

# Grzegorz Urbanek

---

## Marka a wartość dla akcjonariuszy w okresie kryzysu finansowego 2008-2009

---

Problemy Zarządzania 9/1, 155-169

---

2011

Artykuł został opracowany do udostępnienia w internecie przez Muzeum Historii Polski w ramach prac podejmowanych na rzecz zapewnienia otwartego, powszechnego i trwałego dostępu do polskiego dorobku naukowego i kulturalnego. Artykuł jest umieszczony w kolekcji cyfrowej [bazhum.muzhp.pl](http://bazhum.muzhp.pl), gromadzącej zawartość polskich czasopism humanistycznych i społecznych.

Tekst jest udostępniony do wykorzystania w ramach dozwolonego użytku.

# Marka a wartość dla akcjonariuszy w okresie kryzysu finansowego 2008–2009

Grzegorz Urbanek

*W literaturze przedmiotu silna marka jest traktowana jako czynnik mający istotny wpływ na wartość dla akcjonariuszy. Wiele badań przeprowadzonych dla okresów względnie stabilnej sytuacji na rynku, a dotyczących najsilniejszych marek globalnych, potwierdza istnienie pozytywnego związku pomiędzy siłą marki a różnie zdefiniowaną wartością dla akcjonariuszy. Wyniki badań przedstawione w niniejszym opracowaniu potwierdzają istnienie pozytywnego związku pomiędzy siłą marki a wartością dla akcjonariuszy w okresie głębokiego kryzysu gospodarczego na rynku polskim.*

## 1. Wstęp

Okres kryzysu gospodarczego stanowi okazję do weryfikacji hipotez na temat czynników, które różnicują jego wpływ na sytuację poszczególnych przedsiębiorstw. Jednym z elementów, który może powodować, że przedsiębiorstwa różnie reagują na zjawiska kryzysowe w gospodarce jest siła rynkowa ich marek. Z punktu widzenia zdolności do tworzenia wartości marka zajmuje jedno z czołowych miejsc wśród zasobów przedsiębiorstwa. Posiadanie silnej marki jest skutecznym sposobem zdobywania i utrwalania przewagi konkurencyjnej, której efektem jest wzrost wartości dla akcjonariuszy.

Szersze zainteresowanie markami nastąpiło w latach 80. XX w., kiedy to miały miejsce liczne transakcje przejęcia firm, których cechą wspólną była cena zakupu wielokrotnie przekraczająca wartość aktywów netto. Znaczna część tej nadwyżki wynikała z wartości marek będących w posiadaniu kupowanych firm, która nie była odzwierciedlona w ich bilansach (Murphy 1990: 149). Na przykład w cenie zakupu, równej 220 mln USD, biznesu napojów pod marką Hires and Crush przez Cadbury-Schwepps od Procter&Gamble w 1989 r. tylko 20 mln USD stanowiła wartość aktywów bilansowych (Kerin i Sethuraman 1998: 260).

Gruntowna podbudowa teoretyczna dla wyjaśnienia istoty tworzenia wartości przez markę jest związana z ukazaniem się w 1991 r. przełomowej książki D. Aakera o kapitale marki (Aaker 1991). Od tego czasu mamy do czynienia ze stopniowym wzrostem świadomości znaczenia marki dla sukcesu

organizacji również w środowiskach praktyków gospodarczych. Upowszechnieniu tego zjawiska nie sprzyja stosunkowo niewielka liczba badań empirycznych wykazujących korzystny wpływ inwestycji w markę na wzrost wartości przedsiębiorstwa. Jest to część szerszego problemu związanego z trudnościami w szacowaniu efektywności finansowej szeroko pojętych działań marketingowych (Rust i in. 2004).

Nieliczne publikacje dotyczące wpływu marki na wartość przedsiębiorstwa koncentrują się na dwóch obszarach: po pierwsze relacji pomiędzy kapitałem marki a wartością przedsiębiorstwa (ujęcie statyczne), po drugie relacji pomiędzy kapitałem marki a wartością dla akcjonariuszy (zwrotu dla akcjonariuszy) przy uwzględnieniu ryzyka (ujęcie dynamiczne). Wspomniane publikacje odnoszą się do marek globalnych w okresie relatywnie stabilnej sytuacji rynkowej. Do chwili obecnej nie ukazały się w literaturze angielskiej publikacje odnoszące się do wpływu marki na wyniki finansowe w okresie kryzysu.

Celem artykułu jest przedstawienie wyników badań dotyczących wpływu marki na wartość dla akcjonariuszy polskich przedsiębiorstw w okresie ostatniego kryzysu gospodarczego. Badaniu zostały poddane spółki notowane na Warszawskiej Giełdzie Papierów Wartościowych, dla których dostępne są dane rynkowe na temat siły posiadanych przez nie marek. Punktem wyjścia do dyskusji jest przedstawienie zagadnienia wpływu marki na wartość przedsiębiorstwa. Następnie przedstawiona jest dyskusja na temat różnych sposobów pomiaru tworzenia wartości dla akcjonariuszy. W dalszej kolejności zaprezentowany jest przegląd literatury dotyczący badań nad wpływem marki na tę wartość. Po prezentacji metodologii badań i uzyskanych wyników artykuł kończy wnioski i rekomendacje dotyczące dalszych kierunków badań.

## 2. Marka a wartość przedsiębiorstwa

Zgodnie z definicją amerykańskiego stowarzyszenia marketingowego marka jest to szczególna nazwa, termin, znak, symbol lub ich kombinacje, mające na celu identyfikację wyrobu lub usługi sprzedawcy lub grupy sprzedawców oraz ich odróżnienie od oferty konkurentów (Kotler i Armstrong 1994: 285). Marka wskazuje nabywcy pochodzenie wyrobu lub usługi oraz ochrania klienta i producenta przed konkurentami, którzy mogliby oferować produkty wyglądające identycznie jak oferowane przez danego sprzedawcę. W kategoriach ekonomicznych markę można zdefiniować jako zespół korzyści, jakie stają się udziałem jej użytkownika, których to korzyści dostarcza produkt oznaczony danym identyfikatorem. Mogą mieć one charakter funkcjonalny, ekonomiczny i psychologiczny.

Teoretyczny model wpływu aktywów rynkowych, w tym marki, na wartość dla akcjonariuszy został przedstawiony w klasycznym już artykule R. Srivastavy,

T. Shervani i L. Fahley (Srivastava i in. 1998). Silna marka może oddziaływać na cztery źródła tworzenia przychodów dla przedsiębiorstwa: zwiększenie liczby klientów, zwiększenie używalności marki przez obecnych klientów, zwiększenie lojalności klientów i możliwość rozszerzenia marki na nowe produkty (Schultz i Schultz 2003: 313). Wysoki poziom lojalności klientów przyczynia się do stabilności dochodów firmy, tym samym obniżając ryzyko jej funkcjonowania. Marki stanowią również swoisty kanał komunikacji z inwestorami. Inwestorzy preferują akcje przedsiębiorstw, które są eksponowane poprzez markę na rynku. To powoduje wzrost obrotu akcjami i liczby akcjonariuszy, co przekłada się na poprawienie płynności akcji i w konsekwencji prowadzi do spadku kosztu kapitału własnego (McAlister i in. 2007: 38).

Wpływ marki na wartość przedsiębiorstwa można poddać analizie na podstawie modelu finansowego, który pokazuje podstawowe zmienne kształtujące wartość przedsiębiorstwa. Bazowy model kreowania wartości przyjmuje następującą postać (Koller i in. 2005: 93):

$$Wartość_0 = \frac{NOPLAT_1 \times \left(1 - \frac{g}{ROIC}\right)}{wacc - g}, \quad (1)$$

gdzie:

NOPLAT<sub>1</sub> – zysk operacyjny po opodatkowaniu,  
 wacc – średni ważony koszt kapitału przedsiębiorstwa,  
 ROIC – zwrot na zaangażowanym kapitale,  
 g – stopa wzrostu zysku operacyjnego.

Marka może oddziaływać na wszystkie parametry przedstawionego modelu, wpływając w konsekwencji na wartość przedsiębiorstwa. W przypadku silnej marki uzyskane efekty mogą dotyczyć:

- zwiększenia osiągniętej marży (wyższy NOPLAT i ROIC),
- zwiększenia sprzedaży (wyższy NOPLAT i g),
- zmniejszenia zmienności wyników firmy (zmniejszenie parametru ryzyka beta i w konsekwencji wacc).

Nie każda marka ma zdolność do tworzenia zidentyfikowanych wyżej korzyści dla właściciela. Nazwa, symbol lub inny identyfikator stają się marką, gdy konsumenci łączą je z innymi rzeczami (Calkins 2005: 1). Innymi słowy, nazwa nabiera wtedy dodatkowego znaczenia, wykraczającego poza „słownikowe”. Tym przywilejem cieszą się silne marki, czyli te, które charakteryzują się wysokim dodatnim kapitałem. D. Aaker zdefiniował kapitał marki jako zestaw aktywów i pasywów związanych z marką, który zwiększa lub pomniejsza wartość dostarczaną przez wyrób lub usługę dla firmy lub jej klienta (Aaker 1991: 15). Do składowych kapitału marki zaliczają się m.in.: świadomość, postrzegana jakość, lojalność czy skojarzenia.

### 3. Kreowanie wartości dla akcjonariuszy

Określenia wpływu marki na wartość dla akcjonariuszy można dokonać na wiele sposobów. Jednym z nich jest analizowanie wpływu na wartość rynkową (giełdową) firmy, zmian w realizowanej przez nią strategii marki. Podejście to opiera się na założeniu, iż na efektywnym rynku ceny akcji odzwierciedlają wszystkie dostępne informacje na temat firmy. Tego typu podejście jest trudne w stosowaniu z uwagi na niewielką liczbę potencjalnych obserwacji i niemożność uogólniania wyników pojedynczych zdarzeń. Problemem w tym przypadku jest także możliwość dokładnego określenia w czasie momentu zmiany strategii marki (jest to zwykle proces rozłożony w czasie) oraz możliwość jednoznacznego wydzielenia ze wszystkich wydarzeń efektów związanych z oddziaływaniem marki. Tym niemniej, w sprzyjających okolicznościach w odniesieniu do spółek notowanych na giełdzie możliwe jest bardzo precyzyjne oszacowanie wpływu zdarzenia związanego z marką na wartość spółki. Można tego dokonać, zestawiając informację na temat zmian w strategii marki ze zmianą wyceny rynkowej spółki.

Taka sytuacja wystąpiła na przykład na rynku amerykańskim w dniu 2 kwietnia 1993 r., kiedy to koncern Philip Morris ogłosił redukcję ceny na markę papierosów Marlboro o 20%. Ogłoszenie obniżenia ceny spowodowało spadek kursu akcji Philip Morris o 23% w ciągu jednego dnia, co oznaczało zmniejszenie kapitalizacji spółki o 13 mld USD (Smith i Parr 2000: 176). Na rynku polskim podobna sytuacja wystąpiła w odniesieniu do marki „Gazeta Wyborcza”. W dniu 12 kwietnia 2006 r. Zarząd spółki Agora – właściciela marki - ogłosił obniżkę ceny na jeden egzemplarz gazety o 50 groszy. Następnego dnia wartość rynkowa spółki Agora obniżyła się o 7,84%, czyli o 193 565 mln PLN (Urbanek 2008: 160). W obu przypadkach zmiany w wartości spółki można jednoznacznie wiązać ze zmianą polityki cenowej wobec marek i wykorzystać do oszacowania wartości rynkowej analizowanych marek.

Bardziej uniwersalnym podejściem do analizowania wpływu marki na wartość dla akcjonariuszy jest badanie zależności pomiędzy wykreowaną przez przedsiębiorstwa wartością a relatywną siłą ich marek. Wśród badaczy i praktyków nie ma jednakże zgody co do tego, jaka miara w najlepszy sposób oddaje wartość wykreowaną dla akcjonariuszy w przedsiębiorstwie. Do najpopularniejszych mierników wykreowanej wartości można zaliczyć m.in. MVA – rynkową wartość dodaną, TSR – całkowity zwrot dla akcjonariuszy, AR – nadzwyczajny zwrot (Fernandez 2002).

W wielu opracowaniach jako miernik wykreowanej wartości dla akcjonariuszy przyjmuje się rynkową wartość dodaną (MVA). MVA jest to różnica pomiędzy wartością rynkową firmy a ekonomiczną wartością księgową jej aktywów. Ekonomiczna wartość księgową aktywów reprezentuje środki, jakie akcjonariusze zainwestowali w przedsiębiorstwo. Stąd można uznać iż MVA stanowi miernik wykreowanej wartości dla akcjonariuszy, aczkolwiek

należy pamiętać o jego ograniczeniach. Po pierwsze ekonomiczna wartość księgowa reprezentuje gotówkę zainwestowaną głównie w aktywa materialne, natomiast środki zainwestowane w wewnętrznie wygenerowane aktywa niematerialne nie są w tym mierniku uwzględnione. Inną wadą MVA jest, że miara ta nie rozróżnia pomiędzy wartością wykreowaną w ostatnim czasie i tą wytworzoną dawno temu. Jeżeli ekonomiczna wartość księgowa określa wkład akcjonariuszy w firmę, powstaje problem identyfikacji wkładu akcjonariuszy, którzy przystąpili do spółki (kupili akcje) w różnym czasie. Należy przyjąć, że cena zapłacona za akcje przez danego akcjonariusza reprezentuje jego wkład w ekonomiczną wartość księgową. Dlatego dla każdego akcjonariusza inna jest ekonomiczna wartość księgowa (jego wkład w spółkę) i inna jest rynkowa wartość dodana (bogactwo wykreowane dla niego dzięki inwestycji w akcje). Inną wadą MVA jest to, iż jest to miara nominalna, na którą ma wpływ wielkość firmy.

Wyeliminowanie opisanych wad MVA, tj. koncentracja na ostatnim okresie, przyjęcie jako początkowej inwestycji wartości rynkowej w danym roku oraz standaryzacja różnicy pomiędzy nową a starą wartością rynkową poprzez jej podzielenie przez wartość początkową, prowadzi do powstania miernika pod nazwą: całkowity zwrot dla akcjonariuszy – TSR (Keef i Roush 2002: 2). TSR jest to stopa zwrotu oparta na zmianach w cenach akcji po uwzględnieniu wpływów i wypływów gotówki do i od akcjonariuszy. W pojedynczym okresie TSR jest równy sumie zysku kapitałowego (przyrostu wartości akcji) oraz stopy dywidendy w tym okresie. W przypadku kilku okresów TSR jest równy wewnętrznej stopie zwrotu liczonej dla przepływów uzyskiwanych przez akcjonariuszy, na które składają się: cena wyjściowa (inwestycja) oraz otrzymane dywidendy i cena zamknięcia. W podstawowej postaci TSR może zostać obliczony z następującego wzoru:

$$TSR = \frac{SP_{t+1} - SP_t + D_{t+1}}{SP_t}, \quad (2)$$

gdzie:

$SP_{t+1}$  – cena akcji w okresie  $t+1$ ,

$SP_t$  – cena akcji w okresie  $t$ ,

$D_{t+1}$  – dywidenda w okresie  $t+1$ .

TSR jest zatem stopą, która pokazuje rzeczywisty zwrot uzyskany przez akcjonariuszy firmy w danym okresie. Nie jest on jednak tożsamy z wielkością wykreowanej wartości dla akcjonariuszy. Ta ostatnia zależy od kosztu alternatywnego, inaczej – wymaganej przez nich stopy zwrotu. Dlatego rzeczywista wartość wykreowana dla akcjonariuszy stanowi różnicę pomiędzy TSR a wymaganą stopą zwrotu – jest to tzw. nadzwyczajny zwrot.

Oszacowanie nadzwyczajnego zwrotu wymaga w pierwszej kolejności określenia wymaganego zwrotu. W tym celu można wykorzystać podejście oparte np. na modelu wyceny aktywów kapitałowych – CAPM. Zgodnie z tym modelem, ryzyko inwestycyjne może być podzielone na dwa rodzaje:

systematyczne (rynkowe) i niesystematyczne (specyficzne dla firmy). Ponieważ inwestorzy mogą wyeliminować ryzyko niesystematyczne poprzez dywersyfikację portfela inwestycyjnego, są oni wynagradzani tylko za ryzyko systematyczne, którego nie mogą zdywersyfikować. W związku z tym w celu oszacowania wymaganej stopy zwrotu dla danej spółki należy obliczyć ryzyko systematyczne jej akcji, którego miernikiem jest współczynnik beta. Ryzyko systematyczne inwestycji jest to ogólnie jego kowariancja z wszystkimi innymi inwestycjami dostępnymi w gospodarce.

Matematycznie model CAPM przedstawia następujący wzór:

$$k_e = r_f + \beta \times (R_m - r_f), \quad (3)$$

gdzie:

$r_f$  – stopa zwrotu z inwestycji wolnej od ryzyka,

$k_e$  – wymagana stopa zwrotu z inwestycji,

$\beta$  – współczynnik beta odzwierciedlający ryzyko systematyczne inwestycji,

$R_m$  – stopa zwrotu z portfela rynkowego.

Standardową procedurą szacowania beta jest regresja zwrotów na danej akcji  $R_j$  w odniesieniu do zwrotów z portfela rynkowego  $R_m$  w tych samych okresach:

$$R_j = a + b \times R_m, \quad (4)$$

gdzie:

$a$  – punkt przecięcia z osią pionową,

$b$  – to współczynnik nachylenia linii regresji = kowariancji  $(R_j, R_m)/\sigma_m^2$ .

Czynnik  $b$  odpowiada współczynnikowi beta akcji i jest miarą jej ryzyka systematycznego. Współczynnik  $a$  jest prostą miarą wyników danej akcji w stosunku do CAPM w okresie, którego dotyczy regresja. Można to wykazać, porównując równanie modelu CAPM (Damodaran 2006: 108):

$$R_j = R_f + \beta \times (R_m - R_f) = R_f \times (1 - \beta) + \beta \times R_m \quad (5)$$

z równaniem regresji:

$$R_j = a + b \times R_m. \quad (6)$$

Zestawienie współczynnika  $a$  z wyrażeniem  $R_f \times (1 - \beta)$  daje odpowiedź na temat wyników danej akcji (inwestycji) w odniesieniu do CAPM. Różnica  $a - R_f \times (1 - \beta)$  jest to tzw. wskaźnik alfa Jensena, który pokazuje, czy akcje firmy uzyskały lepsze, czy gorsze wyniki niż rynek, po uwzględnieniu ryzyka. Jeżeli:

$a > R_f \times (1 - \beta)$ , akcja przyniosła wyższy niż spodziewany zwrot w danym okresie,

$a < R_f \times (1 - \beta)$ , akcja przyniosła niższy niż spodziewany zwrot w danym okresie,

$a = R_f \times (1 - \beta)$ , akcja przyniosła w danym okresie zwrot na poziomie spodziewanego.

Jeżeli zaobserwowany zwrot z danej akcji jest wyższy niż teoretyczny spodziewany zwrot oszacowany przy wykorzystaniu modelu CAPM, oznacza to, że firma w danym okresie uzyskała nadzwyczajny zwrot przy uwzględnieniu ryzyka, a więc wykreowała wartość dla swoich akcjonariuszy.

#### 4. Przegląd literatury

Zagadnienie udziału marki w tworzeniu wartości dla akcjonariuszy było przedmiotem licznych publikacji w literaturze zagranicznej. R. Kerin i R. Sethuraman wykazali występowanie dodatniej relacji pomiędzy wartością marki a wskaźnikiem „wartość rynkowa do wartości księgowej” dla firm dysponujących wartościowymi markami według rankingu firmy Interbrand z lat 1995–1996 (Kerin i Sethuraman 1998). Badania M. Conchar i in. pokazały silny pozytywny związek pomiędzy wydatkami firm na reklamę i promocję a wartością rynkową firm. Tym samym wykazano związek pomiędzy działaniami z zakresu budowy marki a wynikami finansowymi firm (Conchar i in. 2005). C. Simon i M. Sullivan przedstawiły metodę wykorzystującą giełdową wartość przedsiębiorstwa jako podstawę do wyceny kapitału marki. Pozwala ona na określenie wartości kapitału marki przedsiębiorstwa w powiązaniu z jej determinantami. Przeprowadzone przez autorki wyliczenia pokazały, że wartość kapitału marki może stanowić nawet ponad 150% wartości odtworzeniowej wielu firm (Simon i Sullivan 1993). Badania D. Aakera i R. Jacobsena wykazały, że miara „postrzegana jakość” będąca wskaźnikiem kapitału marki jest statystycznie istotnie i dodatnio skorelowana ze zmianami cen akcji (Aaker i Jacobsen 1994). M. Barth i in. wykazali, że wartość marki jest istotnie i pozytywnie skorelowana z cenami akcji i zwrotem z nich (Barth i in. 1998).

Przytoczone wyniki badań wskazują generalnie na istnieniu pozytywnej relacji pomiędzy miarami kapitału marki a wartością firmy. Tym samym pozwalają na zrozumienie relacji zachodzących pomiędzy marką a wartością firmy i pośrednio wartością dla akcjonariuszy. Jak wspomniano wyżej, tworzenie wartości dla akcjonariuszy nie jest tożsame z uzyskiwaniem dodatniego zwrotu z akcji i zwiększonej kapitalizacji rynkowej spółki. Z punktu widzenia akcjonariuszy wartość jest tworzona wtedy, gdy uzyskiwany zwrot jest wyższy od możliwego do uzyskania z alternatywnej inwestycji o podobnym ryzyku. Zagadnienie to było analizowane w nowszych badaniach na temat wpływu marki na tworzenie wartości dla akcjonariuszy.

Według badań N. Mizik i R. Jacobson (275 firm z pojedynczą marką w okresie 11 lat) firmy, które zwiększyły różnicowanie<sup>1</sup> swoich marek, uzyskały zwrot z akcji po uwzględnieniu ryzyka w wysokości 4,8%, podczas gdy



firmy, które zmniejszyły zróżnicowanie swoich marek, uzyskały po uwzględnieniu ryzyka negatywny zwrot z akcji w wysokości  $-4,3\%$  (Mizik i Jacobson 2005). Powyższe efekty nastąpiły z rocznym opóźnieniem. Badania T. Madden i in. wykazały, że firmy z wartościowymi markami (według rankingu Interbrand z lat 1994–2000) uzyskały wyższy miesięczny zwrot z akcji od przeciętnego dla rynku przy niższym od przeciętnego ryzyku (Madden i in. 2006).

Do chwili obecnej w literaturze zachodniej nie zostały opublikowane wyniki badań pokazujących, jaki wpływ ma marka na wyniki przedsiębiorstw w okresie głębokiego, bezprecedensowego kryzysu gospodarczego i załamania rynków finansowych, z jakimi mieliśmy do czynienia w latach 2008–2009.

## 5. Metodologia badań

Badaniu zostały poddane wybrane spółki z Warszawskiej Giełdy Papierów Wartościowych. Do badania zaklasyfikowano 52 spółki, dla których dostępne są dane na temat siły ich marek w analizowanym okresie<sup>2</sup>. Przedmiotem badań objęto okres od 1.01.2008 r. do 30.04.2009 r., w którym nastąpiło głębokie załamanie kursów giełdowych akcji w wyniku światowego kryzysu finansowego.

Wpływ marki na wartość dla akcjonariuszy został określony trzytorowo. Po pierwsze poprzez porównanie wyników osiągniętych przez wszystkie badane spółki z wynikami dla całego rynku. Po drugie przy wykorzystaniu analizy porównawczej średnich dla wybranych parametrów, przeprowadzonej dla wyodrębnionych ze względu na wskaźnik siły marki zbiorowości spółek. Po trzecie wreszcie poprzez porównanie wyników portfeli inwestycyjnych utworzonych ze spółek wyodrębnionych ze względu na siłę ich marek. Analizie zostały poddane w badanym okresie następujące parametry<sup>3</sup>:

- średni miesięczny zwrot z akcji poszczególnych spółek,
- ryzyko całkowite akcji poszczególnych spółek,
- współczynnik beta określający ryzyko systematyczne dla poszczególnych spółek,
- wskaźnik alfa Jensena dla poszczególnych spółek.

Populacje spółek w analizie porównawczej zostały wyodrębnione według następujących rozłącznych kryteriów:

- podział zbiorowości badanych spółek na dwie równe grupy pod względem wskaźnika siły marki,
- podział zbiorowości na cztery grupy ze względu na poziom wskaźnika siły marki.

Wskaźnik siły marki dla analizowanych spółek został oszacowany na podstawie wyników badań rynkowych polskich marek przeprowadzonych na potrzeby rankingu najbardziej wartościowych polskich marek dziennika „Rzeczpospolita”<sup>4</sup>. Na potrzeby niniejszego opracowania wskaźnik siły marki został określony jako suma dziewięciu wskaźników cząstkowych

opisujących pozycję rynkową marki uzyskanych we wspomnianym badaniu. Są to: świadomość marki, priorytet w świadomości, preferencje, lojalność wobec marki, postrzegana jakość, stopa referencji, prestiż, postrzegana wartość, rodzaj rynku. W ramach każdego z dziewięciu wskaźników każda marka mogła uzyskać ocenę punktową w przedziale <0–10>, co oznacza, że łączna wartość współczynnika siły marki może kształtować się w przedziale <0–90> punktów.

Tabela 1 prezentuje uzyskane wyniki współczynnika siły marki dla analizowanych spółek giełdowych. Średni wskaźnik siły dla badanych marek wynosi 44,1 punktu, przy odchyleniu standardowym 8,92 punktu.

Spółka	Siła marki	Badane marki	Spółka	Siła marki	Badane marki
Citi Handlowy	28,4	Bank Handlowy	TP SA	42,0	Telekomunikacja Polska
Polcolorit	28,7	Polcolorit	WSIP	42,8	WSIP
Netia	29,5	Netia	Jutrzenka	43,2	Jutrzenka
Getin	30,1	Getin	Vistula	43,7	Vistula, Wólczanka
BRE	31,8	BRE	INGBS	43,9	INGBS
Kredyt Bank	32,4	Kredyt Bank	Indykpol	44,2	Indykpol
Alma	32,7	Alma	Śnieżka	46,3	Śnieżka
Pamapol	33,6	Pamapol	Gino Rossi	46,8	Gino Rossi
Bank BPH	36,5	Bank BPH	Wawel	46,8	Wawel
Bakalland	37,6	Bakalland	LPP	47,7	Reserved
Millennium	37,6	Millennium	Optimus	49,3	Optimus
Monnari	37,8	Monnari	PKO BP	51,1	PKO BP
Karen	39,0	Karen	Agora	51,6	Gazeta Wyborcza
Redan	39,2	Top Secret, Troll	EMF	51,8	Empik,
Cersanit	39,5	Cersanit	Zelmer	52,2	Zelmer
Orbis	39,7	Orbis	Amica	53,3	Amica
BZWBK	40,1	BZWBK	Wilbo	53,4	Neptun
Forte	40,1	Forte	Ruch	54,8	Ruch
Pekaes	40,1	Pekaes	PKN Orlen	56,5	PKN Orlen
Lotos	40,3	Lotos	Kruszwica	57,2	Olej Kujawski
Pekao	40,8	Pekao	CCC	57,5	CCC
Mieszko	40,9	Mieszko	Dębica	57,7	Dębica
Grall	41,2	Grall	Żywiec	58,9	Żywiec
Próchnik	41,2	Próchnik	Amrest*	60,0	–
Bytom	41,4	Bytom	Sfinks	60,0	Sphinx
Ambra	41,6	Ambra	TVN	62,3	TVN

\* Marki firmy Amrest nie były przedmiotem badań rynkowych. Z uwagi na fakt, że w portfelu Amrest znajdują się marki globalne (np. KFC, Pizza Hut), przyjęto, że wskaźnik siły marki dla tej firmy jest na poziomie konkurenta na rynku polskim – Sphinx.

Tab. 1. Siła marek badanych spółek. Źródło: opracowanie własne.

## 6. Uzyskane wyniki

Tabela 2 przedstawia wyniki, jakie uzyskały analizowane spółki w okresie 01.01.2008–30.04.2009 w odniesieniu do następujących parametrów:

- średni miesięczny zwrot z akcji,
- ryzyko całkowite akcji,
- wskaźnik beta obliczony na podstawie danych tygodniowych,
- wskaźnik alfa Jensena.

Spółka	Zwrot (w %)	Ryzyko całkowite (w %)	Beta tydz.	Alfa Jensena (w %)	Spółka	Zwrot (w %)	Ryzyko całkowite (w %)	Beta tydz.	Alfa Jensena (w %)
Citi Handlowy	-3,15	15,42	1,026	0,17	TP SA	-0,54	4,65	0,376	0,22
Polcolorit	-5,84	18,51	1,09	-0,55	WSIP	-0,61	5,54	0,241	0,01
Netia	0,03	10,98	0,35	0,25	Jutrzenka	-4,44	22,56	0,991	-0,45
Getin	-4,88	19,46	1,46	0,01	Vistula	-10,56	17,83	0,785	-2,05
BRE	-5,56	19,74	1,733	0,13	INGBS	-5,35	15,25	1,077	-0,23
Kredyt Bank	-6,50	15,55	0,867	-1,06	Indykol	-6,34	19,42	0,821	-0,64
Alma	-9,06	13,58	0,594	-1,85	Śnieżka	-3,40	7,72	0,595	-0,24
Pamapol	-8,66	27,54	1,18	-1,42	Gino Rossi	-7,70	15,85	0,489	-1,79
Bank BPH	-5,61	13,36	1,2	-0,07	Wawel	-1,90	7,08	0,339	-0,25
Bakalland	-4,40	12,96	0,688	-0,47	LPP	-4,82	12,14	0,234	-1,12
Millennium	-6,81	21,60	1,856	-0,07	Optimus	-1,57	26,05	1	0,21
Monnari	-13,06	14,81	0,487	-3,05	PKO BP	-2,74	15,89	1,41	0,62
Karen	-7,65	17,97	0,699	-1,51	Agora	-6,10	15,69	1,139	-0,53
Redan	-0,40	13,57	0,526	0,37	EMF	-4,29	13,37	1,02	0,05
Cersanit	-5,27	16,88	1,197	-0,29	Zelmer	-4,57	13,36	0,865	-0,16
Orbis	-2,55	15,69	0,91	0,07	Amica	-5,50	18,12	0,847	-0,78
BZWBK	-5,52	14,27	1,38	-0,04	Wilbo	-2,43	11,46	0,451	-0,14
Forte	2,98	24,53	0,864	1,40	Ruch	-6,89	11,74	0,618	-0,95
Pekaes	0,07	10,15	0,45	0,40	PKN Orlen	-3,22	11,90	1,04	0,07
Lotos	-4,74	15,72	0,865	-0,43	Kruszwica	1,05	13,17	0,59	0,79
Pekao	-3,11	14,86	1,42	0,74	CCC	-1,51	9,48	0,045	-0,09
Mieszko	-2,58	12,34	0,825	0,30	Dębica	-3,87	15,16	1,11	-0,001
Grall	-8,42	13,39	0,471	-1,82	Żywiec	0,11	7,16	0,2	0,29
Próchnik	-2,16	18,27	0,77	0,39	Amrest	-5,77	10,47	0,939	-0,52
Bytom	-7,18	15,38	0,939	-0,80	Sfinks	-3,28	17,26	0,691	0,003
Ambra	-7,04	19,44	1,053	-0,81	TVN	-4,67	11,81	1,175	0,04

Tab. 2. Wyniki badanych spółek w okresie 1.01.2008–30.04.2009. Źródło: opracowanie własne.

### 6.1. Porównanie wyników badanych spółek z wynikami całego rynku

W analizowanym okresie wybrane parametry dla całego rynku kształtowały się następująco:

- średni miesięczny zwrot:  $-3,63\%$ ,
- miesięczna stopa zwrotu wolna od ryzyka:  $0,42\%$ ,
- ryzyko całkowite rynku:  $10,24\%$ ,

Średnie wyniki analizowanych spółek w tym samym okresie przedstawia tabela 3.

Średnia	Zwrot miesięczny (w %)	Ryzyko całkowite (w %)	Beta
Arytmetyczna	-4,38	14,92	0,85
Ważona kapitalizacją rynkową	-3,09	*	1,09

\* Ponieważ ryzyko całkowite portfela zależy nie tylko od ryzyka pojedynczych walorów w portfelu, ale również od korelacji pomiędzy nimi, obliczenie ryzyka całkowitego portfela wymaga innego podejścia.

Tab. 3. Średnie wyniki badanych spółek okresie 1.01.2008–30.04.2009. Źródło: opracowanie własne.

W analizowanym okresie badane spółki uzyskały średni miesięczny zwrot znacznie poniżej zwrotu z inwestycji wolnej od ryzyka, co w warunkach kryzysu nie jest zaskoczeniem. Jednocześnie badane spółki uzyskały średnio (średnia arytmetyczna) większy średniomiesięczny spadek zwrotu w stosunku do całego rynku przy większym ryzyku całkowitym i jednocześnie mniejszym ryzyku rynkowym (beta poniżej 1). W sytuacji utworzenia portfela inwestycyjnego, na który złożyłyby się wszystkie badane spółki w proporcji wynikającej z ich kapitalizacji, taki portfel uzyskałby wyższy średni miesięczny zwrot (inaczej: niższy spadek zwrotu) niż portfel rynkowy. Jednocześnie ryzyko rynkowe takiego portfela byłoby wyższe niż dla całego rynku (beta powyżej 1).

Wnioski z powyższej analizy mają ograniczoną użyteczność dla określenia wpływu marki na wartość dla akcjonariuszy. Obliczone średnie wartości parametrów odnoszą się do wszystkich spółek w próbie – tych posiadających zarówno silne, jak i słabe marki. Z uwagi na brak danych nie można jednoznacznie stwierdzić, że spółki z rynku, dla których nie są znane wyniki badań rynkowych siły ich marek, mają średnio słabsze marki niż badane spółki. Z tego powodu wpływ marki na tworzenie wartości dla akcjonariuszy zostanie w dalszej części przeanalizowany poprzez porównanie wyników osiągniętych przez zbiorowości spółek wyodrębnione ze względu na siłę ich marek.

## 6.2. Porównanie wyników spółek w grupach

Tabela 4 przedstawia porównanie w analizowanym okresie średnich wyników dwóch grup spółek, wyodrębnionych ze względu na siłę swoich marek.

Grupy spółek	Średni miesięczny zwrot (w %)	Średnie ryzyko całkowite	Średni wskaźnik beta	Średni wskaźnik Alfa Jensena (w %)
Spółki, dla których współczynnik siły marki < 42 punktów	-4,89	16,38*	0,958*	-0,38
Spółki, dla których współczynnik siły marki ≥ 42 punktów	-3,88	13,47*	0,734*	-0,29

\* Różnice pomiędzy średnimi istotne statystycznie dla  $p=0,05$ .

Tab. 4. Porównanie wyników grup spółek. Źródło: opracowanie własne.

Spółki posiadające silniejsze marki (współczynnik siły marki ≥ 42) uzyskały w analizowanym okresie w stosunku do spółek ze słabszymi markami (współczynnik siły marki < 42) średnio:

- wyższy miesięczny zwrot z akcji (mniejszy spadek miesięcznego zwrotu)
  - różnica nieistotna statystycznie,
- niższe ryzyko całkowite – różnica istotna statystycznie,
- niższy wskaźnik ryzyka beta – różnica istotna statystycznie,
- niższe odchylenie uzyskanego zwrotu od spodziewanego dla portfela inwestycji o takim samym ryzyku – różnica nieistotna statystycznie.

Generalnie spółki z silniejszymi markami uzyskały lepsze wyniki w odniesieniu do analizowanych parametrów od spółek ze słabszymi markami. Stosunkowo niewielkie różnice w średnich wynikach pomiędzy obiema grupami spółek mogą być rezultatem niewielkiego zróżnicowania siły marek części spółek należących do obu grup.

Tabela 5 przedstawia porównanie wyników spółek zaliczonych do czterech grup wyodrębnionych ze względu na siłę marek.

Grupy spółek	Średni miesięczny zwrot (w %)	Średnie ryzyko całkowite	Średni wskaźnik beta	Średni wskaźnik Alfa Jensena (w %)
I grupa (siła marek ≤ 39)	-6,24*	17,04*	1,018**	-0,73**
II grupa (siła marek <39,1; 41,8>)	-3,53	15,73	0,898	-0,04
III grupa (siła marek <42; 51,7>)	-4,31	14,28	0,731	-0,48
IV grupa (siła marek > 51,7)	-3,45*	12,65*	0,738**	-0,11**

\* Różnice pomiędzy średnimi istotne statystycznie dla  $p=0,05$ .

\*\* Różnice pomiędzy średnimi istotne statystycznie dla  $p=0,10$ .

Tab. 5. Średnie wyniki spółek w grupach. Źródło: opracowanie własne.

Porównanie średnich wyników uzyskanych przez spółki zaliczane do I i IV grupy pokazuje, że spółki z grupy tych o najsilniejszych markach uzyskały wyraźnie lepsze wyniki od spółek z najsłabszymi markami (różnice są istotnie statystycznie dla  $p=0,05$  w przypadku zwrotu i ryzyka całkowitego oraz dla  $p=0,1$  dla pozostałych dwóch parametrów).

### 6.3. Porównanie wyników portfeli inwestycyjnych

Tabela 6 przedstawia porównanie wyników dwóch portfeli inwestycyjnych utworzonych ze spółek z silniejszymi (siła marek  $\geq 42$  punktów) i słabszymi markami (siła marek  $< 42$  punktów)<sup>5</sup>.

Portfele inwestycyjne	Średni miesięczny zwrot (w %)	Średni wskaźnik beta
Portfel spółek, dla których współczynnik siły marki $< 42$ punktów	-4,05	1,341
Portfel spółek, dla których współczynnik siły marki $\geq 42$ punktów	-2,40	0,918

Tab. 6. Porównanie wyników portfeli inwestycyjnych. Źródło: opracowanie własne.

Portfel złożony ze spółek posiadających silniejsze marki (współczynnik siły marki  $\geq 42$ ) uzyskał w analizowanym okresie w stosunku do portfela złożonego ze spółek posiadających słabsze marki (współczynnik siły marki  $< 42$ ):

- wyższy miesięczny zwrot z akcji (mniejszy spadek miesięcznego zwrotu),
- niższy wskaźnik ryzyka beta.

Tabela 7 przedstawia porównanie wyników czterech portfeli inwestycyjnych utworzonych ze spółek należących do czterech grup wyodrębnionych ze względu na współczynnik siły marki.

Portfele inwestycyjne	Średni miesięczny zwrot (w%)	Średni wskaźnik beta
Portfel spółek z I grupy (siła marek $\leq 39$ )	-4,90	1,307
Portfel spółek z II grupy (siła marek $< 39,1 ; 41,8 >$ )	-3,62	1,359
Portfel spółek z III grupy (siła marek $< 42 ; 51,7 >$ )	-2,26	0,952
Portfel spółek z IV grupy (siła marek $> 51,7$ )	-2,80	0,824

Tab. 7 Porównanie wyników portfeli inwestycyjnych spółek zaliczonych do czterech grup. Źródło: opracowanie własne.

Portfel złożony ze spółek należących do IV grupy posiadających najsilniejsze marki (współczynnik siły marki  $\geq 51,7$ ) uzyskał w analizowanym okresie w stosunku do portfela złożonego ze spółek należących do IV grupy posiadających najsłabsze marki (współczynnik siły marki  $< 39$ ):

- znacząco wyższy miesięczny zwrot z akcji (znacząco mniejszy spadek miesięcznego zwrotu),
- znacząco niższy wskaźnik ryzyka beta.

## 7. Wnioski

W literaturze przedmiotu silna marka jest traktowana jako czynnik mający istotny wpływ na wartość przedsiębiorstwa. Wiele badań potwierdzających pozytywny związek pomiędzy siłą marki a uzyskiwanymi przez przedsiębiorstwa wynikami finansowymi dotyczy najsilniejszych marek globalnych w okresie względnie stabilnej sytuacji rynkowej. Zaprezentowane w niniejszym artykule wyniki badań wpływu siły marki na zwrot z akcji i wartość dla akcjonariuszy odnoszą się do okresu głębokiego kryzysu gospodarczego i dotyczą polskich marek.

Wyniki badań generalnie potwierdzają tezę o występowaniu związku pomiędzy siłą marki a wykreowaną wartością dla akcjonariuszy mierzoną przy wykorzystaniu takich mierników jak: zwrot dla akcjonariuszy, ryzyko systematyczne, wskaźnik alfa Jensena. Wykazano zwłaszcza, że spółki z silniejszymi markami osiągnęły średnio w analizowanym okresie niższy spadek miesięcznego zwrotu z akcji przy niższym ryzyku systematycznym.

Jednakże z uwagi na stosunkowo małą populację spółek, które zostały poddane badaniu, zaprezentowane wnioski należy traktować ostrożnie. Ich potwierdzenie wymaga przeprowadzenia dalszych badań, które obejmą większą liczbę spółek również z rynków zagranicznych.

### Informacje o autorze

**Dr hab. prof. UŁ Grzegorz Urbanek** – Katedra Zarządzania Przedsiębiorstwem, Wydział Zarządzania Uniwersytetu Łódzkiego. E-mail: [gregu@uni.lodz.pl](mailto:gregu@uni.lodz.pl).

### Przypisy

- <sup>1</sup> Dane rynkowe pochodziły z badań Young & Rubicam dotyczących przeglądu Brand Asset Valuator.
- <sup>2</sup> Siła marek badanych spółek została oszacowana na podstawie danych rynkowych z listopada 2008 r.
- <sup>3</sup> Obliczenia wartości poszczególnych parametrów zostały przeprowadzone przy wykorzystaniu narzędzia „analiza portfelowa” dostępnego w serwisie notoria.pl.
- <sup>4</sup> Badania rynkowe zostały przeprowadzone przez firmę SMG/KRC w listopadzie 2008 r. na reprezentatywnej próbie mieszkańców Polski.
- <sup>5</sup> Średnia kapitalizacja spółek zaliczonych do pierwszej grupy wynosi 2703,56 mln PLN, natomiast spółek zaliczonych do drugiej grupy 3765,12 mln PLN, przy różnicy pomiędzy średnimi nieistotnej statystycznie.

## Bibliografia

- Aaker, D. 1991. *Managing Brand Equity*, New York: The Free Press.
- Aaker, D. i R. Jacobson 1994. The Financial Information Content of Perceived Quality. *Journal of Marketing Research*, nr 31, s. 191–201.
- Barth, M., Clement, M., Foster, G. i R. Kasznik 1998. Brand Values and Capital Market Valuation. *Review of Accounting Studies*, nr 3, s. 41–68.
- Calkins, T. 2005. The Challenge of Branding, w: Tybout, A. i T. Calkins (red.) *Kellogg on Branding*, s. 1–8. Hoboken: Wiley .
- Conchar, M., Crask, M. i G. Zinkhan 2005. Market Valuation Models of the Effect of Advertising and Promotional Spending: A Review and Meta-Analysis. *Journal of the Academy of Marketing Science*, nr 4 (33), s. 445–460.
- Damodaran, A. 2006. *Applied Corporate Finance*, Hoboken: Wiley.
- Fernandez, P. 2002. *Valuation Methods and Shareholder Value Creation*, Amsterdam: Academic Press Elsevier Science.
- Keef, S. i M. Roush 2002. The Measurement of Shareholder Wealth Creation: A Transatlantic Comparison. *Management Accounting Quarterly*, Winter, s. 1–5.
- Kerin, R. i R. Sethuraman 1998. Exploring the Brand Value – Shareholder Value Nexus for Consumer Goods Companies. *Journal of the Academy of Marketing Science*, nr 4 (26), s. 260–273.
- Koller, T., Goddard, M. i D. Wessels 2005. *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*, Hoboken: Wiley.
- Kotler P. i G. Armstrong 1994. *Principles of Marketing*, Englewood Hall: Prentice Hall.
- Madden, T., Fehle, F. i S. Fournier 2006. Brands Matter: An Emperical Demonstration of the Creation of Shareholder Value Through Branding. *Journal of the Academy of Marketing Science*, nr 2 (34), s. 224–235.
- McAlister, L., Srinivasan, R. i M. Kim 2007. Advertising, Research and Development, and Systematic Risk of the Firm. *Journal of Marketing*, nr 71, s. 35–48.
- Mizik, N. i R. Jacobsen 2005. Talk About Brand Strategy. *Harvard Business Review*, September, s. 24–25.
- Murphy, J. 1990. *Brand Strategy*, New York: Prentice Hall.
- Rust, R., Ambler, T., Carpenter, G., Kumar, V. i R. Srivastava 2004. Measuring Marketing Productivity: Current Knowledge and Future Directions. *Journal of Marketing*, October, s. 76–89.
- Shultz, D. i H. Schultz 2003. *IMC The Next Generation – Five Steps for Delivering Value and Measuring Returns Using Marketing Communication*, Boston: McGraw Hill.
- Simon, C. i M. Sullivan 1993. The Measurement and Determinants of Brand Equity: A Financial Approach. *Marketing Science*, nr 12, s. 28–52.
- Smith, G. i R. Parr 2000. *Valuation of Intellectual Property and Intangible Assets*, New York: Wiley.
- Srivastava, R., Shervani, T. i L. Fahey 1998. Market-Based Assets and Shareholder Value: A Framework for Analysis. *Journal of Marketing*, nr 62, s. 2–18.
- Urbanek, G. 2008. *Wycena aktywów niematerialnych*, Warszawa: Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne.