

3.8

Część 3

Nabywcy w działaniach marketingowych organizacji

Leszek Bohdanowicz*

Grzegorz Urbanek**

Struktura własnościowa a kapitał marki – perspektywa teorii zasobowej i teorii agencji

Streszczenie

Celem rozdziału jest zbadanie relacji pomiędzy strukturami własnościowymi spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie (GPW) a kapitałem marek mierzonym wskaźnikiem ich siły. Przeprowadzone studia literaturowe na temat teorii zasobowej oraz teorii agencji pozwoliły na sformułowanie dwóch hipotez badawczych. Dotyczyły one wpływu stopnia koncentracji struktur własnościowych oraz typu akcjonariusza na kapitał marki. Weryfikowano je za pomocą analizy danych panelowych na próbie 118 spółek oraz 469 rocznych obserwacji. Wszystkie spółki były notowane na GPW w Warszawie. Uzyskane wyniki wskazały, że własność menedżerska wpływa negatywnie, a własność instytucjonalna pozytywnie na kapitał marek analizowanych spółek.

Słowa kluczowe: struktury własnościowe spółek, kapitał marki, teoria zasobowa, teoria agencji

* Uniwersytet Łódzki, ORCID: 0000-0002-4456-070X

** Uniwersytet Łódzki, ORCID: 0000-0002-1372-8127

Ownership Structure and Brand Capital – Perspectives of Resource-based View of the Firm and Agency Theory

Abstract

The aim of the article was to examine the relationship between the ownership structures of companies listed on the Warsaw Stock Exchange and their brand equity measured by brand strength indicator. The literature studies on the resource theory and agency theory allowed for the formulation of two research hypotheses. They concerned the impact of the degree of concentration of ownership structures and the type of shareholder on brand equity. Hypotheses were verified by means of panel data analysis on a sample of 118 companies and 469 annual observations. All companies were listed on the Warsaw Stock Exchange. The results obtained indicate that managerial ownership has a negative impact, and institutional ownership has a positive effect on the brand equity of the analyzed companies.

Keywords: ownership structures, brand equity, resource-based theory, agency theory

Wprowadzenie

Problematyka związana z markami jest przedmiotem licznych opracowań w literaturze przedmiotu od mniej więcej czterech dekad. Istotny wzrost zainteresowania markami nastąpił w latach 80. XX wieku w Wielkiej Brytanii, w związku z licznymi transakcjami przejęć spółek z silnymi markami. W tym okresie pojawiło się wiele publikacji na ich temat, które wyjaśniały istotę marki i mechanizm tworzenia przez nią wartości¹. W 1991 r. ukazała się przełomowa publikacja D. Aakera, w której autor wprowadził pojęcie kapitału marki jako sumy aktywów związanych z identyfikatorami marki będącymi źródłem określonych korzyści dla właścicieli marek i klientów². Publikacje związane z markami można zakwalifikować do kilku powiązanych ze sobą nurtów badawczych. Jednym z nich jest wyjaśnianie wpływu marki na zachowania konsumenckie³. Inny dotyczy kwestii elementów budujących siłę marek, takich chociażby jak ich istotność i unikatowość.

¹ J. Murphy, *Brand Strategy*, Prentice Hall, New York 1990; J. Murphy (ed.), *Branding: A Key Marketing Tool*, McGrawHill, London 1987.

² D. Aaker, *Managing Brand Equity*, The Free Press, New York 1991.

³ K. Keller, *Conceptualizing, Measuring, and Managing Customer-Based Brand Equity*, "Journal of Marketing" 1993, vol. 57, no. 1, s. 1–22.

wość⁴, zaufanie do nich⁵ czy świadomość marek w oczach klientów⁶, a także kompletnych modeli budowy marki⁷. Istotny nurt badawczy odnosi się do kwestii finansowych związanych z marką – metody wyceny marki, jej oddziaływania na wyniki finansowe przedsiębiorstwa i wreszcie wpływ na tworzenie wartości dla akcjonariuszy⁸. Wyniki przeprowadzonych badań pokazują, że silna marka stanowi kluczowy zasób przedsiębiorstwa, który kształtuje jego przewagę konkurencyjną. Dzięki silnej marce przedsiębiorstwo może uzyskiwać premię cenową lub wysoki udział w rynku, co przekłada się na zwiększoną sprzedaż i zyskowność. W przypadku wielu podmiotów marka jest ich najcenniejszym składnikiem majątkowym, mogącym mieć nawet kilkudziesięcioprocentowy udział w wartości rynkowej przedsiębiorstwa⁹. Podmioty z silnymi markami uzyskują lepsze wyniki finansowe niż ich konkurenci niemający takich marek¹⁰. Dzięki markom przedsiębiorstwa tworzą również wyższą wartość dla akcjonariuszy, co oznacza, że uzyskują zwrot dla akcjonariuszy wyższy niż oczekiwany i wyższy niż zwrot na indeksach giełdowych, dodatkowo często przy niższym ryzyku¹¹. Marka może również być wykorzystana jako strategiczne narzędzie w ekspansji geograficznej i asortymentowej przedsiębiorstwa. Według niektórych szacunków globalny udział marek w wartości akcjonariuszy (wartości rynkowej przedsiębiorstw) jest szacowany na około 30%¹². Wartość 100 najcenniejszych marek świata w 2018 r. wynosiła 4,4 bln USD¹³. Podsumowując, w wielu przypadkach marki stanowią podstawowe i efektywne narzędzie konkurowania przedsiębiorstwa i główny czynnik budujący jego wartość.

Dotychczasowe badania na temat marek w szczególności dotyczyły relacji pomiędzy ich siłą a wynikami finansowymi spółek wskazując, że silne marki przyczyniają się

⁴ J. Romaniuk, E. Gaillard, *The Relationship Between Unique Brand Associations, Brand Usage and Brand Performance: Analysis Across Eight Categories*, "Journal of Marketing Management" 2007, vol. 23, no. 3–4, s. 267–284.

⁵ Y. Sung, J. Kim, *Effects of Brand Personality on Brand Trust and Brand Affect*, "Psychology and Marketing" 2010, vol. 27, no. 7, s. 639–661.

⁶ J. Sasmita, N.M. Suki, *Young Consumers' Insights on Brand Equity: Effects of Brand Association, Brand Loyalty, Brand Awareness, and Brand Image*, "International Journal of Retail and Distribution Management" 2015, vol. 43, no. 3, s. 276–292.

⁷ K. Keller, *Strategic Brand Management. Building, Measuring and Managing Brand Equity*, Pearson, London 2013; J. Kapferer, *The New Strategic Brand Management. Creating and Sustaining Brand Equity Long Term*, Kogan Page, London 2008.

⁸ G. Salinas, *The International Brand Valuation Manual*, Wiley, Chichester 2009; G. Urbanek, *Zarządzanie wartościami i wycena marki*, CeDeWu, Warszawa 2019.

⁹ J. Gerzema, E. Lebar, A. Rivers, *Measuring the Contributions of Brand to Shareholder Value (and How to Maintain or Increase Them)*, "Journal of Applied Corporate Finance" 2009, vol. 21, no. 4, s. 79–88.

¹⁰ M. Kahlbeck, T. Warfield, *Unrecorded Intangible Assets: Abnormal Earnings and Valuation*, "Accounting Horizons" 2007, vol. 21, no. 1, s. 23–31.

¹¹ N. Mizik, R. Jacobsen, *Talk About Brand Strategy*, "Harvard Business Review" 2005, September, s. 24–25.

¹² R. Clifton, *Brand Valuation: From Marketing Department to Boardroom*, "Market Leader" 2009, no. 2, s. 51–54.

¹³ www.millwardbrown.com

do poprawy tych wyników¹⁴. Stosunkowo mało jest natomiast badań, które pokazywałyby, w jaki sposób na siłę marek (ich kapitał) wpływają struktury własnościowe spółek oraz rodzaj akcjonariusza. Tego rodzaju badania przeprowadzili np. E. Esa, A.R. Zahari i D. Nawang w spółkach malezyjskich. Ich wyniki nie do końca są miarodajne ze względu na fakt, że próba badawcza w przywołanych badaniach była relatywnie niewielka i nie objęła niektórych zmiennych opisujących struktury własnościowe, takich jak własność menedżerska czy własność inwestorów instytucjonalnych¹⁵, ważnych zwłaszcza z punktu widzenia polskiego systemu *corporate governance*. W tym kontekście niniejsze opracowanie wypełnia lukę, jaka występuje w badaniach naukowych, a jego celem jest analiza literatury na temat relacji zachodzących pomiędzy strukturami własnościowymi spółek a kapitałem marek mierzonym wskaźnikiem ich siły oraz zbadania tej relacji na przykładzie marek znajdujących się w portfelach spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie.

Rozdział został podzielony na dwie części. W pierwszej na podstawie założeń teorii zasobowej oraz teorii agencji postawiono dwie hipotezy badawcze. W drugiej części opisano próbę badawczą, metodykę prowadzonych badań, ich wyniki oraz wnioski. Badania miały charakter badań ilościowych i przeprowadzono je na próbie 118 spółek oraz 469 rocznych obserwacji. W związku z tym, że obserwacje dotyczyły kilku lat, badanie przeprowadzono za pomocą analizy danych panelowych (modelu z efektem ustalonym).

Podstawy teoretyczne i hipotezy

Znaczenie marki w perspektywie teorii zasobowej firmy

Teoria zasobowa (*resource-based view of the firm*) traktuje przedsiębiorstwo jako heterogeniczny podmiot, który charakteryzują jego unikalna baza zasobów i różnorodne szczególne umiejętności. Właściwie skonfigurowana wiązka zasobów i umiejętności przedsiębiorstwa stanowi źródło jego przewagi konkurencyjnej na rynku. Zasoby przedsiębiorstwa mogą mieć zarówno charakter materialny, jak np. fabryki i ich wyposażenie, czy też niematerialny, jak choćby kapitał intelektualny i kultura organizacyjna. Zgodnie z teorią zasobową nie wszystkie zasoby mogą stanowić podstawę przewagi konkurencyjnej. Aby mogły one być podstawą przewagi, muszą być wartościowe, rzadkie, trudne

¹⁴ M. Rahman, M.A. Rodriguez-Serrano, M. Lambkin, *Brand Management Efficiency and Firm Value: An Integrated Resource Based and Signaling Theory Perspective*, "Industrial Marketing Management" 2018, vol. 72, s. 112–126.

¹⁵ E. Esa, A.R. Zahari, D. Nawang, *Corporate Sustainability Reporting, Ownership Structure and Brand Equity*, "Global Business and Management Research: An International Journal" 2018, vol. 10, no. 3, s. 120–129.

w imitacji i dobrze zorganizowane (koncepcja VRIO). Przedstawiciele szkoły zasobowej w zarządzaniu strategicznym idą dalej i uważają, że spółki łączą różne zasoby oraz umiejętności w kluczowe kompetencje, które, spełniając kryteria VRIO, konsekwentnie prowadzą do zdobycia i utrzymania przewagi konkurencyjnej, a w efekcie kreowania lepszych wyników finansowych oraz wyższej wartości dla akcjonariuszy¹⁶.

Wśród zasobów o charakterze niematerialnym, które spełniają kryteria VRIO i taką przewagę niewątpliwie przynoszą, ważną rolę odgrywa marka, a ściślej jej szczególne cechy, które decydują o jej kapitale, takie jak np.: świadomość marki, lojalność wobec marki, prestiż czy postrzegana przez klienta jakość. Jak pokazały różne analizy, silne marki (o wysokim kapitale) przyczyniają się do kreowania wartości i lepszych wyników w różny sposób. Otóż produkty lub usługi o silnej marce mogą być sprzedawane po wyższej cenie w porównaniu z produktami lub usługami, które mają słabszą markę, co przynosi firmie wyższe przychody ze sprzedaży oraz wyższą marżę zysku¹⁷. Ponadto pracownicy firm, które mają produkty lub usługi o silnych markach, są bardziej zmotywowani do generowania wartości dla klientów, co przekłada się na zwiększenie lojalności tych klientów i zapewnia stabilne przychody oraz przepływy pieniężne¹⁸. Na podstawie wyników badań, które to potwierdziły, można stwierdzić, że silna marka będzie pozytywnie wpływać na różne miary dokonania spółek, takie jak sprzedaż, udział w rynku, przepływy pieniężne i marża zysku.

Teoria agencji a siła marki

Na siłę marki i czynniki, które determinują jej kreowanie w spółkach można również spojrzeć przez pryzmat założeń podstawowej teorii *corporate governance* – teorii agencji. Ta teoria zajęła się opisaniem problemów rozdzielania własności i zarządzania spółkami oraz konfliktem interesu między dwiema kooperującymi w nich grupami. Najczęściej jest to konflikt interesu pomiędzy właścicielami i menedżerami (konflikt agencji typu I) oraz akcjonariuszami większościowymi i akcjonariuszami mniejszościowymi (konflikt agencji typu II)¹⁹. Oba te konflikty mogą prowadzić do nieoptymalnych działań oraz nieoptymalnej alokacji zasobów spółki, co przynosi korzyści jednej

¹⁶ J. Barney, *Firm Resources and Sustained Competitive Advantage*, "Journal of Management" 1991, vol. 17, no. 1, s. 99–120.

¹⁷ J.-B. Steenkamp, *How Global Brands Create Firm Value: 4V Model*, "International Marketing Review" 2014, vol. 31, no. 1, s. 5–29.

¹⁸ A. Vomberg, C. Homburg, T. Bornemann, *Talented People and Strong Brands: The Contribution of Human Capital and Brand Equity to Firm Value*, "Strategic Management Journal" 2015, vol. 36, no. 13, s. 2122–2131.

¹⁹ M. Jensen, W. Meckling, *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Cost and Ownership Structure*, "Journal of Financial Economics" 1976, vol. 3, no. 4, s. 305–360; A. Renders, A. Gaeremynck, *Corporate Governance, Principal-Principal Agency Conflicts, and Firm Value in European Listed Companies*, "Corporate Governance: An International Review" 2012, vol. 20, no. 2, s. 125–143.

stronie konfliktu agencji kosztem drugiej strony. W efekcie, jak pokazywały liczne badania, konflikt agencji wpływa na to, czy spółki osiągają optymalne wyniki finansowe²⁰.

Odnosząc się do tych różnych konfliktów, rozważania na temat teorii agencji próbowały wyjaśnić, w jaki sposób koncentracja własności i rodzaj dominującego akcjonariusza wpływają na funkcjonowanie spółek. Zauważono również, że różne typy akcjonariuszy zachowują się inaczej, mają różne cele w spółkach, odmienne horyzonty czasowe inwestycji oraz inna jest ich aktywność w zakresie nadzoru nad spółkami i wpływania na sposoby zarządzania nimi. Najczęściej uwzględnia się w tych badaniach podział na akcjonariuszy większościowych lub mniejszościowych i bada wpływ stopnia koncentracji na działalność oraz wyniki spółek lub podział uwzględniający typ własności i wyodrębnia np. własność menedżerską, własność finansowych inwestorów instytucjonalnych, własność Skarbu Państwa itd. W rozważaniach opartych na tym drugim podziale pokazano np., że finansowi inwestorzy instytucjonalni często są postrzegani jako inwestorzy pasywni, mało zaangażowani w nadzór i nastawieni przede wszystkim na osiągnięcie optymalnej stopy zwrotu z inwestycji w założonym przez siebie okresie²¹. Inaczej zachowuje się własność menedżerska, która jest silnie zaangażowana w spółkę, ale często również pozbawiona wiedzy niezbędnej do jej rozwijania, zwłaszcza gdy ta własność dotyczy założyciela spółki, oraz dążąca do ograniczenia wpływu zewnętrznych inwestorów i zmniejszenia roli organów nadzoru nad spółką²². Jeszcze inaczej zachowuje się państwo jako właściciel. Skarb Państwa jest najczęściej postrzegany jako właściciel mało efektywny i silnie nastawiony na realizację celów politycznych oraz społecznych, również przy wykorzystaniu do tego spółek, które kontroluje, posiadając większościowe bloki akcji²³.

Te różnice w zachowaniach różnych typów akcjonariuszy mogą wpływać nie tylko na wyniki finansowe spółek, jak dowodzi się i potwierdza w wielu badaniach²⁴, ale również na inne dokonania spółek i sposób prowadzenia przez nie różnych działań, co na te wyniki ma już bezpośredni wpływ. Takim czynnikiem wpływającym na wspo-

²⁰ Np. V. Dawar, *Agency Theory, Capital Structure and Firm Performance: Some Indian Evidence*, "Managerial Finance" 2014, vol. 40, no. 12, s. 1190–1206, G. Alimehmeti, A. Paletta, *Ownership Concentration and Effects over Firm Performance: Evidences from Italy*, "European Scientific Journal" 2012, vol. 8, no. 22, s. 39–49.

²¹ I.R. Appel, T.A. Gormley, D.B. Keim, *Passive Investors, not Passive Owners*, "Journal of Financial Economics" 2016, vol. 121, no. 1, s. 111–141.

²² R. Dixon, A. Guariglia, R. Vijayakumaran, *Managerial Ownership, Corporate Governance and Firms' Exporting Decisions: Evidence from Chinese Listed Companies*, "The European Journal of Finance" 2013, vol. 23, no. 7–9, s. 802–840.

²³ L. Tihanyi, R. V. Aquilera, P. Heugens, M. van Essen, S. Sauerwald, P. Duran, R. Turturea, *State Ownership and Political Connections*, "Journal of Management" 2019, vol. 45, no. 6, s. 2293–2321.

²⁴ Np. M. Mangena, V. Tauringana, E. Chamisa, *Corporate Boards, Ownership Structure and Firm Performance in an Environment of Severe Political and Economic Crisis*, "British Journal of Management" 2012, vol. 23, no. S1, s. S23–S41; M. Aluchna, B. Kamiński, *Ownership Structure and Company Performance: A Panel Study from Poland*, "Baltic Journal of Management" 2017, vol. 20, no. 4, s. 485–502.

mniane dokonania – jak zaznaczono wcześniej przy okazji rozważań na temat teorii zasobowej – jest też kapitał marki. Dlatego można również przyjąć, że koncentracja własności i typ akcjonariusza mogą mieć wpływ na podejmowanie działań w spółkach, które determinują poziom kapitału posiadanych przez nie marek. Przesłanka ta pozwala na sformułowanie następujących hipotez:

H1: *Stopień koncentracji własności ma wpływ na kapitał marki mierzony wskaźnikiem siły marki.*

H2: *Typ akcjonariusza ma wpływ na kapitał marki mierzony wskaźnikiem siły marki.*

Metoda

Próba badawcza

W skład próby badawczej, która służyła do testowania powyższych hipotez, weszły polskie spółki publiczne notowane na rynku podstawowym Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie. Badanie objęło okres sześciu lat – od 2012 do 2017 r. Początkowa i końcowa data były podyktowane dostępem do danych na temat siły marek. W związku z tym, że okres badania obejmował kilka lat, dane analizowano za pomocą analizy danych panelowych (modelu z efektem ustalonym).

Dane dotyczące siły marki pochodziły z rankingu publikowanego rokrocznie w dzienniku „Rzeczpospolita”. Pozostałe dane zebrano z raportów rocznych spółek oraz z ich stron internetowych i stron Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie. Obserwacje z brakującymi danymi były wykluczane. Dodatkowo w badaniu nie uwzględniono instytucji finansowych (banków oraz funduszy), gdyż mają one inną strukturę kapitałów oraz obowiązują je odmienne zasady rachunkowości. Ponadto spółki finansowe podlegają większej liczbie regulacji, co może wpływać na wartości niektórych zmiennych. Ostateczna próba ma charakter niezbilansowanego panelu, w którego skład weszło 118 spółek oraz 469 rocznych obserwacji. Stosunkowo mała próba w relacji do liczby notowanych spółek wynika z małej liczby ocenianych w rankingu marek spółek publicznych.

Zmienne badawcze

Definicje zmiennych badawczych zostały przedstawione w tabeli 3.8.1. W analizowanych modelach wykorzystano jedną zmienną zależną, którą była siła marki, cztery zmienne zależne – koncentracja własności, własność menedżerska, własność inwestorów instytucjonalnych, własność państwa oraz pięć zmiennych kontrolnych, tj. wielkość spółki, ROA, zadłużenie, wiek spółki i liczbę marek.

Tabela 3.8.1.

Definicje zmiennych

Nazwa zmiennej	Definicja
Siła marki (kapitał marki)	W niniejszym badaniu siła marki została określona na podstawie rankingu najcenniejszych polskich marek. Szacunek siły tych marek od 2004 r. rocznie przeprowadza dziennik „Rzeczpospolita”. Jest ona określana na podstawie porównania jej pozycji z markami konkurencyjnymi w odniesieniu do dziewięciu parametrów, w czterech obszarach: pozycja rynkowa marki, zachowania klientów wobec marki, postrzeganie marki, afiliacja branżowa marki – przy wykorzystaniu badań rynkowych i określona na podstawie wyników badań konsumentów przeprowadzonych przez Millward Brown SMG/KRC na próbie losowej ok. 1 tys. konsumentów w wieku powyżej 15 lat z miast powyżej 20 tys. mieszkańców
Koncentracja własności	Wyrażony w ułamku dziesiętnym procent akcji bezpośrednio i pośrednio posiadany przez największego akcjonariusza
Własność menedżerska	Frakcja akcji w rękach wszystkich członków zarządu. Przy kalkulacji tej zmiennej uwzględniono bezpośrednie i pośrednie prawa własności na walnym zgromadzeniu akcjonariuszy określone w ułamku dziesiętnym. Akcje w posiadaniu top menedżerów, którzy nie są członkami zarządu, zostały pominięte. Od polskich spółek publicznych wymagane jest ujawnienie w rocznych sprawozdaniach bezpośredniego i pośredniego udziału we własności członków zarządów, ale nie własności akcyjnej innych menedżerów. Ten obowiązek istnieje jedynie wtedy, gdy przekroczą oni – podobnie jak dotyczy to wszystkich akcjonariuszy – pięcioprocentowy próg własności.
Własność inwestorów instytucjonalnych	Procentowy udział finansowych inwestorów instytucjonalnych (tj. banków, firm ubezpieczeniowych, funduszy inwestycyjnych, funduszy emerytalnych, funduszy <i>venture capital</i> itd.) w strukturach własnościowych spółek (wyrażony ułamkiem dziesiętnym). Ze względu na obowiązki publikacyjne do kalkulacji tej zmiennej wykorzystano jedynie bloki akcji, które były większe niż 5%
Własność państwa	Procentowy (bezpośredni i pośredni) udział Skarbu Państwa w strukturach własnościowych spółek (z wyłączeniem własności poprzez inwestorów finansowych) wyrażony w ułamku dziesiętnym. Ze względu na obowiązki publikacyjne, podobnie jak w przypadku inwestorów instytucjonalnych, do kalkulacji tej zmiennej wykorzystano tylko bloki akcji, które były większe niż 5%
Wielkość spółki	Logarytm naturalny aktywów ogółem
Wyniki spółki	Wskaźnik ROA liczony jako zysk netto podzielony przez aktywa ogółem
Zadłużenie	Wskaźnik zadłużenia i obliczane jako relacja zobowiązań razem do aktywów ogółem
Wiek spółki	Liczba lat, które upłynęły od roku, kiedy spółka będąca właścicielem marki zadebiutowała na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie
Liczba marek	Zmienna zerojedynkowa, która przyjmuje wartość 1, gdy w bazie danych jest więcej niż jedna marka danej spółki i 0, gdy jest tylko jedna

Źródło: opracowanie własne.

Wyniki badań

Statystyki opisowe

W tabeli 3.8.2 przedstawione zostały statystyki opisowe zmiennych, które mają charakter zmiennych ciągłych lub skokowych (bez zmiennych zerojedynkowych). Średnia arytmetyczna siły marki wyniosła 53,5247, mediana 53,5727, a odchylenie standardowe 8,6413. Natomiast średnia arytmetyczna stopnia koncentracji własności w badanej próbie liczyła 0,4921, przy medianie 0,5589, a odchylenie standardowe 0,2007. Ten wynik potwierdza wysoki stopień koncentracji własności polskich spółek charakterystyczny dla zamkniętych systemów *corporate governance* (systemów kontroli od wewnątrz), do których należy również polski system. Cechuje je właśnie wysoki stopień koncentracji własności, ale także niewielkie znaczenie giełdy papierów wartościowych jako rynku kontroli przedsiębiorstw i niewielka liczba spółek na niej notowanych (spółek publicznych). W tym badaniu wpływało to na liczbę spółek w próbie badawczej, gdyż większość marek z rankingu dziennika „Rzeczpospolita” to marki spółek niepublicznych. Natomiast średnia arytmetyczna zmiennej „własność menedżerska” wyniosła 0,2330, przy medianie 0,0222. Równocześnie wartość maksymalna była równa 0,9422, wartość minimalna 0, a wartość odchylenia standardowego 0,2796. Te dane wskazują na duże zróżnicowanie własności menedżerskiej w polskich spółkach publicznych. Obok relatywnie niewielkiego udziału top menedżerów we własności lub jego braku mają oni duże bloki akcji pozwalające im w pełni kontrolować niektóre spółki publiczne.

Kolejną zmienną opisującą struktury własnościowe była zmienna „własność inwestorów instytucjonalnych”. Średnia arytmetyczna dla niej wynosiła 0,1338, mediana 0,0728, a odchylenie standardowe 0,1710. Warto jednak podkreślić, że ze względu na zastosowaną metodę zbierania danych ta zmienna może być niedoszacowana i odnosi się jedynie do znaczących bloków akcji, gdyż ujawnianiu w raportach podlegają jedynie bloki powyżej 5% (wyjątek stanowią tu udziały we własności członków zarządów). Inwestorzy instytucjonalni, w przeciwieństwie do innych typów właścicieli, często posiadają mniejsze bloki akcji, a dodatkowo ich zaangażowanie w akcje spółek jest dość powszechne.

Ostatnią zmienną opisującą struktury własnościowe była własność państwa. Ta własność jest relatywnie najmniej powszechna w spółkach notowanych na GPW w Warszawie i stąd niska średnia arytmetyczna dla opisywanej tu zmiennej, która wyniosła jedynie 0,0215 (mimo że, jak wskazano wcześniej, w badaniu uwzględniono tylko bloki akcji większe niż 5%). Choć własność państwowa w badanych spółkach nie była znacząca, to trzeba pamiętać, że ten rodzaj właściciela jest zazwyczaj obecny w spółkach dużych i o ważnym znaczeniu dla gospodarki. Do tych spółek należą przede wszystkim

spółki z sektorów: bankowego, paliwowego, wydobywczego, energetycznego i chemicznego, które nie były brane pod uwagę w badaniu.

Wreszcie średnia rentowności aktywów razem (ROA) była równa 0,0413, mediana 0,0405 przy wartości odchylenia standardowego 0,0929. Natomiast średnia arytmetyczna dla zmiennej „logarytm naturalny z aktywów” razem wyniosła 20,6958, a odchylenie standardowe 1,6303. Natomiast dla zmiennej „zadłużenie” odpowiednio 0,5027 i 0,2052. Średni wiek spółki (średnia arytmetyczna), czyli czas, który upłynął od roku pierwszego notowania do roku obserwacji wyniósł 13,2068, przy odchyleniu standardowym równym 6,3146.

Tabela 3.8.2.

Statystyki opisowe zmiennych

Zmienna	Średnia	Mediana	Min.	Maks.	Odch. stand.
Siła marki	53,5247	53,5727	29,4729	79,6945	8,6413
Koncentracja własności	0,4921	0,5589	0,0743	0,9741	0,2007
Własność menedżerska	0,2330	0,0222	0	0,9422	0,2796
Własność inwestorów instytucjonalnych	0,1338	0,0728	0	0,8982	0,1710
Własność państwa	0,0215	0	0	0,7188	0,0952
ROA	0,0413	0,0405	-0,9180	0,5501	0,0929
Wielkość spółki	20,6958	20,6117	16,8784	24,9350	1,6303
Zadłużenie	0,5027	0,5035	0,0045	1,8281	0,2052
Wiek spółki	13,2068	13	1	27	6,3146

Źródło: opracowanie własne.

Analiza danych panelowych

W tabeli 3.8.3 przedstawione zostały wyniki analizy danych panelowych. Obliczenia przeprowadzono w dwóch osobnych modelach. W pierwszym zmienną niezależną był stopień koncentracji struktur własnościowych, w drugim trzy pozostałe zmienne opisujące struktury własnościowe spółek – własność menedżerska, własność inwestorów instytucjonalnych oraz własność państwa.

W pierwszym modelu żadna ze zmiennych niezależnych lub kontrolnych nie była w sposób istotny statystycznie powiązana ze zmienną zależną. Taki wynik sugerował, że stopień koncentracji struktur własnościowych nie wyjaśnia siły marki, a spośród zmiennych opisujących te struktury może to robić jedynie typ akcjonariusza. Do wyjaśnienia tego problemu posłużył drugi model.

W drugim modelu dwie zmienne niezależne były w sposób istotny statystycznie powiązane z siłą marki. Pierwszą zmienną była własność menedżerska, drugą – własność inwestorów instytucjonalnych. Związki pomiędzy własnością menedżerską a siłą marki były negatywne, zatem wzrost udziału członków zarządów we własności prowadzi do obniżenia siły marki ($\beta = -2,9791$, $p < 0,01$). Taka zależność może wskazywać, że menedżerom właścicielom może często brakować wiedzy na temat znaczenia marki i umiejętności jej kreowania. Z kolei związek pomiędzy własnością inwestorów instytucjonalnych a siłą marki okazał się pozytywny ($\beta = 6,2846$, $p < 0,01$). Może to wskazywać, że finansowi inwestorzy instytucjonalni mogą silniej motywować menedżerów do budowania marek lub mają wpływ na powoływanie takich, którzy mają niezbędne do tego umiejętności. Należy jednak zauważyć, że ta zależność może też być obciążona endogenicznością i to nie inwestorzy instytucjonalni mogą mieć wpływ na kreowanie marek, ale wybierać jako obiekt swoich inwestycji spółki, które mają silne marki, a tym samym mają większy potencjał do kreowania wartości dla akcjonariuszy i będą go miały w przyszłości. Ten problem powinien być przedmiotem innych badań.

Również dwie zmienne kontrolne były w sposób istotny statystycznie powiązane ze zmienną zależną. Pierwszą były wyniki spółki mierzone wskaźnikiem ROA, które były powiązane negatywnie z siłą marki ($\beta = -5,1362$, $p < 0,1$). Drugą zmienną był wiek spółki, który był powiązany pozytywnie z siłą marki ($\beta = 2,2348$, $p < 0,01$). Oznacza to, że spółki, które były dłużej notowane na GPW w Warszawie, miały też silniejsze marki (tabela 3.8.3).

Tabela 3.8.3.

Analiza danych panelowych

Zmienne niezależne	Zmienna zależna: siła marki	
	Model 1	Model 2
Koncentracja struktur własnościowych	-3,7738 (3,4981)	
Własność menedżerska		-2,9791* (1,5943)
Własność inwestorów instytucjonalnych		6,2846** (2,7355)
Własność państwa		-41,6408 (29,0984)
Wielkość spółki	0,2434 (0,5244)	0,2624 (0,5183)
ROA	-4,3284 (2,8814)	-5,1362* (2,9028)
Zadłużenie	-0,6431 (2,6820)	-0,1984 (2,6464)

cd. tabeli 3.8.3

Zmienne niezależne	Zmienna zależna: siła marki	
	Model 1	Model 2
Wiek spółki	1,3790 (1,0623)	2,2348** (1,1169)
Liczba marek	-3,5280 (3,7242)	-3,1663 (3,6787)
Wyraz wolny	35,2325** (15,6132)	22,6772 (16,1739)
Skorygowany R ²	0,8412	0,8451

* p < 0,1; ** p < 0,05. W nawiasach został przedstawiony błąd standardowy

Źródło: opracowanie własne.

Podsumowanie

Celem rozdziału była prezentacja wyników badań własnych na temat relacji pomiędzy strukturami własnościowymi wybranych spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie a kapitałem ich marek mierzonym wskaźnikiem siły marki. Uzyskane wyniki wskazują, że własność menedżerska wpływa negatywnie, a własność instytucjonalna pozytywnie na kapitał marek analizowanych spółek. Przedstawione wyniki wpisują się w nurt badawczy dotyczący identyfikacji czynników wpływających na poziom kapitału marki spółek. Większość badań empirycznych odnoszących się do marek traktuje kapitał marki (siłę marki) jako zmienną objaśniającą uzyskiwane przez przedsiębiorstwa wyniki. Badania dotyczące czynników kształtujących kapitał marki są relatywnie rzadziej opisywane w literaturze przedmiotu i dotyczą przede wszystkim analizy wpływu wydatków reklamowych, lub szerzej marketingowych, na uzyskane efekty w postaci siły marki. W tym kontekście przedstawione badania mają pionierski charakter na rynku polskim i stanowią jedną z pierwszych prób w literaturze światowej powiązania struktur właścicielskich przedsiębiorstw z siłą ich marek.

Bibliografia

- Aaker D., *Managing Brand Equity*, The Free Press, New York 1991.
- Alimehmeti G., Paletta A., *Ownership Concentration and Effects over Firm Performance: Evidences from Italy*, "European Scientific Journal" 2012, vol. 8, no. 22, s. 39–49.
- Aluchna M., Kamiński B., *Ownership Structure and Company Performance: A Panel Study from Poland*, "Baltic Journal of Management" 2017, vol. 12, no. 4, s. 485–502.
- Appel I.R., Gormley T.A., Keim D.B., *Passive Investors, Not Passive Owners*, "Journal of Financial Economics" 2016, vol. 121, no. 1, s. 111–141.

- Barney J., *Firm Resources and Sustained Competitive Advantage*, "Journal of Management" 1991, vol. 17, no. 1, s. 99–120.
- Clifton R., *Brand Valuation: From Marketing Department to Boardroom*, "Market Leader" 2009, no. 2, s. 51–54.
- Dawar V., *Agency Theory, Capital Structure and Firm Performance: Some Indian Evidence*, "Managerial Finance" 2014, vol. 40, no. 12, s. 1190–1206.
- Dixon R., Guariglia A., Vijayakumaran R., *Managerial Ownership, Corporate Governance and Firms' Exporting Decisions: Evidence from Chinese Listed Companies*, "The European Journal of Finance" 2013, vol. 23, no. 7–9, s. 802–840.
- Esa E., Zahari A.R., Nawang D., *Corporate Sustainability Reporting, Ownership Structure and Brand Equity*, "Global Business and Management Research: An International Journal" 2018, vol. 10, no. 3, s. 120–129.
- Gerzema J., Lebar E., Rivers A., *Measuring the Contributions of Brand to Shareholder Value (and How to Maintain or Increase Them)*, "Journal of Applied Corporate Finance" 2009, vol. 21, no. 4, s. 79–88.
- Jensen M., Meckling W., *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Cost and Ownership Structure*, "Journal of Financial Economics" 1976, vol. 3, no. 4, s. 305–360.
- Kahlbeck M., Warfield T., *Unrecorded Intangible Assets: Abnormal Earnings and Valuation*, "Accounting Horizons" 2007, vol. 21, no. 1, s. 23–31.
- Kapferer J., *The New Strategic Brand Management. Creating and Sustaining Brand Equity Long Term*, Kogan Page, London 2008.
- Keller K., *Conceptualizing, Measuring, and Managing Customer-Based Brand Equity*, "Journal of Marketing" 1993, vol. 57, no. 1, s. 1–22.
- Keller K., *Strategic Brand Management. Building, Measuring and Managing Brand Equity*, Pearson, London 2013.
- Mangena M., Tauringana V., Chamisa E., *Corporate Boards, Ownership Structure and Firm Performance in an Environment of Severe Political and Economic Crisis*, "British Journal of Management" 2012, vol. 23, no. S1, s. 23–41.
- Mizik N., Jacobsen R., *Talk About Brand Strategy*, "Harvard Business Review" 2005, September, s. 24–25.
- Murphy J., *Brand Strategy*, Prentice Hall, New York 1990.
- Murphy J. (ed.), *Branding: A Key Marketing Tool*, McGrawHill, London 1987.
- Rahman M., Rodriguez-Serrano M.A., Lambkin M., *Brand Management Efficiency and Firm Value: An Integrated Resource Based and Signaling Theory Perspective*, "Industrial Marketing Management" 2018, vol. 72, s. 112–126.
- Renders A., Gaeremynck A., *Corporate Governance, Principal-Principal Agency Conflicts, and Firm Value in European Listed Companies*, "Corporate Governance: An International Review" 2012, vol. 20, no. 2, s. 125–143.
- Romaniuk J., Gaillard E., *The Relationship Between Unique Brand Associations, Brand Usage and Brand Performance: Analysis Across Eight Categories*, "Journal of Marketing Management" 2007, vol. 23, no. 3–4, s. 267–284.
- Salinas G., *The International Brand Valuation Manual*, Wiley, Chichester 2009.
- Sasmita J., Suki N.M., *Young Consumers' Insights on Brand Equity: Effects of Brand Association, Brand Loyalty, Brand Awareness, and Brand Image*, "International Journal of Retail and Distribution Management" 2015, vol. 43, no. 3, s. 276–292.

- Steenkamp J-B., *How Global Brands Create Firm Value: 4V Model*, "International Marketing Review" 2014, vol. 31, no. 1, s. 5–29.
- Sung Y., J. Kim, *Effects of Brand Personality on Brand Trust and Brand Affect*, "Psychology and Marketing" 2010, vol. 27, no. 7, s. 639–661.
- Tihanyi L., Aquilera R. V., Heugens P., van Essen M., Sauerwald S., Duran P., Turturea R., *State Ownership and Political Connections*, "Journal of Management" 2019, vol. 45, no. 6, s. 2293–2321.
- Urbanek G., *Zarządzanie wartością i wycena marki*, CeDeWu, Warszawa 2019.
- Vomberg A., Homburg C., Bornemann T., *Talented People and Strong Brands: The Contribution of Human Capital and Brand Equity to Firm Value*, "Strategic Management Journal" 2015, vol. 36, no. 13, s. 2122–2131.
- www.millwardbrown.com