

TAKÁCS András

# A MÁRKAÉRTÉK HATÁSA A RÉSZVÉNYÁRFOLYAMRA A NEMZETKÖZI BANKSZEKTORBAN

E tanulmány az egy részvényre vetített márkaérték és a részvényárfolyam összefüggését vizsgálja a nemzetközi bankszektorban. A szerző egy 51 vállalat-évből álló mintán két regressziós modellt tesztel, melyekben magyarázó változóként a Millward Brown tanácsadó cég által közzétett márkaérték, eredményváltozóként pedig az egyidejű, illetve az egy évvel későbbi átlagos részvényárfolyam szerepel. Az eredmények arról tanúskodnak, hogy a részvényegységre vetített becsült márkaérték mind az egyidejű, mind a jövőbeli árfolyammal erős sztochasztikus kapcsolatban van 70%, illetve 67% magyarázó erővel, ami rávilágít arra, hogy a magas márkaérték nemcsak rövid, hanem hosszabb távon is pozitív hatást tesz a vállalat tőzsdei teljesítményére. E cikk hozzájárulása a szakirodalomhoz elsősorban a speciális iparági nézőpontjában rejlik, a korábbi hazai publikációk között a nemzetközi bankszektorra irányuló hasonló vizsgálat a szerző tudomása szerint nem található. Az eredmények (melyeket a minta összetétele alapján földrajzi elhelyezkedéstől függetlennek, így hazai környezetben is relevánsnak tekinthetünk) hasznos információval szolgálhatnak banki menedzserek számára, hiszen láthatóvá teszik a hatékony márkamenedzsment pozitív pénzügyi hatásait.

**Kulcsszavak:** márka, márkaértékelés, nem pénzügyi teljesítménymutatók, magyarázó erő, nemzetközi bankszektor

A vállalatok számára egyre nagyobb jelentőséggel bírnak a különböző immateriális javak, melyek jelentősen hozzájárulnak a profittermelő képességükhöz, ugyanakkor számviteli szempontból láthatatlanok, azaz nem jelennek meg a mérlegeikben. E láthatatlan eszközök értékelése kiemelt fontosságot nyert az utóbbi évtizedekben. *Shapiro és Pham (2007)* szerint míg 1984-ben a 150 legnagyobb amerikai vállalat piaci kapitalizációjának 75%-át adta a vállalatok könyv szerinti értéke, addig ez az arány 2005-ben már csak 36% volt. Ez a folyamat arról tanúskodik, hogy míg a 80-as években a cégek tőkepiaci értéke jórészt a fizikai vagyonnak volt betudható, a mai körülmények között az értéknek mintegy kétharmada a láthatatlan eszközökre vezethető vissza. E láthatatlan eszközök között fontos szerepet játszanak a vállalat által bevezetett márkák.

Az Amerikai Marketingszövetség definíciója szerint a márka „egy név, kifejezés, dizájn, szimbólum vagy bármely más jellemző, amely megkülönbözteti

egy adott eladó termékét vagy szolgáltatását más eladók termékeitől vagy szolgáltatásaitól.” A márkákat önálló objektumként azonosíthatjuk és értékelhetjük. A márkaérték becslése általában tisztán pénzügyi alapon történik, ugyanolyan módszertannal, mint a vállalatok értékelése (lásd pl. *Copeland és társai, 2005; Damodaran, 2002, 2006; Fernandez, 2002; Stucky, 2003; Montanges – Riel, 2003* vagy *Clifton – Simmons, 2004*). A hivatkozott szerzők egyetértenek abban, hogy a vállalatértékeléshez – és ebből adódóan a márkaértékeléshez – a leginkább elfogadott és preferált eljárás a diszkontált cash flow (DCF) módszer. *Fernandez (2002)* megfogalmazása szerint a diszkontált cash flow-módszer „az egyetlen módszertanilag helyes eljárás”. A hazai írások között a márkaértékkel kapcsolatban *Bauer (1995)* cikke jelentett mérföldkövet. Az egyes értékelési módszerek csoportosítása és kifejtése *Kovács (2008)* munkájában is megtalálható. A részletesen kidolgozott elméleti háttér mellett jelentős gyakorlati alkalmazások találhatóak a márkaértékelés

területén. Széles körben ismert és elismert tanácsadó cégek (pl. Millward Brown, Interbrand) évente közzéteszik a globális márkák általuk számított piaci értékeit és az ebből eredő rangsort. Eredményeiket a piac többnyire elfogadja, és megbízható referenciaként kezeli.

Felmerül a kérdés, hogy a publikált márkaértékeknek van-e bármilyen hatása a befektetők tőzsdei magatartására? Több korábbi tanulmány kimutatta, hogy a marketingtevékenység és a pénzügyi eredményesség között pozitív kapcsolat áll fenn (*Gruca – Rego, 2005; O’Sullivan – McCallig, 2012*). Többszöri bizonyítást nyert továbbá az a tény, hogy a pénzügyi mutatók hatással vannak a részvényárfolyamokra (*Easton – Harris – Ohlson, 1992; Graham – Pope – Rees, 1992; Harris – Lang – Möller, 1993; Easton – Sommers, 1999; Lewellen, 2004; Ang – Bekaert, 2006*). Ugyanakkor jóval kevesebb olyan publikációt találni, amely a publikált márkaértékek közvetlen hatását vizsgálja a részvényárfolyamokra, különösen iparág-specifikus kutatásokból mutatkozik komoly hiány. Jelen tanulmány ezt a rést megcélözva a nemzetközi bankszektort helyezi a vizsgálat középpontjába, választ keresve arra a kérdésre, hogy a becsült márkaértékek képesek-e magyarázni az egyidejű, illetve a jövőbeli részvényárfolyamokat.

A cikk hátralévő részében először a márkaértékeléshez kapcsolódó releváns szakirodalmat tekintjük át, majd az alkalmazott módszertan bemutatása következik, ahol a szerző két lineáris regressziós modellt dolgoz ki és tesztel egy 51 vállalat-évből álló, saját gyűjtésű panel-adatbázison (melyhez a Millward Brown nyilvános adatbázisa, valamint a yahoofinance.com és az ycharts.com weboldalak szolgáltattak alapot). Ezt követően az empirikus eredmények bemutatása és értelmezése következik. A cikk a következtetések levonásával, a kutatás korlátainak ismertetésével és a jövőbeli kutatási irányok kijelölésével zárul.

## Szakirodalmi áttekintés

Az irodalomkutatás során a kutatások két különböző iránya került vizsgálat alá. Az egyik irányt azok a tanulmányok jelentik, melyek a marketing-erőfeszítések és a vállalati érték, illetve márkaérték viszonyát vizsgálják, míg a másik irányt azon írásképviselik, melyek a márkaérték és a pénzügyi/tőzsdei teljesítmény összefüggésére koncentrálnak.

A marketingtevékenység vállalatértékre, illetve márkaértékre gyakorolt hatása kapcsán *Gruca és Rego (2005)* kimutatta, hogy a hatékony marketing eredményeképpen kialakuló vevői elégedettség növeli a vállalat értékét, ami magasabb és stabilabb cash flow

formájában jelentkeznek. Hasonló következtetéseket tett *O’Sullivan és McCallig (2012)*, akik szintén a vevőelégedettség értéknövelő hatását mutatták ki. *Chu és Keh (2006)* empirikus kutatásában arra jutott, hogy a reklámköltségek mértéke jelentősen befolyásolja a márkaértéket. *Srinivasan és Hanssens (2009)* azt vizsgálta, hogy a különböző marketingdöntések hogyan fordíthatók le vállalati, és azon belül a márkaérték-hatásokra. Eredményeik alapján arra következtettek, hogy szignifikáns kapcsolat áll fenn a marketingdöntések és a vállalati érték, valamint a márkaérték között. *Stahl, Heitmann, Lehmann és Neslin (2012)* egy amerikai autópiacon adatbázist vizsgált, mely során kimutatták, hogy a vevőszerzés, vevőmegtartás és a vevőfedezet mutatói szignifikánsan magyarázzák a márkaérték nagyságát.

Egy erős és jól menedzselt márka birtokában a vállalat jogosan várhat el magasabb megtérülést és jobb tőzsdei teljesítményt. Ez a feltételezés bizonyítást is nyert *Barth, Clement, Foster és Kasznik (1998)* által, akik kimutatták, hogy a márkaérték pozitív együttmozgást mutat a részvényárfolyammal, és eredménytervezési célokra is jól használható. *Johansson, Dimofte és Mazvancheryl (2012)* két márkaértékmodellt (egy pénzügyi alapút és egy vevőalapút) tesztelt globális márkákra vonatkozóan a 2008-as pénzügyi válság időszakában. Eredményeik azt mutatják, hogy a márkaérték szignifikáns hatással van a tőzsdei teljesítményre, azaz egy erős márka nagyon értékes eszköznél bizonyul pénzügyi válság idején. *Verbeeten és Vijn (2010)* kutatásában a különböző modellekben használt márkaérték-változók pozitív együttmozgást mutattak a részvényárfolyamokkal, hasonlóan *Kallapur és Kwan (2004)* munkájához, akik ugyanerre a következtetésre jutottak 33 brit vállalat adatait vizsgálva. *Eng és Keh (2007)* az Interbrand cég márkaértékeit felhasználva kimutatta, hogy a becsült márkaérték szignifikáns magyarázó változója a pénzügyi teljesítménynek, melyet az eszközalapú megtérülés (Return On Assets, ROA) mutatóval azonosítottak.

Néhány iparág-specifikus vizsgálatra is van példa a szakirodalomban. Ilyen például *Kim, Kim és An (2003)* kutatása, akik a dél-koreai hotelüzletben elemezték a márkaérték és a jövőbeli pénzügyi teljesítmény összefüggését, valamint *Smith és Wright (2004)* írása, akik hasonló vizsgálatot végeztek az elektronikai iparban.

E tanulmány hozzájárulása a meglévő szakirodalomhoz elsősorban abban rejlik, hogy a nemzetközi bankszektort helyezi középpontba. Az irodalomkutatás során nem találtunk olyan korábbi írást (kiváltképp hazai cikket), amely a becsült márkaérték magyarázó erejét vizsgálta volna ebben az iparágban.

## VEZETÉSTUDOMÁNY

## A módszertan

### Márkaértékelési módszerek

Több különböző márkaértékelési megközelítés létezik a szakirodalomban. Ebben az alfejezetben bemutatásra kerülnek a létező módszerek, a szerző korábbi kutatásának eredményeit (Takács, 2011) felhasználva. Ezen áttekintést követően kiválasztásra kerül az empirikus vizsgálatához leginkább alkalmasnak vélt módszer.

### Bekerülésiérték-alapú módszerek

A bekerülésiérték-alapú módszerek a márka létrehozásával összefüggő, a múltban befektetett vagy a jövőben vállalandó marketingköltségek jelenértékeként határozzák meg a márkaértéket.

*A múltbeli marketingköltségek jelenértéke (inflált beszerzési költség)*

E megközelítés a márka létrehozásával és fejlesztésével kapcsolatos, a jelenlegi márkaelismertséget kiváltó költségeket számszerűsíti jelenértéken. A múltbeli költségek jelenre konvertálása valójában egy jövőérték-számítást jelent, ami az alábbi képlettel írható le:

$$V_b^0 = \sum_{t=n}^1 C_{mark}^{-t} (1+r)^t$$

ahol  $V_b^0$ : becsült márkaérték a 0. időszakra (a jelenre) vonatkozóan,

$C_{mark}^{-t}$ : az értékelés időszakát  $t$  évvel megelőző időszakban felmerült, a márkával kapcsolatos marketingköltség,

$n$ : vizsgált múltbeli időszak hossza (években),

$r$ : a pénz időértékét kifejező diszkontráta.

A képletbe behelyettesítve megkapjuk az *inflált beszerzési költséget*, ami felfogható márkaértékként. Az  $r$  diszkontrátának a költségekkel kapcsolatos pénzérték-változást kell kifejeznie, így alkalmazhatunk például átlagos termelői árindexet, inflációs rátát, jegybanki alapkamatot vagy más hasonló referenciárátát.

### Újrabszerzési (rekonstrukciós) érték

Az újrabszerzési érték azon jövőben esedékes marketingköltségek jelenértékét fejezi ki, amit egy új, az értékelendő márkával azonos elismertséggel rendelkező márka létrehozása érdekében kellene vállalni:

$$V_b^0 = \sum_{t=1}^n \frac{C_{mark}^t}{(1+r)^t}$$

Az előző módszerhez képest ez a formula egy jelenérték-számítás, ahol  $n$  jövőbeli időszakra vonatkozó folyóáras költségösszegeket diszkontálunk a jelenre  $r$  tőkésítési kamatláb mellett.

A bekerülésiérték-alapú módszerekkel szemben megfogalmazható legfontosabb kritika az, hogy a költség-alapú felfogás erősen megkérdőjelezhető: a költségek vállalása önmagában nem feltétlenül generál erős márkát. A márkaértéknek sokkal jobb mérőszáma a márka által generált hozam.

### Piaciérték-alapú módszerek

A piaciérték-alapú eljárások a márkaértéket a vállalat piaci kapitalizációjából eredeztetik. E megközelítés alkalmazásához elengedhetetlen, hogy meg tudjuk határozni az adott márkához rendelhető *márkasúlyt* ( $w_b$ ), ami a teljes vállalat piaci értékének az adott márka által generált arányát mutatja meg. Ennek birtokában a márkaérték nem más, mint a vállalat piaci értéke és a  $w_b$  együttható szorzata.

Az egyik irányzat e módszercsoporton belül a *saját tőke piaci értékéből számított márkaérték*, melyet a  $t$ . időszakra vonatkozóan az alábbi képlet fejez ki:

$$V_b^t = Q_s^t \times \bar{P}_s^t \times w_b^t$$

ahol  $V_b^t$ : becsült márkaérték,

$Q_s^t$ : vállalati részvények száma,

$\bar{P}_s^t$ : a részvények időszaki átlagárfolyama,

$w_b^t$ : a vizsgált márka érték-hozzájárulási együtthatója.

A másik irányzat a *hozzáadott piaci értékre (Market Value Added, MVA)* alapozott márkaérték.

Az előbbi képlet annyiban módosul, hogy a részvények piaci összértékéből levonjuk a saját tőke könyv szerinti értékét ( $BV_E^t$ ), és az így kapott különbözetet szorozzuk meg a  $w_b^t$  együtthatóval:

$$V_b^t = (Q_s^t \times \bar{P}_s^t - BV_E^t) \times w_b^t$$

A piaciérték-alapú módszerek tehát a márkaértéket az aktuális részvényárfolyamokból származtatják. Ugyanakkor számtalan szerző – mint például Damodaran (2006) – rámutatott már arra, hogy az érték és az ár nem ugyanaz. Az árat alapvetően a piaci kereslet és kínálat mozgatja, így erős kereslet esetén túlértékelttség, míg pesszimista befektetői hangulat esetén alulértékelttség alakulhat ki. A befektetők számára sokkal fontosabb információ az értékelendő objektum belső értéke (*intrinsic value*), amely az eszköz hozamtermelő képességéből fakad. Radim (2012) empirikus kutatást végzett a varsói tőzsdén az 1999–2008 időszakra vonatkozóan, és megállapította, hogy a részvények belső értéke szignifikánsan eltér a piaci ártól. Összegezve: a piaciérték-alapú módszerek legnagyobb

gyengesége az, hogy a lehetséges alul- vagy felülértékeltség eltorzíthatja a kapott márkaértéket.

### Összehasonlításon alapuló módszerek

Az összehasonlításon alapuló módszerek az értékelendő márkát egy kiválasztott, márkázatlan referenciatermékkel összehasonlítva elemzik. A márkaérték becslésekor a márka használata által generált többlet-árbevétel, illetve ennek a márka fenntartási költsége feletti többletét próbáljuk számszerűsíteni.

#### A márka használatával elért árbevétel-többlet jelenértéke

Ez esetben az a cél, hogy a jelentőli számított  $n$  jövőbeli időszakra vonatkozóan megbecsüljük azt az árbevétel-többletet, amit a márka használata generál. Ennek a többletnek kettős forrása van: ártöbblet és mennyiségi többlet.

Elsőként az ártöbbletet kell meghatározni, ami a márkázatlan termékek mennyiségére vetítve a márkázott és a márkázatlan termék árainak különbségéből adódik. Ezután következhet a mennyiségi többlet, ami kifejezi, hogy a márkahasználat mekkora értékesítési volumennövekményt vált ki, ami természetesen magasabb árbevételhez vezet.

Az alkalmazandó értékelési formula a következő:

$$V_b^0 = \sum_{t=1}^n \frac{Q_u^t (P_b^t - P_u^t) + (Q_b^t - Q_u^t) P_b^t}{(1+r)^t}$$

ahol  $V_b^0$ : a 0. időszakra (a jelenre) vonatkozó becsült márkaérték,  
 $Q_u^t$ : a  $t$ -edik időszakban várhatóan értékesített márkázatlan termékmennyiség,  
 $Q_b^t$ : a  $t$ -edik időszakban várhatóan értékesített márkázott termékmennyiség,  
 $P_u^t$ : a márkázatlan termékek eladási ára a  $t$ -edik időszakban,  
 $P_b^t$ : a márkázott termékek eladási ára a  $t$ -edik időszakban,  
 $r$ : diszkontráta.

#### Az árbevétel-többlet és a fenntartási költség különbségének jelenértéke

Az előző módszer kizárólag a márkázott termékek bevételeire koncentrál, teljes mértékben figyelmen kívül hagyva a márka fenntartási költségeit. A költség-haszon elvet követve azonban feltétlenül indokoltnak látszik a költségoldal beépítése a modellbe. Így nemcsak értékesítési (bevételi) szemszögből, hanem a realizálható eredmény oldaláról is láthatóvá válik a márkához rendelhető többletérték:

$$V_b^0 = \sum_{t=1}^n \frac{Q_u^t (P_b^t - P_u^t) + (Q_b^t - Q_u^t) P_b^t - C_{mark}^t}{(1+r)^t}$$

A képlet számlálója annyiban változott, hogy az egyes években jelentkező árbevétel-többletből levonjuk a márkával kapcsolatban felmerült éves költségösszeget, és az ezáltal keletkező eredményt diszkontáljuk a jelenre. Látható, hogy e módszereknél kiemelt fontosságot kap a vállalat márkával kapcsolatos árképzése, melynek háttéréről *Rekettye és Hetesi (2009)* munkája ad áttekintést.

Az összehasonlító módszerek elméleti koncepciója helyes, a gyakorlati alkalmazás során azonban komoly nehézségekbe ütközhetünk. Az esetek többségében igen nehéz, sőt lehetetlen megfelelő referenciaterméket találni. *Abbratt és Brick (2003)* megfogalmazása szerint e módszer legnagyobb gyengesége, hogy más eladók termékeiről csak korlátozott információ áll rendelkezésre, továbbá két termék szinte sohasem egyforma, ami pedig erősen megkérdőjelezi az összehasonlíthatóságot.

### Hozamérték módszer – a Millward Brown „BrandZ” modellje

A jövőbeli hozamok (számveteli eredmény vagy cash flow) diszkontálásával történő értékbecslés a legszélesebb körben elfogadott vállalatértékelési és egyben márkaértékelési módszer. A korábban hivatkozott *Fernandez (2002)* mellett *Oestreicher-Singer, Libai, Sivan, Carmi és Yassin (2013)* is megerősíti e megközelítés dominanciáját: írásukban leszögezik, hogy egy márka értékét az általa generált jövőbeli nyereség vagy cash flow jelenértékeként kell meghatározni. Bár az egyes konkrét (publikált vagy gyakorlatban alkalmazott) értékelési modellek bizonyos elemeikben különbségeket mutatnak, az általános elv minden esetben azonos: először a teljes vállalat értékét határozzák meg, melyből valamilyen felosztási elv segítségével leválasztják az értékelendő márkára eső cégértéket, végül azt a márka erősségét kifejező, fogyasztóalapú tényezőkkel korrigálva állapítják meg a becsült márkaértéket. Ez utóbbi tényező egyértelműen azt hivatott kifejezni, hogy a magas fogyasztói elismertségnek és lojalitásnak örvendő márkák értéke nagyobb a tisztán pénzügyi alapon számított értékénél, míg értelemszerűen a kevésbé kedvelt márkáké alacsonyabb.

A hozamérték-megközelítés egyik leginkább ismert és széles körben elfogadott gyakorlati alkalmazása az amerikai Millward Brown tanácsadó cég „BrandZ” modellje (*Millward Brown, 2013*). A modell az alábbi lépéseken keresztül határozza meg a márka értékét:



*1. lépés: A pénzügyi érték (Financial Value) meghatározása*

A kiindulópontot a teljes vállalat éves adózott eredménye (*Corporate Earnings*) jelenti, melyet a márkának a teljes portfólión belüli súlyát kifejező felosztási aránnyal (*Attribution Rate*) megszorozva kapjuk a márkához rendelt eredményt (*Brand Earnings*). Hangsúlyozandó, hogy ez még csak egy éves számviteli eredményt fejez ki, amely közvetlenül az értékelt márkának tulajdonítható. A márka pénzügyi értékét azonban nem az éves eredmény, hanem a jövőben várhatóan realizálódó eredmények jelenértéke adja meg. A Millward Brown ezt egy szorzószámossal oldja meg, mely során azzal a feltételezéssel élnek, hogy a jövőbeli hozamok jelenértéke a jelenlegi számviteli eredmény valahányszorosaként ragadható meg. Az ehhez szükséges ún. márkaszorzót (*Brand Multiple*) a Bloomberg által rendelkezésre bocsátott adatok alapján becslik meg. A márka pénzügyi értéke tehát nem más, mint a márkára vetített éves eredmény (*Brand Earnings*) és a márkaszorzó (*Brand Multiple*) szorzata.

*2. lépés: A márka-hozzájárulás (Brand Contribution) kiszámítása*

A márka értékét alapvetően befolyásolja a fogyasztók tudatában róla kialakult kép. A Millward Brown éppen ezért igyekszik a lehető legpontosabban feltérképezni az egyes márkák egyediségét, a tömegből való kiemelkedésre, valamint a fogyasztói lojalitás kivívására való képességét. A több mint kétmillió fogyasztóra, tízezer márkára és 30 országra kiterjedő folyamatos on-line és személyes piackutatási tevékenységük tapasztalatai alapján minden márka esetében megbecslik a márka-hozzájárulás (*Brand Contribution*) együtthatóját, amely a modellben egy további szorzótényezőként működik.

*3. lépés: A márkaérték kiszámítása*

Az előző lépésekben részletezett tényezők ismeretében a márka becsült piaci értékét ez a képlet fejezi ki:

$$V_b^0 = \text{Corporate Earnings} \times \text{Attribution Rate} \times \text{Brand Multiple} \times \text{Brand Contribution}$$

Ez az érték megmutatja, hogy az adott márka mennyivel képes hozzájárulni a teljes vállalati értékhez.

**A „megfelelő” módszer kiválasztása**

Az előző alfejezetekben áttekintettük a bekerülésiérték-alapú, a piaciérték-alapú, az összehasonlító és a hozamérték-alapú márkaértékelési módszereket. Az első három módszerrel kapcsolatban az alábbi módszertani, illetve felfogásbeli problémák merültek fel:

- a bekerülésiérték-alapú módszereknél felfogásbeli hiba, hogy közvetlen kapcsolatot feltételeznek a márkával kapcsolatos költség és a márkaérték között, ugyanakkor belátható, hogy a költség vállalása önmagában nem szükségszerűen generál magas elismertséget és lojalitást, azaz nem feltétlenül növeli a márkaértéket,
- a piaciérték-alapú módszerek fő problémája, hogy a márkaértéket aktuális részvényárfolyamokból vezetnek le, amely jelentősen eltérhet a belső értéktől, így eltorzíthatja a becsült márkaértéket is,
- az összehasonlító módszerek gyengesége pedig abban rejlik, hogy bár a koncepció helyes, a gyakorlati alkalmazás sok esetben ellehetetlenül a szükséges adatok korlátozott elérhetősége és a megfelelő referenciatermék hiánya miatt.

E problémák mindegyikére megoldást ad a Millward Brown modellje, hiszen képes a márka belső értékének megragadására, kezeli a pénz időértékét, továbbá a pénzügyi és a marketing-szemponokat (a márkáról alkotott fogyasztói értékítéletet) egyaránt figyelembe veszi. E pozitív jellemvonások alapján az empirikus teszteléshez független változóként a Millward Brown modelljével számított márkaértéket használjuk.

**A mintavétel és az adatforrások**

Jelen tanulmány a nemzetközi bankszektort vizsgálja. Erre a célra a szerző egy saját gyűjtésű adatbázist épített fel. A mintavétel első lépése a vezető nemzetközi bankok kiválasztása volt, melyhez a Millward Brown 2012. évi „BrandZ Top 100 Global Brands” listája szolgáltatta az alapot. A „Financial” kategóriában összesen 20 vállalat szerepelt. A második lépésben a részvényárfolyamok összehasonlíthatóságának biztosítása érdekében a mintából kizárásra kerültek azok a vállalatok, melyek részvényeit nem forgalmazzák a New York-i tőzsdén (*New York Stock Exchange, NYSE*). Ennek eredményeképpen 12 vállalat maradt a mintában. Ezt követően a szerző minden mintabeli vállalat esetében (ahol elérhető volt a megfelelő adat) kiszámította az egy részvényre jutó márkaértéket a 2008–2012 közötti időszakra vonatkozóan. A márkaértékek forrását a Millward Brown által az érintett években közzétett „BrandZ Top 100 Global Brands” listái képezték, míg a részvények darszámának adatai az ycharts.com weboldalról voltak beszerezhetőek. Ezzel a módszerrel egy 60 vállalat-évből álló paneladatbázist kellett volna kapnunk, ugyanakkor öt mintabeli vállalat esetében adatvesztést okozott az, hogy az adott cég nem szerepelt a 2008–2012 időszak minden évében az első százban, így márkaértékadat

nem volt elérhető. Ez összességében 9 vállalat-év elvesztéséhez vezetett. A végső minta így 51 vállalat-évből áll, az 1. táblázat szerinti felépítésben.

Az utolsó lépés a mintában megmaradt vállalat-évekhez kapcsolódóan az adott évi és a következő évi átlagos részvényárfolyam meghatározása volt. A részvényárfolyamok adatforrása a yahoofinance.com weboldal volt. A 2013. évre vonatkozó átlagos részvényárfolyamok az első félévi adatok alapján lettek meghatározva.

$$M1: P_{jt} - \bar{P}_j = (\alpha_j - \bar{\alpha}_j) + \beta \times (V_b^{jt} - \bar{V}_b^j) + (u_{jt} - \bar{u}_j) \rightarrow \ddot{P}_{jt} = \beta \times \ddot{V}_b^{jt} + \ddot{u}_{jt}$$

$$M2: P_{jt+1} - \bar{P}_j = (\alpha_j - \bar{\alpha}_j) + \beta \times (V_b^{jt} - \bar{V}_b^j) + (u_{jt} - \bar{u}_j) \rightarrow \ddot{P}_{jt+1} = \beta \times \ddot{V}_b^{jt} + \ddot{u}_{jt}$$

1. táblázat

A mintában szereplő vállalat-évek

Vállalat	2008	2009	2010	2011	2012
Wells Fargo	✓	✓	✓	✓	✓
VISA		✓	✓	✓	✓
Mastercard	✓	✓	✓	✓	✓
American Express	✓	✓	✓	✓	✓
HSBC	✓	✓	✓	✓	✓
Toronto-Dominion (TD)		✓	✓	✓	✓
ICICI			✓	✓	✓
US Bank			✓	✓	✓
Citi	✓	✓	✓	✓	✓
Scotiabank				✓	✓
Chase	✓	✓	✓	✓	✓
Santander	✓	✓	✓	✓	✓

A modellépítés

Az egy részvényre jutó márkaértékek részvényárfolyamra gyakorolt hatásának vizsgálatához két lineáris regressziós modell kidolgozására került sor, melyek közül nevezzük az elsőt (M1) azonos idejű modellnek, a másodikat pedig jövőmodellnek (M2):

$$M1: P_{jt} = \alpha_j + \beta \times V_b^{jt} + u_{jt}$$

$$M2: P_{jt+1} = \alpha_j + \beta \times V_b^{jt} + u_{jt}$$

A magyarázó változó mindkét modellben a *j*-edik mintabeli vállalat márkájának *t*-edik évre becsült egy részvényre jutó értéke ( $V_b^{jt}$ ), míg az eredményváltozó a *j*-edik vállalat *t*-edik (M1), illetve *t*+1-edik (M2 modell) évben realizálódott éves átlagos részvényárfolyama.

Mind az M1, mind az M2 modellben feltétlenül kezelendő problémát okoz az, hogy a mintaelemek nem függetlenek egymástól, hiszen minden vállalathoz több megfigyelés (több évi adat) tartozik. A vizsgált adatbá-

zis tehát egy állandó hatású panel, melyben az említett probléma (a megfigyelések függetlenségének hiánya) módszertani szempontból az ún. belső transzformációval – a mintaelemek értékeinek a csoportátlagokkal történő normalálásával – kezelhető korrekt módon (Kőrösi – Máttyás – Székely, 1990). A két modellt tehát az alábbi formára szükséges transzformálni:

Az így kapott transzformált modellek az egyedhatásoktól mentesek, így a változók közti sztochasztikus kapcsolat meghatározható az egyszerű legkisebb négyzetek módszerén alapuló (OLS) regresszió segítségével.

A modelltesztelés eredményei

A két modell tesztelésének eredményeit a 2. táblázat mutatja:

2. táblázat

Az M1 és M2 modellek teszteredményei

Modell	Függő változó	Független változó	Szignifikancia (p érték)	$\beta$	R négyzet
Azonos idejű modell (M1)	$\ddot{P}_{jt}$	$\ddot{V}_b^{jt}$	0,000	1,701	0,703
Jövőmodell (M2)	$\ddot{P}_{jt+1}$	$\ddot{V}_b^{jt}$	0,000	2,479	0,671

Az M1 modell eredményei alapján kijelenthetjük, hogy a részvényegységre eső márkaérték és az aktuális részvényárfolyam között szignifikáns pozitív kapcsolat áll fenn. Az R négyzet 70%-os értéke pedig arról tanúskodik, hogy a márkaértéknek jelentős magyarázó ereje van a tőzsdei teljesítményre vonatkozóan. Az M2 modell szintén szignifikánsnak bizonyult, ugyancsak pozitív  $\beta$  együtthatóval és 67%-os magyarázó erővel. A tárgyévi egy részvényre jutó márkaérték tehát nemcsak a tárgyévi, hanem a jövő évi részvényárfolyamot is képes magyarázni. Ez úgy értelmezhető, hogy egy magasabb márkaértékkel rendelkező vállalatnak a részvényárfolyama egy év elteltével is magasabb marad az alacsonyabb márkaértékkel bíró vállalat részvényárfolyamánál. A kapott eredmények rámutatnak arra, hogy egy hatékonyan menedzselt márka a tőzsdei teljesítményben a vállalat számára tartós előnyt jelent.

VEZETÉSTUDOMÁNY

## Az eredmények értelmezése, következtetések

E tanulmány az egy részvényre jutó márkaérték és a részvényárfolyam közti kapcsolatot vizsgálta a nemzetközi bankszektorban. Két lineáris regressziós modell kidolgozására került sor, melyeket egy 51 vállalat-évből álló paneladatbázison tesztelt a szerző. Adatforrásként a Millward Brown által publikált rangsorok, valamint a yahoofinance.com és az ycharts.com weboldalak által nyújtott információk szolgáltak. Az első modell (M1) a részvényegységre eső márkaérték és az azonos időszakban realizálódott átlagos részvényárfolyam összefüggésére koncentrált, míg a második modell (M2) ugyanezen márkaértékek előrejelző képességét vizsgálta az egy évvel későbbi átlagos éves részvényárfolyamra vonatkozóan. Az empirikus eredmények azt mutatják, hogy a nemzetközi bankszektorban az egy részvényre jutó márkaérték szignifikáns magyarázó változója mind az azonos idejű, mind a jövőbeli árfolyamnak, rendre 70% és 67% magyarázó erővel (R<sup>2</sup>). Ez pedig azt jelenti, hogy a Millward Brown által publikált márkarangsoroknak jelentős hatása van a tőzsdei befektetők döntéseire: az a vállalat, amely tárgyévben nagyobb márkaértékkel rendelkezik egy részvényre vetítve, magasabb részvényárfolyamra számíthat mind a tárgyévben, mind pedig a következő évben egy kevésbé értékes márkával rendelkező másik vállalattal szemben.

A kapott eredmények hasonlóak *Barth, Clement, Foster és Kasznik (1998)* eredményeihez, akik szintén szignifikáns pozitív kapcsolatot mutattak ki a márkaérték és a részvényárfolyam között. E tanulmány legfőbb hozzájárulása a szakirodalomhoz abban rejlik, hogy a nemzetközi bankszektor helyezi középpontba, új empirikus eredményekkel kiegészítve *Kim, Kim és An (2003)* vagy *Smith és Wright (2004)* munkáit, akik más iparágakban (a hotelüzletágban, illetve az elektronikai iparágban) végeztek hasonló kutatást.

Fontos kérdés az empirikus vizsgálat során kapott eredmények hazai környezetben történő alkalmazhatósága. A felépített modellek magyar mintán történő tesztelése a szerző megítélése szerint nem reális, két okból kifolyólag: egyrészt, a magyar hitelintézetekről nem állnak rendelkezésre egy független minősítő által becsült márkaértékek, másrészt a tőzsdén részvényeket forgalmazó bankok száma igen alacsony, ami az objektív piaci ár mérését is megnehezíti. Ugyanakkor a vizsgált mintában észak-amerikai, európai és ázsiai székhelyű, de globálisan jelen lévő bankok szerepelnek (egyharmaduk Magyarországon is képviselteti magát), így az eredményeket földrajzi elhelyezkedéstől függetlennek fogadhatjuk el. Ez azt jelenti, hogy a márkaérték

és a befektetői magatartás feltárt összefüggését a hazai körülmények között is relevánsnak tekinthetjük.

Meg kell említeni, hogy a jelen kutatásnak vannak bizonyos korlátai. Először is, a modellekben használt márkaértékek egy konkrét vállalattól, a Millward Brown-tól származnak, a mögöttük álló módszertan pedig esetlegesen eltérhet a marketing-szakirodalomban kidolgozott standard módszertantól. Ennek veszélye a szerző megítélése szerint nagyon kicsi, hiszen a Millward Brown BrandZ formulája a szakemberek között széles körben elfogadott, továbbá az általuk publikált márkaértékeket más tanulmányok szerzői is felhasználták már kutatásukhoz (pl. *Verbeeten és Vijn, 2010*). Másodszor, ez a kutatás egyetlen iparágra (a nemzetközi bankszektorra) és egy konkrét időszakra (2008–2012) vonatkozik, így a kapott eredmények nem feltétlenül általánosíthatók vagy vetíthetők ki más iparágakra, vagy ugyanezen iparág más időszakára. E kérdések megválaszolása további kutatási irányokat jelenthet. Harmadszor, az empirikus elemzéshez felhasznált minta viszonylag kicsi néhány hasonló témájú korábbi kutatásnál alkalmazott mintákhoz képest (pl. *Banker – Mashruwala, 2007*), ami eredményezheti azt, hogy az itt kapott eredmények relevanciája is kisebb.

Az említett korlátok ellenére e kutatásnak fontos vezetői implikációi lehetnek, hiszen az eredmények világossá teszik a hatékony marketingtevékenység pozitív pénzügyi hatásait a nemzetközi bankszektorban is: egy bankmárka hatékony menedzselése és a fogyasztói tudatban való megfelelő elhelyezése nemcsak a márkaértéket növelheti, hanem kedvezőbb befektetői megítélést, illetve magasabb részvényárfolyamot is generálhat.

## Felhasznált irodalom

- Abratt, R. – Bick, G. (2003):* Valuing Brands and Brand Equity: Methods and Processes. *Journal of Applied Management and Entrepreneurship*, Vol. 8, No. 1
- Ang, A. – Bekeart, G. (2006):* Stock Returns Predictability. *The Review of Financial Study*: p. 651–707.
- Banker, R.D. – Mashruwala, R. (2007):* The Moderating Role of Competition in the Relationship between Nonfinancial Measures and Future Financial Performance. *Contemporary Accounting Research*, 24: p. 763–793.
- Barth, M.E. – Clement, M.B. – Foster, G. – Kasznik, R. (1998):* Brand Values and Capital Market Valuation. *Review of Accounting Studies*, 3: p. 41–68.
- Bauer A. (1995):* A márka és a márkaérték elméleti kérdései és gyakorlati feladatai. *Vezetéstudomány*, 7. sz.: 39–42. old.
- Chu, S. – Keh, H.T. (2006):* Brand Value Creation: Analysis of the Interbrand-Business Week Brand Value Rankings. *Marketing Letters*, 17: p. 323–331.

- Clifton, R. – Simmons, J. (2004): Brand and Branding. New York: Bloomberg Press
- Copeland, T. – Koller, T. – Goedhard, M. – Wessels, D. (2005): Valuation – Measuring and Managing the Value of Companies. Fourth Edition, Chichester: Wiley and Sons
- Damodaran, A. (2002): Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Assets. Second Edition, Chichester: Wiley and Sons
- Damodaran, A. (2006): Damodaran on Valuation. Second Edition, Chichester: Wiley and Sons
- Easton, P. – Sommers, G. (1999): Tests of a Relation between Price and Financial Statement Data. Working Paper, Ohio State University
- Easton, P.D. – Harris, T.S. – Ohlson, J.A. (1992): Accounting Earnings Can Explain Most Of Security Returns: The Case Of Long Event Windows. Journal of Accounting and Economics, January
- Eng, L.L. – Keh, H.T. (2007): The Effects of Advertising and Brand Value on Future Operating and Market Performance. Journal of Advertising, 36: p. 91–100.
- Fernandez, P. (2002): Company Valuation Methods. The Most Common Errors in Valuations. Research Paper No. 449, University of Navarra
- Graham, C.M. – Pope, P.F. – Rees, W.P. (1992): The Information Content of German Analysts' Adjustments to Published Earnings. Working Paper, University of Strathclyde, July
- Gruca, T.S. – Rego, L.L. (2005): Customer Satisfaction, Cash Flow, and Shareholder Value. Journal of Marketing, Vol. 69, No. 3: p. 115–130.
- Harris, T.S. – Lang, M. – Möller, H.P. (1993): The Value Relevance of German Accounting Measures: An Empirical Analysis. Journal of Accounting and Economics, January
- Johansson, J.K. – Dimofte, C.V. – Mazvancheryl, S.K. (2012): The performance of global brands in the 2008 financial crisis: A test of two brand value measures. International Journal of Research in Marketing, 29:3: p. 235–245.
- Kallapur, S. – Kwan, S.Y.S. (2004): The Value Relevance and Reliability of Brand Assets Recognized by UK Firms. The Accounting Review, 79: p. 151–172.
- Kim, H.B. – Kim, W.G. – An, J.A. (2003): The Effect of Consumer-Based Brand Equity on Firms' Financial Performance. Journal of Consumer Marketing, 20: p. 335–351.
- Kovács K. (2008): A márkák pénzügyi értékelésének módszerei. Vezetéstudomány, 39. évf. 3. sz.: 9–19. old.
- Kőrösi G. – Mátyás L. – Székely I. (1990): Gyakorlati ökonometria. Budapest: Közgazdasági és Jogi Kiadó
- Lewellen, J. (2004): Predicting Returns with Financial Ratios. Journal of Financial Economics: p. 209–235.
- Millward Brown (2008–2012): BrandZ Top 100 Global Brands, www.millwardbrown.com
- Montanges, C. – Riel, A. (2003): Brand equity and shareholder value. European Management Journal, 21 (4): p. 521–527.
- O'Sullivan, D. – McCallig, J. (2012): Customer satisfaction, earnings and firm value. European Journal of Marketing, 46, 6: p. 827–843.
- Oestreicher-Singer, G. – Libai, B. – Sivan, L. – Carmi, E. – Yassin, O. (2013): The Network Value of Products. Journal of Marketing, May, Vol. 77, No. 3: p. 1–14.
- Radim, G. (2012): The Use of Indicators in Modified Historical Model to Estimate the Intrinsic Value of a Stock. Journal of Competitiveness, Vol. 4, Issue 2: p. 97–110.
- Reketye G. – Hetesi E. (2009): Kínálatmenedzsment. Budapest: Akadémiai Kiadó
- Shapiro, R.J. – Pham, N.D. (2007): Economic Effects of Intellectual Property-Intensive Manufacturing in the United States, www.sonecon.com, downloaded: 24 August 2013
- Smith, R.E. – Wright, W.F. (2004): Determinants of Customer Loyalty and Financial Performance. Journal of Management Accounting Research, 16: p. 183–205.
- Srinivasan, S. – Hanssens, D.M. (2009): Marketing and Firm Value: Metrics, Methods, Findings, and Future Directions. Journal of Marketing Research, Vol. 46, No. 3: p. 293–312.
- Stahl, F. – Heitmann, M. – Lehmann, D.R. – Neslin, S.A. (2012): The Impact of Brand Equity on Customer Acquisition, Retention, and Profit Margin. Journal of Marketing, Vol. 76, No. 4: p. 44–63.
- Stucky, N. (2003): Die Kunst, eine Marke zu bewerten (The art of valuing a brand). Marketing Journal, 51 (3): p. 42–44.
- Takács A. (2011): Márkaértékelés pénzügyi szemmel. Marketing & Menedzsment, XLV. évf. 4. szám: 27–36. old.
- Verbeeten, F.H. M. – Vijn, P. (2010): Are brand-equity measures associated with business-unit financial performance? Empirical evidence from the Netherlands. Journal of Accounting, Auditing & Finance, Volume: 25, Issue: 4: p. 645–672.; www.yahooofinance.com; www.ycharts.com