



# 品牌权益影响 股东价值的实证研究

黎小林<sup>1,2</sup>, 王海忠<sup>1</sup>

1 中山大学 管理学院, 广州 510275

2 广东商学院 工商管理学院, 广州 510275

**摘要:** 市场营销活动对企业股东价值的影响是品牌价值研究的重要方面。近年来营销学者为了向企业经理证实营销活动能够为企业带来长远效益, 不断探索各个营销环节和营销活动对企业股东价值的影响。从品牌的视角探讨营销活动对股东价值的影响, 探索品牌权益对股东价值的影响途径和中介变量以及这些影响在不同行业之间的差异; 以世界品牌实验室关于品牌价值评估的数据作为品牌权益的测量, 以网易网站和东方财富网站的财务数据计算Tobin's Q作为企业股东价值的测量, 采用2005年~2007年的数据进行面板数据分析。研究结果表明, 品牌权益能够正向影响股东价值, 企业利润是品牌权益和股东价值的中介变量, 品牌权益对股东价值的影响受企业所在行业的调节。

**关键词:** 品牌权益; 股东价值; Tobin's Q; 企业利润

**中图分类号:** F713.5   **文献标识码:** A   **文章编号:** 1672-0334(2010)02-0060-09

## 1 引言

品牌权益作为企业品牌价值链的一个重要环节, 对企业的股东价值具有重要影响<sup>[1-3]</sup>。品牌对股东价值的影响就是品牌的市场资本化过程<sup>[4]</sup>, 通过这一过程, 品牌和品牌权益实现了从无形资产到股东价值和企业价值的转变, 从而在企业的总价值中占有十分重要的地位<sup>[5-7]</sup>。正是基于这种认识, 人们认为品牌权益是企业的重要竞争优势<sup>[8]</sup>, 体现公司重要的赢利能力<sup>[9]</sup>, 成为公司重要的无形资产<sup>[10]</sup>。Capraro等发现, 在《财富》500强的企业中, 平均的市场价值与账面价值之比(M/B比率)为3.5, 而市场价值与替代成本(Tobin's Q)之比为1.9<sup>[11]</sup>。品牌权益的价值在许多重大的企业并购案中得到体现, 关于品牌权益与股东价值的关系, 现有文献主要提出一些概念(如品牌价值链)<sup>[12,13]</sup>或是对一些具体的影响股东价值的品牌活动进行探索<sup>[14,15]</sup>。然而, 品牌权益是通过什么方式影响股东价值的、这种影响是否因行业不同而有所区别, 现有文献对此并没有进行探讨。本研究试图通过对中国89家上市公司进行分析, 探索品牌权益影响股东价值的路径及

其行业差异。

## 2 相关研究评述

品牌权益的概念是在70年代末开始被认识和发展起来的。Srinivasan称之为品牌特定的效果, 指总偏好中不能被客观测量的属性所解释的那部分<sup>[16]</sup>; 1988年美国营销科学研究院召开有关品牌权益的研讨会, 对品牌权益的概念进行界定; 1989年Farquhar在归纳总结各个品牌权益概念的基础上, 指出品牌权益是与没有品牌的产品相比, 品牌给产品带来的超越其使用价值的附加价值或附加利益<sup>[17]</sup>; Keller等在对品牌权益的文献进行总结的基础上, 提出品牌价值链的概念, 该概念把品牌与企业的财务绩效连接起来, 认为品牌是通过顾客思维实现价值创造的, 顾客思维包括品牌意识、品牌联想、品牌态度、品牌情感和品牌活动等5个部分<sup>[12]</sup>。正是顾客对品牌产生情感和态度, 才使品牌具有创造价值的基础, 从而产生品牌绩效, 这些品牌绩效的测量指标包括溢价、价格弹性、市场份额、赢利性等, 并进而影响企业的股东价值, 如股价、股价/每股收益(P/E)比率以及

收稿日期: 2009-07-04    修返日期: 2010-01-26

基金项目: 教育部哲学社会科学项目(08JZD0019); 国家自然科学基金(70772081); 广州市社会科学基金(08B02)

作者简介: 黎小林(1972-), 男, 湖南耒阳人, 中山大学管理学院博士研究生, 广东商学院工商管理学院副教授, 研究方向: 市场营销、品牌管理等。E-mail: llixl@163.com

市场资本等。在品牌价值链的顾客思维和品牌绩效这两个阶段, Keller 把它们区分为品牌权益的两个视角<sup>[1]</sup>,前者为顾客为基础的品牌权益,后者为财务为基础的品牌权益。关于顾客为基础的品牌权益, Keller 称之为品牌健康<sup>[2]</sup>,主要涉及顾客对品牌的感知和态度;财务为基础的品牌权益则被称为品牌价值。显然在 Keller 看来,品牌价值是品牌健康的结果,意即品牌健康影响企业的品牌价值。由此看来,品牌权益通过顾客思维影响到品牌价值,并进而影响企业的财务绩效,如企业的利润率等,从而最终影响股东价值。

除构建品牌价值链之外,现有文献也探索了具体的品牌活动、品牌要素和品牌维度对股东价值的影响,这些因素包括广告<sup>[18]</sup>、促销<sup>[19]</sup>、顾客满意<sup>[8,20]</sup>和品牌忠诚<sup>[21,22]</sup>等。然而很少有文献从品牌权益的总体来探索品牌权益对股东价值的影响、品牌权益是通过什么机制影响股东价值的以及这些影响是否在每个行业和企业都具有同样的效果。本研究试图从品牌权益的总体的视角探讨品牌权益影响股东价值的机制,研究这种影响在不同行业之间的差异,从而探索品牌权益影响股东价值的行业和企业自身的调节作用。

### 3 研究假设和研究模型

#### 3.1 品牌权益及其影响

除从概念框架上探索品牌权益对企业财务绩效和股东价值的影响外,人们也从实证角度对品牌权益影响企业财务绩效和股东价值进行研究。从对财务绩效的影响看,主要研究品牌权益对市场份额、利润率、利润溢价、收益和收益溢价等的影响。事实上,品牌权益可以通过多种方式影响企业的利润等会计指标。Jacobson 证实,不可观测的变量或无形资产(如公司文化等)对企业绩效(如 ROI)等具有重要影响<sup>[23]</sup>。此后,许多研究证实了品牌权益提高企业利润和赢利率的途径。一方面,品牌权益有助于提升顾客满意,从而加强顾客挽留<sup>[8,24]</sup>,防止顾客流失<sup>[25]</sup>,提升顾客忠诚,保证企业的现有利润<sup>[26]</sup>。另一方面,品牌权益也可以通过产品溢价、交叉销售、品牌延伸以及从竞争对手那里争夺顾客来扩大企业的销售收入和利润,如品牌权益可以通过溢价实现产品的高价销售<sup>[27]</sup>。强势品牌可以通过品牌延伸来扩大业务,进而扩大企业的利润来源<sup>[3,28]</sup>。由此可知,品牌权益通过保护企业现有市场以及扩大新市场两个途径实现企业的利润增长,从而对企业利润产生积极影响。

除从品牌价值链的角度解释品牌权益对企业利润的影响外,营销学者还从资源基础理论的视角解释品牌权益对企业利润的影响<sup>[29]</sup>。从资源基础理论看,品牌权益是企业的一种特殊资产, Srivastava 等称之为市场为基础的资产<sup>[30]</sup>; Srivastava 等从资源的视角把营销活动产生的企业资产分为市场为基础的资产、市场为流程和市场为基础的能力,认为正

是这种无形的市场资源为企业提供了长期稳定的利润<sup>[29]</sup>。综上所述,品牌权益作为公司一项独特的无形资产,为公司提供独特的资源优势,从而保证公司稳定的利润增长,因此提出假设。

假设 1 品牌权益有助于增加企业的利润。

#### 3.2 企业利润对股东价值的影响

从品牌价值链的角度看,在品牌价值链中企业利润处于顾客思维和股东价值的中间<sup>[12,31]</sup>,成为品牌权益和股东价值的中介变量,势必对股东价值产生影响。同时, Srivastava 等在分析市场基础的资产时认为企业利润有助于提升企业的现金流量,从而有助于增加企业的股东价值<sup>[30]</sup>; Bond 等在对英国的上市公司进行研究时发现,销售增长对 Tobin's Q 具有正向影响<sup>[32]</sup>; Warusawitharana 则发现企业的研究与开发能够提升企业利润,并进而影响企业的股东价值<sup>[33]</sup>。

金融学者从股东价值的驱动力出发,提出企业利润是股东价值的重要驱动力的观点,主要从两个方面对股东价值的驱动力进行分析,一是探索股东价值的驱动力的影响因素,二是探索这些因素对股东价值的影响机制。从影响因素看,股东价值主要来源于现金流量的增加,而现金流量又受到各种因素的影响,归纳起来主要有七因素、八因素、十因素和三因素等理论。虽然说法各异,但大致都是一个意思,只不过因素少的理论是在因素多的理论的基础上进行归纳概括而已。如七因素学派把现金流量的驱动力概括为销售增加、利润边际、税率、运营资本、资本花费、资本成本以及某段时期的竞争优势等<sup>[34]</sup>。此后, Turner 在此基础上提出第 8 个因素,即资本回报<sup>[35]</sup>。另外一些学者在此基础上进行总结归纳,概括出不同类型的驱动力。Kaplan 等把价值驱动力分为财务驱动、购买者驱动、内在驱动和创新驱动<sup>[36]</sup>; Rappaport 概括为三大类,即运营的驱动力、投资的驱动力和财务的驱动力等<sup>[34]</sup>; Ittner 等把价值驱动力扩大到 10 种类别,即财务、购买者、员工、运营、质量、联盟、供货、环境、创新和社会等<sup>[37]</sup>。显然无论哪种说法,企业利润都是企业股东价值的重要驱动力。

从股东价值的影响机制看,主要有价值创造模型<sup>[38]</sup>,即认为这些驱动力主要是通过影响闲置资金流动、资本成本和期望增长时期来创造价值的。综上所述,企业利润对股东价值具有重要的影响,由此提出假设。

假设 2 企业利润的增加会正向影响股东价值。

#### 3.3 品牌权益对股东价值的影响

现有关于品牌权益影响股东价值的研究主要从 3 个方面进行,即从概念上构建品牌权益影响股东价值的路径、探索品牌权益的维度对股东价值的影响、探索总的品牌权益对股东价值的影响。从概念构建的角度看,主要有品牌价值理论 and 营销生产理论。品牌价值理论主要构建品牌活动→品牌权益→市场绩效→财务绩效→股东价值这样一条影



响链条<sup>[12]</sup>,该理论认为品牌权益包括两个视角,即消费者视角和财务视角,其主要思想是把消费者视角的指标(如顾客品牌意识、品牌联想等)和财务视角的指标(如市场份额、利润率等)联系起来,然后再把财务视角的指标与股东价值的指标(如市场价值、P/E比率、Tobin's Q等)联系起来。Keller等把品牌活动的价值链过程分为4个阶段,即营销项目投资、顾客的思维、市场业绩和股东价值<sup>[12]</sup>。营销生产力理论主要研究顾客反应(如顾客满意、顾客忠诚和顾客挽留等)对企业的市场结果和财务绩效的影响<sup>[39-42]</sup>。在这些研究中,对市场结果的理解各不相同,Reinartz称之为顾客赢利性<sup>[41]</sup>。也有研究对顾客反应再进行细分,Gupta等从顾客行为的角度出发,把顾客反应分解成顾客感知测量和顾客行为结果,通过顾客行为结果影响财务绩效(如利润和股东价值)<sup>[39]</sup>。顾客感知测量的指标包括顾客满意、感知的服务质量、顾客忠诚以及购买意图等,顾客行为结果的度量则包括顾客获取、顾客挽留、交叉销售、顾客终身价值和顾客权益。

在探索品牌维度对股东价值的影响方面,现有文献做了大量研究。品牌延伸对股东价值具有重要的正向影响作用<sup>[3,28]</sup>;品牌信任、品牌承诺和品牌忠诚等都对股东价值有正向影响作用<sup>[21,22]</sup>;顾客满意对企业的股东价值具有重要影响<sup>[8,20,43-45]</sup>。

除了探索品牌维度对股东价值的影响之外,还有大量研究探索品牌活动对股东价值的影响。Urban发现产品设计可以增加企业的市场份额<sup>[46]</sup>。此外,促销可以加速产品的扩散速度从而增加企业的现金流量<sup>[19]</sup>,广告活动会对企业股东价值产生正向影响<sup>[18]</sup>。

研究总的品牌权益对股东价值影响的文献并不多见,这可能是由于还没有一套公认的、标准的品牌权益测量方法,一般采用中介机构的测量数据分析品牌权益对股东价值的影响。Kerin等以Financial World公布的企业品牌价值作为自变量、以企业的M/B比率为因变量进行测量,发现企业的品牌价值会正向影响M/B比率的值<sup>[47]</sup>;Barth等也利用Interbrand的评估数据分析183个上市公司的1204个品牌的影响,发现品牌权益对公司的市场价值具有正向影响<sup>[48]</sup>;Pahud等利用Brand Asset Valuator的评估

数据研究品牌权益与股东价值的关系,通过对荷兰43个公司品牌的研究表明,品牌权益的变动方向与股东价值的变动方向一致<sup>[49]</sup>。综上所述,本研究认为品牌权益会对股东价值产生积极影响,由此提出假设。

假设3 品牌权益会正向影响股东价值。

把上述3个假设结合起来得到本研究的假设模型。由于本研究收集了23个行业的数据,因此还比较了这23个行业的影响情况。总的模型见图1。

## 4 研究方法

### 4.1 变量设定

(1)品牌权益的测量。关于品牌权益的测量,本研究主要采用世界品牌实验室的品牌价值评估结果。世界品牌实验室的品牌价值评估方法主要是借鉴Interbrand的品牌价值评估方法,该方法把财务视角的品牌权益和消费者视角的品牌权益结合起来对品牌权益进行测量,其主要特点是增加了品牌附加值工具箱,计算公式为

$$\text{品牌价值} = E \cdot BI \cdot S$$

其中, $E$ 为调整后的年业务收益额; $BI$ 为品牌附加值指数,用品牌附加值工具箱计算得到; $S$ 为品牌强度系数,是在综合考虑中国特点和8个品牌要素的基础上计算出来的。目前有少数研究采用中介公司的品牌价值评估来研究品牌权益对股东价值的影响。Kerin等在研究品牌权益与股东价值之间连接的过程中采用Financial World公布的品牌价值的评估报告<sup>[47]</sup>,该方法也类似于Interbrand的品牌价值评估方法,是结合财务视角和消费者视角的品牌价值评估方法,但Kerin等的研究没有探索品牌权益的影响路径,而且采用的因变量是企业的市场价值与账面价值之比。

(2)企业利润的测量。选择企业利润作为中介变量是因为企业利润是品牌权益最终的市场结果,不管这中间是否伴随着顾客群的扩大、顾客品牌忠诚度的提高以及顾客挽留的提升和交叉购买的增加等,其最终形式就是企业利润的增加。而且前面所讲的金融理论也阐述了企业利润是现金流量的重要来源,品牌权益必然也要通过增加企业利润来增加其现金流量,进而增加股东价值。本研究所采用的

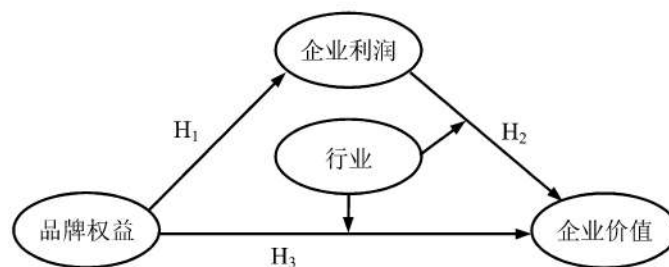


图1 品牌权益影响企业价值的假设模型

Figure 1 Hypotheses of Brand Equity Affecting Shareholder Value

企业利润是企业的营业利润,相对于净利润来讲,营业利润没有扣除税收和利息。而净利润由于扣除了税收和利息,从而受到税收制度和利率影响,如果采用净利润作为市场结果的因变量,势必在某种程度上产生偏误。

(3) 股东价值的测量。对于股东价值的测量采用目前较为流行的变量 Tobin's Q,即公司的市场价值与公司资产的当期有形资产的置换成本的比值<sup>[50]</sup>。Tobin's Q 测量的是公司能够创造的未来的超额收益的程度。如果 Q 值等于 1,意味着公司的市场价值等于有形资产的置换成本,公司没有创造超额价值,因此可以推断出公司没有诸如知识产权、研发等无形资产;如果 Q 值大于 1,则意味着公司拥有无形资产,这些无形资产能够使公司获得竞争优势,创造超过有形资产回报的超额收益和现金流量。因此,Tobin's Q 事实上是判断公司有没有无形资产以及这些无形资产是否资本化的依据。品牌权益作为公司的重要无形资产,也应该对超额的股东价值有所贡献。如果公司的品牌权益对 Q 值没有贡献,则这两者之间就应该没有显著性关系,而如果品牌权益能对 Q 值产生贡献,则两者之间应该具有显著性关系。因此,本研究用 Tobin's Q 作为超额股东价值的测量。另外,早期对于 Tobin's Q 的计算主要是以 Lindenberg 等的方法为主<sup>[51]</sup>,但由于该方法计算起来比较繁琐,本研究采用 Chung 等发展了的 Tobin's Q 的计算方法<sup>[52]</sup>,其计算公式为

$$\text{Tobin's } Q = \frac{MVE + PS + DEBT}{TA} \quad (1)$$

其中, MVE = 股票价格 × 公开发行的普通股, PS 为企业优先股的清算价值, DEBT = (短期债务 - 流动资

产) + 长期负债的账面价值, TA 为总资产的账面价值。

4.2 数据收集

关于品牌价值的评估数据,本研究以 2005 年 ~ 2007 年世界品牌实验室的评估数据作为研究基础,其他的数据以网易网站和东方财富网的证券数据作为基础。首先以世界品牌实验室的上市公司品牌为基础,选定需要研究的品牌,然后以此为依据收集选定品牌的相关证券信息。企业利润以年终的年度报告中营业利润表示,股票价格以该品牌当年最后一个交易日的股票价格作为操作变量。根据以上思路筛选出 89 家企业品牌作为研究对象,总的行业分布状况见表 1,表 1 中行业分类是按照世界品牌实验室的分类标准。

4.3 数据分析

4.3.1 中介变量识别的原则

识别中介变量的原则遵循 Baron 等的检验中介变量步骤,该研究认为中介变量的检验主要遵循 3 个步骤<sup>[53]</sup>。

- (1) 验证自变量会引起因变量的变化,见图 2(a)。
- (2) 验证自变量会引起中介变量的变化,见图 2(b)。
- (3) 验证在控制自变量的前提下,中介变量会引起因变量的变化,见图 2(c)。

图 2 中, X 为自变量, Y 为因变量, M 为 X 和 Y 的中介变量, β<sub>1</sub> 为 X 对 M 的影响效应, β<sub>2</sub> 为 M 对 Y 的影响效应, β<sub>3</sub> 为没有中介变量 M 时 X 对 Y 的影响效应, β<sub>4</sub> 为存在中介变量 M 时 X 对 Y 的影响效应, a 为常数项, ε 为残差项。

表 1 企业所属行业概况

Table 1 Profile of Industries

所属行业	数目	所属行业	数目	所属行业	数目	所属行业	数目	所属行业	数目
不动产	1	商业服务	1	造纸	1	机械	10	航空服务	4
农业	1	地产	2	钢铁	1	汽车	5	轻工	1
冶金	1	家电	6	饲料	1	烟草	1	通信电子 IT	13
化工	3	建材	4	旅游服务	2	石化	1	金融	1
医药	9	摩托车	2	日化	2	纺织、建材	3	食品材料	13

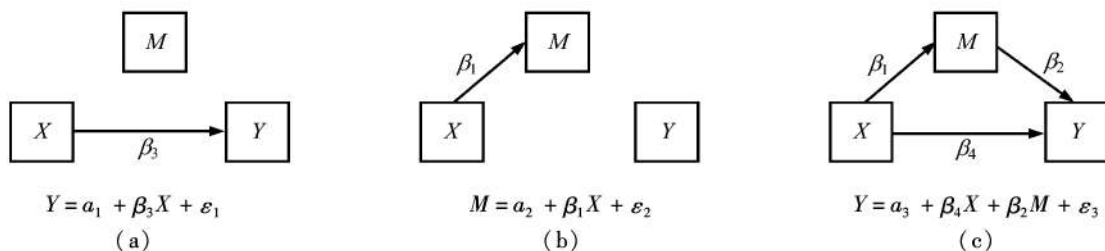


图 2 中介变量识别的步骤

Figure 2 Steps for Identifying Mediators

根据Baron的研究<sup>[53]</sup>,当上述3个步骤得到满足时,可以推断M是X与Y的中介变量,其显著性水平检验可以根据Z值进行检验。

$$Z = \frac{\beta_1\beta_2}{\sqrt{\beta_1^2 s_{\beta_2}^2 + \beta_2^2 s_{\beta_1}^2}} \quad (2)$$

其中, $\beta_1\beta_2$ 为间接(中介)效果, $\beta_1\beta_2 = \beta_3 - \beta_4$ ;  $s_{\beta_1}^2$ 为效应 $\beta_1$ 的标准差, $s_{\beta_2}^2$ 为效应 $\beta_2$ 的标准差。如果Z值大于1.96,可以认为模型在95%的水平下是显著的,从而推翻零假设,即M是X与Y的中介变量。

#### 4.3.2 模型建立和分析

本研究分两步进行,首先检验总体市场条件下的影响机制,这时候不考虑行业特点对影响机制作用的调节效应;其次考虑不同行业背景下这一影响机制是否继续有效。

##### (1) 总体市场的影响效果

首先检验自变量对结果变量的总体直接效应,然后检验自变量对各个中介变量的直接效应,最后检验控制自变量的前提下中介变量的间接效应。建立自变量(品牌权益)对于结果变量(Tobin's Q)的总体直接效应,从个体成员的角度出发,建立含有N个(本研究为89个)个体成员方程的面板数据模型为

$$\text{Tobin's } Q_{jt} = \alpha_{jt} + \beta_{jt} \text{Brand}_{jt} + \varepsilon_{jt} \quad (3)$$

$j=1,2,\dots,89, t=2005\text{年}, 2006\text{年}, 2007\text{年}$

其中, $\alpha$ 为常数项, $\beta$ 为品牌权益的系数, $\text{Brand}$ 为品牌权益, $\varepsilon$ 为残差项, $j$ 为某品牌, $t$ 为时间。

根据Hausman检验结果,该模型采用个体固定效应进行估计,估计结果见表2。

**表2 品牌权益影响Tobin's Q的模型检验和结果**  
Table 2 Model Test and Results of the Effect of Brand Equity on Shareholder Value

变量	系数	标准差	t 统计量	P 值
常数项	-1.302	0.999	-1.303	0.194
品牌权益	0.039	0.013	2.981	0.003
Hausman 检验				
检验总结	卡方统计量	自由度	P 值	
截面随机效应	9.107	1	0.002	

从表2可以看出,品牌权益对企业的市场绩效有正向影响,满足Baron等的第一个步骤<sup>[53]</sup>,其影响的直接效应为 $\alpha=0.039$ 。

其次,检验自变量(品牌权益)对中介变量(企业利润)的直接影响,其模型为

$$\text{Profit}_{jt} = a_{jt} + \beta_{jt} \text{Brand}_{jt} + \varepsilon_{jt} \quad (4)$$

其中, $\text{profit}$ 为利润。

根据Hausman检验结果,该模型采用随机效应进

行估计,结果显示品牌权益对企业利润具有正向影响,见表3。表3中品牌收益的 $P < 0.001$ , $t$ 值为4.945,并且模型满足Baron等的第二个步骤<sup>[53]</sup>。

**表3 品牌权益影响企业利润的模型检验和结果**  
Table 3 Model Test and Results of the Effect of Brand Equity on Profit

变量	系数	标准差	t 统计量	P 值
常数项	-6 492.377	23 956.180	-0.271	0.786
品牌权益	791.782	160.102	4.945	0.000
Hausman 检验				
检验总结	卡方统计量	自由度	P 值	
截面随机效应	0.294	1	0.587	

最后,检验企业利润对品牌权益影响股东价值的中介效应。把品牌权益和企业利润都放到方程中进行估计,见表4。同时利用(2)式计算效应的显著性,即Z值的大小,见(6)式。

$$\text{Tobin's } Q_{jt} = a_{jt} + \beta_{jt} \text{Brand}_{jt} + \text{Profit}_{jt} + \varepsilon_{jt} \quad (5)$$

$$Z = \frac{ab}{\sqrt{a^2 s_b^2 + b^2 s_a^2}} = \frac{791.782 \times 0.00000741}{\sqrt{(791.782)^2 \times (0.00000222)^2 + (0.00000741)^2 \times (160.102)^2}} = 2.766 \quad (6)$$

**表4 企业利润的中介效应检验和结果**  
Table 4 Test and Results of Profit as a Mediator

变量	系数	标准差	t 统计量	P 值
常数项	-1.377	0.972	-1.416	0.158
品牌权益	0.035	0.012	2.722	0.007
企业利润	7.41E-06	2.22E-06	3.343	0.001
Hausman 检验				
检验总结	卡方统计量	自由度	P 值	
截面随机效应	19.057	2	0.000	

从估计结果可以看出,Z值为2.766,大于1.96,意味着中介作用在95%的水平下是显著的,同时品牌权益和企业利润的检验都是显著的且系数值皆为正,因此证实了假设1和假设2。由于品牌权益也是显著的,所以企业利润并没有完全中介掉品牌权益对股东价值的影响,意味着品牌权益还可以通过其他途径直接或间接对股东价值产生影响。换句话说,品牌权益除了通过增加营业利润来增加现金流

量外,还可以通过其他途径来增加现金流量。根据以上论述,企业贴现的现金流量的增加除了通过利润增长外,还有一个重要途径就是贴现率的降低以及贴现时期的延长,因此品牌权益对于股东价值的影响还有可能通过降低贴现率和延长贴现时期来实现,这些可以作为以后进一步研究的方向。

#### (2) 不同行业的影响效果

由于不同行业其利润增长模式、利润来源、行业竞争水平、行业成熟程度和产品生命周期等方面都存在较大差别,很有可能不同行业条件下品牌权益对股东价值的影响效果会有所不同,因此本研究把89家品牌分成几个不同的行业,然后对不同的行业再进行回归,探索不同行业的效果。由于每个行业的特点很难用统一标准来衡量(如竞争强度和行业成长等),因此本研究不采用行业的某一个特点作为调节变量,而是分别对每个行业单独再按照(5)式进行分析,检验是否这些影响在不同行业还会有所区别。此外,由于样本共涉及25个行业(见表1),而且有的行业仅有一个或两、三个品牌,因此对于品牌少的行业不再检验,主要抽取机械、医药、通信电子IT、家电和食品饮料等5个行业进行检验,这些行业的品牌数都在6个以上(含6个)。检验结果见表5(表中Q值为行业平均值)。

从表5可以看出,在控制了企业利润之后,品牌权益对股东价值的影响比较显著的只有机械和食品饮料两个行业,意味着这两个行业中品牌权益还可通过金融途径来增加现金流量(如降低贴现率和延长贴现期限)。其余3个行业中,医药行业品牌权益不显著,但企业利润显著,说明该行业品牌权益完全是通过企业利润的中介作用来影响股东价值的。对于家电行业和通信电子IT行业而言,品牌权益和企业利润都不显著,说明品牌权益没有对股东价值造成影响,具体情况则有待进一步探讨。

### 4.4 结果讨论

#### 4.4.1 总体市场的影响效果

综合表2、表3和表4的结果可以看出,品牌权益对企业的股东价值产生正向影响( $P=0.003$ )。企

业利润在品牌权益影响股东价值的过程中起着部分中介的作用,即品牌权益可以通过增加企业利润来增加企业的未来现金流量,这一点与金融理论相吻合<sup>[34]</sup>,同时市场营销实践研究也验证了这一假设。在营销实践研究中,品牌权益可以从两方面提高企业利润<sup>[30]</sup>,即收益增加和成本降低。此外,强势品牌还可以提高产品价格从而获得价格溢价<sup>[17]</sup>。在降低成本方面,主要是强势品牌可以提高顾客对品牌的广告和促销的快速反应,从而降低企业在广告和促销等方面的成本。同时品牌权益也可以增强渠道成员之间的合作伙伴关系,从而降低制造商和经销商在推广产品过程中的运营成本<sup>[54]</sup>。

表4的结果也表明,除了通过增加企业利润来增加现金流量外,品牌权益也可通过其他途径来增加现金流量和股东价值,这个途径具体的情形如何有待进一步的探讨。但既然这个路径不是经过企业利润实现的,也就意味着不是增加产品收益和降低运营成本实现的,那么也就只有在金融市场方面来找答案了。根据前面论述的金融理论,企业贴现的现金流量的增加可以通过闲置资产的加速流动、贴现率的降低和贴现期限的延长来实现,其中一个重要的影响途径就是对贴现率和贴现期限的影响。品牌权益越大,品牌强势也越大,从而对品牌能够维持较高收益的信心也越大,使品牌未来现金流量的贴现率降低,增加现金流量的现值<sup>[47]</sup>,现金流量现值的增加意味着品牌相对于竞争品牌的收益乘数的增加,从而导致较高的P/E比率<sup>[55]</sup>。显然P/E比率的增加意味着股票价格相对于每股收益来讲增加得更快,从而增加股东价值。

#### 4.4.2 不同行业的影响效果

根据表5可知,企业利润起中介作用较为显著的是机械行业和食品饮料行业,这两个行业不但企业利润显著,品牌权益也显著,符合前述假设。医药行业则是利润显著,品牌权益不显著,说明品牌权益对股东价值的影响是完全通过企业利润为中介实现的,没有其他途径,也符合假设要求。而对于家电行业和通信电子IT行业来说,品牌权益和企业利润都

表5 不同行业的比较  
Table 5 Comparison among Various Industries

行业	Q 值	品牌权益		企业利润	
		品牌权益系数	品牌权益 P 值	企业利润系数	企业利润 P 值
机械	1.416	0.428	<b>0.003</b>	2.03E-05	0.005
医药	2.276	0.004	0.802	3.48E-05	0.002
通信电子 IT	1.010	-0.001	0.875	5.61E-06	0.547
家电	0.539	0.001	0.179	2.27E-06	0.089
食品饮料	2.821	0.121	<b>0.022</b>	8.64E-05	0.000



不显著,这种情况解释起来比较复杂。首先从每个行业的平均  $Q$  值可以发现一个比较特殊的现象,即符合假设要求的3个行业的平均  $Q$  值都大于1,机械行业为1.416,医药行业为2.276,食品饮料行业为2.821,即这3个行业都存在无形资产,从而导致验证结果符合假设要求。家电行业和通信电子IT行业的  $Q$  值都小于或等于1,家电行业为0.539,通信电子IT行业为1.010,约等于1,说明这两个行业基本不存在无形资产,对于家电行业来讲,甚至连现有的有形资产都没有充分利用。品牌权益对股东价值的影响其实就是品牌权益的资本化过程,由于  $Q$  值大于1的行业其无形资产比较大,说明品牌权益对股东价值的影响首先需要企业所处行业本身存在着无形资产(主要是品牌),在此基础上再取决于企业把无形资产资本化的能力。从而品牌权益对股东价值的影响有可能受到其所处行业和企业本身特点的调节作用,至于具体是哪些因素调节这一作用值得进一步探讨。

## 5 结论

品牌权益对股东价值的影响在一定程度上说明企业品牌战略的重要意义,或者说从长远来看,品牌能够增加企业的未来收益,从而增加股东价值,并为制定相应的品牌战略提供较好的决策依据。本研究从品牌权益的总体视角探讨品牌权益影响股东价值的机制,得到如下结论。

(1) 品牌权益能够增加股东价值,而且可以通过企业利润和现金流量贴现率等多种途径来实现。因此企业需要充分利用品牌权益的增值途径,从产品销售到资本运营等多方面来增加股东价值,实现企业的战略目标。从产品销售的角度看,品牌权益的增加能够增强消费者对企业品牌的忠诚度,从而一方面保持消费者的长期购买,另一方面能够增加消费者对品牌的其他产品的购买,并能促使消费者积极推荐给其朋友,最终扩大品牌产品的销售。从资本运营的角度看,企业可以利用品牌权益建立股票市场的信心,从而增强企业筹措资金的能力(包括股票发行和债券发行等),降低资本的运营成本和现金流量的贴现率,增加股票价值和股东价值。

(2) 品牌权益对股东价值的影响在不同行业效果不同,即使是企业处于  $Q$  值大于1的行业,其影响也有可能不显著。这些结果说明企业首先要选择好自己的行业,或者说处于某一行业的企业需要齐心协力提升本行业的无形资产或品牌声誉,在此基础上企业还需着手提升自身的品牌权益资本化的能力。

## 参考文献:

[1] Keller K L. 战略品牌管理[M]. 北京:中国人民大学出版社,2006.  
Keller K L. Strategic Brand Management: Building, Measuring, and Managing Brand Equity [M]. Bei-

jing: China Remin University Press, 2006. (in Chinese)

- [2] Keller K L. Q&A with Kevin Lane Keller (Tuck): Connecting Brand Value to Shareholder Value [J]. Marketing NPV, 2008, 17(2): 1-4.
- [3] Hennig-Thurau T, Houston M B, Heitjans T. Conceptualizing and Measuring the Monetary Value of Brand Extensions: The Case of Motion Pictures [J]. Journal of Marketing, 2009, 73(6): 167-183.
- [4] 王静. 品牌有价——1995~2004 中国品牌价值报告[M]. 北京:企业管理出版社,2005.  
Wang J. Brands Have Value: 1995~2004 China Brand Value Report [M]. Beijing: Enterprise Management Publishing House, 2005. (in Chinese)
- [5] Joshi A, Hanssens D M. The Direct and Indirect Effects of Advertising Spending on Firm Value [J]. Journal of Marketing, 2010, 74(1): 20-33.
- [6] Krasnikov A, Mishra S, Orazoo D. Evaluating the Financial Impact of Branding Using Trademarks: A Framework and Empirical Evidence [J]. Journal of Marketing, 2009, 73(6): 154-166.
- [7] Bick G N C. Increasing Shareholder Value through Building Customer and Brand Equity [J]. Journal of Marketing Management, 2009, 25(1): 117-141.
- [8] Fornell C, Mithas S, Morgeson III F V, Krishnan M S. Customer Satisfaction and Stock Prices: High Returns, Low Risk [J]. Journal of Marketing, 2006, 70(1): 3-14.
- [9] Anderson E W, Fornell C, Lehmann D R. Customer Satisfaction, Market Share, and Profitability: Findings from Sweden [J]. Journal of Marketing, 1994, 58(3): 53-66.
- [10] Madden T J, Fehle F, Fournier S. Brands Matter: An Empirical Demonstration of the Creation of Shareholder Value through Branding [J]. Journal of the Academy of Marketing Science, 2006, 34(2): 224-235.
- [11] Capraro A J, Srivastava R K. Has the Influence of Financial Performance on Reputation Measures Been Overstated [J]. Corporate Reputation Review, 1997, 1(1): 86-93.
- [12] Keller K L, Lehmann D R. How Do Brands Create Value? [J]. Marketing Management, 2003, 12(3): 27-31.
- [13] Keller K L, Lehmann D R. Brands and Branding: Research Findings and Future Priorities [J]. Marketing Science, 2006, 25(6): 740-759.
- [14] Luo X, Rindfleisch A, Tse D K. Working with Rivals: The Impact of Competitor Alliances on Financial Performance [J]. Journal of Marketing Research, 2007, 44(1): 73-83.
- [15] Luo X, Bhattacharya C B. Corporate Social Responsibility, Customer Satisfaction, and Market Value [J].

- Journal of Marketing, 2006, 70(4): 1-18.
- [16] Srinivasan V. Network Models for Estimating Brand-specific Effects in Multi-attribute Marketing Models [J]. Management Science, 1979, 25(1): 11-21.
- [17] Farquhar P H. Managing Brand Equity [J]. Marketing Research, 1989, 1(3): 24-33.
- [18] McAlister L, Srinivasan R, Kim M C. Advertising, Research and Development, and Systematic Risk of the Firm [J]. Journal of Marketing, 2007, 71(1): 35-48.
- [19] Jain D, Mahajan V, Muller E. An Approach for Determining Optimal Product Sampling for the Diffusion of a New Product [J]. Journal of Product Innovation Management, 1995, 12(2): 124-135.
- [20] Cooil B, Keiningham T L, Aksoy L, Hsu M. A Longitudinal Analysis of Customer Satisfaction and Share of Wallet: Investigating the Moderating Effect of Customer Characteristics [J]. Journal of Marketing, 2007, 71(1): 67-83.
- [21] Pappu R, Quester P G, Cooksey R W. Consumer-based Brand Equity: Improving the Measurement-Empirical Evidence [J]. Journal of Product & Brand Management, 2005, 14(3): 143-154.
- [22] Moisescu O I. A Conceptual Analysis of Brand Loyalty as Core Dimension of Brand Equity [C] // Knowledge-Based International Conference Proceedings. Craiova, 2006: 1128-1136.
- [23] Jacobson R. Unobservable Effects and Business Performance [J]. Marketing Science, 1990, 9(1): 74-85.
- [24] Anderson E W, Fornell C, Mazvancheryl S K. Customer Satisfaction and Shareholder Value [J]. Journal of Marketing, 2004, 68(4): 172-185.
- [25] Anderson E W, Sullivan M W. The Antecedents and Consequences of Customer Satisfaction for Firms [J]. Marketing Science, 1993, 12(2): 125-143.
- [26] Leboeuf R, Simmons J R. Branding Alters Attitude Functions and Reduces the Advantage of Function-Matching Persuasive Appeals [J]. Journal of Marketing Research, 2010, 47(2): 348-360.
- [27] Jensen M, Drozdenko R. The Changing Price of Brand Loyalty Under Perceived Time Pressure [J]. Journal of Product & Brand Management, 2008, 17(2): 115-120.
- [28] Monga A B, John D B. What Makes Brands Elastic? The Influence of Brand Concept and Styles of Thinking on Brand Extension Evaluation [J]. Journal of Marketing, 2010, 74(3): 80-92.
- [29] Srivastava R K, Fahey L, Christensen H K. The Resource-based View and Marketing: The Role of Market-based Assets in Gaining Competitive Advantage [J]. Journal of Management, 2001, 27(6): 777-802.
- [30] Srivastava R K, Shervani T A, Fahey L. Market-Based Assets and Shareholder Value: A Framework for Analysis [J]. Journal of Marketing, 1998, 62(1): 2-18.
- [31] Munoz T, Kumar S. Brand Metrics: Gauging and Linking Brands with Business Performance [J]. Brand Management, 2004, 11(5): 381-387.
- [32] Bond S R, Klemm A, Newton-Smith R, Syed M, Vlieghe G W. The Roles of Expected Profitability, Tobin's Q and Cash Flow in Economic Models of Company Investment [R]. London: Bank of England Working Paper, 2003.
- [33] Warusawitharana M. Research and Development, Profits and Firm Value: A Structural Estimation [R]. Washington: Federal Reserve Board Working Papers, 2009.
- [34] Rappaport A. Creating Shareholder Value: A Guide for Managers and Investors [M]. New York: The Free Press, 1998.
- [35] Turner J R. Projects for Shareholder Value: The Influence of Project Performance Parameters at Different Financial Ratios [J]. Project Management, 1998, 4(1): 70-73.
- [36] Kaplan R S, Norton D P. Using the Balanced Scorecard as a Strategic Management System [J]. Harvard Business Review, 1996, 74 (January/February): 75-85.
- [37] Ittner C D, Larcker D F. Assessing Empirical Research in Managerial Accounting: A Value Based Management Perspective [J]. Journal of Accounting & Economics, 2001, 32(1-3): 349-410.
- [38] Damodaran A. Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset [M]. NY: John Wiley & Sons, 2002.
- [39] Gupta S, Zeithaml V. Customer Metrics and Their Impact on Financial Performance [J]. Marketing Science, 2006, 25(6): 718-739.
- [40] O'Sullivan D, Abela A V. Marketing Performance Measurement Ability and Firm Performance [J]. Journal of Marketing, 2007, 71(2): 79-93.
- [41] Reinartz W, Thomas J S, Kumar V. Balancing Acquisition and Retention Resources to Maximize Customer Profitability [J]. Journal of Marketing, 2005, 69(1): 63-79.
- [42] Luo X M. When Marketing Strategy First Meets Wall Street Marketing Spendings and Firms' Initial Public Offerings [J]. Journal of Marketing, 2008, 72(5): 98-109.
- [43] Che-Ha N, Hashim S. Brand Equity, Customer Satisfaction & Loyalty: Malaysian Banking Sector [J]. International Review of Business Research Papers, 2007, 3(5): 123-133.



- [44] Tuli K R, Bharadwaj S G. Customer Satisfaction and Stock Returns Risk [ J ]. *Journal of Marketing*, 2009, 73( November ): 184–197.
- [45] Gruca T S, Rego L L. Customer Satisfaction, Cash Flow, and Shareholder Value [ J ]. *Journal of Marketing*, 2005, 69(3): 115–130.
- [46] Urban G L. PERCEPTOR: A Model for Product Positioning [ J ]. *Management Science*, 1975, 21( 8 ): 858–871.
- [47] Kerin R A, Sethuraman R. Exploring the Brand Value-Shareholder Value Nexus for Consumer Goods Companies [ J ]. *Journal of the Academy of Marketing Science*, 1998, 26(4): 260–273.
- [48] Barth M E, Clement M B, Foster G, Kasznik P. Brand Values and Capital Market Valuation [ J ]. *Review of Accounting Studies*, 1998, 3(1): 41–68.
- [49] Pahud de Mortanges C, Van Riel A. Brand Equity and Shareholder Value [ J ]. *European Management Journal*, 2003, 21(4): 521–527.
- [50] Tobin J. A General Equilibrium Approach to Monetary Theory [ J ]. *Journal of Money, Credit and Banking*, 1969, 1(1): 15–29.
- [51] Lindenberg E B, Ross S A. Tobin's  $q$  Ratio and Industrial Organization [ J ]. *Journal of Business*, 1981, 54(1): 1–32.
- [52] Chung K H, Pruitt S W. A Simple Approximation of Tobin's  $q$  [ J ]. *Financial Management*, 1994, 23(3): 70–74.
- [53] Baron R W, Kenny D A. The Moderator – Mediator Variable Distinction in Social Psychological Research: Conceptual, Strategic, and Statistical Considerations [ J ]. *Journal of Personality & Social Psychology*, 1986, 51(6): 1173–1182.
- [54] Sheth J, Parvatiyar A. Relationship Marketing in Consumer Markets: Antecedents and Consequences [ J ]. *Journal of the Academy of Marketing Science*, 1995, 23(4): 255–257.
- [55] Glover C. *Alternative Methods of Brand Valuation* [ C ] // Perrier R. *Brand Valuation*. London: Premier Books, 1997: 19–24.

## Empirical Study on the Effect of Brand Equity on Shareholder Value

LI Xiao-lin<sup>1,2</sup>, WANG Hai-zhong<sup>1</sup>

1 School of Business, Sun Yat-sen University, Guangzhou 510275, China

2 School of Industrial and Commercial Administration, Guangdong University of Business Studies, Guangzhou 510275, China

**Abstract:** In recent years marketing scholars have tried best to study the impact of marketing activities on shareholder value so as to convince managers that marketing activities could bring about long-term benefits for the enterprises. This study discusses the marketing effects from the perspective of brand equity and explores the approaches and mediators that brand equity affects shareholder value as well as the differences between various industries. Using the evaluated brand value by world brand lab as the measure of brand equity and collecting data from www.163.com and www.eastmoney.com which cover three years from 2005 to 2007, we compute Tobin's  $Q$  as the measure of shareholder value and perform research based on panel data analysis. The results show that brand equity can positively affect shareholder value and the profit is the mediator between brand equity and shareholder value. The industries moderates the effect of brand equity on shareholder value.

**Keywords:** brand equity; shareholder value; Tobin's  $Q$ ; profit

**Received Date:** July 4<sup>th</sup>, 2009      **Accepted Date:** January 26<sup>th</sup>, 2010

**Funded Project:** Supported by Philosophy and Social Sciences by the State Education Commission (08JZD0019), the National Natural Science Foundation of China (70772081) and the Guangzhou Planning Office of Philosophy and Social Science (08B02)

**Biography:** LI Xiao-lin, a Hunan Leiyang native (1972 – ), is a Ph. D. candidate in the School of Business at Sun Yat-sen University and is an associate professor in the School of Industrial and Commercial Administration at Guangdong University of Business Studies. His research interests include marketing, brand management, etc. E-mail: llxl@163.com □