

PRACE NAUKOWE

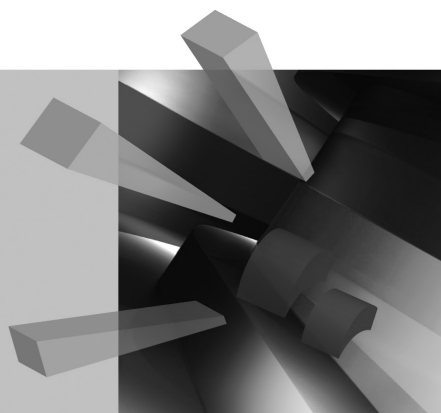
Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu

RESEARCH PAPERS

of Wrocław University of Economics

261

Efektywność – rozważania nad istotą i pomiarem



Redaktorzy naukowi

Tadeusz Dudycz

Grażyna Osbert-Pociecha

Bogumiła Brycz



Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu
Wrocław 2012

Recenzenci: Wojciech Dyduch, Aldona Frączkiewicz-Wronka, Tadeusz Juja,
Dorota Kuchta, Dagmara Lewicka, Monika Marcinkowska,
Elżbieta Mączyńska, Bronisław Micherda, Krystyna Poznańska,
Maria Sierpińska, Wanda Skoczylas, Henryk Sobolewski,
Agnieszka Sopińska, Waldemar Tarczyński, Grzegorz Urbanek,
Tomasz Wiśniewski, Mirosław Wypych, Dariusz Zarzecki

Redakcja wydawnicza: Elżbieta Kożuchowska, Barbara Majewska

Redaktor techniczny: Barbara Łopusiewicz

Korektor: Barbara Cibis

Łamanie: Adam Dębski

Projekt okładki: Beata Dębska

Publikacja jest dostępna w Internecie na stronach:

www.ibuk.pl, www.ebscohost.com,

The Central and Eastern European Online Library www.ceeol.com,

a także w adnotowanej bibliografii zagadnień ekonomicznych BazEkon

http://kangur.uek.krakow.pl/bazy_ae/bazekon/nowy/index.php

Informacje o naborze artykułów i zasadach recenzowania znajdują się
na stronie internetowej Wydawnictwa

www.wydawnictwo.ue.wroc.pl

Kopiowanie i powielanie w jakiegokolwiek formie
wymaga pisemnej zgody Wydawcy

© Copyright by Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu
Wrocław 2012

ISSN 1899-3192

ISBN 978-83-7695-238-3

Wersja pierwotna: publikacja drukowana

Druk: Drukarnia TOTEM

Spis treści

Wstęp	9
Agnieszka Bezat-Jarzębowska: Koncepcja pomiaru efektywności technicznej bazująca na zintegrowanym zastosowaniu metody SFA i metody DEA.....	11
Agnieszka Bieńkowska: Przejawy i uwarunkowania efektywności controlingu w przedsiębiorstwie.....	25
Marta Chudykowska: System pomiaru dokonań organizacji – przedmiot i narzędzie poprawy efektywności.....	38
Karolina Daszyńska-Żygadło, Jakub Marszałek: Analiza sektorowych uwarunkowań pojemności zadłużeniowej przedsiębiorstw – empiryczna weryfikacja modelu LKL.....	49
Magdalena Forfa: Opinie właścicieli gospodarstw rolnych dotyczące przydatności sprawozdania z przepływu pieniędzy.....	63
Józefa Monika Gryko, Marta Kluzek: Metodologiczne problemy pomiaru efektywności instrumentów wsparcia przedsiębiorstw.....	77
Jacek Jaworski: Charakter i dynamika zmian wybranych wyznaczników kondycji polskich małych przedsiębiorstw w warunkach kryzysu gospodarczego 2009–2010. Wyniki badań.....	89
Izabela Jonek-Kowalska: Racjonalizacja kosztów jako sposób poprawy efektywności działania w Spółce Restrukturyzacji Kopalń.....	103
Adam Kagan: Pomnażanie wartości właścicielskiej jako miara efektywności ekonomicznej funkcjonowania przedsiębiorstw rolnych.....	116
Tomasz Kijek: Pomiar efektywności kapitału innowacyjnego przedsiębiorstwa przy zastosowaniu metody DEA.....	132
Tomasz Kolakowski: Projekty turystycznego zagospodarowania obiektów dziedzictwa kulturowego na terenie województwa dolnośląskiego – efekty ekonomiczne i metody ich wyceny.....	141
Marzena Krawczyk: Gotowość inwestycyjna determinantą innowacyjności przedsiębiorstw – próba pomiaru.....	160
Iwa Kuchciak: Efektywność inwestowania w formie depozytów i inwestycji alternatywnych.....	173
Małgorzata Kwiedorowicz-Andrzejewska: Wybór formy opodatkowania a korzyści finansowe dla firm z sektora MSP.....	190
Grzegorz Łukasiewicz: Krytyczna analiza modeli pomiaru efektywności w zarządzaniu zasobami ludzkimi.....	202
Edyta Marcinkiewicz: Wpływ krótkiej sprzedaży na efektywność transakcyjną rynku kapitałowego w aspekcie płynności.....	218

Grzegorz Mikołajewicz: Luka wartości w kontekście sprawozdawczości przedsiębiorstwa	231
Anna Motylska-Kuźma: Rynkowe mierniki tworzenia wartości wybranych spółek notowanych na GPW – analiza krytyczna	245
Dariusz Nowak: Ocena i pomiar relacji w międzyorganizacyjnej kooperacji	263
Jarosław Nowicki: Dostosowanie metody skorygowanej wartości bieżącej do wyceny niegiełdowych przedsiębiorstw zarządzanych przez właścicieli	281
Mariusz Nyk: Efektywność wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw	294
Radosław Pastusiak: Efektywność systemów transakcyjnych zbudowanych w oparciu o analizę techniczną w świetle badań w latach 1960–2004	307
Artur Paździór: Zastosowanie modelu CAPM w warunkach kryzysu	321
Joanna Pioch: Wybrane aspekty wykorzystania macierzy A. Damodarana do analizy decyzji dywidendowych na przykładzie firm sektora chemicznego WGPW za rok 2010	331
Edward Radośniński: Przekształcanie bilansu według Ustawy o rachunkowości do postaci sprawozdania z sytuacji finansowej według taksonomii MSR (<i>IFRS Taxonomy</i>)	343
Józef Rudnicki: Impact of stock splits on trading liquidity – evidence from the New York Stock Exchange	360
Angelika Sabuhoro: Analiza porównawcza logitowych modeli prognozowania zagrożenia finansowego przedsiębiorstw	371
Rafał Siedlecki: Teorie struktury kapitału a cykl życia przedsiębiorstwa	381
Wanda Skoczylas: Innowacje w raportowaniu wyników czynnikiem poprawy efektywności podejmowanych decyzji	390
Michał Soliwoda: Relacje majątkowo-kapitałowe, a rentowność i płynność finansowa spółdzielni mleczarskich	409
Artur Stefański: Zależność między wydatkami inwestycyjnymi a operacyjnymi przepływami pieniężnymi	424
Piotr Szymański: Jakie problemy napotykają eksperci przy wycenie przedsiębiorstw? Wyniki badań	435
Łucja Tomaszewicz, Joanna Trębska: Mnożnik <i>input-output</i> jako makroekonomiczny miernik efektywności inwestycji finansowych sektora przedsiębiorstw	449
Grzegorz Urbanek: Wpływ marki na wyniki przedsiębiorstwa na przykładzie wybranych spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie	466
Mirosław Wypych: Struktura aktywów a złote reguły finansowania (na przykładzie spółek giełdowych)	478

Summaries

Agnieszka Bezat-Jarzębowska: A concept of technical efficiency measurement based on the integrated use of the SFA and DEA methods	24
Agnieszka Bieńkowska: Results and determinants of controlling efficiency in an enterprise	37
Marta Chudykowska: The organisation's performance measurement system – a subject and a tool for the efficiency improvement.....	48
Karolina Daszyńska-Żygadło, Jakub Marszałek: Analysis of sector determinants of debt capacity – empirical verification of LKL model.....	62
Magdalena Forfa: Individual farmers' opinions on the usefulness of cash flow statement	76
Józefa Monika Gryko, Marta Kluzek: Methodological problems of measuring the effectiveness of support instruments for companies	88
Jacek Jaworski: Nature and dynamics of changes of selected determinants of small enterprises condition under the economic crisis 2009–2010. Research results.....	102
Izabela Jonek-Kowalska: Costs rationalization as a method of efficiency improvement in an Enterprise of Coal Mines Restructuring	115
Adam Kagan: Increase of shareholder's value as a measure of the economic efficiency of agricultural enterprises.....	130
Tomasz Kijek: Measurement of enterprise's innovation capital efficiency using DEA method	140
Tomasz Kołakowski: Tourism management projects of cultural heritage objects in Lower Silesia Voivodeship – economic effects and their valuation methods.....	159
Marzena Krawczyk: Investment readiness as a determinant of enterprises innovativeness – trial of measurement	172
Iwa Kuchciak: Efficiency of investment in the form of deposits and alternative investments	189
Małgorzata Kwiedorowicz-Andrzejewska: Choice of form of taxation and financial benefits for enterprises from SME sector	201
Grzegorz Łukasiewicz: Critical analysis of effectiveness measurement models in human resource management	217
Edyta Marcinkiewicz: Influence of short sale on the transactional efficiency of capital market in terms of liquidity	230
Grzegorz Mikołajewicz: Value gap in the context of financial reporting.....	244
Anna Motylska-Kuźma: Market measures of creating value of selected companies listed on the Stock Exchange. Critical analysis.....	262
Dariusz Nowak: Evaluation and measurement of interorganizational cooperation relation	280

Jarosław Nowicki: Adjusted present value method in valuation of non-stock enterprises managed by owners.....	293
Mariusz Nyk: Efficiency of wages in the enterprise sector	306
Radosław Pastusiak: Effectiveness of transaction systems built on the technical analysis in the light of research in 1960-2004.....	320
Artur Paździor: Application of CAPM model in conditions of crisis.....	330
Joanna Pioch: The selected issues in the dividend policy decisions' matrix by A. Damodaran on the example of the WSE chemical companies' in 2010	342
Edward Radosiński: A study based on the IASB Taxonomy on structural relations between a balance sheet and a statement of financial position....	359
Józef Rudnicki: Wpływ podziału akcji na płynność obrotu – przykład Nowojorskiej Giełdy Papierów Wartościowych	370
Angelika Sabuhoro: Comparative analysis of logit models for predicting corporate financial threat	380
Rafał Siedlecki: Capital structure theories vs. the company life cycle.....	389
Wanda Skoczylas: Innovations in results reporting as a factor of decision making efficiency improvement.....	408
Michał Soliwoda: Ratios concerning assets and capital vs. profitability and financial liquidity of dairy cooperatives	423
Artur Stefański: The relationship between investment expenditures and operating cash flows.....	434
Piotr Szymański: What kind of problems do experts face in business valuation? Survey results	448
Łucja Tomaszewicz, Joanna Trębska: Input-output multiplier as a macroeconomic measure of the efficiency of enterprises sector financial investments	465
Grzegorz Urbanek: The effect of brand on company's performance on the example of selected companies listed on the Warsaw Stock Exchange	477
Mirosław Wypych: Structure of assets and the golden financing rules (on the example of the stock listed exchange companies)	488

Wstęp

„Naród, który najekonomiczniej rozporządzi swymi bogactwami i siłami oraz zastosuje je z najlepszym współczynnikiem wydajności, podniesie swój dobrobyt i wyprzedzi znacznie inne narody”. Jakkolwiek słowa te zostały wypowiedziane przez F. Neuhausena w 1913 roku, to są one niezmiennie aktualne. Efektywność była, jest i będzie podstawowym warunkiem wzrostu dobrobytu. I nie zmienia tego fakt, że jest ona różnie rozumiana. Samo słowo efektywność pochodzi od łacińskiego słowa *effectus*, oznaczającego wykonanie, skutek. W dzisiejszych natomiast czasach wielu autorów przypisuje mu dualne znaczenie definiowane jako sprawność i skuteczność. Taki dualny sposób pojmowania efektywności zdefiniował już w 1913 roku Harrington Emerson, współtwórca naukowego zarządzania i autor słynnych dwunastu zasad wydajności. Pisał on, że „efektywność jest właściwą rzeczą robioną we właściwy sposób”¹. Pogląd ten podzielał również P.F. Drucker, który uważał, że jakkolwiek „sprawność”, czyli robienie rzeczy we właściwy sposób, jest ważnym kryterium oceny kierownika, to jednak najistotniejsza jest skuteczność, czyli robienie właściwych rzeczy. Nieodzownym warunkiem robienia właściwych rzeczy jest planowanie ukierunkowane na realizację społecznie użytecznych celów. Natomiast warunkiem sprawności w realizacji tych celów jest pomiar efektów, bez którego nie można śledzić stopnia realizacji celów, a tym samym i zarządzać organizacją. Jakkolwiek ogólnie efektywność mierzy się relacją efektów do nakładów, to już pomiar – zarówno efektów, jak i nakładów – jest niejednokrotnie sprawą skomplikowaną, niejednoznaczną, a przez to i dyskusyjną. Powszechnie stosowana miara efektów, jaką jest zysk księgowy, wzbudza coraz więcej kontrowersji – ze względu na jego memoriałowy charakter oraz zależność od szeregu konwencji i przyjętych standardów. Natomiast pomiar nakładów wykorzystujący standardy księgowe również w coraz większym stopniu ulega napierającej krytyce. Przede wszystkim w standardach księgowych w niewielkim stopniu wykazuje się te aktywa, które we współczesnym świecie coraz częściej stanowią determinujący czynnik sukcesu gospodarczego. Mowa tutaj o aktywach intelektualnych, które z jednej strony trudno jest kwantyfikować, a z drugiej – są bardzo kruche. Ma to oczywiście wpływ na ryzyko prowadzenia działalności gospodarczej.

Te i inne problemy pomiaru efektywności były przedmiotem kolejnej, już piątej konferencji z cyklu „Efektywność źródłem bogactwa narodów”, która odbyła się w dniach 23-25 stycznia 2012 roku w Piechowicach. Konferencja została zorgani-

¹ J. Supernat, *Zarządzanie*, Wydawnictwo Kolonia, Wrocław 2005, s. 174.

wana jako wspólne przedsięwzięcie dwóch uczelni: Politechniki Wrocławskiej oraz Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu. Jej głównym wyróżnikiem było interdyscyplinarne spojrzenie na efektywność, jej istotę oraz zasady pomiaru, a niniejsza publikacja jest wynikiem prowadzonych dyskusji.

Tadeusz Dudycz, Grażyna Osbert-Pociecha, Bogumiła Brycz

Grzegorz Urbanek

Uniwersytet Łódzki*

WPŁYW MARKI NA WYNIKI PRZEDSIĘBIORSTWA NA PRZYKŁADZIE WYBRANYCH SPÓŁEK NOTOWANYCH NA GIEŁDZIE PAPIERÓW WARTOŚCIOWYCH W WARSZAWIE

Streszczenie: Pogląd, że silna marka stanowi cenny zasób przedsiębiorstwa, który tworzy jego wartość, jest powszechnie akceptowany. W artykule zaprezentowano wyniki badań dotyczących wpływu siły marki na różne zdefiniowane wyniki finansowe wybranych spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. Teoretyczne rozważania na temat wpływu marki na wyniki finansowe przedsiębiorstw znalazły potwierdzenie w badaniach empirycznych. Uzyskane wyniki świadczą, że skala tego wpływu choć statystycznie istotna, jest niewielka.

Słowa kluczowe: marka, kapitał marki, wyniki przedsiębiorstwa, wartość dla akcjonariuszy.

1. Wstęp

Zagadnienia związane z aktywami niematerialnymi przedsiębiorstwa wzbudzają obecnie duże zainteresowanie teoretyków i praktyków zarządzania. Jest to spowodowane rosnącym udziałem tej kategorii aktywów w wartości przedsiębiorstw. Wśród czynników niematerialnych czołowe miejsce – z punktu widzenia zdolności do tworzenia wartości dla firmy – zajmuje marka. Posiadanie silnej marki jest skutecznym sposobem zdobywania i utrwalania przewagi konkurencyjnej, której efekt stanowi trwała renta ekonomiczna.

Wartość marki jest to skapitalizowana wielkość dodatkowych przepływów gotówkowych, uzyskiwanych z wykorzystania marki w sprzedawanych produktach i usługach ponad przepływy, które mogłyby być uzyskane przy sprzedaży takich samych produktów, ale nieoznaczonych marką. Ponieważ marka jest źródłem bieżących i przyszłych przepływów gotówkowych, jej siła powinna znaleźć odzwierciedlenie w wynikach finansowym, w tym w wartości przedsiębiorstwa.

Pogląd, że silna marka stanowi cenny zasób przedsiębiorstwa, który tworzy wartość dla akcjonariuszy, jest szeroko rozpowszechniony i często artykułowany.

* Katedra Zarządzania Przedsiębiorstwem.

Rzadziej prezentowane są empiryczne dowody na potwierdzenie tej tezy. Dlatego z punktu widzenia praktyki gospodarczej istotne jest dostarczenie takich dowodów, co może zachęcić przedsiębiorstwa do inwestowania w tę kategorię aktywów.

Celem niniejszego artykułu jest zaprezentowanie wyników empirycznych badań nad wpływ marki na bieżące wyniki finansowe i wartość wybranych spółek notowanych na GPW w Warszawie. Artykuł rozpoczyna przegląd literatury światowej, prezentujący wyniki badań na temat wpływu marki na wartość przedsiębiorstwa. Dalsza część zawiera teoretyczne rozważania na temat relacji siła marki – wartość przedsiębiorstwa. Po przedstawieniu konstrukcji wskaźnika siły marki opisana jest metodologia prowadzonych badań oraz wynikające z nich wnioski. Artykuł kończy podsumowanie oraz propozycje dalszych kierunków badań.

2. Przegląd literatury

Problematyka związana z marką stała się przedmiotem rosnącego zainteresowania świata nauki i biznesu od lat 80. XX wieku, kiedy to zaobserwowano istotny wpływ marek na ceny transakcyjne zakupu wielu przedsiębiorstw, wielokrotnie przekraczające ich wartość księgową netto [Murphy 1990]. Dalszy wzrost zainteresowania markami zawdzięczamy ukazaniu się w 1991 r. przełomowej książki D. Aakera o kapitale marki [Aaker 1991]. Świadomość znaczenia marki dla sukcesu organizacji jest coraz bardziej powszechna – również w środowiskach praktyków gospodarczych. Świadomość ta jednak w niewystarczającym stopniu przekłada się na podejmowanie działań prowadzących do inwestowania w tę kategorię aktywów. Przyczyną tego stanu rzeczy jest niewielka liczba badań empirycznych dotyczących rynku polskiego, wykazujących korzystny wpływ inwestycji w markę na poprawę wyników finansowych przedsiębiorstwa i wzrost jego wartości.

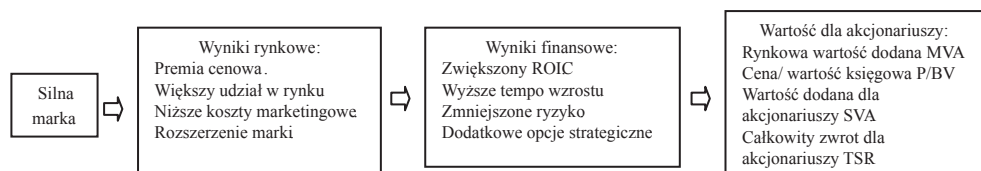
W literaturze światowej w ostatnich 20 latach opublikowano wyniki wielu badań dotyczących relacji pomiędzy inwestycjami marketingowymi, siłą lub wartością marki a różnie zdefiniowaną wykreowaną wartością przedsiębiorstwa. R. Kerin i R. Sethuraman wykazali występowanie dodatniej korelacji pomiędzy wartością marki a wskaźnikiem wartość rynkowa do wartości księgowej dla firm dysponujących wartościowymi markami według rankingu firmy Interbrand z lat 1995-1996 [Kerin, Sethuraman 1998]. Badania, które prowadzili M. Conchar i in., pokazały silny pozytywny związek pomiędzy wydatkami firm na reklamę i promocję a wartością rynkową firm [Conchar i in. 2005]. M. Barth i in. wykazali, że wartość marki jest istotnie i pozytywnie skorelowana z cenami i zwrotem na akcjach [Barth i in. 1998]. Według badań N. Mizik i R. Jacobsona firmy, które zwiększyły zróżnicowanie swoich marek, uzyskały zwrot na akcjach po uwzględnieniu ryzyka w wysokości 4,8%, natomiast firmy, które zmniejszyły zróżnicowanie swoich marek, uzyskały po uwzględnieniu ryzyka negatywny zwrot na akcjach w wysokości -4,3% [Mizik, Jacobson 2005]. Efekty te wystąpiły z jednorocznym opóźnieniem. Badania T. Maddena i in. wykazały, że firmy z wartościowymi markami (według rankingu Interbrand z lat 1994-

2000) uzyskały wyższy miesięczny zwrot na akcjach od przeciętnego dla rynku przy niższym od przeciętnego ryzyku [Madden i in. 2006].

Zagadnienie wpływu marki na wyniki finansowe przedsiębiorstw jest od niedawna przedmiotem coraz większej liczby publikacji – również w polskiej literaturze przedmiotu. Na przykład badania dotyczące związku pomiędzy siłą marki a parametrami opisującymi wartość dla akcjonariuszy w okresie pięciu lat: od 2006 do 2010, dla wybranych polskich przedsiębiorstw z Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie wykazały m.in., że średnia arytmetyczna miesięcznego zwrotu dla analizowanych spółek (z markami) wyniosła 1,24%, podczas gdy dla całego rynku – 0,83%, a dla inwestycji wolnej od ryzyka 0,43%. Dodatkowo spółki mające silniejsze marki uzyskały w analizowanym okresie w stosunku do spółek ze słabszymi markami wyższy średni: miesięczny zwrot na akcjach, wskaźnik Jensen alfa, wskaźnik P/BV [Urbanek 2011b]. W innym badaniu na temat zwrotu na akcjach w okresie kryzysu finansowego (1.01.2008-4.04.2009) dla wybranych polskich przedsiębiorstw notowanych na GPW w Warszawie zostało potwierdzone występowanie dodatniej korelacji pomiędzy współczynnikiem siły marki a średnim miesięcznym zwrotem na akcjach w badanym okresie. Dodatkowo badanie pokazało, że spółki z silniejszymi markami odnotowały w analizowanym okresie kryzysu niższy średni miesięczny spadek zwrotu na akcjach niż spółki ze słabszymi markami [Urbanek 2011a; 2010].

3. Marka a wartość przedsiębiorstwa

Podstawy teoretyczne relacji marka – wartość przedsiębiorstwa można znaleźć w literaturze z obszaru marketingu [Srivastava i in. 1998], finansów [Koller i in. 2005] i ekonomii [Tobin 1969]. Srivastava i in. opracowali koncepcyjne ramy relacji między marketingiem a wynikami finansowymi firmy. Zgodnie z koncepcją tych autorów rolą marketingu jest tworzenie tzw. aktywów rynkowych przedsiębiorstwa (relacje z klientami, kanałami dystrybucji i partnerami), które przyczyniają się do zwiększania wartości dla akcjonariuszy poprzez przyśpieszenie i zwiększenie przepływów gotówkowych, zmniejszenie ich zmienności i wrażliwości na czynniki rynkowe oraz zwiększenie ich wartości rezydualnej [Srivastava i in. 1998]. Z koncepcji tej wynika, że związek przyczynowo-skutkowy pomiędzy silną marką a wynikami przedsiębiorstwa można przedstawić za pomocą następującego schematu (rys. 1):



Rys. 1. Relacja marka – wyniki przedsiębiorstwa

Źródło: opracowanie własne.

W podejściu finansowym wartość przedsiębiorstwa jest to wartość bieżąca przyszłych przepływów gotówkowych, których źródłem są materialne i niematerialne aktywa firmy, dyskontowanych przy wykorzystaniu właściwej stopy uwzględniającej inflację i ryzyko. W podstawowym modelu tworzenia wartości firmy jej wartość (V) można przedstawić za pomocą następującego wzoru [Koller i in. 2005]:

$$V = \frac{FCF_1}{wacc - g},$$

gdzie: FCF_1 – przepływ gotówkowy dla firmy w następnym okresie; $wacc$ – średni ważony koszt kapitału; g – stałe tempo wzrostu przepływów gotówkowych.

Powyższy wzór można przekształcić w formułę podstawowych determinantów wartości:

$$V = \frac{NOPLAT_1 \times (1 - \frac{g}{ROIC})}{wacc - g},$$

gdzie: $NOPLAT_1$ – zysk operacyjny po opodatkowaniu w następnym okresie; $ROIC$ – zwrot na zaangażowanym kapitale,

Silna marka może oddziaływać na cztery źródła tworzenia przychodów przedsiębiorstwa: zwiększenie liczby klientów, zwiększenie używalności marki przez obecnych klientów, zwiększenie lojalności klientów i możliwość rozszerzenia marki na nowe produkty [Schultz, Schultz 2003]. W rezultacie silna marka może przyczynić się do polepszenia wyników finansowych przedsiębiorstwa, co znajduje odzwierciedlenie w takich wskaźnikach, jak zwrot na zaangażowanym kapitale ($ROIC$), zwrot na kapitale własnym (ROE) czy zwrot na aktywach ogółem (ROA).

Przedstawiony wyżej wzór na wartość przedsiębiorstwa można poddać dalszemu przekształceniu, w wyniku którego uzyskujemy:

$$V = IC_0 + \frac{\text{zysk}_{\text{ekonomiczny}_1}}{wacc - g},$$

gdzie: IC_0 – wartość księgową zainwestowanego kapitału; $\text{zysk}_{\text{ekonomiczny}_1}$ – zwrot ponad koszt kapitału.

Z powyższego wzoru wynika, że jeżeli ekonomiczny zysk równy jest zero, wartość firmy równa się wartości księgowej zaangażowanego kapitału. Jeżeli firma posiada tworzące wartość pozabilansowe aktywa niematerialne, jej wartość powinna być większa niż wartość zaangażowanego kapitału. Związek pomiędzy wartością rynkową przedsiębiorstwa a wartością odtworzeniową jego aktywów bilansowych, którą można utożsamiać z wartością zaangażowanego kapitału, określa jego zdolność do uzyskiwania nadzwyczajnego zwrotu z zainwestowanego kapitału. Miernik Tobin Q stanowi relację wartości rynkowej przedsiębiorstwa do wartości odtwo-

rzeniowej aktywów [Tobin 1969]. Wartość wskaźnika na poziomie jeden oznacza, że firma nie posiada cennych aktywów niematerialnych, np. marki, a uzyskiwane przez nią przepływy wystarczają wyłącznie na pokrycie kosztów zaangażowanego kapitału. Wartość $q > 1$ oznacza, że firma posiada aktywa niematerialne, pozwalające jej na uzyskanie przewagi konkurencyjnej, której rezultatem jest zwrot na poziomie powyżej kosztów zaangażowanego kapitału materialnego. Wartość $q < 1$ oznacza, że firma „niszczy” wartość, nie będąc w stanie wygenerować zwrotu powyżej kosztu zaangażowanego kapitału.

Siła marki powinna znaleźć odzwierciedlenie w wartości rynkowej przedsiębiorstwa przy założeniu, że rynek dostrzega tę wartość. Założenie to wynika z hipotezy „efektywności rynków kapitałowych”, która mówi że wartość rynkowa firmy odzwierciedla wszystkie dostępne informacje na temat spodziewanych przepływów gotówkowych. Wyniki badań potwierdzają, że na przykład ogłoszenie rozszerzenia marki na nowe produkty znajduje odzwierciedlenie w wycenie rynkowej akcji [Lane, Jacobson 1995]. W konsekwencji firma mająca silną markę powinna mieć wyższy wskaźnik wartość rynkowa do wartości księgowej (odtworzeniowej) lub wskaźnik wartość przedsiębiorstwa do wartości zaangażowanego kapitału niż podobna firma, ale nie posiadają silnej marki.

Z przedstawionych rozważań wynika, że wpływ marki na wyniki przedsiębiorstwa i wartość dla akcjonariuszy można analizować przy wykorzystaniu różnych podejść: po pierwsze, poprzez badanie wpływu siły marki na wyniki rynkowe, np. udział w rynku, premia cenowa, wartość marki; po drugie poprzez badanie wpływu siły marki na wskaźniki finansowe, np. zwrot na zaangażowanym kapitale (*ROIC*), zwrot na aktywach (*ROA*), zwrot na kapitale własnym (*ROE*), wskaźnik ryzyka systematycznego (beta) i ryzyka całkowitego. Wreszcie, badając związek pomiędzy siłą marki a wartością dla akcjonariuszy mierzoną na przykład wskaźnikiem cena/wartość księgowa (*P/BV*), całkowity zwrot dla akcjonariuszy (*TSR*) lub nadzwyczajny zwrot dla akcjonariuszy (*AR*).

Teoretyczne rozważania na temat związku pomiędzy siłą marki a zmiennymi opisującymi wyniki finansowe przedsiębiorstwa mogą zostać empirycznie zweryfikowane przy wykorzystaniu analizy korelacji. Dodatkowo istnienie związku przyczynowo- skutkowego pomiędzy siłą marki a wynikami finansowymi przedsiębiorstwa może być empirycznie zweryfikowane przy wykorzystaniu modelu regresji w następującej ogólnej postaci:

$$VCR = a + bxSM + \varepsilon ,$$

gdzie: *VCR* – zmienna opisująca wyniki finansowe przedsiębiorstwa; *SM* – wskaźnik siły marki; *a* – stała; *b* – współczynnik kierunkowy; ε – składnik losowy.

3.1. Siła marki

Termin „marka” jest wykorzystywany w praktyce bardzo często i w zależności od kontekstu może mieć różne znaczenia. Według „klasycznej” marketingowej definicji 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, Armstrong 1994]. 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. Z punktu widzenia wartości marki dla firmy istotne jest jej traktowanie jako kategorii ekonomicznej (biznesowej) – generującej określone korzyści zarówno dla jej właściciela, jak i użytkownika. Dla właściciela marka tworzy korzyści w postaci uzyskiwania dodatkowych przepływów gotówkowych ponad te, jakie byłyby możliwe do osiągnięcia przy sprzedaży analogicznych produktów, ale nieoznaczonych marką. Z punktu widzenia użytkownika marka tworzy korzyści, które mogą mieć charakter funkcjonalny, ekonomiczny i psychologiczny.

Nie każda marka ma zdolność do generowania dodatkowych istotnych dochodów dla przedsiębiorstwa. 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]. W literaturze przedmiotu można spotkać bardzo wiele metod pomiaru siły/kapitału marki. W niniejszym artykule pomiar siły marek został przeprowadzony na podstawie zmodyfikowanej metodologii stosowanej w rankingu najcenniejszych polskich marek, który jest tworzony corocznie od 2004 r. przez dziennik „Rzeczpospolita” [2009]. Siła marki szacowana jest tutaj na podstawie porównania jej pozycji z markami konkurencyjnymi przy zastosowaniu badań rynkowych. Wskaźnik siły marki wykorzystany w niniejszym badaniu stanowi sumę ocen dziewięciu składowych opisujących pozycję rynkową marki (tab. 1).

Tabela 1. Składniki siły marki

Składniki siły marki	Skala punktowa
Preferencje konsumentów	0-10
Świadomość marki	0-10
Priorytet w świadomości	0-10
Lojalność klientów	0-10
Stopa referencji	0-10
Prestiż	0-10
Postrzegana jakość	0-10
Postrzegana wartość	0-10
Rodzaj rynku	0-10
Suma	0-90

Źródło: opracowanie własne na podstawie wyników badań rynkowych przeprowadzonych na potrzeby rankingu siły marek dziennika „Rzeczpospolita” [2009].

Siła marki może kształtować się w przedziale od 0 do 90 punktów. W tabeli 2 prezentowane są uzyskane wyniki wskaźnika siły marki dla analizowanych spółek giełdowych.

Tabela 2. Siła marek badanych spółek

Spółka	Siła marki	Badane marki	Spółka	Siła marki	Badane marki
Citi Handlowy	32,37	Bank Handlowy	TP SA	42,41	Telekomunikacja Polska
Netia	30,26	Netia	WSiP	42,79	WSiP
BOŚ	24,82	BOŚ	Jutrzenka	45,34	Jutrzenka
Getin	27,19	Getin	Vistula	45,51	Vistula, Wólczanka
Polcolorit	27,10	Polcolorit	INGBS	42,38	INGBS
KredytB	32,37	KredytB	Indykpol	44,00	Indykpol
Echo	37,07	Echo	Śnieżka	49,14	Śnieżka
Bank BPH	30,97	Bank BPH	Wawel	47,61	Wawel
Pamapol	34,42	Pamapol	LPP	48,02	Reserved
Alma	32,30	Alma	Optimus	49,00	Optimus
Bakaland	38,24	Bakaland	PKO BP	49,86	PKO BP
Milennium	37,23	Milennium	Agora	49,15	Gazeta Wyborcza
Redan	40,19	Top Secret, Troll	EMF	49,47	Empik,
Cersanit	37,35	Cersanit	Zelmer	53,75	Zelmer
Orbis	35,50	Orbis	Amica	54,11	Amica
BZWBK	38,17	BZWBK	Wilbo	56,65	Neptun
Forte	40,38	Forte	PKN Orlen	54,99	PKN Orlen
Pekaes	40,00	Pekaes	Kruszwica	54,99	Olej Kujawski
Lotos	40,69	Lotos	CCC	57,18	CCC
Pekao	48,50	Pekao	Dębica	57,42	Dębica
Mieszko	43,23	Mieszko	Żywiec	51,98	Żywiec
Grall	42,35	Grall	Amrest*	56,6	-
Próchnik	41,23	Próchnik	TVN	62,66	TVN
Bytom	42,39	Bytom			

* Marki firmy Amrest nie były przedmiotem badań rynkowych. Przyjęto, że wskaźnik siły marki dla tej firmy jest na poziomie konkurenta na rynku polskim – Sphinx.

Źródło: opracowanie własne na podstawie wyników rankingu siły marki dziennika „Rzeczpospolita” [2009].

3.2. Metodologia badań

Badaniu zostały poddane wybrane spółki z Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie. Do badania zakwalifikowano 47 spółek, dla których dostępne są dane na temat siły ich marek oraz które były notowane na giełdzie w okresie pięciu lat – od 2005 do 2009 r.

Wpływ marki na wyniki przedsiębiorstwa został zbadany:

- poprzez obliczenie wskaźnika korelacji pomiędzy siłą marki a wybranymi parametrami opisującymi wyniki finansowe przedsiębiorstwa,
- przy wykorzystaniu analiz regresji, w których zmiennymi objaśnianymi są kolejno wybrane parametry opisujące wyniki finansowe przedsiębiorstwa w badanym okresie, natomiast zmienną objaśniającą jest wskaźnik siły marki.

Jako mierniki wyników finansowych przedsiębiorstw zostały wybrane następujące parametry:

- wskaźnik P/BV – cena akcji do wartości księgowej na 31.12.2009,
- średni miesięczny zwrot na akcjach poszczególnych spółek w okresie 2005-2009,
- ryzyko całkowite mierzone średnim miesięcznym odchyleniem standardowym w okresie 2005-2009,
- ryzyko systematyczne mierzone wskaźnikiem beta obliczonym na podstawie danych miesięcznych w analizowanym okresie,
- wskaźnik miesięczny alfa Jensena obliczony dla okresu 2005-2009,
- wskaźnik cena akcji/sprzedaż na koniec 2009 r.,
- wskaźnik wartość przedsiębiorstwa/zainwestowany kapitał na koniec 2009 r.,
- wskaźnik zwrot na kapitale własnym *ROE* na koniec 2009 r.

W tabeli 3 przedstawiono statystyki opisowe wykorzystanych w badaniu zmiennych.

Tabela 3. Statystyki opisowe zmiennych

Zmienna	N	Minimum	Maksimum	Średnia	Odchylenie standardowe
Zwrot m-c	47	-0,009	0,030	0,012	0,009
Ryzyko całkowite	47	0,051	0,281	0,135	0,045
Beta m-c	47	-0,462	1,709	0,920	0,437
Jensen alfa m-c	47	-0,020	0,020	0,004	0,009
P/BV	47	0,460	8,170	2,017	1,730
Siła marki	47	24,816	62,658	43,303	9,224
P/S	45	0,068	5,310	1,620	1,475
<i>EV/IC</i>	46	0,520	6,850	1,926	1,310
<i>ROE</i>	45	-0,450	0,340	0,028	0,146

Źródło: obliczenia własne.

3.3. Wyniki empiryczne analizy relacji pomiędzy siłą marki a wynikami finansowymi przedsiębiorstwa

Teoretyczne rozważania na temat wpływu marki na wyniki finansowe przedsiębiorstw znalazły potwierdzenie empiryczne w przeprowadzonym badaniu. Dokonane analizy wykazały istnienie statystycznie istotnej dodatniej korelacji pomiędzy wskaźnikiem siły marki a następującymi zmiennymi opisującymi wyniki finansowe przedsiębiorstwa: miesięczny zwrot na akcjach (0,295), zwrot na kapitale własnym (0,318), wartość przedsiębiorstwa do wartości zaangażowanego kapitału (0,396), miesięczny wskaźnik Jensen alfa (0,315), wartość rynkowa do wartości księgowej kapitału własnego (0,396). Istotna statystycznie korelacja ujemna (-0,300) występuje również pomiędzy wskaźnikiem siły marki, a zmienną cena akcji do sprzedaży na akcję (tab. 4).

W tabeli 4 przedstawiono wskaźniki korelacji pomiędzy siłą marki a zmiennymi opisującymi wyniki przedsiębiorstwa.

Tabela 4. Wskaźniki korelacji

		Zwrot m-c	ROE	EV/IC	P/S	Ryzyko całkowite	Beta m-c	Jensen alfa m-c	P/BV
Siła marki	korelacja Pearsona	0,295*	0,318*	0,396**	-0,300*	-0,174	-0,028	0,315*	0,396**
	istotność	0,044	0,033	0,006	0,046	0,243	0,850	0,031	0,006
	N	47	45	46	45	47	47	47	47

** Korelacja jest istotna na poziomie 0,01 (dwustronnie); * Korelacja jest istotna na poziomie 0,05 (dwustronnie).

Źródło: obliczenia własne.

Przeprowadzone analizy regresji wykazały wpływ wskaźnika siły marki na wybrane zmienne opisujące wyniki przedsiębiorstw (tab. 5-8). W każdym przypadku współczynniki kierunkowe przy zmiennych objaśniających są statystycznie istotne. Współczynniki determinacji w każdym z analizowanych modeli są jednak stosunkowo niskie, co świadczy o tym, że zmienność wskaźnika siła marki w nieznacznym stopniu objaśnia zmienność analizowanych parametrów. Największy współczynnik determinacji ($R^2 = 0,157$) występuje w modelach, w których zmiennymi objaśnianymi są: cena/wartość księgowa (P/BV) oraz wartość przedsiębiorstwa/wartość zainwestowanego kapitału (EV/IC).

W tabelach 5-8 przedstawiono podsumowanie analiz regresji odpowiednio dla następujących zmiennych objaśnianych: P/BV , EV/IC , P/S , ROE .

Tabela 5. Wyniki analizy regresji dla zmiennej objaśnianej – cena/wartość księgową (P/BV)

R -kwadrat	Skorygowane R -kwadrat	Błąd standardowy oszacowania					
0,157	0,138	1,6054630					
Model 1		współczynniki niestandardyzowane		t	Istotność	F	Istotność
		B	błąd standardowy				
(Stała)		-1,201	1,136	-1,058	0,296	8,391	0,006
Siła_ marki		0,074	0,026	2,897	0,006		

Źródło: obliczenia własne.

Tabela 6. Wyniki analizy regresji dla zmiennej objaśnianej – wartość przedsiębiorstwa/wartość zainwestowanego kapitału (EV/IC)

R -kwadrat	Skorygowane R -kwadrat	Błąd standardowy oszacowania					
0,157	0,138	1,21693					
Model 2		współczynniki niestandardyzowane		t	Istotność	F	Istotność
		B	błąd standardowy				
(Stała)		-0,555	0,886	-0,626	0,534	8,181	0,006
Siła_ marki		0,058	0,020	2,860	0,006		

Źródło: obliczenia własne.

Tabela 7. Wyniki analizy regresji dla zmiennej objaśnianej – cena akcji/sprzedaż (P/S)

R -kwadrat	Skorygowane R -kwadrat	Błąd standardowy oszacowania					
0,090	0,069	1,42321					
Model 3		współczynniki niestandardyzowane		t	Istotność	F	Istotność
		B	błąd standardowy				
(Stała)		3,805	1,082	3,517	0,001	4,242	0,046
Siła_ marki		-0,050	0,025	-2,060	0,046		

Źródło: obliczenia własne.

Ujemna wartość współczynnika regresji w modelu 3 wskazuje, że wzrost wskaźnika siły marki o jeden punkt skutkuje zmniejszeniem wskaźnika cena akcji do sprzedaży na jedną akcję o 0,50. Ujemny znak przy współczynniku kierunkowym jest zgodny z założeniami teoretycznymi, zgodnie z którymi im silniejsza marka, tym wyższa marża operacyjna, co przekłada się na wzrost zyskowności przedsiębiorstwa i w konsekwencji wyższą wartość rynkową akcji. W rezultacie przedsiębiorstwa z silniejszymi markami uzyskują dany poziom ceny rynkowej akcji przy niższej sprzedaży niż przedsiębiorstwa ze słabszymi markami.

Tabela 8. Wyniki analizy regresji dla zmiennej objaśnianej – rentowność kapitału własnego (ROE)

R-kwadrat	Skorygowane R-kwadrat	Błąd standardowy oszacowania				
0,101	0,080	0,1396461				
Model 4	współczynniki niestandardowane		<i>t</i>	Istotność	<i>F</i>	Istotność
	<i>B</i>	błąd standardowy				
(Stała)	-0,194	0,103	0,882	0,067	4,832	0,033
Siła marki	0,005	0,002	2,198	0,033		

Źródło: obliczenia własne.

4. Podsumowanie i wnioski

Przeprowadzone analizy wykazały istnienie związków pomiędzy siłą marki a różnie zdefiniowanymi wynikami finansowymi przedsiębiorstwa. Związki te, choć statystycznie istotne, okazały się stosunkowo słabe, o czym świadczą niskie współczynniki determinacji. Uzyskane wyniki oznaczają, że silna marka jest tylko jednym z wielu czynników kształtujących wyniki finansowe przedsiębiorstw. Przeprowadzone w artykule analizy charakteryzują się licznymi ograniczeniami. Do najważniejszych należą: niewielka liczba poddanych analizie przedsiębiorstw, co wynika z ograniczonego dostępu do informacji na temat siły marek spółek publicznych, różnorodność branżowa analizowanych przedsiębiorstw i w konsekwencji różny zakres oddziaływania marki na ich wyniki, ograniczony do jednego roku zakres czasowy analizy. Z wymienionych ograniczeń wynikają kierunki dalszych badań. Powinno się dążyć do zwiększenia liczby analizowanych przedsiębiorstw, przeprowadzenia analiz w układach branżowych, wreszcie wykorzystania w badaniach danych przekrojowo-czasowych.

Literatura

- Aaker D., *Managing Brand Equity*, The Free Press, New York 1991.
- Barth M., Clement M., Foster G., Kasznik R., *Brand values and capital market valuation*, „Review of Accounting Studies” 1998, 3.
- Conchar M., Crask, M., Zinkhan G., *Market valuation models of the effect of advertising and promotional spending: A review and meta-analysis*, „Journal of the Academy of Marketing Science” 2005, vol. 33, no. 4.
- Kerin R., Sethuraman R., *Exploring the brand value – shareholder value nexus for consumer goods companies*, „Journal of the Academy of Marketing Science” 1998, vol. 26, no. 4.
- Koller T., Goddard M., Wessels D., *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*, John Wiley & Sons, Hoboken 2005.
- Kotler P., Armstrong G., *Principles of Marketing*, Prentice Hall, Englewood Hall 1994.

- Lane V., Jacobson R., *Stock market reactions to brand extension announcement: The effects of brand attitude and familiarity*, „Journal of Marketing” 1995, 59.
- Madden T., Fehle F., Fournier S., *Brands matter: An empirical demonstration of the creation of shareholder value through branding*, „Journal of the Academy of Marketing Science” 2006, vol. 34, no. 2.
- Mizik N., Jacobsen R., *Talk about Brand Strategy*, Harvard Business Review, September 2005.
- Murphy J., *Brand Strategy*, Prentice Hall, New York 1990.
- „Rzeczpospolita”, dodatek „Marki Polskie”, 10.12.2009.
- Schultz D., Schultz H., *IMC The Next Generation – Five Steps for Delivering Value and Measuring Returns Using Marketing Communication*, McGraw-Hill, Boston 2003.
- Srivastava R., Shervani T., Fahey L., *Market based assets and shareholder value: A framework for analysis*, „Journal of Marketing”, January 1998.
- Tobin J., *A general equilibrium approach to monetary theory*, „Journal of Money, Credit and Banking”, February 1969, 1.
- Urbanek G., *Marka a wartość dla akcjonariuszy w okresie kryzysu finansowego 2008-2009*, „Problemy Zarządzania” 2011a, 1.
- Urbanek G., *Marka a zwrot na akcjach w okresie kryzysu*, „Zarządzanie Finansami – Inwestycje i Wycena Przedsiębiorstw”, Zeszyty Naukowe Wydziału Nauk Ekonomicznych i Zarządzania Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin, kwiecień 2010.
- Urbanek G., *Wpływ marki na wartość dla akcjonariuszy na przykładzie wybranych spółek notowanych na WGPW*, „Marketing i Rynek” 2011b, 8.

THE EFFECT OF BRAND ON COMPANY'S PERFORMANCE ON THE EXAMPLE OF SELECTED COMPANIES LISTED ON THE WARSAW STOCK EXCHANGE

Summary: The notion that a strong brand is a valuable company resource that contributes to its value is commonly accepted. This paper presents results of research on the impact of brand strength on differently defined financial results of selected companies listed on the Warsaw Stock Exchange. Theoretical considerations on the impact of brand strength on financial results of companies were empirically confirmed. The results obtained indicate that the scale of this impact, although statistically significant, is small.

Keywords: brand, brand equity, company performance, shareholder value.