

# **Starka varumärken, starka finanser?**

En studie av skillnaden i lönsamhet mellan starka och svaga varumärken

It is a common view that companies should focus on building brands to increase profitability and stabilize cash flows. However, building and keeping brands alive is costly. Many firms spend large sums on branding only because they are supposed to, without knowing if they will actually gain from it. Up to date, there is limited convincing evidence that branding actually contributes to shareholder value creation. This thesis aims to investigate the relationship between brand strength and profitability and shareholder value.

We create a sample of 30 matched pairs, each consisting of one firm with a strong brand and one firm with a weak brand. We compare the strong and weak brands on the basis of four different profitability ratios, the volatility of these ratios, and the residual income they generate to shareholders.

We show that the strong brands give higher return on invested capital and create more shareholder value, while there is no statistically significant difference in operating margin between the two groups. We show that one explaining factor to this ambiguity is that the strong brands have higher leverage, resulting in an increased return on equity. We also believe that hidden assets resulting from conservative accounting can contribute to explaining the results. Further, we cannot confirm that the profitability of the strong brands is less volatile than the profitability of the weak brands.

|                      |                                        |
|----------------------|----------------------------------------|
| <b>Författare:</b>   | Mikael Fristedt<br>Anna-Karin Janson   |
| <b>Handledare:</b>   | Kenth Skogsvik                         |
| <b>Framläggning:</b> | 20 Dec 2007 kl. 15-17, Sal 342         |
| <b>Opponent:</b>     | Anna-Karin Hessling<br>Johanna Jaakola |

# Innehåll

---

|          |                                                     |           |
|----------|-----------------------------------------------------|-----------|
| <b>1</b> | <b>INLEDNING</b>                                    | <b>1</b>  |
| 1.1      | SYFTE OCH FRÅGESTÄLLNING                            | 2         |
| 1.2      | AVGRÄNSNINGAR                                       | 2         |
| 1.3      | DISPOSITION                                         | 3         |
| <b>2</b> | <b>TEORETISK REFERENS RAM OCH HYPOTESGENERERING</b> | <b>4</b>  |
| 2.1      | VAD ÄR ETT VARUMÄRKE?                               | 4         |
| 2.2      | STARKA OCH SVAGA VARUMÄRKEN                         | 4         |
| 2.2.1    | Kundbaserat varumärkesvärde                         | 5         |
| 2.2.2    | Finansiellt varumärkesvärde                         | 5         |
| 2.2.3    | Varumärkesstyrka och lönsamhet                      | 6         |
| 2.2.4    | Varumärkesstyrka och aktieägarvärde                 | 7         |
| 2.3      | HYPOTESGENERERING                                   | 8         |
| 2.3.1    | Hypotes 1                                           | 8         |
| 2.3.2    | Hypotes 2                                           | 9         |
| 2.3.3    | Hypotes 3                                           | 9         |
| 2.3.4    | Sammanfattning                                      | 9         |
| <b>3</b> | <b>METOD</b>                                        | <b>10</b> |
| 3.1      | VAL AV FÖRETAG                                      | 10        |
| 3.2      | VAL AV UNDERSÖKNINGSVARIABLER                       | 11        |
| 3.2.1    | Lönsamhetsmått                                      | 12        |
| 3.2.2    | Mått på volatilitet i lönsamhet                     | 14        |
| 3.2.3    | Mått på värdeskapande för investerare               | 14        |
| 3.2.4    | Sammanfattning av undersökta variabler              | 16        |
| 3.3      | VAL AV STUDERAD TIDSPERIOD                          | 16        |
| 3.4      | DATAINSAMLING                                       | 17        |
| 3.5      | DATABEARBETNING                                     | 18        |
| 3.5.1    | Parvisa justeringar                                 | 18        |
| 3.5.2    | Redovisningsmässiga justeringar                     | 18        |
| 3.6      | UNDERSÖKNING AV VARIABLER OCH TEST AV RESULTAT      | 19        |
| 3.6.1    | Genomsnittsvärden                                   | 19        |
| 3.6.2    | Teckentest på differensen mellan genomsnittsvärden  | 20        |
| 3.6.3    | Värdet på differensen mellan genomsnittsvärden      | 20        |
| 3.6.4    | Kompletterande icke-parametriskt test               | 20        |
| 3.7      | STUDIENS TILLFÖRLITLIGHET OCH RELEVANS              | 21        |
| 3.7.1    | Reliabilitet                                        | 21        |
| 3.7.2    | Validitet                                           | 21        |
| <b>4</b> | <b>RESULTAT</b>                                     | <b>23</b> |
| 4.1      | LÖNSAMHET                                           | 23        |
| 4.1.1    | Bruttomarginal                                      | 24        |
| 4.1.2    | Rörelsemarginal                                     | 25        |
| 4.1.3    | Räntabilitet på operativt kapital ( $R_{OP}$ )      | 25        |
| 4.1.4    | Räntabilitet på eget kapital ( $R_E$ )              | 25        |
| 4.1.5    | Kompletterande icke-parametriskt test               | 25        |
| 4.1.6    | Sammanfattning och hypotesprövning                  | 26        |
| 4.2      | VOLATILITET I LÖNSAMHET                             | 26        |
| 4.2.1    | Kompletterande icke-parametriskt test               | 27        |
| 4.2.2    | Sammanfattning och hypotesprövning                  | 28        |
| 4.3      | VÄRDESKAPANDE FÖR INVESTERARE                       | 28        |
| 4.3.1    | Övervinst i absoluta tal                            | 29        |
| 4.3.2    | Övervinst i relation till omsättning                | 29        |

|                                                                        |                                                            |            |
|------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------|------------|
| 4.3.3                                                                  | Kompletterande icke-parametriskt test.....                 | 29         |
| 4.3.4                                                                  | Sammanfattning och hypotesprövning.....                    | 30         |
| 4.4                                                                    | SUMMERING AV STUDIENS RESULTAT.....                        | 30         |
| <b>5</b>                                                               | <b>ANALYS.....</b>                                         | <b>31</b>  |
| 5.1                                                                    | LÖNSAMHET.....                                             | 31         |
| 5.1.1                                                                  | Marginalmåtten.....                                        | 31         |
| 5.1.2                                                                  | Avkastningsmåtten.....                                     | 31         |
| 5.1.3                                                                  | Hävstångseffekt.....                                       | 33         |
| 5.1.4                                                                  | Resultat efter justering för redovisningskonservatism..... | 34         |
| 5.2                                                                    | VOLATILITET I LÖNSAMHET.....                               | 35         |
| 5.2.1                                                                  | Lönsamhetsutveckling.....                                  | 36         |
| 5.2.2                                                                  | Volatilitet i relation till lönsamhetsnivå.....            | 37         |
| 5.3                                                                    | VÄRDESKAPANDE FÖR INVESTERARE.....                         | 38         |
| 5.3.1                                                                  | Resultat efter justering för redovisningskonservatism..... | 38         |
| 5.3.2                                                                  | Jämförelse med aktiemarknadens uppfattning.....            | 40         |
| <b>6</b>                                                               | <b>KÄNSLIGHETSDISKUSSION.....</b>                          | <b>41</b>  |
| 6.1                                                                    | SKILLNADER I REDOVISNINGSTANDARDER.....                    | 41         |
| 6.2                                                                    | TIDSPERIOD.....                                            | 42         |
| 6.3                                                                    | SAMMANFATTNING.....                                        | 44         |
| <b>7</b>                                                               | <b>AVSLUTNING.....</b>                                     | <b>45</b>  |
| 7.1                                                                    | SLUTSATS.....                                              | 45         |
| 7.2                                                                    | IMPLIKATIONER.....                                         | 46         |
| 7.3                                                                    | FÖRSLAG TILL VIDARE FORSKNING.....                         | 47         |
| <b>8</b>                                                               | <b>REFERENSER.....</b>                                     | <b>48</b>  |
| <b>APPENDIX 1 – STUDERADE FÖRETAG.....</b>                             |                                                            | <b>I</b>   |
| <b>APPENDIX 2 – DATAEXEMPEL.....</b>                                   |                                                            | <b>II</b>  |
| <b>APPENDIX 3 – STATISTISKA TEST.....</b>                              |                                                            | <b>III</b> |
| <b>APPENDIX 4 – DET PERMANENTA MÄTFELET.....</b>                       |                                                            | <b>V</b>   |
| <b>APPENDIX 5 – MARKNADSVÄRDE PÅ EGET KAPITAL / BOKFÖRT VÄRDE.....</b> |                                                            | <b>VII</b> |

# 1 Inledning

---

Inom företagsekonomi är det en vanlig uppfattning att företag bör sträva efter att bygga så starka varumärken som möjligt för att öka sin lönsamhet och uppnå stabila kassaflöden (se exempelvis Aaker, 1991). Varumärken skapas för att ge produkter eller tjänster en identitet och en anledning för konsumenter att välja just dem. Istället för att alla producenter säljer identiska varor till samma pris väljer de att differentiera sig till olika grad. För att ta tandkräm som exempel skapar vissa aktörer avskalade koncept till lägsta pris såsom Blåvit, medan andra investerar i aktiviteter såsom forskning och marknadsföring för att skapa och stärka sitt varumärke och därigenom kunna sälja till ett högre pris, som exempelvis Colgate. Tanken bakom detta strategiska val är att finna en kundgrupp för just sin produkt som ska bringa lönsamhet. En intressant fråga som genast uppkommer är vilken strategi som är den mest lönsamma – att bygga upp ett varumärke och hålla det vid liv är nämligen mycket kostsamt. Ett varumärke är ingenting ett företag skapar en gång för alla, utan en tillgång som kräver ständiga investeringar i allt från kommunikation till förpackning. När företag med starka varumärken låter bli att underhålla sina varumärken öppnas möjligheter upp för nya, billigare alternativ på marknaden (Kapferer, 1997). Hur är det då med dessa billigare alternativ? Lönar det sig verkligen för företag att investera stora summor i att bygga sitt varumärke eller kan de uppnå samma lönsamhet på andra sätt? Om varumärkesbyggande inte är en strategi som resulterar i högre lönsamhet kanske det enbart är en form av differentiering med nuvärde noll? Frågor som dessa har väckt vårt intresse för att undersöka kopplingen mellan varumärken och lönsamhet.

Vissa forskare menar att företag satsar enorma summor pengar på marknadsföring bara för att det förväntas av dem, utan att veta vad de egentligen vinner på det (McWilliam, 1991). Andra pekar på att det finns en oförståelse mellan marknadsfunktionerna och finansfunktionerna i företag. Medan finansfunktionerna ansvarar för värdeskapande ur aktieägarnas perspektiv koncentrerar sig marknadsavdelningarna enbart på värdeskapande för konsumenter, och företagsledningarna misslyckas med att se kopplingen dem emellan (Madden, Fehle & Fournier, 2006). En noga avvägd balans tillsammans med förståelse och nära samarbete mellan marknads- och finansfunktionen kan gynna företaget i stort. Marknadsavdelningarna kan få mer stöd för sina aktiviteter och företaget kan förbättra sin position på kapitalmarknaden

genom bättre intern förståelse av företagets strategier och effektiv kommunikation med investerare (Lovett & MacDonald, 2005).

Trots att det länge har hävdats att strategier som syftar till att stärka varumärken även bidrar till företagets värdeskapande finns hittills få övertygande empiriska bevis för detta (Madden et al, 2006). Det finns ett behov av forskning inom området, vilket vi avser bidra med genom denna uppsats.

## *1.1 Syfte och frågeställning*

Denna uppsats avser undersöka om det finns ett samband mellan varumärkesstyrka och företags lönsamhet och finansiella värdeskapande. Vi kommer att undersöka detta genom en jämförelse mellan starka och svaga varumärken där huvudsyftet är att besvara följande fråga:

*Finns det någon skillnad i lönsamhet och värdeskapande mellan företag med starka respektive svaga varumärken?*

Jämförelsen utförs genom att skapa par av företag med liknande verksamhet och av liknande storlek, där det ena företaget har ett starkt varumärke och det andra ett svagt. Vi studerar 30 valda företagspar på basis av fyra olika lönsamhetsmått, volatiliteten i dessa lönsamhetsmått, samt de övervinster som genereras åt aktieägarna.

Vi hoppas att vi genom våra resultat kan bidra med ökad förståelse kring hur kopplingen mellan strategier avsedda att stärka företags varumärken och lönsamhet och värdeskapande ser ut. Denna förståelse bör enligt tidigare forskning vara efterfrågad i företag eftersom det idag finns få övertygande bevis för sambandet, och vi tror därför att den kan få viktiga strategiska implikationer. Tidigare forskning menar även att företag har att vinna på ett starkare samarbete mellan marknads- och finansfunktioner, och en ökad förståelse kring kopplingen mellan dessa två områden torde kunna underlätta för detta. Vidare hoppas vi att våra resultat kan fungera som inspiration till vidare forskning inom området.

## *1.2 Avgränsningar*

Då vi utför vår studie väljer vi ut ett antal företag med starka respektive svaga varumärken och studerar deras finansiella utveckling över en viss tidsperiod. Vi använder endast ett urval av företag, och tar endast hjälp av en metod för att mäta varumärkesstyrka då vi gör urvalet. Således avser vi inte studera varumärken som skulle vara starka respektive svaga enligt alla olika metoder som finns för att avgöra ett varumärkes styrka. Vidare, givet uppsatsens

omfattning, blir vi tvungna att begränsa våra undersökningsvariabler till fyra lönsamhetsmått, standardavvikelsen för dessa mått, och ett ytterligare mått på värdeskapande för aktieägare. Alla dessa mått härrör från företagens redovisningsdata, och vi kommer inte att titta på aktieavkastning eller andra mått som påverkas av marknadens förväntningar.

De företag vi undersöker kommer från ett antal olika branscher i syfte att ge studien bredd och öka generaliserbarheten av resultaten. Dock har vi valt att endast utföra jämförelsen mellan starka och svaga varumärken i allmänhet och avser därmed inte att titta på skillnader mellan olika branscher. Vi har alltså inte för avsikt att utröna om varumärkesbyggande är mer lönsamt i vissa branscher än i andra.

### *1.3 Disposition*

Efter denna inledning följer ett teoriavsnitt där vi redogör för befintliga teorier och tidigare forskning inom området, samt formulerar våra hypoteser för undersökningen. Därefter följer en beskrivning av den metod vi har använt då vi utfört studien, samt en diskussion om studiens tillförlitlighet. Vidare presenteras och analyseras våra resultat, vilket följs av en känslighetsanalys. Avslutningsvis summerar vi studiens slutsatser och implikationer samt ger rekommendationer för framtida forskning inom området.

## 2 Teoretisk referensram och hypotesgenerering

---

I detta avsnitt kommer vi till en början att redogöra för de definitioner, teorier och tidigare empiriska undersökningar vi utgått från då vi formulerat våra hypoteser och utformat studien. Vi avslutar sedan avsnittet med vår hypotesgenerering.

### 2.1 Vad är ett varumärke?

Det svenska ordet varumärke har två motsvarigheter i engelskan, nämligen *trademark* som innefattar den juridiska delen och *brand* som syftar på den kommersiella delen (Urde, 1997). När vi i denna uppsats talar om varumärken syftar vi på betydelsen av begreppet *brand*. Detta begrepp är komplext och därav följer att det finns många olika definitioner av det. Majoriteten av dessa definitioner har dock liknande innebörd; att varumärken skapas för att konsumenter ska kunna identifiera en produkt och särskilja den från andra produkter på marknaden. Enligt Aaker (1991) är ett varumärke "*ett särskiljande namn eller en särskiljande symbol med avsikt att identifiera varor eller tjänster från en säljare eller en grupp av säljare och skilja dessa från konkurrenters varor eller tjänster*"<sup>1</sup>. En definition som denna skulle betyda att ett varumärke skapas närhelst ett nytt namn, en logotyp, eller en symbol skapas för en produkt. Keller (2003) menar dock att många idag lägger in ytterligare en dimension i begreppet varumärke, och menar att ett varumärke skapas först då kännedom och något sorts rykte om det uppstått på marknaden. För att utforma vår studie och välja ut vilka företag vi ska undersöka väljer vi att begränsa oss till Aakers mer generella definition, eftersom det skulle bli alltför komplicerat att studera kännedom och rykte för urvalet.

### 2.2 Starka och svaga varumärken

För att kunna utföra en jämförelse av lönsamheten för företag med starka respektive svaga varumärken vill vi reda ut vad som avgör ett varumärkes styrka och vilken koppling som enligt befintliga teorier tycks finnas mellan varumärkesstyrka och lönsamhet.

När varumärkens styrka diskuteras talas det ofta om begreppet varumärkesvärde (eng. *brand equity*). Kopplingen mellan ett varumärkes styrka och dess värde verkar inom forskningen vara så självklar att begreppen anses utbytbara. Varumärkesvärde har ingen generell

---

<sup>1</sup> "A brand is a distinguishing name and/or symbol (such as a logo, trademark, or package design) intended to identify the goods or services of either one seller or a group of sellers, and to differentiate those goods or services from those of competitors.", Aaker (1991), sid. 7

definition utan kan syfta på kundernas uppfattning om varumärket eller dess finansiella värde (Johansson & Wollsén, 2007).

### 2.2.1 Kundbaserat varumärkesvärde

Kundbaserat varumärkesvärde är det begrepp som oftast används inom marknadsföring. Keller (2003) definierar varumärkesvärde som *”den särskiljande effekt som kunskap om varumärket har på konsumenters reaktioner på varumärkets marknadsföring”*<sup>2</sup>. Hur avgörs då om ett varumärke är starkt eller svagt enligt denna definition? Till en början måste ett varumärke som ska anses vara starkt ha en hög varumärkeskännedom, konsumenterna måste alltså känna till varumärket. Dessutom måste ett starkt varumärke ha en stark varumärkesimage. Varumärkesimage grundas på de associationer konsumenterna har till varumärket. Då ett varumärke har ett högt varumärkesvärde har konsumenterna starka, fördelaktiga och unika associationer till det. Ett varumärke med hög varumärkeskännedom och en stark varumärkesimage har större sannolikhet att få konsumenter att prova det och förbli lojala mot det (Keller, 2003).

Andra definitioner av kundbaserat varumärkesvärde kan se lite annorlunda ut, men innebörden är ofta liknande den i Kellers beskrivning. Exempelvis beskriver Kapferer (1997) värdet av ett varumärke som *”dess förmåga att vinna en exklusiv, positiv och framstående mening i medvetandet hos ett stort antal konsumenter”*<sup>3</sup>.

### 2.2.2 Finansiellt varumärkesvärde

Att sätta en siffra på ett varumärkes styrka genom att ge det ett finansiellt värde är önskvärt av flera anledningar. Bland annat kan det hjälpa företagsledningar att hitta potentiellt attraktiva förvärv och sammanslagningar, och fungera som vägledning vid prispförhandlingar vid förvärv. Det kan också vara ett värdefullt inslag vid resursallokering och i kommunikation med investerare (Birkin, 1991).

Det har utvecklats en mängd olika metoder för att värdera varumärken för ovan nämnda ändamål. Bland dessa metoder kan nämnas värdering genom en uppskattning av vad det skulle kosta att bygga upp varumärket på nytt, och skillnaden i värde mellan ett företag med ett starkt varumärke och ett jämförbart företag utan varumärke (Fernandez, 2002). Den mest

---

<sup>2</sup> Brand equity: *”The differential effect that brand knowledge has on consumer response to the marketing of that brand”*, Keller (2003), sid. 60

<sup>3</sup> *”The value of a brand comes from its ability to gain an exclusive, positive and prominent meaning in the minds of a large number of consumers.”*, Kapferer (1997), sid. 25

välkända och använda metoden för att mäta varumärkesvärde i finansiella termer är en metod skapad av företaget Interbrand (Madden et al, 2006). De publicerar varje år en rankningslista kallad ”*Best Global Brands – A ranking by brand value*” med de 100 varumärken som får högst varumärkesvärde enligt denna metod.

För att kunna ge ett varumärke ett värde utgår Interbrand från den specifika vinst ett varumärke genererar. Denna varumärkesspecifika vinst räknas fram genom att ta fram ett vägt genomsnitt av de tre senaste årens rörelseresultat och subtrahera motsvarande siffra för en generisk produkt utan varumärke. Därefter multipliceras den varumärkesspecifika vinsten med en multipel som mäter varumärkets styrka. Värdet på multipeln fås genom att titta på sju olika parametrar, sätta ett värde på var och en av dessa, och därefter räkna fram ett viktat medelvärde. De parametrar som enligt Interbrand definierar ett varumärkes styrka är följande:

1. *Ledarskap*: Att vara marknadsledande gör ett varumärke mer stabilt och mer värdefullt än ett varumärke med lägre marknadsandel, genom att det ger en möjlighet att påverka marknaden genom prissättning, kontroll av distributionskanaler och motståndskraft mot konkurrenter.
2. *Stabilitet*: Varumärken som funnits en längre period och har lojala kunder är mer stabila, och har därigenom ett högre varumärkesvärde än nyare företag utan lojala kunder.
3. *Marknad*: Varumärken som agerar på stabila marknader med höga inträdeshinder har ett högre värde än varumärken på mer osäkra marknader.
4. *Internationell närvaro*: Varumärken som är närvarande på fler geografiska marknader tillskrivs ett högre värde än de som endast finns på ett fåtal marknader.
5. *Trendkänslighet*: Ju bättre förmåga ett varumärke har att följa trender i kunders preferenser, desto högre värde har det.
6. *Support*: Varumärkesvärdet ökar om varumärket underhålls och investeras i.
7. *Skydd*: Ju bättre juridiskt skydd ett varumärke har, desto högre är dess värde.

Den siffra som uppstår när varumärkets specifika vinst multipliceras med multipeln som mäter dess styrka är det som Interbrand kallar varumärkets värde (Fernandez, 2002).

### 2.2.3 Varumärkesstyrka och lönsamhet

Varumärkens styrka påverkar företags lönsamhet av en mängd olika anledningar, och majoriteten av befintliga teorier pekar i samma riktning; varumärkesbyggande ökar företagets lönsamhet. Att starka varumärken tillåter företag att ta ut en prispremie på produkter är något

som många hävdar (Aaker 1991; Blackett, 1991; Kotler, Armstrong, Saunders & Wong, 2002). Kunder är beredda att betala mer för ett varumärke de känner igen och tycker om (Kato, 1993), och de uppfattar helt enkelt värdet på produkter med starka varumärken som högre än värdet på motsvarande produkter med svaga varumärken (Srivastava, Shervani & Fahey, 1998). Genom att satsa på att stärka varumärket och genom marknadsföring skapa fördelaktiga och unika associationer till det kan alltså företag skydda sina produkter från priskonkurrens och därigenom öka sina marginaler (Boulding, Lee & Staelin, 1994). Lindemann (2004) menar dock att alla varumärken inte har för avsikt att kunna ta ut prispremier, utan att en del istället väljer att investera i varumärket för att säkerställa höga volymer. Detta resonemang stöds även av Blackett (1991), som visserligen hävdar att även denna strategi resulterar i förbättrade marginaler och ökad lönsamhet, eftersom höga volymer ger skalfördelar. Srivastava et al (1998) menar att starka varumärken också har högre produktivitet än svaga, eftersom de oftare har lojala och nöjda kunder som är mer mottagliga för marknadsföringsåtgärder och svarar positivt på dessa. Starka varumärkens marknadsföring har därför större sannolikhet att lyckas än marknadsföring för svaga varumärken, som riskerar att gynna hela produktkategorin istället för just det egna varumärket (Stobart, 1994). Lojala och nöjda kunder kommer dessutom sannolikt att sprida ett gott budskap om varumärket som på så sätt kan locka till sig nya kunder med potential att bli nöjda och lojala (Kapferer, 1997).

Utöver att starka varumärken kan förväntas ha högre marginaler än svaga varumärken är en vanlig uppfattning att de dessutom kan förväntas ha stabilare lönsamhet (Aaker, 1991; Murphy, 1990; Srivastava et al, 1998). Detta förklaras av att de har mer lojala kunder och därför möter en mer stabil efterfrågan (Murphy, 1990; Stobart, 1994). Hög lojalitet skapar även barriärer för konkurrenter, och det blir dyrare för nya aktörer att locka till sig starka varumärkens kunder. Undersökningar har dessutom visat att starka varumärken är mer motståndskraftiga mot yttre påverkan än svaga, som exempelvis negativ publicitet i media (Johansson & Wollsén, 2007). Starka varumärken bör alltså enligt befintliga teorier ha stabilare lönsamhet än svaga genom att högre kundlojalitet gör dem mindre känsliga för yttre påverkan och konkurrenters handlingar.

#### 2.2.4 Varumärkesstyrka och aktieägarvärde

De empiriska undersökningar vi funnit och tagit del av som undersöker relationen mellan varumärkesstyrka och lönsamhet eller värdeskapande har gjort det genom att undersöka företags marknadsvärde på olika sätt. Det de undersöker kan därmed sägas vara relationen

mellan varumärkesstyrka och aktieägarvärde, och samtliga pekar på att det finns ett positivt samband mellan variablerna. I de flesta fall är det kopplingen mellan finansiellt varumärkesvärde och aktieägarvärde som har studerats, vilket troligtvis beror på att det är lättare att finna rankningar över finansiellt varumärkesvärde än över kundbaserat varumärkesvärde. Kerin och Sethuraman (1998) har funnit en positiv korrelation mellan finansiellt varumärkesvärde och marknadsvärde på eget kapital i relation till bokfört eget kapital (eng. market to book ratio). De menar att detta tyder på ett positivt samband mellan varumärkesvärde och aktieägarvärde då företag med höga market to book-värden har större potential att generera övertvinster genom de immateriella tillgångar som inte syns i balansräkningen, som för företag med starka varumärken ofta utgörs av just varumärkenas värde. Det har också observerats en positiv relation mellan företags marknadsföringskostnader och marknadsvärde (Conchar, Crask & Zinkhan, 2005).

Även om dessa resultat kan tyckas övertygande, så är det svårt att genom dem avgöra om det verkligen är så att starka varumärken skapar mer värde åt aktieägarna än vad svaga varumärken gör. För att kunna fastställa att så är fallet måste man kunna bevisa att företag med starka varumärken genererar högre avkastning till aktieägarna än vad dessa skulle få från en alternativ investering med samma risk (Madden et al, 2006). Man måste alltså ta hänsyn både till alternativkostnad och till risk. I en riskjusterad jämförelse av aktieavkastning mellan en portfölj bestående av företag vars varumärken finns med på Interbrands "*Best Global Brands – A ranking by brand value*" och genomsnittet på de största amerikanska börsmarknaderna kan Madden et al (2006) visa på en signifikant skillnad, som tyder på en positiv korrelation mellan varumärkesstyrka och aktieägarvärde.

## 2.3 Hypotesgenerering

Vi tar nu hjälp av de befintliga teorier och tidigare empiriska undersökningar som presenterats för att formulera våra hypoteser.

### 2.3.1 Hypotes 1

Det första vi vill undersöka är om företag med starka varumärken har högre lönsamhet än jämförbara företag med svaga varumärken. Enligt befintliga teorier bör de ha det tack vare att de kan ta ut en prispremie, har lättare att uppnå skalfördelar och ofta har högre produktivitet. Vår första hypotes är således att företag med starka varumärken har högre lönsamhet än jämförbara företag med svaga varumärken.

### 2.3.2 Hypotes 2

Vi ämnar även undersöka om det finns någon skillnad i volatilitet i lönsamhet mellan företag med starka och svaga varumärken. Befintliga teorier menar att starka varumärken har mer lojala kunder och därför kan visa mer stabila resultat. Utifrån detta resonemang följer vår andra hypotes – att lönsamheten för företag med starka varumärken är mindre volatil än lönsamheten för företag med svaga varumärken.

### 2.3.3 Hypotes 3

Det sista område vi vill undersöka är huruvida det finns någon skillnad i värdeskapande för investerare mellan företag med starka och svaga varumärken. I och med att teorierna menar att företag med starka varumärken har högre lönsamhet torde de ha bättre förutsättningar för att ge högre avkastning på aktieägarnas satsade kapital och därigenom skapa mer aktieägarvärde. Dessutom har ett flertal tidigare empiriska undersökningar pekat på ett positivt samband mellan varumärkesstyrka och aktieägarvärde, och vi tror därför att företag med starka varumärken skapar mer värde för aktieägarna än jämförbara företag med svaga varumärken.

### 2.3.4 Sammanfattning

**Hypotes 1:** Företag med starka varumärken har högre lönsamhet än jämförbara företag med svaga varumärken.

**Hypotes 2:** Företag med starka varumärken har mindre volatil lönsamhet än jämförbara företag med svaga varumärken.

**Hypotes 3:** Företag med starka varumärken genererar högre övervinster och skapar därigenom mer värde till aktieägarna än jämförbara företag med svaga varumärken.

### 3 Metod

---

Under detta avsnitt kommer vi till en början att beskriva hur vi har valt att utföra vår undersökning, hur vi har gått tillväga för att samla in, bearbeta och analysera data, samt hur vi har utvärderat våra resultat. Efter denna redogörelse följer en diskussion om studiens tillförlitlighet.

För att testa våra hypoteser väljer vi en positivistisk metod, vilket innebär att vi gör en empirisk, kvantitativ studie för att testa våra hypoteser som vi har formulerat enligt befintliga teorier (Ryan, Scapens & Theobald, 2002). Att vi väljer denna metod beror på att vi vill kunna dra generella slutsatser som kan tillämpas även på andra urval än vårt. Ett flertal tidigare studier som undersökt skillnader i lönsamhet mellan starka och svaga varumärken har valt att basera jämförelsen på börsutveckling eller marknadsvärde (Madden et al., 2006). En grundläggande tanke i denna uppsats är dock att eventuella skillnader i lönsamhet mellan starka och svaga varumärken kommer att avspeglats i företagens redovisning. Om redovisningen visar företagens sanna ekonomiska situation kommer denna att ge en neutral bild av lönsamheten som inte färgats av marknadens förväntningar.

#### *3.1 Val av företag*

När vi i studien talar om starka och svaga varumärken menas företag som äger starka eller svaga varumärken. För att kunna utföra studien på ett rättvisande sätt måste vi använda oss av en allmänt accepterad metod för klassificering av varumärken som starka eller svaga. För att identifiera starka varumärken har vi därför utgått från varumärkesbyrån Interbrands rankningar över världens starkaste varumärken. Flera tidigare studier som jämfört starka och svaga varumärken ur olika lönsamhetsperspektiv utgår från dessa (Madden et al., 2006), och metoden företaget använder för varumärkesvärdering, som tidigare beskrivits, är vida accepterad världen över (Birkin, 1994). Detta gör att vi finner denna rankning vara ett bra underlag för urvalet av starka varumärken. Vi har vidare velat försäkra oss om att de starka varumärken vi valt att undersöka har varit starka över en längre tid för att inte riskera att välja företag som nyligen blivit starka. Därför har vi endast valt ut företag som återfinns på rankningarna minst en gång under 1990-talet och sedan återkommer under perioden 2004-2006. De varumärken som inte finns med på Interbrands rankningar anses per definition vara svaga. Att vi tar hjälp av Interbrands rankningar för klassificering av starka och svaga

varumärken får till följd att det är finansiellt varumärkesvärde, och inte kundbaserat, som ligger till grund för undersökningen.

Vi har valt att studera företag från flera olika branscher för att öka generaliserbarheten hos studiens resultat. Detta då betydelsen av ett starkt varumärke kan variera inom olika branscher och faktorer som kundlojalitet skiljer sig betydligt emellan (Dahlén, 2007). De branscher som finns representerade är e-handel, luftfart, informationsteknologi, finansiella tjänster, konsumentvaror, sällanköpsvaror, detaljhandel, läkemedel samt media. En utgångspunkt för vår jämförelse är att skapa företagspar där vart och ett av de starka varumärkena ska ställas mot ett svagt varumärke från samma bransch, med minsta möjliga skillnader i verksamhet. Eftersom vi inte vill riskera att finna skillnader i lönsamhet som endast beror på skalfördelar till följd av storleksskillnader har vi dessutom valt att inte inkludera företagspar där skillnaden i omsättning mellan företagen är större än +/- 5 gånger.

I avsaknad av en rankning över svaga varumärken motsvarande Interbrands, kräver valet av dessa eftertanke. Vi har, som tidigare nämnts, utgått från principen att företag som inte finns med på Interbrands rankning per definition är svaga jämfört med de starka varumärkena. Dessutom har vi för att få så bra jämförelser som möjligt tagit de sju parametrar som Interbrand menar definierar varumärkesstyrka (*Ledarskap, Stabilitet, Marknad, Internationell närvaro, Trendkänslighet, Support* och *Skydd*) i beaktande då vi valt ut de svaga varumärkena.

Sammantaget studerar vi 30 företagspar. Det hade givetvis varit önskvärt med ett större urval än så, men de kriterier vi satt upp i form av liknande verksamhet och storlek sätter gränser för hur många par det är möjligt att finna, och vi anser att 30 är tillräckligt för att kunna fungera som underlag för korrekta slutsatser. Den kompletta listan med studerade företag återfinns i Appendix 1.

### 3.2 Val av undersökningsvariabler

För att undersöka våra tre hypoteser har vi valt att titta på fyra olika lönsamhetsmått, ett volatilitetsmått samt ett mått på värdeskapande för investerare. Samtliga dessa variabler utgår från redovisningen, vilket vi anser gör undersökningen intressant då många tidigare undersökningar istället baserats på börsutveckling eller marknadsvärde.

### 3.2.1 Lönsamhetsmått

För att testa vår första hypotes undersöker vi två marginalmått och två avkastningsmått. Anledningen till att vi vill titta på fler än ett lönsamhetsmått är att vi vill få en mer nyanserad bild av lönsamheten för de starka respektive svaga varumärkena. Det kan tyckas mest naturligt att undersöka avkastningsmått eftersom de mäter avkastning till företagets intressenter, men Thomasson (2007) menar att även marginalmått är användbara då man jämför företag med liknande verksamheter, vilket vi gör i vår parvisa jämförelse. Det är ett medvetet val att samtliga mått vi väljer att undersöka är relativa, eftersom skillnader i storlek på företagen annars riskerar att få betydande utslag i resultaten.

#### *Marginalmått 1: Bruttomarginal (BM)*

Det första marginalmålet vi ämnar undersöka är bruttomarginal, som räknas ut genom följande formel:

$$BM = \frac{\text{Omsättning} - \text{KSV}}{\text{Omsättning}}$$

KSV står för kostnad sålda varor och innehåller de utgifter som direkt förknippas med tillverkning eller handel med sålda varor alternativt utförda tjänster (Thomasson, 2007). Här ingår inte utgifter för exempelvis marknadsföring, försäljning eller administration, vilka istället kostnadsförs direkt. Bruttomarginalen är intressant att undersöka då många teorier menar att starka varumärken kan ta ut en prisprenie (Aaker 1991; Blackett, 1991; Kotler et al, 2002), vilket borde ge dem en högre bruttomarginal och därmed bättre förutsättningar för en högre lönsamhet.

#### *Marginalmått 2: Rörelsemarginal (RM)*

Det andra marginalmålet vi vill undersöka är rörelsemarginal. Rörelsemarginalen räknas ut som följer:

$$RM = \frac{\text{Rörelseresultat}}{\text{Omsättning}}$$

Rörelseresultatet är det resultat som kan hänföras till den löpande verksamheten, och därför ingår inte räntenetto eller skatt. Rörelsemarginalen speglar därmed själva verksamhetens resultat i förhållande till intäkterna. Detta mått är intressant att undersöka av flera anledningar. Det krävs stora investeringar både för att bygga upp och bibehålla starka varumärken (Aaker,

1991; Kapferer, 1997). Dessa kostnader aktiveras inte utan påverkar rörelseresultatet direkt, dock påverkar de inte bruttomarginalen varför vi vill undersöka båda måtten. Tanken med att investera i ett starkt varumärke är att investeringarna betalar sig genom en prispremie, skalfördelar, eller högre produktivitet som överstiger investeringskostnaderna, vilket leder till högre rörelsemarginal.

#### *Avkastningsmätt 1: Räntabilitet på operativt kapital ( $R_{OP}$ )*

Det första avkastningsmättet vi avser undersöka är räntabilitet på operativt kapital. Detta mått mäter avkastningen på det kapital som används i rörelsen och räknas ut enligt följande formel:

$$R_{OP} = \frac{\text{Rörelseresultat}}{\text{Tillgångar}_{IB} - \text{Rörelseskulder}_{IB} - \text{Finansiella tillgångar}_{IB}}$$

Anledningen till att rörelseskulder (ickeräntebärande, kortfristiga skulder) exkluderas ur nämnaren vid beräkningen av  $R_{OP}$  är att rörelseskulder antas bära en implicit ränta som inte går att urskilja från rörelseresultatet och alltså redan har belastat detta. Man exkluderar även räntebärande tillgångar och de intäkter de genererar, och måttet visar därigenom avkastningen på själva företagets rörelse (Thomasson, 2007).  $R_{OP}$  tar således ingen hänsyn till vare sig företagets finansiering eller dess finansiella tillgångar. Detta gör att vi finner det vara ett bra nyckeltal att inkludera i vår undersökning. Om ett starkt varumärke har en högre rörelsemarginal bör det även ha en högre räntabilitet på operativt kapital än ett svagt varumärke, allt annat lika.

#### *Avkastningsmätt 2: Räntabilitet på eget kapital ( $R_E$ )*

Det andra avkastningsmättet vi vill undersöka är räntabilitet på eget kapital, som ges av följande formel:

$$R_E = \frac{\text{Årets resultat}}{EK_{IB}}$$

Årets resultat motsvarar resultat efter räntenetto och skatt, det vill säga vad som finns kvar att tillfalla aktieägarna. I formeln står  $EK_{IB}$  för ingående balans på eget kapital.  $R_E$  är ett etablerat avkastningsmätt som speglar hur väl aktieägarnas investering förräntar sig. Trots att perspektivet som detta mått tar är aktieägarnas bör det även vara av intresse för andra intressenter eftersom det är ett mått på hur lönsamt företaget är totalt sett, och tar hänsyn inte bara till rörelsen utan även till finansieringen (Thomasson, 2007). Om ett starkt varumärke har

en högre rörelsemarginal enligt resonemanget ovan bör det även ha högre  $R_E$  än ett svagt varumärke, allt annat lika.

### 3.2.2 Mått på volatilitet i lönsamhet

Flera teorier menar att starka varumärken har stabilare lönsamhet tack vare faktorer som högre kundlojalitet (Aaker, 1991; Murphy, 1990; Srivastava et al, 1998), vilket är grunden för vår andra hypotes. Vi ämnar undersöka detta genom att beräkna standardavvikelsen på de fyra lönsamhetsmått ovan. I enlighet med teorierna bör dessa uppvisa lägre volatilitet för starka varumärken än för svaga. Anledningen till att vi väljer att undersöka standardavvikelsen på relativa lönsamhetsmått istället för på resultat i absoluta termer, vilket kan tyckas naturligt, är att många av de företag som ingår i vår undersökning har utfört förvärv eller avyttringar under den studerade tidsperioden. Dessa skulle riskera att få alltför stort utslag i standardavvikelsen på resultat i absoluta termer och det skulle vara svårt att dra slutsatser utifrån resultaten.

### 3.2.3 Mått på värdeskapande för investerare

Det sista område vi vill undersöka är om det finns någon skillnad i värdeskapande för investerare mellan starka och svaga varumärken. Huruvida ett företag skapar värde för sina aktieägare har givetvis att göra med avkastningen på det satsade kapitalet, och detta undersöker vi ju redan genom räntabilitet på eget kapital. Dock skulle denna undersökning i sin ensamhet lida av samma brist som många tidigare empiriska undersökningar, nämligen att ingen hänsyn tas till risk (Madden et al., 2006). Vi väljer därför att inkludera ytterligare en variabel i vår undersökning.

Vår undersökning av värdeskapande tar sin utgångspunkt i en modell för värdering av företag som kallas *Residual Income-valuation* (RIV). Det är en modell som värderar det egna kapitalet i ett företag genom att se det som summan av det redovisade värdet på eget kapital vid värderingstillfället, nuvärdet av framtida förväntade övertvinster fram till planeringshorisonten, samt nuvärdet av en förväntad goodwill vid planeringshorisontens slut. Med övertvinster menas den extraavkastning som företaget genererar till aktieägarna, alltså avkastning utöver deras avkastningskrav. Formeln ser ut som följer.

$$\text{Värde(Eget Kapital)} = BV_0 + \sum_{t=1}^T \frac{BV_{t-1} \times (R_{E,t} - r_E)}{(1 + r_E)^t} + \frac{BV_T(MV_T / BV_T - 1)}{(1 + r_E)^T}$$

$R_E$  står för räntabilitet på eget kapital, medan  $r_E$  står för ägarnas avkastningskrav på eget kapital.  $BV_T$  och  $MV_T$  står för bokfört värde respektive marknadsvärde på eget kapital vid horisonttidpunkten. Den sista termen i formeln är den term som motsvarar förväntad goodwill/badwill på eget kapital vid planeringshorisontens slut, och är endast ett uttryck för graden av konservatism i redovisningen. Den term vi kommer att använda oss av för att undersöka skillnaden mellan starka och svaga varumärken är den andra termen i uttrycket, som beräknar den avkastning utöver avkastningskravet som företaget genererar fram till planeringshorisonten. Denna premium, eller övervinst som vi kommer att kalla den härnäst, härrör från business goodwill som uppstår då ett företags projekt har en internränta som är högre än avkastningskravet, samt, precis som den sista termen, från att företags balansräkningar är undervärderade på grund av redovisningskonservatism (Skogsvik, 2002). Redovisningskonservatism gör att kostnader såsom marknadsföring och forskning och utveckling kostnadsförs direkt istället för att aktiveras, och det finns alltså tillgångar som genererar avkastning men inte syns i det bokförda värdet. Företag som har höga övervinster torde således även ha höga market to book-värden.

Ur formeln ovan isolerar vi den andra termen för att utföra vår undersökning. Vi ämnar inte utföra någon värdering av varumärkena, och därför diskonteras inte värdet. Formeln för övervinst (RI) blir som följer.

$$RI = \text{Årets resultat} - r_E \times (EK_{IB} - \text{Utdelning})$$

$r_E$ , ägarnas avkastningskrav, är enligt följande formel en funktion av den riskfria räntan ( $r_F$ ), företagets risk jämfört med genomsnittet på marknaden ( $\beta$ ), och marknadens riskpremium ( $r_M - r_F$ ) (Brealy & Myers, 2003).

$$r_E = r_F + \beta(r_M - r_F)$$

Då övervinst är ett absolut mått kan skillnader i storlek mellan företagen i undersökningen ge vilseledande resultat. För att undvika detta väljer vi att förutom att undersöka övervinst i absoluta tal även relatera övervinsten till företagens omsättning. Det denna undersökningsvariabel undersöker är således genererad övervinst per omsatt krona, och den räknas ut som följer.

$$RI\% = \frac{\text{Årets resultat} - r_E \times (EK_{IB} - \text{Utdelning})}{\text{Omsättning}}$$

Vi vill dock poängtera att den totala genomsnittliga skillnaden i omsättning mellan de starka och svaga varumärkena endast är strax under två gånger, så fallet är inte sådant att vi helt och hållet bortser från resultaten för övervinst i absoluta mått, utan vi kommer att fästa vikt vid båda variablerna. Övervinsten visar hur mycket överavkastning varumärket genererar. Om avkastningen är lika med avkastningskravet genereras ingen överavkastning, och inget värde skapas. Företag som har starka varumärken har rimligtvis gjort stora varumärkesbyggande investeringar som på grund av redovisningskonservatism kostnadsförs direkt. Vi tror därför att de har dolda tillgångar som generar vinster till en högre grad än företag med svaga varumärken, och de torde därför ha högre övervinster. Dessutom talar befintliga teorier för att starka varumärken är mer lönsamma än svaga, vilket även det bidrar till att de genererar högre övervinster.

Anledningen till att vi valt att undersöka värdeskapande genom att titta på övervinst istället för faktisk aktieägaravkastning är att övervinsten utgår från redovisningen, och färgas därför inte av spådomar om framtida lönsamhet.

### 3.2.4 Sammanfattning av undersökta variabler

**Tabell 3.1** Undersökningsvariabler

|                                                |
|------------------------------------------------|
| <b>Lönsamhet</b>                               |
| Bruttomarginal (BM)                            |
| Rörelsemarginal (RM)                           |
| Räntabilitet på operativt kapital ( $R_{OP}$ ) |
| Räntabilitet på eget kapital ( $R_E$ )         |
| <b>Volatilitet i lönsamhet</b>                 |
| Standardavvikelse BM                           |
| Standardavvikelse RM                           |
| Standardavvikelse $R_{OP}$                     |
| Standardavvikelse $R_E$                        |
| <b>Avkastning till investerare</b>             |
| Övervinst (RI)                                 |
| Övervinst i relation till omsättning (RI%)     |

### 3.3 Val av studerad tidsperiod

När vi började arbeta på vår studie var vår ambition att utföra undersökningen på en femtonårsperiod, 1991-2006. Anledningen till att vi inte ville gå längre tillbaka i tiden än till 1991 är att Interbrand publicerade sin första rankning enligt nuvarande metod 1994 och vi kan därför inte med säkerhet hävda att de varumärken vi valt ut som starka skulle återfinnas på

Interbrands rankning om den hade funnits långt före dess. Samtidigt ville vi inkludera så många år tillbaka som möjligt i undersökningen och gjorde en avvägning när vi bedömde 1991 som en lämplig tidpunkt för undersökningens början. När vi påbörjat vår datainsamling upptäckte vi att det tyvärr inte fanns data att tillgå för så långt tillbaka som 1991 för samtliga företag, men bestämde oss för att gå så långt tillbaka i tiden i de fall vi kunde. I och med att vår undersökning bygger på parvisa jämförelser anser vi att det viktigaste för få tillförlitliga resultat är att båda företagen i varje företagspar studeras under samma tidsperiod, medan det kan finnas skillnader mellan företagsparen. En viktig regel som vi har följt är därför att det är det företag i varje par som har data för minst antal år tillbaka som styr den studerade tidsperioden för paret. Vi kan illustrera detta med ett exempel; Ett av de varumärkespar som innehåller mest data är Coca Cola och Cadbury Schweppes. Alla fyra lönsamhetsmått finns dokumenterade från år 1991 till 2006. Däremot vad gäller Amazon.com och IAC finns relevant data tillgänglig från 1997 för IAC men bara från 1999 för Amazon.com, vilket tvingar oss att begränsa undersökt data till åren 1999 till 2006 för båda varumärkena.

Den totala genomsnittliga studerade tidsperioden för vårt urval är tio år. I Appendix 1 framgår den studerade tidsperioden för vart och ett av företagsparen. När vi räknar ut övervinst för att testa vår tredje hypotes har vi dock valt att endast titta på tidsperioden 2000 till 2006 på grund av att vi för denna tidsperiod har data för de allra flesta företagen.

### *3.4 Datainsamling*

De två första delarna av vår undersökning, där vi tittar på de olika lönsamhetsmått och deras volatilitet, baseras uteslutande på studier av sekundärdata från årsredovisningar samt så kallade 10-K dokument<sup>4</sup>, vilka rapporteras av företag listade på börser i USA. Skillnaden mellan dessa källor har dock inte haft någon effekt på resultaten i vår studie då de data vi sökt återfinns i dem båda.

För att testa vår tredje hypotes, som handlar om värdeskapande åt investerare, har vi kompletterat med data från den finansiella databasen Datastream. Från denna har vi hämtat varje företags beta-värde, utdelningar och den riskfria räntan för företagens hemländer. Vi använder den riskfria tioåriga ränta som gällde på balansdagen respektive år, men endast ett beta-värde per varumärke under perioden. Vi har antagit en riskpremie på 6 %, vilket kan anses rimligt för den studerade perioden (Brealy & Myers, 2003).

---

<sup>4</sup> Alla börsnoterade företag från USA är enligt lag skyldiga att ge ut årsredovisningar enligt formatet 10-K som arkiveras hos U.S Securities and Exchange Commission.

### 3.5 Databearbetning

För att få största möjliga tillförlitlighet i våra resultat måste vi försäkra oss om att behandla data från alla företag på samma sätt. Eftersom vi gör en parvis jämförelse är det ytterst viktigt att vi jämför samma år och data för båda företagen i ett par. Vidare finns vissa skillnader i företagens redovisade data, varför också denna måste justeras för att öka jämförbarheten. Nedan beskriver vi vilka justeringar vi gjort.

#### 3.5.1 Parvisa justeringar

Som tidigare nämnts är en av grundtankarna i vår undersökning att skapa matchade par av varumärken där ett är starkt och ett är svagt. För att hela tiden vara konsekventa och bara använda data som matchar varandra för det starka och det svaga varumärket i ett par har vi valt en metod som gör att de olika varumärkesparen däremot skiljer sig ifrån varandra. I vissa fall är datan sådan att vissa lönsamhetsmått inte går att beräkna eller jämföras. Ett exempel är Amazon.com som visar negativt eget och operativt kapital under ett antal år vilket gör att jämförelser med avkastningsmått inte blir rättvisande. Således jämförs endast brutto- och rörelsemarginal för företagsparet Amazon.com och IAC. Detta innebär samtidigt att det totala antalet studerade företagspar och antalet observationer blir olika stort beroende på vilket lönsamhetsmått vi undersöker.

#### 3.5.2 Redovisningsmässiga justeringar

När vi beräknar värdena på lönsamhetsmått måste vi även göra vissa korrigeringar i företagens redovisade data. Företag rapporterar på olika sätt, vilket innebär att poster i resultat och balansräkningar inte kan lämnas okorrigerade om de ska vara jämförbara.

En post som vi justerat i ett antal fall är posten kostnad sålda varor (KSV). Vi måste försäkra oss om att den innehåller samma kostnader för samtliga företag för att bruttomarginalen ska bli jämförbar. De flesta företag anger en post som liknar denna i sina årsredovisningar eller 10-K dokument, men i vissa fall har vi funnit att den är uppdelad på olika poster. I våra beräkningar har vi gjort korrigeringar så att KSV för samtliga företag innehåller löner och materialkostnader för de sålda produkterna eller tjänsterna. För de banker vi har studerat har vi definierat bruttomarginalen som räntenettot, det vill säga totala intäkter minus räntekostnader.

När vi beräknar rörelsemarginalen har vi inkluderat alla kostnader som är en naturlig del av rörelsen eller som återkommer med sådan frekvens att de bör anses vara det. Ett exempel på korrigeringar vi gjort är rekonstruktionskostnader (eng. restructuring costs) som vi låter belasta rörelseresultatet för de företag där posten återkommer år efter år. Poster som inte kan anses vara en naturlig del av rörelsen, som exempelvis reavinster på försäljning av anläggningstillgångar, låter vi inte belasta rörelseresultatet.

Vid uträkning av avkastning på eget kapital inkluderar vi minoritetsintressen, det vill säga vi använder oss av resultatet innan minoritetsintressen respektive eget kapital inklusive minoritetsintressen. Vidare gör vi justeringar på kapitalsidan i de fall då företagen gjort betydande förvärv under året. Detta eftersom resultatet för det studerade året då inkluderar de nya förvärven, medan ingående eget och totalt kapital inte gör det. För att våra avkastningsmått ska bli jämförbara låter vi då ingående kapital inkludera förvärven.

I Appendix 2 återfinns ett exempel på hur vi sammanställt all data för ett av företagen, Coca Cola.

### *3.6 Undersökning av variabler och test av resultat*

Samtliga mått (lönsamhetsmått, standardavvikelsen på lönsamhetsmått och övervinst) undersöks på tre olika sätt; genom genomsnittsvärden, tecken på differenserna mellan genomsnittsvärdena samt värde på differenserna.

#### **3.6.1 Genomsnittsvärden**

Vi börjar med att räkna ut ett genomsnitt för varje mått för alla starka respektive svaga varumärken tillsammans. För att inte det faktum att vi har studerat olika antal år för de olika paren ska få någon betydelse räknar vi genomsnittet på det totala antalet observationer för de starka respektive svaga varumärkena, istället för på antalet företag. Vi kan illustrera detta med hur vi beräknar den genomsnittliga bruttomarginalen för de starka varumärkena. Först summerar vi alla observationer vi har på bruttomarginal för samtliga starka varumärken. Eftersom den genomsnittliga studerade tidsperioden är tio år blir det alltså i genomsnitt tio observationer på vart och ett av företagen. Vi dividerar sedan denna summa med det totala antalet observationer för de starka varumärkena. Detta genomsnittsvärde jämförs sedan med motsvarande värde för de svaga varumärkena för en första indikation på om det finns någon skillnad mellan grupperna.

### 3.6.2 Teckentest på differensen mellan genomsnittsvärden

Efter att ha fått denna första indikation går vi vidare och tittar på antalet fall där det starka varumärket i ett par har högst genomsnittligt värde på måttet. Här spelar alltså inte värdet på differensen mellan de starka och svaga varumärkena någon roll, utan endast tecknet (+/-) på differensen för varje par och mått studeras. Vi kan illustrera detta med differensen på bruttomarginalen för paret Coca Cola och Cadbury Schweppes. Vi räknar först ut den genomsnittliga bruttomarginalen för Coca Cola (65,1%) över den studerade tidsperioden, och gör samma sak för Cadbury Schweppes (49,2%). Det vi tittar på här är tecknet på differensen mellan dessa två genomsnittsvärden (starkt varumärke – svagt varumärke), som blir ett plustecken. Vi summerar tecknen och testar signifikansen på dessa resultat för samtliga mått genom ett teckentest med normalapproximering (se Newbold, Carlson & Thorne, 2003).

### 3.6.3 Värdet på differensen mellan genomsnittsvärden

Avslutningsvis tittar vi på värdet på differensen mellan genomsnittet för det starka och svaga varumärket i varje par. Vi får här en differens per par och mått. Vi använder samma genomsnittsvärden som för teckentestet ovan, men tittar inte bara på tecknet på differenserna, utan även på värdet av dem. Vi undersöker därefter om dessa differenser är signifikanta genom att utföra ett test på differensen mellan två populationers (matchade par) medelvärden (se Newbold et al, 2003).

### 3.6.4 Kompletterande icke-parametriskt test

De två test vi har använt oss av för att testa signifikansen på tecknen respektive värdena på differensen mellan de starka och svaga varumärkena bygger på ett antagande om normalfördelning. Vi ansåg det rimligt att göra detta antagande eftersom vårt studerade urval är större än 20 (Newbold et al, 2003). För att säkerställa att våra resultat inte är beroende av normalfördelningsantagandet väljer vi dock att med hjälp av SPSS även utföra ett kompletterande icke-parametriskt test på våra resultat för var och en av undersökningsvariablerna. För lönsamhetsmått och mått på värdeskpanade för investerare utför vi Wilcoxon teckenrangtest för matchade par (eng. Wilcoxon signed rank test for paired samples), och för volatilitetsmått utför vi ett icke-parametriskt teckentest.

### 3.7 Studiens tillförlitlighet och relevans

Vi kommer här att diskutera studiens tillförlitlighet och relevans med hjälp av begreppen reliabilitet och validitet.

#### 3.7.1 Reliabilitet

Studiens reliabilitet visar i vilken utsträckning en studie skulle ge samma resultat om den gjordes om igen (Strömquist, 2003), och det är därför viktigt hur vi har utfört vår datainsamling och analys. Ett problem ur denna aspekt är att vi inte gjort ett slumpmässigt urval av starka och svaga varumärken, men detta hade å andra sidan inte varit möjligt av den anledningen att vi ville finna matchade par. Dock anser vi att vi försökt säkerställa studiens reliabilitet på ett antal olika sätt vad gäller övriga parametrar. För det första härrör all analyserad data från publik redovisning och är inte speglad av författarnas tolkning. Dessutom har vi undersökt ett flertal olika mått för att testa våra hypoteser, och vi har vidare undersökt varje mått på tre olika sätt för att säkerställa statistisk tillförlitlighet. Därigenom anser vi att studiens reliabilitet är hög.

#### 3.7.2 Validitet

Studiens validitet har att göra med huruvida undersökningen faktiskt mäter det den är avsedd att mäta (Strömquist, 2003). Vi kommer att utvärdera denna genom att använda begreppen begreppsvaliditet, intern validitet och extern validitet.

Begreppsvaliditeten avser valet av undersökningsvariabler, och att de mäter det man vill att de ska mäta (Malhotra, 2004). För att säkerställa detta har vi använt oss av vedertagna mått på lönsamhet, volatilitet och avkastning till aktieägare. Vi vill dock nämna några ord angående valet av mått på lönsamhetens volatilitet. När man tar del av befintliga teorier inom detta område är den tolkning som ligger närmast till hands att starka varumärken kan vänta sig stabilare kassaflöden i absoluta mått mätt. Vi har dock valt att undersöka volatiliteten i relativa lönsamhetsmått, vilket kan påverka resultaten. Trots detta anser vi att studiens begreppsvaliditet är tillfredsställande.

Den interna validiteten har att göra med hur väl studien motsvarar verkligheten och fungerar som underlag för korrekta slutsatser (Ryan et al, 2002). Det första vi vill poängtera när det gäller detta är att termen varumärkesspecifik vinst ingår i Interbrands beräkning av varumärkesvärde, som tidigare beskrivits. Detta kan vid en första anblick tyckas innebära att

samtliga företag vars varumärken återfinns i rankningarna per definition är mer lönsamma än jämförbara företag med svaga varumärken. Dock anser vi att det faktum att den varumärkesspecifika vinsten endast utgör en del av varumärkets värde enligt metoden gör att vår studie icke desto mindre är relevant.

Något annat som bör tas upp är att det kan finnas vissa skillnader i verksamhet mellan företagen i ett par, även om vi försökt minimera dessa. Vidare kan skillnader i omsättning mellan företagen samt det faktum att de varumärken som ägs av de studerade företagen kan utgöra olika stora delar av företagets totala portfölj påverka den interna validiteten av en studie som vår. Vi har försökt minska effekten av skillnader i omsättning genom att hålla oss till regeln att skillnaden får vara max +/- fem gånger för varje par. Vi tror att vi genom denna regel försäkrar oss om att skalfördelar inte får alltför stort utslag i våra resultat. Det andra problemet hade vi som ambition att hantera genom att till största delen använda företag vars produkter säljs under företagets egna namn, och som således endast har ett varumärke. Vi har dock inte lyckats med detta fullt ut eftersom många varumärken på Interbrands rankningar och jämförbara svaga varumärken visade sig vara företag med stora varumärkesportföljer. Eftersom det i en tidigare studie har bevisats att detta faktum inte har någon anmärkningsbar effekt på resultatet (Kerin & Sethuraman, 1998), prioriterade vi istället ett större urval.

Vidare har vi försökt säkerställa studiens interna validitet genom att behandla all data från samtliga företag lika. Vi har varit mycket noggranna med att de poster vi använt från balans- och resultaträkningar ska ha samma innehåll för samtliga företag, och säkerställt detta genom att ta hjälp av noter till årsredovisningar och 10-K dokument. Då värden har uppstått som riskerar att ge missvisande resultat i jämförelser, såsom exempelvis negativt eget kapital eller operativt kapital, har vi uteslutit dessa företag samt de företag som de jämförs med från undersökningen. Sammantaget bedömer vi studiens interna validitet som tillfredsställande.

Den externa validiteten har att göra med hur generaliserbara slutsatserna är (Ryan et al, 2002). Vi har försökt säkerställa denna genom att inkludera företag från flera olika branscher i undersökningen, och studera dem över en längre tidsperiod. Något som kan tänkas minska generaliserbarheten av resultaten är att vi som tidigare beskrivits använt oss av Interbrands rankningar för att identifiera de starka varumärkena. Vår klassificering av starka och svaga varumärken bygger således endast på en definition av varumärkesstyrka. Trots detta bedömer vi studiens externa validitet som tillfredsställande, i och med att metoden är vida använd i tidigare studier av företag med starka varumärken.

## 4 Resultat

---

I detta avsnitt kommer vi att redovisa resultaten från vår undersökning samt testa våra tre hypoteser. Vår första hypotes är att företag med starka varumärken bör visa högre lönsamhet än företag med svaga varumärken och vi undersöker detta med hjälp av fyra olika nyckeltal. I vår andra hypotes tror vi att företag med starka varumärken även bör visa mindre volatil lönsamhet än företag med svaga varumärken, vilket testas genom en undersökning av standardavvikelsen på de fyra nyckeltalen. Slutligen undersöker vi om starka varumärken genererar mer värde till investerare än svaga varumärken genom att studera övervinst dels i absoluta tal, dels i relation till omsättning. För att underlätta för läsaren väljer vi att hålla oss till denna tredelade struktur även här när vi presenterar våra resultat.

Resultaten för var och en av de studerade variablerna presenteras i sin tur på tre olika sätt, som vi tidigare redogjort för. Först studeras variabelns genomsnittsvärde för de starka respektive svaga varumärkena för en första indikation, därefter studeras tecknen på de parvisa differenserna mellan genomsnittsvärdena och slutligen studeras värdet på dessa differenser. De två senare resultaten testas med hjälp av statistiska signifikanstest. Som tidigare nämnts kräver dessa test att vi gör ett normalfördelningsantagande. För att säkerställa att våra statistiska resultat inte är beroende av detta normalfördelningsantagande har vi valt att med hjälp av SPSS komplettera dem med icke-parametriska test, med vilket menas att testen är oberoende av vilken fördelning den undersökta populationen har (Newbold et al, 2003). Resultaten från dessa test redovisas efter resultaten för respektive undersökningsområde, innan vi prövar hypoteserna.

De statistiska signifikanstest vi gör ger oss för varje test en indikation på hur säkra våra resultat är. Signifikansnivån indikerar sannolikheten för att nollhypotesen förkastas trots att den är sann. Vi anser att vi har tillräckligt statistiskt stöd att förkasta nollhypotesen vid signifikansnivåer på 10 % eller lägre (Newbold et al, 2003).

### 4.1 Lönsamhet

Vår övergripande hypotes angående lönsamheten är att företag med starka varumärken har högre lönsamhet än företag med svaga varumärken, på grund av aspekter såsom att de kan ta ut prispremier och har högre produktivitet. Vi undersöker detta nedan genom att studera fyra olika lönsamhetsmått och vi tror att samtliga dessa mått kommer att visa på högre värden för

de starka varumärkena. Den hypotes vi vill förkasta, alltså vår nollhypotes ( $H_0$ ), är att det inte finns någon skillnad mellan företag med starka och svaga varumärken för vart och ett av de studerade måtten. Vår mothypotes ( $H_1$ ) för samtliga lönsamhetsmått är att de starka varumärkena har högre värden på måtten. Eftersom mothypotesen är ensidig uppåt, och alltså endast undersöker möjligheten att de starka varumärkena visar högre värden och inte lägre, utför vi uppåtsidiga hypotestest (eng. upper-tail tests).

Resultaten för vart och ett av lönsamhetsmåtten presenteras i tabellen nedan. I kolumnen för differenstecken står värdena för antalet fall (parvisa observationer) där de starka respektive svaga varumärkena har högst genomsnittligt värde. I kolumnen differensvärde uppges det genomsnittliga värdet på de parvisa differenserna (starkt varumärke minus svagt varumärke). I Appendix 3 ger vi ett exempel på hur vi har utfört de statistiska testen.

**Tabell 4.1** Resultat lönsamhetsmått

| Lönsamhetsmått                           | Genomsnittsvärde |       | Differenstecken |       | Differensvärde |
|------------------------------------------|------------------|-------|-----------------|-------|----------------|
|                                          | Starka           | Svaga | Starka          | Svaga | Genomsnitt     |
| <b>Bruttomarginal</b>                    | 47,7%            | 41,1% | 20              | 8     | 6,2%           |
| <i>Signifikansnivå</i>                   | N.A              |       | 1,9%            |       | 1,9%           |
| <b>Rörelsemarginal</b>                   | 14,2%            | 11,9% | 17              | 13    | 2,5%           |
| <i>Signifikansnivå</i>                   | N.A              |       | 29,1%           |       | 5,9%           |
| <b>Räntabilitet på operativt kapital</b> | 22,9%            | 17,6% | 20              | 6     | 5,7%           |
| <i>Signifikansnivå</i>                   | N.A              |       | 0,5%            |       | 2,1%           |
| <b>Räntabilitet på eget kapital</b>      | 27,4%            | 14,4% | 25              | 3     | 13,0%          |
| <i>Signifikansnivå</i>                   | N.A              |       | 0,01%           |       | 0,01%          |

#### 4.1.1 Bruttomarginal

Om vi börjar med att titta på bruttomarginalen ser vi att samtliga tre sätt att undersöka skillnaderna mellan starka och svaga varumärken indikerar att de starka varumärkena visar på högre bruttomarginal. Detta bekräftas av de starka signifikansnivåerna i båda de statistiska test vi utfört, och vi förkastar därför vår nollhypotes för bruttomarginalen. Vi kan konstatera att företag med starka varumärken har högre bruttomarginal än företag med svaga varumärken.

#### 4.1.2 Rörelsemarginal

De värden vi får för rörelsemarginalen ser lite annorlunda ut än för bruttomarginalen. Vi kan inte se lika tydliga skillnader mellan de starka och svaga varumärkena, och signifikansnivån är tillräckligt stark endast i ett av testen. Vi anser därför inte att vi kan förkasta vår nollhypotes för rörelsemarginalen, även om vi kan se vissa tendenser till högre värden för de starka varumärkena.

#### 4.1.3 Räntabilitet på operativt kapital ( $R_{OP}$ )

För  $R_{OP}$  ser vi återigen större skillnader mellan de starka och svaga varumärkena, och signifikansnivån är stark för båda de utförda testen. Vi anser oss därför kunna förkasta nollhypotesen för  $R_{OP}$ .

#### 4.1.4 Räntabilitet på eget kapital ( $R_E$ )

Detta är det nyckeltal där vi ser störst skillnad mellan de starka och svaga varumärkena. Signifikansnivåerna är mycket starka och det finns alltså en statistiskt säkerställd skillnad mellan starka och svaga varumärken när det kommer till räntabilitet på eget kapital.

#### 4.1.5 Kompletterande icke-parametriskt test

**Tabell 4.2** Resultat av kompletterande icke-parametriskt test för lönsamhet

| Lönsamhetsmått                    | Signifikansnivå |
|-----------------------------------|-----------------|
| Bruttomarginal                    | 1,9%            |
| Rörelsemarginal                   | 9,6%            |
| Räntabilitet på operativt kapital | 0,3%            |
| Räntabilitet på eget kapital      | 0,0%            |

Vi kan se att resultaten från Wilcoxons teckenrangtest är mer eller mindre i linje med de statistiska test vi själva utförde. Den enda skillnaden är att om vi skulle ha utgått endast från detta test skulle vi möjligtvis anse oss kunna förkasta nollhypotesen för samtliga lönsamhetsmått, men eftersom teckentestet vi utförde visade en mycket svag signifikansnivå för rörelsemarginalen vill vi inte göra det. Vi tror dock inte att denna skillnad beror på normalfördelningsantagandet, utan på utformningen av de statistiska testen. Både Wilcoxons teckenrangtest och det test vi själva gjorde av differensvärdena, vilket även det gav en signifikansnivå under 10 %, tar hänsyn till storleken på differenserna, medan teckentestet endast tar hänsyn till vilka tecken de har. Således menar vi att våra resultat inte är beroende av

det normalfördelningsantagande vi gjort, och vi står fast vid att vi kan förkasta nollhypotesen för samtliga lönsamhetsmått utom rörelsemarginalen.

#### 4.1.6 Sammanfattning och hypotesprövning

**Tabell 4.3** Sammanfattning lönsamhet

| Lönsamhetsmått                    | Utfall $H_0$ |
|-----------------------------------|--------------|
| Bruttomarginal                    | Förkastas    |
| Rörelsemarginal                   | Förkastas ej |
| Räntabilitet på operativt kapital | Förkastas    |
| Räntabilitet på eget kapital      | Förkastas    |

I och med att vi kan förkasta nollhypotesen för samtliga lönsamhetsmått utom rörelsemarginalen, finner vi statistiskt stöd för att företag med starka varumärken visar högre värde på lönsamhetsmåten i tre fall av fyra. Vart och ett av lönsamhetsmåten mäter lönsamhet på olika sätt och rörelsemarginal, vilket var det fall där vi inte kunde förkasta nollhypotesen, mäter bara lönsamhet på ett specifikt sätt. Eftersom resultaten för de övriga måten är så övertygande, och rörelsemarginalen trots allt visade tendenser på att vara högre för de starka varumärkena, anser vi att vi kan bekräfta vår första hypotes. Vid en jämförelse av lönsamheten med hjälp av våra fyra lönsamhetsmått finner vi alltså stöd för att företag med starka varumärken har högre lönsamhet än företag med svaga varumärken.

#### 4.2 Volatilitet i lönsamhet

Vår övergripande hypotes när det gäller lönsamhetens volatilitet är att företag med starka varumärken har mindre volatil lönsamhet än företag med svaga varumärken. Detta förklaras av att de har en högre grad av kundlojalitet vilket leder till stabil efterfrågan (Murphy, 1990; Stobart, 1994). Vi testar denna hypotes genom att undersöka standardavvikelsen för de fyra lönsamhetsmåten. Om vår hypotes stämmer bör måten för de starka varumärkena visa lägre standardavvikelse än för de svaga. Nollhypotesen för samtliga standardavvikelser är att det inte finns någon skillnad mellan de starka och svaga varumärkena och vi testar denna mot mothypotesen att standardavvikelserna är lägre för de starka varumärkena. Här är mothypotesen ensidig nedåt, till skillnad från förra fallet där den var ensidig uppåt, och testen vi utför är därför även de ensidiga nedåt (eng. lower-tail tests).

I tabellen som följer redovisas de resultat vi fick då vi undersökte standardavvikelsen för de fyra lönsamhetsmåten.

**Tabell 4.4** Resultat standardavvikelse för lönsamhetsmått

| Lönsamhetsmått<br>(standardavvikelse)    | Genomsnittsvärde |       | Differenstecken |       | Differensvärde |
|------------------------------------------|------------------|-------|-----------------|-------|----------------|
|                                          | Starka           | Svaga | Starka          | Svaga | Genomsnitt     |
| <b>Bruttomarginal</b>                    | 4,8%             | 4,8%  | 16              | 12    | -0,1%          |
| <i>Signifikansnivå</i>                   | N.A              |       | 82,6%           |       | 47,6%          |
| <b>Rörelsemarginal</b>                   | 5,1%             | 5,3%  | 16              | 14    | -0,2%          |
| <i>Signifikansnivå</i>                   | N.A              |       | 70,9%           |       | 39,1%          |
| <b>Räntabilitet på operativt kapital</b> | 7,6%             | 8,9%  | 18              | 8     | -1,3%          |
| <i>Signifikansnivå</i>                   | N.A              |       | 98,5%           |       | 24,5%          |
| <b>Räntabilitet på eget kapital</b>      | 12,9%            | 11,3% | 14              | 14    | 1,7%           |
| <i>Signifikansnivå</i>                   | N.A              |       | 57,5%           |       | 79,6%          |

När vi studerar dessa resultat är det svårt att urskilja någon skillnad mellan de starka och svaga varumärkena. För marginalmått är genomsnittsvärdena mycket lika och differensvärdena mycket små. För  $R_{OP}$  ser det på genomsnittsvärdena ut som om de starka varumärkena har lägre standardavvikelse, men om vi tittar på differenstecknen så har de starka varumärkena högre standardavvikelse i flest fall. För  $R_E$  har de starka varumärkena däremot högre genomsnittsvärde, men lika många fall av högre genomsnittligt värde som de svaga varumärkena. Det tycks alltså inte finnas något mönster i resultaten, och samtliga signifikansnivåer är dessutom för svaga för att nollhypotesen ska kunna förkastas i något fall.

#### 4.2.1 Kompletterande icke-parametriskt test

På grund av att våra resultat för standardavvikelsen är av den natur de är, med fler fall av positiva differenser istället för fler fall av negativa differenser som vi hade väntat oss, kan vi inte utföra Wilcoxon's teckenrangtest om vi fortfarande vill behålla de ursprungliga noll- och mothypoteserna. Detta beror på testets utformning (se exempelvis Newbold et al, 2003), som vid ensidiga test endast testar den mothypotes som är mest sannolik givet undersökningens utfall, vilket i vårt fall skulle bli att standardavvikelsen är lägre för de svaga varumärkena. Vi vill dock hålla fast vid våra ursprungliga hypoteser, och väljer därför att med hjälp av SPSS utföra ett icke-parametriskt teckentest istället, där vi själva kan välja mothypotes. Precis som det teckentest vi själva utfört tar detta endast hänsyn till tecknen på differenserna. Resultaten presenteras i tabellen som följer.

**Tabell 4.5** Resultat av kompletterande icke-parametriskt test för volatilitet

| Lönsamhetsmått (standardavvikelse) | Signifikansnivå |
|------------------------------------|-----------------|
| Bruttomarginal                     | 71,5%           |
| Rörelsemarginal                    | 57,3%           |
| Räntabilitet på operativt kapital  | 96,1%           |
| Räntabilitet på eget kapital       | 50,0%           |

Precis som för de två test för var och en av variablerna som tidigare redovisats ser vi att signifikansnivån för testet är för svag för att förkasta nollhypotesen i samtliga fall. Vi kan stå fast vid våra tidigare resultat och konstaterar att de inte är beroende av normalfördelningsantagandena.

#### 4.2.2 Sammanfattning och hypotesprövning

**Tabell 4.6** Sammanfattning volatilitet i lönsamhet

| Lönsamhetsmått (standardavvikelse) | Utfall $H_0$ |
|------------------------------------|--------------|
| Bruttomarginal                     | Förkastas ej |
| Rörelsemarginal                    | Förkastas ej |
| Räntabilitet på operativt kapital  | Förkastas ej |
| Räntabilitet på eget kapital       | Förkastas ej |

I och med att vi inte kan förkasta nollhypotesen för någon av standardavvikelsema kan vi inte heller bekräfta vår andra hypotes. Företag med starka varumärken visar inte på lägre standardavvikelse än svaga varumärken för våra fyra undersökta lönsamhetsmått, och därmed finner vi inget stöd för att de har mindre volatil lönsamhet.

#### 4.3 Värdeskapande för investerare

När det gäller värdeskapande för investerare, vilket vi undersöker genom att studera övervinst enligt RIV-modellen, är vår hypotes att företag med starka varumärken genererar större övervinster och därigenom skapar mer värde åt investerare än företag med svaga varumärken. Att vi tror att övervinsterna är större för företag med starka varumärken har först och främst att göra med att starka varumärken troligtvis har lagt ner mer pengar på varumärkesbyggande investeringar, vilka inte aktiveras utan kostnadsfritt direkt. På så vis bör de ha mer osynliga tillgångar som genererar vinster, men inte tas upp i kapitalbasen. Dessutom bör de enligt tidigare resonemang ha högre marginaler och avkastning på satsat kapital än svaga varumärken, vilket även det bör återspeglas i högre övervinster. Precis som när vi undersökte värdet på lönsamhetsmått formulerar vi nollhypotesen som att det inte finns någon skillnad mellan starka och svaga varumärken och mothypotesen som att företag med starka

varumärken ger högre värden. Vi kommer först att presentera de resultat vi får då vi undersöker övervinst i absoluta tal, och därefter tittar vi på hur det ser ut för övervinst i relation till omsättning.

#### 4.3.1 Övervinst i absoluta tal

Nedan följer de resultat vi får när vi studerar övervinst i absoluta tal.

**Tabell 4.7** Resultat övervinst i absoluta tal

| Genomsnittsvärde (MUSD*) |       | Differenstecken       |       | Differensvärde (MUSD*) |
|--------------------------|-------|-----------------------|-------|------------------------|
| Starka                   | Svaga | Starka                | Svaga | Genomsnitt             |
| 1789                     | -107  | 24                    | 4     | 1882                   |
| N.A                      |       | Signifikansnivå: 0,0% |       | Signifikansnivå: 0,0%  |

\* Historiska växelkurser för företag som ej redovisar i USD är hämtade från [www.oanda.com](http://www.oanda.com)

Vi ser här att det är en stor skillnad i övervinst i absoluta tal mellan starka och svaga varumärken, och signifikansnivåerna är så starka som 0,0 %. Vi finner med andra ord en statistiskt säkerställd skillnad i övervinst mellan starka och svaga varumärken.

#### 4.3.2 Övervinst i relation till omsättning

Då det existerar skillnader i omsättning mellan företagen vill vi även undersöka övervinst i relation till omsättning, och får då följande resultat.

**Tabell 4.8** Resultat övervinst i relation till omsättning

| Genomsnittsvärde |       | Differenstecken       |       | Differensvärde        |
|------------------|-------|-----------------------|-------|-----------------------|
| Starka           | Svaga | Starka                | Svaga | Genomsnitt            |
| 5,4%             | 0,5%  | 22                    | 6     | 4,9%                  |
| N.A              |       | Signifikansnivå: 0,2% |       | Signifikansnivå: 0,0% |

Av dessa resultat kan vi konstatera att även då vi genom att relatera övervinst till omsättning rensar för skillnader i storlek på företagen ger de starka varumärkena statistiskt säkerställt högre nivåer. De kan alltså sägas generera mer övervinst per omsatt krona.

#### 4.3.3 Kompletterande icke-parametriskt test

**Tabell 4.9** Resultat av kompletterande icke-parametriskt test för värdeskapande

| Mått på värdeskapande                | Signifikansnivå |
|--------------------------------------|-----------------|
| Övervinst i absoluta tal             | 0,0%            |
| Övervinst i relation till omsättning | 0,0%            |

Vi ser här att även det icke-parametriska Wilcoxon-test vi utfört ger mycket starka signifikansnivåer, och våra resultat för värdeskapande för investerare är därför inte beroende av det normalfördelningsantagande vi gjort.

#### 4.3.4 Sammanfattning och hypotesprövning

**Tabell 4.10** Sammanfattning värdeskapande

| Mått på värdeskapande                | Utfall $H_0$ |
|--------------------------------------|--------------|
| Övervinst i absoluta tal             | Förkastas    |
| Övervinst i relation till omsättning | Förkastas    |

I samtliga test kan vi förkasta nollhypotesen på starka signifikansnivåer och vi anser oss därför kunna bekräfta vår tredje hypotes. Det tycks vara så att företag med starka varumärken genererar högre övervinster än företag med svaga varumärken, och därigenom skapar mer värde åt investerare.

#### 4.4 Summering av studiens resultat

**Tabell 4.11** Summering av studiens resultat

| Hypotes                                                                                                                                                 | Utfall          |
|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------|
| <b>1:</b> Företag med starka varumärken har högre lönsamhet än jämförbara företag med svaga varumärken.                                                 | <b>STÖDS</b>    |
| <b>2:</b> Företag med starka varumärken har mindre volatil lönsamhet än jämförbara företag med svaga varumärken.                                        | <b>STÖDS EJ</b> |
| <b>3:</b> Företag med starka varumärken genererar högre övervinster och skapar därigenom mer aktieägarvärde än jämförbara företag med svaga varumärken. | <b>STÖDS</b>    |

## 5 Analys

---

Vi kommer här att diskutera de resultat vi presenterade i föregående avsnitt, och undersöka ett antal faktorer som vi tror kan förklara dem.

### 5.1 Lönsamhet

Vi börjar med att titta på de resultat vi fick i avsnitt 4.1, och diskuterar dessa för marginalmåten och avkastningsmåten var för sig, och går sedan djupare in på de faktorer som vi tror kan förklara skillnaderna dem emellan.

#### 5.1.1 Marginalmåten

Om vi börjar med att titta på marginalmåten så var resultaten för bruttomarginalen mycket övertygande, och precis som ett flertal teorier hävdar (se exempelvis Aaker 1991; Blackett, 1991; Kotler et al, 2002) verkar det som om företag med starka varumärken kan ta ut en prispremie för sina produkter. När det gäller rörelsemarginalen däremot, fanns inte lika tydliga skillnader mellan de starka och svaga varumärkena. Vi tror att detta beror på att företagens varumärkesbyggande utgifter, som rimligtvis är större för de starka varumärkena, inte är inkluderade i bruttoresultatet medan de är inkluderade i rörelseresultatet. Förutom marknadsföring är det rimligt att företag med starka varumärken tvingas spendera mer på exempelvis forskning och utveckling, för att lyckas behålla sina marknadsandelar och inte öppna upp för billigare alternativ på marknaden (Kapferer, 1998). Det är dyrt att hålla varumärken vid liv och vi tror därför att dessa kostnader minskar skillnaden mellan de starka och svaga varumärkena. Prispremien och de besparingar starka varumärken hävdas ha genom högre produktivitet (Srivastava et al, 1998) är inte tillräckligt stora för att vi ska kunna se en statistiskt säkerställd högre rörelsemarginal.

#### 5.1.2 Avkastningsmåten

För att gå vidare till avkastningsmåten, så är det värt att notera att våra resultat för  $R_E$  visar på betydligt större skillnader mellan starka och svaga varumärken än de andra lönsamhetsmåten.  $R_E$  är det mått som är allra viktigast ur aktieägarnas perspektiv, eftersom det mäter avkastningen på det satsade kapitalet. Givetvis beror denna avkastning på företagets lönsamhet i övrigt och nivån på  $R_E$  är därför kopplad till nivån på marginalmåten. Vi ser visserligen en signifikant högre nivå för de starka varumärkena när det gäller bruttomarginal och en svagt högre nivå i rörelsemarginal, men skillnaden i nivå på  $R_E$  kan ändå tyckas

förvånande stor mot bakgrund av de övriga resultaten. Om skillnaden i rörelsemarginal är marginell och inte statistiskt säkerställd, borde skillnaden i  $R_E$  även den vara marginell, allt annat lika.

Vi tror att en möjlig förklaring till detta är att företag med starka varumärken kan tillåtas ha en högre skuldsättningsgrad vilket genom en hävstångseffekt ger positivt utslag på  $R_E$ , utan att ha någon effekt på marginalmåten. Lovett och MacDonald (2005) menar att varumärkesbyggande inte bara spelar en roll för företagets position på konsumentmarknaden, utan är viktig även för positionen på kapitalmarknaden. Om det är så att de stora skillnaderna i  $R_E$  mellan de starka och svaga varumärkena i vår undersökning kan förklaras av en högre skuldsättningsgrad hos de företag som har starka varumärken, anser vi att våra resultat stöder detta påstående. Vi tolkar detta som att ett starkt varumärke signalerar lägre rörelserisk, och således kan företag med starka varumärken ta på sig en större finansiell risk, som ger positivt utslag på  $R_E$ .

En annan faktor som kan tänkas påverka resultaten vi sett är redovisningskonservatism. Då utgifter för varumärkesbyggande aktiviteter kostnadsförs istället för att aktiveras minskar årets resultat med motsvarande summa efter skatt.<sup>5</sup> Årets resultat förs som bekant in under eget kapital, vilket betyder att de utgifter som kostnadsförs istället för att aktiveras minskar eget kapital. Således bör företag med starka varumärken, givet att de gör större investeringar i varumärkesbyggande, på grund av redovisningskonservatism ha ett eget kapital som är undervärderat till en högre grad än för företag med svaga varumärken. Detta är i linje med Kerin och Sethuramans resultat från 1998, som bekräftade en positiv korrelation mellan varumärkesstyrka och market to book-värde. Detta förhållande ger i sin tur utslag på  $R_E$  och  $R_{OP}$ , som blir högre då eget kapital är litet. Effekten på årets resultat kan observeras under den period företaget ökar sina investeringar i varumärket. Efter ett visst antal år kan man anta att företag når en slags steady-state nivå när kostnaden för avskrivningar uppgår till samma belopp som de nya investeringarna, och det blir därför inte längre någon skillnad på årets resultat. Dock kommer skillnaden i eget kapital att kvarstå även efter denna tidpunkt, som ett resultat av den initiala tidsperiodens kostnadsförda investeringar. Detta gör att effekten på  $R_E$  också kvarstår. Vi kommer att undersöka hur skuldsättningsgrad respektive redovisningskonservatism kan ha påverkat resultaten för  $R_E$  i avsnitt 5.1.3 och 5.1.4.

---

<sup>5</sup> Enligt IAS 38 ska kostnader för utveckling aktiveras under vissa förutsättningar, men den regeln började tillämpas först 2004. Under US GAAP har företag under längre tid haft möjlighet att aktivera sådana kostnader, dock endast under särskilda förutsättningar.

De resultat vi såg för  $R_{OP}$  visade på betydligt större skillnader mellan starka och svaga varumärken än för rörelsemarginalen, men mindre skillnader än för  $R_E$ . Vi tror att förklaringen till detta, precis som förklaringen till de höga nivåerna på  $R_E$ , återfinns i skuldsättningsgrad och redovisningskonservatism. Om vi börjar med att jämföra  $R_{OP}$  med rörelsemarginalen kan det vid en första anblick tyckas förvånande att  $R_{OP}$  visar på större skillnader än denna, i och med att måttet mäter avkastningen på det kapital som används i rörelsen. Detta har troligen att göra med att operativt kapital, precis som eget kapital, är undervärderat till en högre grad för de starka varumärkena genom att varumärkesbyggande utgifter har kostnadsförts. Att skillnaderna mellan starka och svaga varumärken för  $R_{OP}$  inte är lika stora som för  $R_E$  har i sin tur troligtvis att göra med att operativt kapital inte påverkas till en lika hög grad av redovisningskonservatism som eget kapital gör. I absoluta mått är påverkan visserligen lika stor, men den relativa skillnaden blir mindre. Operativt kapital är eget kapital samt räntebärande och långsiktiga skulder minskat med kassan. Så länge som de räntebärande och långsiktiga skulderna är större än kassan blir alltså den relativa skillnaden av att kostnadsföra eller aktivera kostnader mindre än för eget kapital. Det är således rimligt att skillnaden mellan starka och svaga varumärken är mindre för  $R_{OP}$  än för  $R_E$ . Dessutom tar man ingen hänsyn till hur verksamheten är finansierad då man studerar  $R_{OP}$ , och vi har således ingen hävstångseffekt som i  $R_E$ .

### 5.1.3 Hävstångseffekt

Vi vill nu undersöka om det finns några skillnader mellan de starka och svaga varumärkena vad gäller skuldsättningsgrad och därigenom finansiell hävstångseffekt som ökar  $R_E$ . Vi presenterar och testar resultaten i tabellen nedan på samma sätt som resultaten i avsnitt 4.

**Tabell 5.1** Totala skulder i relation till eget kapital<sup>6</sup>

| Genomsnittsvärde |       | Differenstecken        |       | Differensvärde        |
|------------------|-------|------------------------|-------|-----------------------|
| Starka           | Svaga | Starka                 | Svaga | Genomsnitt            |
| 1,9              | 1,5   | 15                     | 8     | 0,55                  |
| N.A              |       | Signifikansnivå: 10,6% |       | Signifikansnivå: 3,5% |

I tabellen ser vi tydliga tendenser till att starka varumärken har en högre skuldsättningsgrad än svaga varumärken. Då vi har utfört signifikanstesten har vi testat nollhypotesen att det inte finns någon skillnad mellan starka och svaga varumärken mot mothypotesen att starka varumärken har högre skuldsättningsgrad. Det icke-parametriska Wilcoxon-testet ger en

<sup>6</sup> På grund av bankernas extrema skuldsättningsgrad har de uteslutits ur jämförelsen. Likaså har Ford och Fiat uteslutits då Ford uppvisar negativ skuldsättningsgrad under 2006.

signifikansnivå på 3,7 %, vilket är nära den nivå som det test vi själva utfört på differensvärdena ger. För teckentestet är signifikansnivån strax över 10 %, men vi anser ändå att vi kan tolka resultaten som om de tendenser vi ser är tillräckligt tydliga för att de ska kunna påverka våra resultat för  $R_E$ . Det betyder att de starka varumärkena kan dra nytta av en finansiell hävstångseffekt till en större grad än de svaga, vilket torde förklara en del av skillnaden i  $R_E$  vi såg i avsnitt 4.1. Det tycks vara så att de starka varumärkena kan ta på sig en större finansiell risk än de svaga.

#### 5.1.4 Resultat efter justering för redovisningskonservatism

Vi kommer nu att göra ett försök att rensa våra resultat för  $R_E$  för redovisningskonservatism, eftersom detta riskerar att bidra till en artificiellt högre nivå för de starka varumärkena. Runsten (1998) har undersökt hur redovisningskonservatism påverkar värdet på eget kapital. Genom en empirisk undersökning finner han värden på det permanenta mätfelet på eget kapital (eng. permanent measurement bias) för företag inom olika branscher. Detta värde brukar vanligtvis betecknas  $q$ , och beräknas genom följande formel.

$$q(BV) = \frac{V_T}{B_T} - 1$$

Det permanenta mätfelet räknas alltså ut genom förhållandet mellan det verkliga värdet på eget kapital ( $V_T$ ) och det bokförda värdet ( $B_T$ ). Det påverkar det värde på  $R_E$  som observeras genom följande formel.

$$R_E^* = R_E^u + q(BV)(R_E^u - g)$$

$R_E^*$  är observerad räntabilitet på eget kapital, medan  $R_E^u$  står för  $R_E$  rensat för mätfelet.  $g$  är den årliga tillväxten i eget kapital (Skogsvik, 2002). Då vi gjort vår rensning för redovisningskonservatism har vi utgått från Runstens (1998) värden på det permanenta mätfelet för de branscher företagen i vårt urval tillhör. Vi tror att de starka varumärkena på grund av högre investeringar i varumärkesbyggande har ett större permanent mätfel, och för att fastställa skillnaden i värde gör vi två antaganden. För det första antar vi att Runstens urval av företag är företag med jämnt varierande varumärkesstyrka. Vidare, eftersom vi inte vet hur mycket som skiljer i värde på mätfelet mellan starka respektive svaga varumärken måste vi göra ett antagande även för detta. Här resonerar vi som så att det är bättre att vi övervärderar mätfelet för de starka varumärkena och undervärderar det för de svaga än tvärtom, för att inte

undervärdera vikten av redovisningskonservatism. Vi antar därför att  $q$ -värdet för de starka varumärkena är dubbelt så stort som  $q$ -värdet för de svaga varumärkena. Vi tror inte att det är rimligt att skillnaden är större än så, och om vi trots detta starka antagande ser att en skillnad i  $R_E$  kvarstår anser vi att vi med säkerhet kan påstå att det finns en reell skillnad. Därigenom kan vi ge vart och ett av företagen ett värde på  $q$ . I Appendix 4 redogör vi för de ursprungliga värdena på mätfele, samt de värden vi har använt.

Genom formeln ovan räknar vi ut ett värde på  $R_E^u$  per företag och år, och vi tittar sedan precis som tidigare på genomsnittsvärdet för de starka respektive svaga varumärkena, tecknen på de parvisa differenserna mellan medelvärdena, samt värdet på differenserna. Detta ger oss följande resultat.

**Tabell 5.2** Resultat räntabilitet på eget kapital efter justering för redovisningskonservatism

| Genomsnittsvärde |       | Differenstecken       |       | Differensvärde        |
|------------------|-------|-----------------------|-------|-----------------------|
| Starka           | Svaga | Starka                | Svaga | Genomsnitt            |
| 20,2%            | 15,2% | 19                    | 9     | 4,7%                  |
| N.A              |       | Signifikansnivå: 4,5% |       | Signifikansnivå: 3,3% |

Av resultaten ovan ser vi att de starka varumärkena fortfarande visar på högre värden på  $R_E$ , även om skillnaderna har minskat. Vi får starka signifikansnivåer i båda de utförda testen, precis som i det kompletterande icke-parametriska Wilcoxon-testet som ger en nivå på 3,0 %. Det verkar alltså finnas en reell skillnad i  $R_E$  mellan starka och svaga varumärken, eftersom inte hela värdet kunde förklaras av redovisningskonservatism. Denna reella skillnad anser vi huvudsakligen kunna förklaras av en hävstångseffekt tack vare högre skuldsättningsgrad. Vi vill dock poängtera att dessa resultat är starkt beroende av våra antaganden om värdena på  $q$ , vilket påverkar begreppsvaliditeten i uppsatsen. Trots detta vill vi inkludera resultaten som indikationer på hur nivåerna på  $R_E$  förhåller sig till varandra efter justeringen.

## 5.2 Volatilitet i lönsamhet

Utifrån befintlig teori är de resultat vi får för standardavvikelse förvånande, och det finns flera tänkbara anledningar till detta. När teorierna hävdar att starka varumärken har stabilare lönsamhet förklarar de detta med att de har mer lojala kunder och därmed möter en mer stabil efterfrågan (Murphy, 1990; Stobart, 1994). När vi initialt tolkade teorierna uppfattade vi det som om de åsyftade mer stabil lönsamhet i absoluta mått mätt. Som vi nämnde när vi beskrev undersökningens metod är det ett medvetet val att inte undersöka volatilitet i absoluta

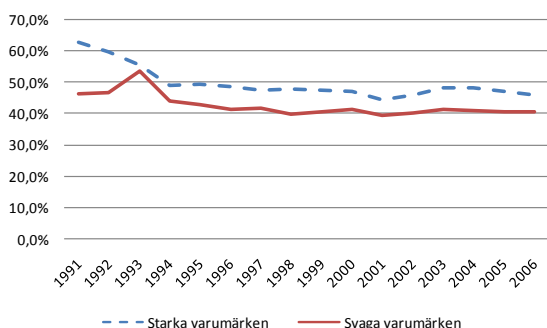
resultatmått, eftersom effekten av förvärv och avyttringar då skulle riskera att få betydande utslag i resultaten. Detta kan dock ha spelat in när vi nu inte fick de resultat vi väntat oss.

De lönsamhetsmått vi har undersökt påverkas inte endast av efterfrågan, vilket vi tror kan ha inverkat på utfallet. Även kapitalstrukturen påverkar volatiliteten i avkastningsmått till viss mån, då denna kan variera i olika grad mellan företagen och över tid. Vidare, om företag med starka varumärken investerar mer i exempelvis marknadsföring eller forskning och utveckling dyker dessa kostnader upp som klumpsummor av varierande storlek under åren. Den motsvarande intäktsökningen som följd av investeringarna kan tänkas uppkomma först nästkommande år. Detta ökar volatiliteten i rörelsemarginalen och därigenom volatiliteten i räntabilitet på eget och operativt kapital. En ytterligare tänkbar anledning till de förvånande resultaten är att de starka varumärkena upplevt en större ökning i lönsamhet än de svaga varumärkena under den studerade perioden, vilket ger utslag i volatiliteten. Vi undersöker detta närmare nedan i avsnitt 5.2.1.

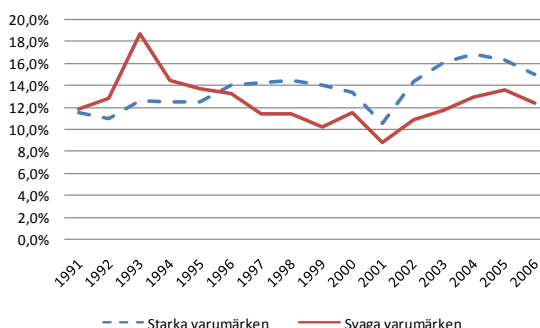
### 5.2.1 Lönsamhetsutveckling

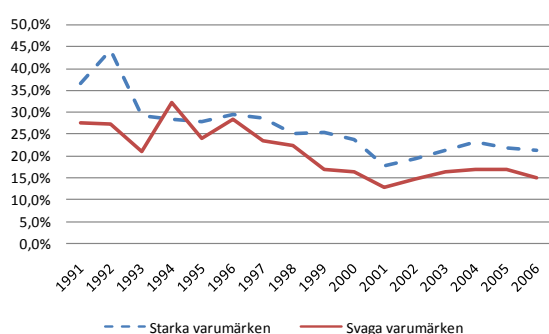
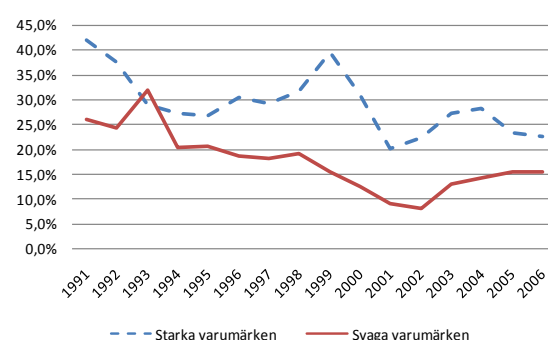
För att undersöka huruvida det är så att de starka varumärkena har ökat nivåerna på lönsamhetsmått mer än de svaga illustrerar vi nedan utvecklingen av lönsamhetsmått under perioden 1991 till 2006. Det vi ser i graferna är de genomsnittliga lönsamhetsmått för starka respektive svaga varumärken. Det innebär att antalet observationer som genomsnittet beräknas på ökar fram till år 2001 då data från alla företag ingår. Att kurvorna pendlar mycket de första åren på 1990-talet har således relativt liten betydelse för beräkningen av volatiliteten.

**Graf 5.1** Utveckling bruttomarginal



**Graf 5.2** Utveckling rörelsemarginal



**Graf 5.3** Utveckling räntabilitet på operativt kapital**Graf 5.4** Utveckling räntabilitet på eget kapital

Om vi börjar med bruttomarginalen kan vi inte se någon trend ovan som pekar på att förbättrad bruttomarginal skulle ha givit de starka varumärkena högre volatilitet. Av graf 5.2 ser man dock en tendens till ökad rörelsemarginal för de starka varumärkena, medan det inte skett någon egentlig förbättring för de svaga varumärkena. Att rörelsemarginalen ökat med cirka 2 % för de starka varumärkena under perioden har troligtvis en viss effekt på volatiliteten, om än en liten sådan. Precis som för utvecklingen på bruttomarginalen kan vi inte heller se någon tendens till förbättrad räntabilitet på operativt kapital för de starka varumärkena relativt de svaga. Således finns ingen sådan effekt med i beräkningen av volatiliteten på  $R_{OP}$ . Slutligen kan vi konstatera att de starka varumärkena inte heller har fått ökad volatilitet i  $R_E$  på grund av en ökande trend.

Vi kan alltså konstatera att beräkningarna av volatiliteten på lönsamhetsmått inte verkar ha påverkats av att starka och svaga varumärken följt olika trender i utvecklingen av dessa, utan tvärtom tycks lönsamhetsutvecklingen för de två grupperna följa varandra.

### 5.2.2 Volatilitet i relation till lönsamhetsnivå

Innan vi går vidare till att analysera resultaten för vår tredje hypotes vill vi undersöka volatiliteten i lönsamhet på ett ytterligare sätt. Vi kan alltså konstatera att vi inte ser någon skillnad i standardavvikelse för lönsamhetsmått mellan starka och svaga varumärken, men när det gäller lönsamheten visade de starka varumärkena på statistiskt säkerställt högre nivåer i tre fall av fyra. Syftet med att investera i ett varumärke för att uppnå stabil lönsamhet torde vara att minska risken i verksamheten. Eftersom en viss nivå av volatilitet bör vara lättare att hantera, och därmed mindre riskfylld, vid en högre lönsamhet finner vi det intressant att relatera standardavvikelserna till nivån på lönsamhetsmått och får då följande resultat.

**Tabell 5.3** Resultat standardavvikelse i relation till lönsamhet

| Lönsamhetsmått                    | Genomsnittlig standardavvikelse/Genomsnittlig lönsamhet |                  |
|-----------------------------------|---------------------------------------------------------|------------------|
|                                   | Starka varumärken                                       | Svaga varumärken |
| Bruttomarginal                    | 10,0%                                                   | 11,7%            |
| Rörelsemarginal                   | 36,0%                                                   | 44,7%            |
| Räntabilitet på operativt kapital | 33,1%                                                   | 50,4%            |
| Räntabilitet på eget kapital      | 47,3%                                                   | 78,3%            |

Av detta får vi en helt annan bild av volatiliteten. Även om vi inte kan förkasta nollhypotesen på grund av att vi inte såg någon skillnad i volatilitet i lönsamhet mellan starka och svaga varumärken, bör hänsyn tas till att en given standardavvikelse torde ha mindre betydelse ju högre lönsamhetsmåttet är när situationen för de två grupperna jämförs.

### 5.3 Värdeskapande för investerare

Givet resultaten vi tidigare såg för  $R_E$  känns resultaten för övervinst väntade. Vi tror att de stora skillnaderna mellan starka och svaga varumärken precis som för  $R_E$  beror på en finansiell hävstångseffekt och redovisningskonservatism. Den högre skuldsättningsgraden innebär dock även en högre risk som återspeglas i ägarnas avkastningskrav, och torde därför inte spela en lika betydande roll som för  $R_E$ . Det undersökningen av övervinst tillför utöver det vi såg för  $R_E$  är därför att vi här visar att avkastningen till aktieägare är större för starka än för svaga varumärken även efter justering för risk. Dessa resultat stämmer överens med de indikationer som Madden et al (2006) får i sin undersökning av starka varumärken jämförda med en portfölj av andra varumärken. Vi kommer i avsnitt 5.3.1 att undersöka vad som händer med våra resultat om vi justerar för effekterna av redovisningskonservatism. Om skillnaderna i övervinst endast beror på att eget kapital är artificiellt lågt till följd av redovisningskonservatism skulle detta innebära att det kanske inte finns någon reell skillnad i övervinster.

#### 5.3.1 Resultat efter justering för redovisningskonservatism

På samma sätt som vi i avsnitt 5.1.4 gjorde en justering för redovisningskonservatism för resultaten för  $R_E$  i finner vi det intressant att som ett sista steg i analysen göra samma justering för övervinst. Vi justerar här värdet på eget kapital i täljaren, så att vi får marknadsvärde istället för bokfört värde, genom att använda samma värden på  $q$  som i avsnitt 5.1.4.<sup>7</sup> Precis som då vi tidigare undersökte övervinst tittar vi först på de resultat vi får då vi

<sup>7</sup> Vi antar här ingen förändring i det permanenta mätfelet under tidsperioden, och kan därför utgå från att årets resultat inte behöver justeras.

räknar ut övervinst i absoluta tal, och därefter relaterar vi övervinsten till omsättning. Således blir formeln för våra nya beräkningar som följer.

$$RI^u = \text{Årets resultat} - r_E \times (MV_T - \text{Utdelning})$$

$$RI\%^u = \frac{\text{Årets resultat} - r_E \times (MV_T - \text{Utdelning})}{\text{Omsättning}}$$

$$MV_T = BV_T(1 + q(BV))$$

Resultaten från beräkningen av övervinst i absoluta tal rensat för redovisningskonservatism presenteras i tabellen nedan.

**Tabell 5.4** Resultat övervinst i absoluta tal justerat för redovisningskonservatism

| Genomsnittsvärde (MUSD) |       | Differenstecken        |       | Differensvärde (MUSD) |
|-------------------------|-------|------------------------|-------|-----------------------|
| Starka                  | Svaga | Starka                 | Svaga | Genomsnitt            |
| 20                      | -575  | 17                     | 11    | 594                   |
| N.A                     |       | Signifikansnivå: 17,4% |       | Signifikansnivå: 7,8% |

Resultaten är inte lika övertygande som de vi såg tidigare, dock är fortfarande den ena signifikansnivån relativt stark. Wilcoxon's teckenrangtest ger en signifikansnivå mitt emellan de två som presenteras ovan, 12,3 %.

När vi tittar på övervinst justerat för redovisningskonservatism i relation till omsättning får vi följande resultat.

**Tabell 5.5** Resultat övervinst justerat för redovisningskonservatism i relation till omsättning

| Genomsnittsvärde |       | Differenstecken       |       | Differensvärde        |
|------------------|-------|-----------------------|-------|-----------------------|
| Starka           | Svaga | Starka                | Svaga | Genomsnitt            |
| 0,4%             | -2,9% | 18                    | 10    | 3,3%                  |
| N.A              |       | Signifikansnivå: 9,3% |       | Signifikansnivå: 1,8% |

Dessa resultat är mer övertygande än de för övervinst i absoluta tal. Signifikansnivåerna är tillräckligt starka för att förkasta nollhypotesen i båda de utförda testen. Även det kompletterande icke-parametriska testet ger en stark nivå på 2,8 %.

Vi anser att de resultat vi sett i detta avsnitt visar att det för övervinst, precis som för  $R_E$ , finns en skillnad även efter rensning för redovisningskonservatism. Visserligen gav det ena signifikanstestet av övervinst i absoluta tal en signifikansnivå på över 17 %, men övriga

resultat visar enhälligt att starka varumärken skapar högre övervinster än svaga varumärken. Dessa resultat indikerar därmed att företag med starka varumärken skapar mer värde till aktieägarna, och att detta inte enbart är beroende av redovisningskonservatism.

### 5.3.2 Jämförelse med aktiemarknadens uppfattning

Vi kan nu konstatera att den initiala skillnaden i övervinst mellan starka och svaga varumärken troligtvis till viss del kan förklaras av att de starka varumärkenas balansräkningar är undervärderade till en högre grad än de svaga varumärkenas balansräkningar. Det blir då intressant att titta på hur marknaden uppfattar värdet på företagen. Kerin och Sethuraman (1998) visade på en positiv korrelation mellan varumärkesstyrka och market to book-värden, vilket gör att vi vill testa om vi får samma resultat med våra studerade varumärken. Vi jämför våra resultat med dessa genom att titta på ett genomsnitt för marknadsvärde på eget kapital i relation till bokfört eget kapital för samma företag för samma tidsperiod.

**Tabell 5.6** Resultat marknadsvärde på eget kapital i relation till bokfört värde

| Genomsnittsvärde |       | Differenstecken       |       | Differensvärde        |
|------------------|-------|-----------------------|-------|-----------------------|
| Starka           | Svaga | Starka                | Svaga | Genomsnitt            |
| 5,7              | 2,6   | 24                    | 4     | 3,0                   |
| N.A              |       | Signifikansnivå: 0,0% |       | Signifikansnivå: 0,0% |

Vi ser tydligt att de starka varumärkena visar på högre värden än de svaga varumärkena, och signifikansnivåerna är mycket starka. Även Wilcoxons teckenrangtest ger en signifikansnivå på 0,0 %. När vi har gjort testen har vi formulerat nollhypotesen som att det inte finns någon skillnad mellan de starka och svaga varumärkena, och testat mot mothypotesen att de starka varumärkena har ett högre värde på variabeln. Dessa resultat indikerar tydligt att samma korrelationsmönster gäller för våra studerade varumärken som i Kerin och Sethuramans undersökning från 1998. Även om dessa mått som ges av aktiemarknaden färgas av annat än redovisningen vi har undersökt, får vi indikationer på att våra resultat gällande värdeskapande är i överensstämmelse med verkligheten. Se Appendix 5 för fullständiga data till tabell 5.6.

## 6 Känslighetsdiskussion

---

För att inte dra några slutsatser på felaktiga grunder ämnar vi nu diskutera faktorer som kan ha påverkat våra resultat i endera riktningen. Vi kommer först att undersöka huruvida skillnader i redovisningsstandarder har påverkat undersökningen av lönsamheten, och därefter tittar vi på betydelsen av den valda tidsperioden för lönsamheten och volatiliteten för denna.

### *6.1 Skillnader i redovisningsstandarder*

Koller, Goedhart och Wessels (2005) gjorde en undersökning med 50 europeiska företag som rapporterade enligt både IFRS och US GAAP och konstaterade att de redovisade resultaten var genomgående lägre enligt US GAAP. De resultat som ovanstående författare redovisar torde visserligen stärka våra bevis för den första hypotesen ytterligare i och med att de starka varumärkena rapporterat enligt US GAAP i större utsträckning än de svaga i vår studie (totalt rapporterade 30 starka varumärken enligt US GAAP mot 12 svaga), men icke desto mindre visar det att vilka redovisningsstandarder företag följer påverkar de resultat de visar. Detta gör att vi finner det relevant att inkludera en diskussion om detta i uppsatsen.

Som ett test av våra resultat för lönsamhetsmått, oavsett om man tror att företag rapporterar lägre resultat enligt US GAAP eller inte, har vi valt att göra en jämförelse där vi endast inkluderar företag som redovisar enligt samma redovisningsstandarder. Vi har visserligen genom att studera noter till årsredovisningar och 10-K dokument försökt säkerställa att samtliga poster är jämförbara för företagen, men vi vill inkludera detta test som en ytterligare kontroll. Eftersom US GAAP är de standarder som flest företag redovisar enligt blir de ett naturligt val, och vi får således ett urval på 12 företagspar. Eftersom det studerade urvalet nu är färre än 20 kan vi inte längre normalapproximera när vi gör de statistiska testen. De test vi utför för tecknen på differenserna är fortfarande ett teckentest, men utan normalapproximering (se exempelvis Newbold et al, 2003). Testet på differensvärdena är Wilcoxon's teckenrangtest som vi utfört med hjälp av SPSS. Nedan följer resultaten för urvalet med endast företag som redovisar enligt US GAAP.

**Tabell 6.1** Summering av resultat med urval som redovisar enligt US GAAP

| Lönsamhetsmått                           | Genomsnittsvärde |       | Differenstecken |       | Differensvärde |
|------------------------------------------|------------------|-------|-----------------|-------|----------------|
|                                          | Starka           | Svaga | Starka          | Svaga | Genomsnitt     |
| <b>Bruttomarginal</b>                    | 58,0%            | 49,3% | 8               | 3     | 7,2%           |
| <i>Signifikansnivå</i>                   | N.A              |       | 11,3%           |       | 10,7%          |
| <b>Rörelsemarginal</b>                   | 14,8%            | 16,3% | 3               | 9     | -2,1%          |
| <i>Signifikansnivå</i>                   | N.A              |       | 98,1%           |       | 92,8%          |
| <b>Räntabilitet på operativt kapital</b> | 24,6%            | 23,3% | 8               | 2     | 2,1%           |
| <i>Signifikansnivå</i>                   | N.A              |       | 5,5%            |       | 8,5%           |
| <b>Räntabilitet på eget kapital</b>      | 28,6%            | 19,8% | 9               | 1     | 9,0%           |
| <i>Signifikansnivå</i>                   | N.A              |       | 1,1%            |       | 1,1%           |

För bruttomarginalen ser vi att de starka varumärkena fortfarande verkar ha en högre nivå på måttet, även om signifikansnivåerna inte är lika starka som förut. Båda testen ger nivåer på strax över 10 %, men eftersom vårt urval nu är så litet anser vi inte att dessa siffror är tillräckligt tillförlitliga för att ändra vår tidigare uppfattning om bruttomarginalen. Rörelsemarginalen tycks inte bara osignifikant högre som i avsnitt 4.1, utan till och med lägre för starka varumärken än för svaga. Om vi tittar på resultaten för räntabilitet på operativt kapital ser vi nu en mindre skillnad mellan de starka och svaga varumärkena än vad som anges i avsnitt 4.1, men de stämmer fortfarande överens med de tendenser vi sett. Räntabilitet på eget kapital är återigen det nyckeltal där vi ser störst skillnad mellan starka och svaga varumärken. Skillnaden i genomsnittsvärde har visserligen sjunkit till 9 % jämfört med i avsnitt 4.1, men signifikansnivåerna är fortfarande mycket starka.

För att sammanfatta det robusthetstest vi gjort på våra resultat när det gäller skillnader i lönsamhet ger det en indikation på att resultaten vi angivit tidigare är hållbara även om man eliminerar skillnader i redovisningsprinciper. De starka varumärkena visar fortfarande på högre värden för samtliga lönsamhetsmått utom rörelsemarginal.

## 6.2 Tidsperiod

En fråga som kan vara berättigad att ställa är om den undersökta tidsperioden kan ha påverkat våra resultat i någon riktning. Alla företagspar jämförs inte under samma år, vilket vi tidigare nämnt. Genom att båda företagen inom ett företagspar har data från samma år minimerar vi risken för vilseledande resultat, men det kan ändå vara berättigat att testa resultaten rensat för denna skillnad. Således kommer vi nedan att titta på vad vi får för resultat om vi studerar

endast år 2000 till 2006 för att lika mycket data ska finnas för varje företag.<sup>8</sup> Vi börjar med att presentera resultaten för lönsamhetsmåten.

**Tabell 6.2** Summering av resultat för lönsamhetsmåten för tidsperioden 2000-2006

| Lönsamhetsmått                           | Genomsnittsvärde |       | Differenstecken |       | Differensvärde |
|------------------------------------------|------------------|-------|-----------------|-------|----------------|
|                                          | Starka           | Svaga | Starka          | Svaga | Genomsnitt     |
| <b>Bruttomarginal</b>                    | 46,7%            | 40,6% | 16              | 12    | 6,2%           |
| <i>Signifikansnivå</i>                   | N.A              |       | 28,4%           |       | 2,2%           |
| <b>Rörelsemarginal</b>                   | 14,6%            | 11,7% | 14              | 16    | 3,1%           |
| <i>Signifikansnivå</i>                   | N.A              |       | 70,9%           |       | 4,8%           |
| <b>Räntabilitet på operativt kapital</b> | 21,0%            | 15,5% | 20              | 6     | 5,5%           |
| <i>Signifikansnivå</i>                   | N.A              |       | 0,5%            |       | 2,7%           |
| <b>Räntabilitet på eget kapital</b>      | 25,2%            | 12,6% | 21              | 7     | 12,7%          |
| <i>Signifikansnivå</i>                   | N.A              |       | 0,7%            |       | 0,0%           |

Om vi börjar med att titta på bruttomarginalen ser vi att resultatet ovan är nästan identiskt med det i avsnitt 4.1 utom vad gäller antalet starka varumärken med högre bruttomarginal som minskat. Detta visar sig i den svaga signifikansnivån för teckentestet. Detta robusthetstest ifrågasätter visserligen våra tidigare resultat för bruttomarginalen, men med tanke på att detta test innehåller betydligt mindre data vill vi inte tillägna det samma betydelse som vårt ursprungliga test i avsnitt 4.1. Dessutom visar fortfarande testet av differensvärdena på mycket stark signifikans. Även för rörelsemarginalen är resultaten mycket lika de vi såg tidigare. När det gäller räntabilitet på operativt kapital och räntabilitet på eget kapital har värdena sjunkit både för de starka och svaga varumärkena, men skillnaderna mellan dem är fortfarande likvärdiga, och signifikansnivåerna är starka.

Vid en första anblick tycks resultaten stämma helt överens med de vi fick i den ursprungliga studien i 4.1. Dock har antalet starka varumärken med högre genomsnittlig nivå för de fyra måten minskat något relativt de svaga. Det är svårt att säga vad det beror på. Det kan vara så att de starka varumärkena upplevde relativt bättre år under 1990-talet, eller så kanske de svaga varumärkena inte påverkats lika mycket av krisåren i början på 2000-talet. Trots detta anser vi inte att dessa skillnader är tillräckligt stora för att ändra vår uppfattning. Bekräftelsen av vår första hypotes är därför oberoende av skillnader i studerad tidsperiod mellan företagsparen.

<sup>8</sup> Enda undantaget är företagsparet Heinz och Associated British Foods där vi endast har data för perioden 2001-2006.

Vi har gjort samma undersökning som ovan, alltså endast inkluderat tidsperioden 2000-2006, för standardavvikelserna på lönsamhetsmått, och får då följande resultat.

**Tabell 6.3** Summering av resultat för standardavvikelse för lönsamhetsmått tidsperioden 2000-2006

| Lönsamhetsmått<br>(standardavvikelse)    | Genomsnittsvärde |       | Differenstecken |       | Differensvärde |
|------------------------------------------|------------------|-------|-----------------|-------|----------------|
|                                          | Starka           | Svaga | Starka          | Svaga | Genomsnitt     |
| <b>Bruttomarginal</b>                    | 3,9%             | 4,1%  | 16              | 12    | -0,2%          |
| <i>Signifikansnivå</i>                   | N.A              |       | 82,6%           |       | 38,7%          |
| <b>Rörelsemarginal</b>                   | 4,3%             | 5,4%  | 16              | 14    | -1,0%          |
| <i>Signifikansnivå</i>                   | N.A              |       | 70,9%           |       | 11,4%          |
| <b>Räntabilitet på operativt kapital</b> | 6,5%             | 7,7%  | 16              | 10    | -1,2%          |
| <i>Signifikansnivå</i>                   | N.A              |       | 91,5%           |       | 24,5%          |
| <b>Räntabilitet på eget kapital</b>      | 10,7%            | 11,0% | 11              | 17    | -0,3%          |
| <i>Signifikansnivå</i>                   | N.A              |       | 17,4%           |       | 44,1%          |

Av dessa resultat kan vi konstatera att det förekommer en del skillnader jämfört med tidigare resultat. Vi ser nu att för samtliga mått är genomsnittsvärdet på standardavvikelsen lägre för de starka varumärkena, och det genomsnittliga differensvärdet är negativt. Dock har de starka varumärkena fortfarande högre standardavvikelse i flest antal fall för samtliga mått förutom  $R_E$ , och dessa resultat kan därför inte påverka utfallet av vår andra hypotes. Dessutom är samtliga signifikansnivåer för svaga för att nollhypotesen ska kunna förkastas i något fall. Vi anser därmed att även utfallet av vår andra hypotes, det vill säga att vi inte bekräftar den, är oberoende av skillnader i studerad tidsperiod mellan företagsparen.

### 6.3 Sammanfattning

Vi har i detta avsnitt testat hur robusta våra resultat är på två olika sätt. Först undersökte vi huruvida skillnader i redovisningsstandarder påverkar våra resultat för lönsamhetsmått. Vi kunde där konstatera att så ej var fallet. Därefter undersökte vi om skillnaden i studerad tidsperiod mellan företagsparen hade någon betydelse för skillnaden i nivå på lönsamhetsmått eller volatiliteten i dessa. I det testet fann vi inte heller några betydande avvikelser från tidigare resultat. Sammanfattningsvis har inte dessa tester påverkat utfallet av de resultat vi presenterade i avsnitt 4, utan vi anser oss fortfarande kunna bekräfta hypotes ett och tre, men inte två.

## 7 Avslutning

---

I detta avslutande avsnitt kommer vi att presentera våra slutsatser och titta på vilka implikationer dessa kan ha. Slutligen kommer vi också att ge förslag till vidare forskning inom området.

### 7.1 Slutsats

I denna uppsats har vi funnit att företag med starka varumärken har högre värden på tre av fyra undersökta lönsamhetsmått, och vi anser därför att vi kan bekräfta vår första hypotes. Vi menar att företag med starka varumärken har högre lönsamhet än jämförbara företag med svaga varumärken. Genom att konstatera att bruttomarginalen är betydligt högre för företag med starka varumärken verkar det som om de tillåts ta ut en prispremie för sina produkter. Skillnaden i rörelsemarginal är däremot inte lika övertygande, vilket förklaras av att det innebär stora kostnader att bygga upp och hålla starka varumärken vid liv. Prispremien eller de besparingar man gör genom högre produktivitet är inte tillräckligt stora för att rörelsemarginalen ska bli signifikant högre för de starka varumärkena. De starka varumärkena visar på betydligt högre nivåer för de undersökta avkastningsmåten, i synnerhet när det gäller räntabilitet på eget kapital. Detta kan sannolikt förklaras av en större finansiell hävstång för de starka varumärkena liksom effekten av redovisningskonservatism. Vi vill här skilja på den reella effekten på avkastningen till följd av en finansiell hävstång och den artificiella effekten av redovisningskonservatism, vilken endast är en bokföringsmässig effekt.

När det gäller volatiliteten i lönsamhetsmåten ser vi ingen statistiskt säkerställd skillnad mellan de starka och svaga varumärkena. Det tycks alltså inte vara så att de starka varumärkena har mindre volatil lönsamhet än de svaga, vilket teorierna förutspådde. Således kan vi inte bekräfta vår andra hypotes. Däremot, när vi relaterar volatiliteten i lönsamhetsmåten till den genomsnittliga nivån på lönsamhetsmåten, ser vi att det verkar finnas en tydlig skillnad mellan grupperna. Relativt lönsamhetsnivån tycks alltså de starka varumärkena ha lägre volatilitet. En given volatilitetsnivå torde vara mindre riskfylld och lättare att hantera för företag med högre lönsamhetsnivå. Den högre lönsamhetsnivån för de starka varumärkena tillåter dem således att ha samma volatilitetsnivå som de svaga, samtidigt som deras situation kan anses vara mindre riskfylld. Om vi kan se relativ volatilitet i rörelsemarginal som ett mått på operationell risk skulle detta innebära att de starka varumärkena verkar ha en lägre operationell risk än de svaga varumärkena. Detta skulle i sin

tur förklara att företag med starka varumärken kan ta på sig en högre finansiell risk genom en högre skuldsättningsgrad.

Slutligen har vi undersökt värdeskapande för aktieägare genom att titta på de övervinster som de starka respektive svaga varumärkena genererar. I och med att vi visat att företag med starka varumärken genererar högre reell avkastning på eget kapital är det intressant att relatera denna till marknadsmässigt avkastningskrav, vilket även speglar risken i investeringen. Våra resultat visar att starka varumärken genererar högre övervinster, både i absoluta tal och i relation till omsättning. Detta beror delvis på den högre reella räntabiliteten på eget kapital, och delvis på att de starka varumärkena på grund av redovisningskonservatism har dolda tillgångar som genererar intäkter till en högre grad än de svaga varumärkena. Efter rensning för redovisningskonservatism minskar skillnaderna mellan de två grupperna något, men vi ser fortfarande signifikant högre värden för de starka varumärkena. Således kan vi konstatera att företag med starka varumärken genererar högre övervinster och därmed mer värde åt aktieägarna än företag med svaga varumärken.

Sammanfattningsvis, för att svara på uppsatsens frågeställning, finns det en skillnad i lönsamhet och värdeskapande mellan starka och svaga varumärken. De starka varumärkena har en högre lönsamhet och skapar mer aktieägarvärde sett med våra mått. Däremot kan vi inte se att de visar på mindre volatil lönsamhet, även om en högre lönsamhetsnivå gör att samma volatilitet torde bli mindre riskfylld.

## *7.2 Implikationer*

Våra slutsatser pekar i den riktningen att varumärkesbyggande är en aktivitet med positivt nuvärde. Vi vill dock poängtera att vi undersökt företag som redan lyckats skapa starka varumärken och kan därmed inte dra några slutsatser om huruvida varumärkesbyggande lönar sig i alla situationer, då vi inte undersökt sannolikheten för att varumärkesbyggande investeringar faktiskt leder till ett starkt varumärke. Icke desto mindre, för företag som lyckats skapa starka varumärken tillåter varumärkena företagen att ta ut prispremier för sina produkter, även om de också innebär högre kostnader. Den högre riskjusterade avkastning som kapitalet i företag med starka varumärken ger är dock inte enbart beroende av prispremien, utan beror också på att företag med starka varumärken tillåts ha en högre skuldsättningsgrad som resulterar i en finansiell hävstångseffekt.

Företagsledningarna bör ta till sig sambandet mellan varumärkesbyggande och lönsamhet och tydliggöra det för finans- och marknadsavdelningarna, så att de gemensamt kan arbeta för att skapa värde åt aktieägarna. Vi har även visat att det för investerare finns en poäng med att inte enbart fokusera på företags rörelsemarginal när investeringar utvärderas. Detta för att vi har sett att trots att vi inte funnit någon statistiskt säkerställd skillnad i rörelsemarginal mellan starka och svaga varumärken, kan företag med starka varumärken generera signifikant högre aktieägarvärde.

### *7.3 Förslag till vidare forskning*

Vi har i vår studie inte undersökt skillnad i lönsamhet mellan starka och svaga varumärken på branschnivå, utan vi har studerat vårt urval som en enhet. Det skulle vara intressant att genom ett större urval med fler företagspar inom varje bransch studera om det finns några skillnader mellan branscher. Det kan vara så att varumärkesbyggande är olika lönsamt i olika branscher på grund av varumärkens skilda betydelse för köparen.

Vidare har vi tittat på företagen som helhet. Att isolera effekten för specifika varumärken för de företag som innehar en portfölj med flera varumärken skulle kräva tillgång till intern data, men det skulle inte desto mindre vara intressant att undersöka, och det skulle öka tillförlitligheten av en studie som denna. Att utgå från andra metoder vid identifieringen av det studerade urvalet skulle även det vara intressant. Ett sätt att göra det på skulle vara att exempelvis utgå från kundbaserat varumärkesvärde istället för finansiellt, vilket potentiellt skulle ge annorlunda resultat. Vi hoppas att vi genom vår studie kan inspirera till fortsatt forskning inom området.

## 8 Referenser

---

### Böcker och vetenskapliga artiklar

Aaker, D. A., 1991. *Managing brand equity – Capitalizing on the value of a brand name*, New York: Free Press Mcmillan, Inc.

Birkin, M., 1991. The benefits of valuing brands, ur Murphy, J., *Brand valuation*, London: Business books.

Birkin, M., 1994. Assessing brand value, ur Stobart, P., *Brand power*, New York: MC Millan Press Ltd England.

Blackett, T., 1991. The nature of brands, ur Murphy, J., *Brand valuation*, London: Business books.

Boulding W., Lee, E. & Staelin R., 1994. Mastering the Mix: Do Advertising, Promotion and Sales Force Lead to Differentiation?, *Journal of marketing research*, 31 Maj, s. 159-72.

Brealey, R.A. & Myers, S.C., 2003. *Principles of corporate finance*, 7:e upplagan, New York: McGraw-Hill Inc.

Conchar, M. P., Crask, M. R. & Zinkhan, G. M., 2005. Market valuation models of the effect of advertising and promotional spending: A review and Meta-analysis, *Journal of the Academy of Marketing Science*, 33 (4), s. 445-460.

Fernandéz, P., 2002. *Valuation of brands and intellectual capital*, Research paper No 456, IESE University of Navarra.

Johansson, S. & Wollsén, C., 2007. *Survival of the fittest? Effekten av en varumärkeskris på konkurrerande svaga och starka varumärken inom en produktkategori*. Handelshögskolan i Stockholm, Examensuppsats inom marknadsföring.

Kapferer, J-N., 1997. *Strategic brand management – Creating and sustaining brand equity long term*, 2:a upplagan, London: Kogan Page.

Kato communications, 1993. *Accounting for brands*, A Financial times management report, London: Financial Times Business Information.

Keller, K. L., 2003. *Strategic brand management – Building, measuring, and managing brand equity*, 2:a upplagan, New Jersey: Pearson Education, Inc.

Kerin, R. A., & Sethuraman, R., 1998. Exploring the brand value-shareholder value nexus for consumer goods companies, *Journal of the academy of marketing science*, 26 (Fall), s. 260-273.

Koller T., Goedhart M. & Wessels D., 2005. *Valuation - Measuring and managing the value of companies*, Canada: John Wiley & Sons.

Kotler, P., Armstrong, A. , Saunders J., Wong V., 2002. *Principles of Marketing*, Essex, England: Pearson Education Limited.

Lindemann J., 2004. *Brand Valuation - A Chapter from Brands and Branding , An Economist Book*, tillgänglig on-line: [http://www.brandchannel.com/images/papers/financial\\_value.pdf](http://www.brandchannel.com/images/papers/financial_value.pdf).

Lovett, M. J. & MacDonald, J. B., 2005. How does financial performance affect marketing? Studying the marketing – finance relationship from a dynamic perspective, *Academy of marketing science*, 33 (4), s. 476-485.

Madden, T. J., Fehle, F., & Fournier, S., 2006. Brands matter: an empirical demonstration of the creation of shareholder value through branding, *Journal of the academy of marketing science*, 34; s. 224-235.

Malhotra, N. K., 2004. *Marketing Research: An applied orientation*, 4:e upplagan, USA: Pearson Education LTD.

McWilliam, G., 1991. Managing the brand manager, ur Murphy, J., *Brand valuation*, London: Business books.

Murphy, J., 1990. Assessing the Value of Brands, *Long range planning*, Vol. 23, No. 3, s. 23-29.

Newbold, P., Carlson, W.L., Thorne, B., 2003. *Statistics for business and economics*, New Jersey: Pearson Education LTD.

Runsten, M., 1998. *The association between accounting information and stock prices – Model development and empirical tests based on Swedish data*, Stockholm: EFI.

Ryan, B., Scapens, R. W., Theobald, M., 2002. *Research method & methodology in finance & accounting*, 2:a upplagan, London: Thomson Learning.

Skogsvik, K., 2002. *A tutorial on residual income valuation and value added valuation*, second revision, working paper, Handelshögskolan i Stockholm.

Srivastava, R. K., Shervani, T. A. & Fahey, L., 1998. Market-Based Assets and Shareholder Value: A Framework for Analysis, *Journal of marketing*, Vol. 62 (Januari 1998), s 2-18.

Stobart, P., 1994. *Brand power*, New York: MC Millan Press Ltd England.

Strömquist, S., 2003. *Uppsatshandboken - råd och regler för utformningen av examensarbeten och vetenskapliga uppsatser*, 3:e upplagan, Göteborg: Hallgren & Fallgren Studieförlag AB.

Thomasson, J., 2007. *Extern redovisning och finansiell analys*, upplaga 12:1, Malmö: Liber AB.

Urde, M., 1997. *Märkesorientering – Utveckling av varumärken som strategiska resurser och skydd mot varumärkesdegeneration*, Lund: Lund University Press.

## Intervjuer

Dahlén, M., 2007. Personintervju, 28 augusti 2007, Stockholm.

## Övriga källor

Interbrand Group, "*Best global brands – A ranking by brand value*", 2001-2006, tillgängliga på [www.interbrand.com](http://www.interbrand.com). (Rankningar från åren 1994-2000 finns ej tillgängliga, men företag som återfinns på dem återges i Madden, T. J., Fehle, F., & Fournier, S., 2006.)

Årsredovisningar/10 K-dokument för studerade företag och år, nedladdade från respektive företags hemsida alternativt mottagna per post.

[www.oanda.com](http://www.oanda.com)

## Appendix 1 – Studerade företag

---

**Tabell 8.1** Studerade företag

| <b>Bransch</b>               | <b>Starkt varumärke</b> | <b>Svagt varumärke</b>   | <b>Tidsperiod</b> |
|------------------------------|-------------------------|--------------------------|-------------------|
| <b>Luftfart</b>              | Boeing                  | Lockheed Martin          | 1994-2006         |
| <b>E-handel</b>              | Amazon.com              | IAC (InterActiveCorp.)   | 1999-2006         |
| <b>Informationsteknologi</b> | Apple                   | ACER                     | 1997-2006         |
|                              | Cisco Systems           | Qualcomm                 | 1998-2006         |
|                              | Dell                    | Toshiba                  | 1993-2006         |
|                              | Kodak                   | Fujifilm                 | 1991-2006         |
|                              | Hewlett-Packard         | Fujitsu                  | 1993-2006         |
|                              | IBM                     | Hitachi                  | 1994-2006         |
|                              | Intel                   | Infineon                 | 1999-2006         |
|                              | Oracle                  | EMC                      | 1991-2006         |
|                              | Xerox                   | Konica Minolta           | 1997-2006         |
| <b>Finansiella tjänster</b>  | American Express        | Capital One              | 1993-2006         |
|                              | Citigroup               | BNP Paribas              | 1998-2006         |
|                              | Goldman Sachs           | Bear Stearns             | 1997-2006         |
|                              | Merrill Lynch           | Fortis                   | 1997-2006         |
| <b>Konsumentvaror</b>        | Anheuser-Busch          | InBev                    | 1997-2006         |
|                              | Coca-Cola               | Cadbury Schweppes        | 1991-2006         |
|                              | Colgate-Palmolive       | Clorox                   | 1994-2006         |
|                              | Heinz                   | Associated British Foods | 2001-2006         |
|                              | Kellogg                 | Dean Foods               | 1997-2006         |
|                              | Nike                    | Puma                     | 1998-2006         |
|                              | Pepsico                 | Ajinomoto                | 1998-2006         |
|                              | Philip Morris           | British American Tobacco | 1997-2006         |
| <b>Sällanköpsvaror</b>       | Ford                    | Fiat                     | 1997-2006         |
|                              | Harley-Davidson         | Suzuki                   | 1996-2006         |
| <b>Detaljhandel</b>          | GAP                     | Limited Brands           | 1994-2006         |
|                              | Lauder Estee            | Jones Apparel            | 1994-2006         |
| <b>Läkemedel</b>             | Merck                   | Tevapharm                | 1997-2006         |
|                              | Pfizer                  | Amgen                    | 1993-2006         |
| <b>Media/Underhållning</b>   | Walt Disney             | News Corporation         | 1997-2006         |

Appendix 2 – Dataexempel

| Resultaträkning (MUSD)                |  | 1991  | 1992  | 1993  | 1994  | 1995  | 1996  | 1997  | 1998  | 1999  | 2000  | 2001  | 2002  | 2003  | 2004  | 2005  | 2006  |
|---------------------------------------|--|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Nettoomsättning                       |  | 11572 | 13074 | 13957 | 16172 | 18018 | 18546 | 18868 | 18813 | 19805 | 20458 | 20092 | 19564 | 21044 | 21962 | 23104 | 24088 |
| KSV                                   |  | -4649 | -5055 | -5160 | -6167 | -6940 | -6738 | -6015 | -5562 | -6009 | -6204 | -6044 | -7105 | -7762 | -7638 | -8195 | -8164 |
| Bruttoreultat                         |  | 6923  | 8019  | 8797  | 10005 | 11078 | 11808 | 12853 | 13251 | 13796 | 14254 | 14048 | 12459 | 13282 | 14324 | 14909 | 15924 |
| Marknadsföring, FoU, Administration   |  | -4604 | -5249 | -5695 | -6297 | -6986 | -7893 | -7852 | -8284 | -9001 | -9120 | -8696 | -7001 | -7488 | -8146 | -8739 | -9431 |
| Övriga kostnader                      |  | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | -813  | -1443 | 0     | 0     | -573  | -480  | -85   | -185  |
| Rörelseresultat                       |  | 2319  | 2770  | 3102  | 3708  | 4092  | 3915  | 5001  | 4967  | 3982  | 3691  | 5352  | 5458  | 5221  | 5698  | 6085  | 6308  |
| Ränteinkomst                          |  | 175   | 164   | 144   | 181   | 245   | 238   | 211   | 219   | 260   | 345   | 325   | 209   | 176   | 157   | 235   | 193   |
| Räntekostnader                        |  | -192  | -171  | -168  | -199  | -272  | -286  | -258  | -277  | -337  | -447  | -289  | -199  | -178  | -196  | -240  | -220  |
| Övrigt                                |  | 81    | -236  | 95    | 38    | 263   | 729   | 1101  | 289   | -86   | -190  | 272   | -895  | 276   | 563   | 610   | 297   |
| Skatt                                 |  | -765  | -863  | -997  | -1174 | -1342 | -1104 | -1926 | -1665 | -1388 | -1222 | -1691 | -1523 | -1148 | -1375 | -1818 | -1498 |
| Resultat efter skatt                  |  | 1618  | 1664  | 2176  | 2554  | 2986  | 3492  | 4129  | 3533  | 2431  | 2177  | 3969  | 3050  | 4347  | 4847  | 4872  | 5080  |
| Balansräkning                         |  | 1991  | 1992  | 1993  | 1994  | 1995  | 1996  | 1997  | 1998  | 1999  | 2000  | 2001  | 2002  | 2003  | 2004  | 2005  | 2006  |
| Fasta tillgångar                      |  | 9105  | 6804  | 7587  | 8668  | 9591  | 10251 | 10971 | 12765 | 15143 | 14214 | 15246 | 17149 | 18946 | 19233 | 19177 | 21522 |
| Kassa och bank                        |  | 1117  | 1063  | 1078  | 1531  | 1315  | 1658  | 1843  | 1807  | 1812  | 1892  | 1934  | 2345  | 3482  | 6768  | 4767  | 2590  |
| Övriga omsättningstillgångar          |  | 0     | 3185  | 3356  | 3674  | 4135  | 4252  | 4126  | 4573  | 4668  | 4728  | 5237  | 5007  | 4914  | 5326  | 5483  | 5851  |
| Totala tillgångar                     |  | 10222 | 11052 | 12021 | 13873 | 15041 | 16161 | 16940 | 19145 | 21623 | 20834 | 22417 | 24501 | 27342 | 31327 | 29427 | 29963 |
| Eget kapital                          |  | 4426  | 3888  | 4584  | 5235  | 5392  | 6156  | 7311  | 8403  | 9513  | 9316  | 11366 | 11800 | 14090 | 15935 | 16355 | 16920 |
| Långfristiga räntebärande skulder     |  | 985   | 1120  | 1428  | 1426  | 1141  | 1116  | 801   | 687   | 854   | 835   | 1219  | 2701  | 2517  | 1157  | 1154  | 1314  |
| Övriga långfristiga skulder           |  | 494   | 659   | 725   | 855   | 966   | 1182  | 1001  | 991   | 902   | 1004  | 961   | 2260  | 2512  | 2814  | 1730  | 2231  |
| Uppskuten skatt                       |  | 200   | 82    | 113   | 180   | 194   | 301   | 448   | 424   | 498   | 358   | 442   | 399   | 337   | 450   | 352   | 608   |
| Totala långfristiga skulder           |  | 1679  | 1861  | 2266  | 2461  | 2301  | 2599  | 2250  | 2102  | 2254  | 2197  | 2632  | 5360  | 5366  | 4421  | 3236  | 4153  |
| Kortfristiga räntebärande skulder     |  | 1302  | 2087  | 1672  | 2083  | 2923  | 3397  | 3074  | 4462  | 5373  | 4816  | 3899  | 2655  | 2906  | 6021  | 4546  | 3268  |
| Övriga kortfristiga skulder           |  | 2815  | 3216  | 3499  | 4094  | 4425  | 4009  | 4305  | 4178  | 4483  | 4505  | 4530  | 4686  | 4980  | 4950  | 5290  | 5622  |
| Totala kortfristiga skulder           |  | 4118  | 5303  | 5171  | 6177  | 7348  | 7406  | 7379  | 8640  | 9856  | 9321  | 8429  | 7341  | 7886  | 10971 | 9836  | 8890  |
| Totalt Eget kapital och Skulder       |  | 10222 | 11052 | 12021 | 13873 | 15041 | 16161 | 16940 | 19145 | 21623 | 20834 | 22417 | 24501 | 27342 | 31327 | 29427 | 29963 |
| Operativt kapital                     |  | 6290  | 6773  | 7444  | 8248  | 9301  | 10494 | 10792 | 13160 | 15328 | 14437 | 15953 | 17470 | 18880 | 19609 | 19370 | 21751 |
| Ar                                    |  | 1991  | 1992  | 1993  | 1994  | 1995  | 1996  | 1997  | 1998  | 1999  | 2000  | 2001  | 2002  | 2003  | 2004  | 2005  | 2006  |
| Brutomarginal                         |  | 59,8% | 61,3% | 63,0% | 61,9% | 61,5% | 63,7% | 68,1% | 70,4% | 69,7% | 69,7% | 69,9% | 63,7% | 63,1% | 65,2% | 64,5% | 66,1% |
| Rörelsemarginal                       |  | 20,0% | 21,2% | 22,2% | 22,9% | 22,7% | 21,1% | 26,5% | 26,4% | 20,1% | 18,0% | 26,6% | 27,9% | 24,8% | 25,9% | 26,3% | 26,2% |
| Räntabilitet på operativt kapital     |  |       | 44,0% | 45,8% | 49,8% | 49,6% | 42,1% | 47,7% | 46,0% | 30,3% | 24,1% | 37,1% | 34,2% | 29,9% | 30,2% | 31,0% | 32,6% |
| Räntabilitet på eget kapital          |  |       | 37,6% | 56,0% | 55,7% | 57,0% | 64,8% | 67,1% | 48,3% | 28,9% | 22,9% | 42,6% | 26,8% | 36,8% | 34,4% | 30,6% | 31,1% |
| Genomsnittlig BM                      |  | 65,1% |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| Genomsnittlig RM                      |  | 23,7% |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| Genomsnittlig R <sub>op</sub>         |  | 38,3% |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| Genomsnittlig R <sub>e</sub>          |  | 42,7% |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| Övervinstberäkning                    |  | 2000  | 2001  | 2002  | 2003  | 2004  | 2005  | 2006  |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| Beta                                  |  | 0,6   | 0,6   | 0,6   | 0,6   | 0,6   | 0,6   | 0,6   |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| Riskfri ränta                         |  | 5,78% | 4,59% | 3,58% | 4,40% | 4,08% | 4,44% | 4,78% |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| Risk premium                          |  | 6,00% | 6,00% | 6,00% | 6,00% | 6,00% | 6,00% | 6,00% |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| R <sub>e</sub>                        |  | 9,38% | 8,19% | 7,18% | 8,00% | 7,68% | 8,04% | 8,38% |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| Utdelning                             |  | 1580  | 1685  | 1791  | 1987  | 2166  | 2429  | 2678  |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| Ingående eget kapital exkl. utdelning |  | 7933  | 7631  | 9575  | 9813  | 11924 | 13506 | 13677 |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| Övervinst enligt RIV-modellen         |  | 1433  | 3344  | 2363  | 3562  | 3931  | 3786  | 3934  |       |       |       |       |       |       |       |       |       |

## Appendix 3 – Statistiska test

| Genomsnittsvärden |                      |                   |                      | Teckentest på differenserna |                  | Test av differensvärden |
|-------------------|----------------------|-------------------|----------------------|-----------------------------|------------------|-------------------------|
| Starka varumärken | Standardavvikelse BM | Svaga varumärken  | Standardavvikelse BM | Starka varumärken           | Svaga varumärken | Differens               |
| Boeing            | 5,3%                 | Lockheed          | 1,3%                 | 1                           | 0                | 4,0%                    |
| Amazon.com        | 2,4%                 | IAC               | 7,8%                 | 0                           | 1                | -5,3%                   |
| Apple             | 3,0%                 | ACER              | 1,3%                 | 1                           | 0                | 1,7%                    |
| Cisco Systems     | 5,9%                 | Qualcomm          | 14,9%                | 0                           | 1                | -9,0%                   |
| Dell              | 2,2%                 | Toshiba           | 1,4%                 | 1                           | 0                | 0,9%                    |
| Kodak             | 9,4%                 | Fujifilm          | 2,5%                 | 1                           | 0                | 6,9%                    |
| HP                | 5,4%                 | Fujitsu           | 3,2%                 | 1                           | 0                | 2,2%                    |
| IBM               | 2,0%                 | Hitachi           | 2,5%                 | 0                           | 1                | -0,6%                   |
| Intel             | 5,0%                 | Infineon          | 10,5%                | 0                           | 1                | -5,4%                   |
| Oracle            | 5,2%                 | EMC               | 5,0%                 | 1                           | 0                | 0,2%                    |
| Xerox             | 3,3%                 | Konica Minolta    | 2,3%                 | 1                           | 0                | 1,0%                    |
| Amex              | 4,3%                 | Capital One       | 3,0%                 | 1                           | 0                | 1,2%                    |
| Citigroup         | Ej inkluderat        | BNP Paribas       | Ej inkluderat        | 0                           | 0                |                         |
| Goldman Sachs     | 10,9%                | Bear Stearns      | 11,0%                | 0                           | 1                | -0,2%                   |
| Merrill Lynch     | 8,7%                 | Fortis            | 12,1%                | 0                           | 1                | -3,5%                   |
| Anheuser-Busch    | 1,8%                 | InBev             | 8,2%                 | 0                           | 1                | -6,4%                   |
| Coca-Cola         | 3,5%                 | Cadbury Schweppes | 2,4%                 | 1                           | 0                | 1,1%                    |
| Colgate-Palmolive | 2,7%                 | Clorox            | 6,1%                 | 0                           | 1                | -3,3%                   |
| Heinz             | 0,9%                 | British Foods     | 1,6%                 | 0                           | 1                | -0,7%                   |
| Kellogg           | 4,1%                 | Dean Foods        | 1,6%                 | 1                           | 0                | 2,4%                    |
| Nike              | 2,5%                 | Puma              | 11,5%                | 0                           | 1                | -9,0%                   |
| Pepsico           | 2,8%                 | Ajinomoto         | 1,4%                 | 1                           | 0                | 1,4%                    |
| Philip Morris     | 9,1%                 | B-A Tobacco       | 4,6%                 | 1                           | 0                | 4,4%                    |
| Ford              | 5,2%                 | Fiat              | 4,2%                 | 1                           | 0                | 1,0%                    |
| Harley-Davidsson  | 2,2%                 | Suzuki            | 1,5%                 | 1                           | 0                | 0,7%                    |
| GAP               | 3,1%                 | Limited Brands    | 3,5%                 | 0                           | 1                | -0,5%                   |
| Lauder Estee      | 1,9%                 | Jones Apparel     | 3,4%                 | 0                           | 1                | -1,5%                   |
| Merck             | 17,7%                | Tevapharm         | 4,3%                 | 1                           | 0                | 13,4%                   |
| Pfizer            | 3,5%                 | Amgen             | 1,9%                 | 1                           | 0                | 1,6%                    |
| Walt Disney       | Ej inkluderat        | News Corporation  | Ej inkluderat        |                             |                  |                         |
| <b>Totalt</b>     | <b>4,8%</b>          |                   | <b>4,8%</b>          | <b>16</b>                   | <b>12</b>        | <b>-0,1%</b>            |

| Teckentest med normalapproximering<br>(Lower-tail test) |       | Test av differens       |          |
|---------------------------------------------------------|-------|-------------------------|----------|
| n                                                       | 28    | n                       | 28       |
| $\pi$                                                   | 0,5   | Genomsnittlig differens | -0,00051 |
| $\mu$                                                   | 14    | Sd                      | 0,05     |
| $\sigma$                                                | 2,65  | Besultsvariabel         | -0,058   |
| S                                                       | 16    | p-värde                 | 0,476    |
| S*                                                      | 16,5  | Signifikansnivå         | 47,6%    |
| Z                                                       | 0,94  |                         |          |
| F(z)                                                    | 0,826 |                         |          |
| Signifikansnivå                                         | 82,6% |                         |          |

### Grunden för våra statistiska test

Ovan är ett utdrag ur våra statistiska test av resultaten vi tagit fram. I exemplet ovan testar vi volatiliteten på bruttomarginalen med ett teckentest på differensen mellan genomsnittet och ett test av värdet på differensen mellan genomsnittet. Till vänster ser vi vad varje varumärke har för standardavvikelse på bruttomarginalen, vilket är utgångspunkten för testerna.

I mitten ser vi teckentestet med antal positiva (1) och negativa (0) utfall av jämförelsen inom varje par. Ett positivt utfall innebär att det starka varumärket har högre standardavvikelse och tvärtom. Längst ned ser vi att  $H_0$  förkastas vid 82,6 % signifikansnivå. Denna beräknas enligt nedan:

$n$  = antal observationer

$\pi$  = sannolikhet för ett visst utfall där 0,5 innebär lika hög sannolikhet för båda utfall

$$\mu = n \times \pi$$

$$\sigma = \sqrt{n\pi(1-\pi)}$$

$S$  = antal positiva observationer av undersökt variabel

$$S^* = S + 0,5$$

$$Z = \frac{S^* - \mu}{\sigma}$$

Z-värdet motsvaras av ett värde  $F(z)$  i en normalfördelningstabell, vilket ligger till grund för p-värdet som anger signifikansnivån, det vill säga sannolikheten att  $H_0$  förkastas på felaktiga grunder.

Till höger i bilden ser vi test av värdet på differensen mellan medelvärdena. Där ser vi att  $H_0$  förkastas vid 47,6 % signifikansnivå. Denna beräknas som följer nedan:

$n = \text{antal observationer}$

$\bar{D} = \text{Genomsnittlig differens} = \text{Summan av differenser} / \text{Antal observationer}$

$D_0 = 0$  om vi vill testa  $H_0$  som att de två populationernas medelvärden är lika

$S_D = \text{Standardavvikelsen på differenserna av genomsnittet}$

$$\text{Beslutsvariabel} = \frac{\bar{D} - D_0}{s_D / \sqrt{n}}$$

Vi förkastar  $H_0$  om beslutsvariabeln  $< -t_{n-1, \alpha}$ . Signifikansnivån vid vilken  $H_0$  kan förkastas får vi därefter från Student's t-fördelningstabell.

## Appendix 4 – Det permanenta mätfelet

---

**Tabell 8.2** Runstens (1998) värden för q

| Industry                        | q    |
|---------------------------------|------|
| Pharmaceutical                  | 1,74 |
| Capital-intensive service       | 0,76 |
| Consumer goods                  | 0,72 |
| Investment companies            | 0,68 |
| Pulp and paper                  | 0,67 |
| Shipping                        | 0,65 |
| Other service                   | 0,62 |
| Consultants & computer          | 0,59 |
| Real estate                     | 0,56 |
| Mixed building and real estate  | 0,55 |
| Trading and retail              | 0,47 |
| Chemical industry               | 0,44 |
| Building and construction       | 0,38 |
| Engineering                     | 0,33 |
| Other production                | 0,31 |
| Conglomerate & mixed investment | 0,28 |

### Vårt val av q-värde för företag

Starka varumärken: q-värde för den aktuella industrin enligt Runstens tabell, multiplicerat med 1,33.

Svaga varumärken: q-värde för den aktuella industrin enligt Runstens tabell, multiplicerat med 0,67.

För de industrier i vårt urval som inte finns representerade i Runstens tabell, har vi använt q-värdet för den mest liknande industrin.

Valet av q-värden bygger på två antaganden:

1. Runstens urval består till hälften av företag med starka varumärken, och till hälften av företag med svaga varumärken, det vill säga det består av företag med varumärken med jämnt varierande styrka.
2. q-värdet för företag med starka varumärken är dubbelt så stort som q-värdet för företag med svaga varumärken, på grund att de bör ha större varumärkesbyggande utgifter som har kostnadsförts istället för att aktiveras

**Tabell 8.3** Vårt val av q-värden

| Starkt varumärke  | q                         | Svagt varumärke   | q                         |
|-------------------|---------------------------|-------------------|---------------------------|
| Boeing            | $0,33 \times 1,33 = 0,44$ | Lockheed Martin   | $0,33 \times 0,67 = 0,22$ |
| Amazon.com        | Ej inkluderat*            | IAC               | Not included*             |
| Apple             | $0,59 \times 1,33 = 0,78$ | ACER              | $0,59 \times 0,67 = 0,39$ |
| Cisco Systems     | $0,59 \times 1,33 = 0,78$ | Qualcomm          | $0,59 \times 0,67 = 0,39$ |
| Dell              | $0,59 \times 1,33 = 0,78$ | Toshiba           | $0,59 \times 0,67 = 0,39$ |
| Kodak             | $0,59 \times 1,33 = 0,78$ | Fujifilm          | $0,59 \times 0,67 = 0,39$ |
| HP                | $0,59 \times 1,33 = 0,78$ | Fujitsu           | $0,59 \times 0,67 = 0,39$ |
| IBM               | $0,59 \times 1,33 = 0,78$ | Hitachi           | $0,59 \times 0,67 = 0,39$ |
| Intel             | $0,59 \times 1,33 = 0,78$ | Infineon          | $0,59 \times 0,67 = 0,39$ |
| Oracle            | $0,59 \times 1,33 = 0,78$ | EMC               | $0,59 \times 0,67 = 0,39$ |
| Xerox             | $0,59 \times 1,33 = 0,78$ | Konica Minolta    | $0,59 \times 0,67 = 0,39$ |
| Amex              | $0,62 \times 1,33 = 0,82$ | Capital One       | $0,62 \times 0,67 = 0,41$ |
| Citigroup         | $0,62 \times 1,33 = 0,82$ | BNP Paribas       | $0,62 \times 0,67 = 0,41$ |
| Goldman Sachs     | $0,62 \times 1,33 = 0,82$ | Bear Stearns      | $0,62 \times 0,67 = 0,41$ |
| Merrill Lynch     | $0,62 \times 1,33 = 0,82$ | Fortis            | $0,62 \times 0,67 = 0,41$ |
| Anheuser-Busch    | $0,72 \times 1,33 = 0,96$ | InBev             | $0,72 \times 0,67 = 0,48$ |
| Coca-Cola         | $0,72 \times 1,33 = 0,96$ | Cadbury Schweppes | $0,72 \times 0,67 = 0,48$ |
| Colgate-Palmolive | Ej inkluderat*            | Clorox            | Ej inkluderat*            |
| Heinz             | $0,72 \times 1,33 = 0,96$ | British Foods     | $0,72 \times 0,67 = 0,48$ |
| Kellogg           | $0,72 \times 1,33 = 0,96$ | Dean Foods        | $0,72 \times 0,67 = 0,48$ |
| Nike              | $0,72 \times 1,33 = 0,96$ | Puma              | $0,72 \times 0,67 = 0,48$ |
| Pepsico           | $0,72 \times 1,33 = 0,96$ | Ajinomoto         | $0,72 \times 0,67 = 0,48$ |
| Philip Morris     | $0,72 \times 1,33 = 0,96$ | B-A Tobacco       | $0,72 \times 0,67 = 0,48$ |
| Ford              | $0,33 \times 1,33 = 0,44$ | Fiat              | $0,33 \times 0,67 = 0,22$ |
| Harley-Davidsson  | $0,33 \times 1,33 = 0,44$ | Suzuki            | $0,33 \times 0,67 = 0,22$ |
| GAP               | $0,47 \times 1,33 = 0,63$ | Limited Brands    | $0,47 \times 0,67 = 0,31$ |
| Lauder Estee      | $0,47 \times 1,33 = 0,63$ | Jones Apparel     | $0,47 \times 0,67 = 0,31$ |
| Merck             | $1,74 \times 1,33 = 2,31$ | Tevapharm         | $1,74 \times 0,67 = 1,16$ |
| Pfizer            | $1,74 \times 1,33 = 2,31$ | Amgen             | $1,74 \times 0,67 = 1,16$ |
| Walt Disney       | $0,62 \times 1,33 = 0,82$ | News Corporation  | $0,62 \times 0,67 = 0,41$ |

\* Ej inkluderat i undersökningen av  $R_E$  och  $RI$  eftersom eget kapital är negativt för minst ett av företagen någon gång under den studerade tidsperioden.

## Appendix 5 – Marknadsvärde på eget kapital / bokfört värde

| År                       | 2000       | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 |
|--------------------------|------------|------|------|------|------|------|------|
| Amazon.com               |            |      |      |      |      |      |      |
| American Express         | 6,2        | 3,4  | 3,2  | 4,0  | 4,1  | 5,9  | 6,7  |
| Anheuser-Busch           | 9,2        | 9,2  | 15,1 | 15,0 | 14,9 | 9,5  | 9,4  |
| Apple                    | 1,5        | 1,6  | 1,3  | 1,6  | 2,5  | 4,7  | 7,0  |
| Boeing                   | 5,1        | 2,8  | 3,2  | 3,6  | 3,7  | 4,8  | 13,2 |
| Cisco Systems            | 13,9       | 4,4  | 3,1  | 5,3  | 5,2  | 4,5  | 4,7  |
| Citigroup                | 3,4        | 3,1  | 2,1  | 2,5  | 2,1  | 2,1  | 2,1  |
| Coca Cola                | 15,6       | 10,8 | 9,9  | 7,9  | 6,0  | 6,2  | 6,5  |
| Colgate-Palmolive        |            |      |      |      |      |      |      |
| Dell                     | 12,9       | 14,1 | 15,4 | 14,7 | 13,3 | 18,4 | 12,9 |
| Estee Lauder             | 7,5        | 5,5  | 4,7  | 4,3  | 5,7  | 4,1  | 7,3  |
| Kodak                    | 3,7        | 3,1  | 3,6  | 2,0  | 2,3  | 3,2  | 5,0  |
| Ford                     | 2,6        | 4,0  | 2,9  | 1,9  | 1,5  | 1,2  | -4,4 |
| GAP                      | 6,7        | 4,0  | 2,7  | 3,4  | 3,6  | 2,7  | 3,3  |
| Goldman Sachs            | 2,5        | 2,2  | 1,9  | 1,9  | 1,8  | 2,1  | 2,5  |
| Harley-Davidsson         | 10,0       | 8,2  | 7,4  | 4,8  | 5,2  | 4,4  | 6,5  |
| Heinz                    |            |      | 9,5  | 6,5  | 4,7  | 6,0  | 7,6  |
| Hewlett-Packard          | 6,0        | 2,5  | 1,2  | 1,7  | 1,5  | 2,1  | 2,8  |
| IBM                      | 8,0        | 8,1  | 5,5  | 5,5  | 5,0  | 4,0  | 4,8  |
| Intel                    | 8,0        | 4,8  | 3,1  | 5,4  | 3,5  | 3,8  | 3,4  |
| Kellogg                  | 11,0       | 14,1 | 16,1 | 9,5  | 7,8  | 8,4  | 9,6  |
| Merck                    | 13,5       | 9,4  | 6,5  | 6,4  | 3,9  | 3,3  | 5,7  |
| Merrill Lynch            | 2,8        | 2,0  | 1,5  | 1,9  | 1,6  | 1,8  | 2,2  |
| Nike                     | 3,0        | 3,5  | 3,2  | 3,0  | 3,7  | 3,5  | 3,3  |
| Oracle                   | 30,6       | 12,4 | 8,8  | 7,7  | 5,8  | 4,3  | 5,8  |
| Pepsico                  | 9,4        | 9,9  | 8,5  | 7,0  | 6,1  | 6,7  | 6,8  |
| Pfizer                   | 17,8       | 14,4 | 9,9  | 3,7  | 3,1  | 2,4  | 2,8  |
| Philip Morris            | 5,4        | 5,6  | 4,6  | 3,7  | 3,1  | 4,3  | 4,3  |
| Walt Disney              |            |      |      |      |      | 1,5  | 2,1  |
| Xerox                    | 1,5        | 2,7  | 2,5  | 2,6  | 2,0  | 2,0  | 2,3  |
| <b>Genomsnitt</b>        | <b>5,7</b> |      |      |      |      |      |      |
| IAC                      |            |      |      |      |      |      |      |
| Capital one              | 5,9        | 2,9  | 1,5  | 2,3  | 2,1  | 1,4  | 1,0  |
| Inbev                    |            | 2,5  | 2,2  | 1,9  | 1,9  | 1,8  | 2,2  |
| Acer                     | 3,4        | 1,2  | 1,0  | 1,7  | 1,6  | 2,4  | 1,9  |
| Lockheed Martin          | 2,0        | 3,4  | 4,4  | 3,1  | 3,4  | 3,3  | 5,2  |
| Qualcomm                 | 10,9       | 7,8  | 3,7  | 3,6  | 5,8  | 5,5  | 4,7  |
| BNP Paribas              | 2,0        | 1,7  | 1,3  | 1,4  | 1,5  | 1,3  | 1,6  |
| Cadbury Schweppes        | 3,4        | 3,4  | 3,1  | 3,0  | 3,2  | 3,7  | 3,1  |
| Clorox                   |            |      |      |      |      |      |      |
| Toshiba                  | 2,6        | 2,3  | 1,7  | 2,0  | 1,7  | 1,7  | 2,3  |
| Fujifilm                 | 1,3        | 1,3  | 1,1  | 0,9  | 1,0  | 1,0  | 1,2  |
| Fiat                     | 1,2        | 0,9  | 0,8  | 1,0  | 1,1  | 0,8  | 2,0  |
| Limited Brands           | 4,2        | 1,8  | 1,8  | 1,7  | 4,8  | 3,2  | 4,0  |
| Bear Sterns              | 1,2        | 1,1  | 1,1  | 1,1  | 1,1  | 1,1  | 1,5  |
| Suzuki                   | 1,0        | 1,2  | 1,1  | 1,3  | 1,4  | 1,8  | 2,5  |
| Associated British Foods |            |      | 1,4  | 1,2  | 1,5  | 1,6  | 1,6  |
| Fujitsu                  | 3,3        | 2,2  | 1,3  | 1,7  | 1,5  | 1,8  | 2,2  |
| Hitachi                  | 1,4        | 1,3  | 0,9  | 1,0  | 1,0  | 1,0  | 1,0  |
| Infineon                 | 4,3        | 2,1  | 1,2  | 1,4  | 1,1  | 1,1  | 1,4  |
| Dean Foods               | 2,0        | 1,1  | 2,1  | 1,8  | 1,7  | 3,0  | 3,1  |
| Jones Apparel Group      | 2,0        | 1,8  | 1,9  | 1,6  | 1,6  | 1,3  | 1,6  |
| Tevapharm                | 5,7        | 6,0  | 4,8  | 4,7  | 3,0  | 4,0  | 2,4  |
| Fortis                   | 1,2        | 1,1  | 2,1  | 1,6  | 1,8  | 1,6  | 2,1  |
| Puma                     | 1,6        | 2,2  | 4,2  | 4,9  | 6,1  | 4,0  | 4,7  |
| EMC                      | 22,9       | 3,9  | 1,7  | 2,6  | 2,6  | 2,7  | 2,7  |
| Ajinomoto                | 2,1        | 2,3  | 2,1  | 1,7  | 1,6  | 1,4  | 1,6  |
| Amgen                    | 16,3       | 11,9 | 3,5  | 4,1  | 3,5  | 4,5  | 4,7  |
| British American Tobacco | 2,4        | 3,3  | 3,3  | 3,9  | 3,4  | 3,8  | 4,7  |
| News Corporation         |            |      |      |      |      | 1,7  | 2,1  |
| Konica Minolta           | 2,0        | 1,4  | 1,6  | 2,3  | 2,2  | 1,8  | 2,4  |
| <b>Genomsnitt</b>        | <b>2,6</b> |      |      |      |      |      |      |

### Grunden för vår datainsamling

Ovan finns den samlade data som använts till beräkning av genomsnittligt marknadsvärde på eget kapital i relation till bokfört kapital. Samma företag och år har använts som i beräkningen av övervinster med undantag för företagsparet Walt Disney och News Corporation där data saknades för åren innan 2005. Data från sista december varje år är inhämtad från Datastream.