nghiệp bởi vì nợ thì gắn liền với rủi ro. Lạm dụng nợ quá nhiều thường dẫn đến nguy cơ phá sản gia tăng. Nhưng nếu tìm được mức đòn bẩy tối ưu, doanh nghiệp sẽ thu được lợi ích vô cùng to lớn. Kết quả từ phân tích đa biến cho thấy quyết định vay nợ của những doanh nghiệp trong mẫu quan sát chịu sự tác động bởi yếu tố thương hiệu của doanh nghiệp đó. Điều này khẳng định, việc xây dựng được thương hiệu uy tín sẽ giúp doanh nghiệp tận dụng ưu thế và linh hoạt hơn trong các quyết

định cấu trúc vốn. Chú trọng nâng cao giá trị thương hiệu của doanh nghiệp ngay từ bây giờ là điều thật sự cần thiết.

- Thương hiệu mạnh giúp giảm việc nắm giữ tiền mặt

Ở thời điểm hiện tại, khi các chỉ tiêu kinh tế vĩ mô còn nhiều bất cập, vấn đề nắm giữ tiền mặt lại càng trở nên nhạy cảm hơn. Doanh nghiệp nên có chính sách nắm giữ tiền mặt phù hợp để vừa có thể đề phòng được các rủi ro tiềm tàng từ nền kinh tế, vừa có thể đầu tư hợp lý để gia tăng giá trị thương hiệu của mình. Và khi có một thương hiệu vững mạnh, đó sẽ là cơ sở tốt giúp doanh nghiệp tránh được áp lực phải nắm giữ tiền mặt cho việc phòng ngừa các yếu tố rủi ro.

Bên cạnh đó, chúng tôi cũng nhận thấy tác động của thương hiệu thì rõ rệt hơn ở những doanh nghiệp bị hạn chế về tài chính, cụ thể là doanh nghiệp quy mô nhỏ. Những phát hiện này cũng có tính hợp lý của giả thuyết chính và cho thấy doanh nghiệp bị hạn chế tài chính sẽ hưởng lợi nhiều nhất từ việc có một thương hiệu mạnh, vì nhờ đó họ được tiếp cận với thị trường vốn bên ngoài với những điều khoản thuận lợi hơn.

Nhìn chung, kết quả nghiên cứu cho thấy tài sản vô hình cũng có vai trò quan trọng trong việc giải thích chính sách tài chính, tương tự như tài sản hữu hình. Vì vậy, các doanh nghiệp, nhà hoạch định chính sách nên nhìn nhận đúng vai trò của thương hiệu và có cách thức quản lý phù hợp trong một chính sách tài chính có sự hiện hữu của giá trị thương hiệu.

(Xem tiếp trang 77)