

## چشم‌انداز مدیریت بازرگانی

سال هفدهم، شماره ۳۴، پیاپی ۶۷ تابستان ۱۳۹۷

شاپای چاپی: ۶۰۵۰-۲۲۵۱، شاپای الکترونیکی: ۴۱۴۹-۲۶۴۵

صص ۹۱ - ۱۱۰

# اندازه‌گیری ارزش برند شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران با رویکرد مالی

موسی رحیمی\*، مجید محمدشفیعی\*\*، آذرنوش انصاری طادی\*\*\*،  
محمود بت‌شکن\*\*\*\*

## چکیده

برندها می‌توانند با استفاده از تکنیک‌های مختلف ارزش‌گذاری شوند. هدف این پژوهش، ارائه یک مدل ارزش‌گذاری برند منطبق با شرایط بورس ایران است. پژوهش حاضر از نوع پس‌رویدادی و از نظر هدف، توسعه‌ای است. نمونه پژوهش شامل ۸۱ شرکت پذیرفته‌شده در «بورس اوراق بهادار تهران» در صنایع دارو، سیمان، صنایع شیمیایی، فلزات اساسی و کاشی و سرامیک در سال‌های ۱۳۹۱ تا ۱۳۹۵ است. مدل این پژوهش ترکیبی از مدل ارزش ذاتی شرکت به روش تنزیل سود نقدی سه‌مرحله‌ای و مدل قیمت به فروش آقای داموداران است که تغییراتی در مراحل، مفروضات و محاسبات نرخ رشد آن، متناسب با شرایط «بورس اوراق بهادار تهران» صورت گرفته است. دقت این مدل از طریق مقایسه قیمت ذاتی به‌دست‌آمده سهام شرکت‌ها و قیمت بازار آن‌ها و حداقل کردن خطا، سنجیده شده است. نتایج حاکی از آن است که در ایران به ارزش برند به‌عنوان دارایی نامشهود توجه زیادی نشده است و می‌توان با استفاده از سود هر سهم و پارامترهای مالی شرکت به مبنای مناسبی برای تخمین ارزش شرکت و برند آن، متناسب با شرایط بورس ایران دست یافت.

**کلیدواژه‌ها:** برند؛ دارایی‌های نامشهود؛ بورس اوراق بهادار؛ ارزشیابی برند.

تاریخ دریافت مقاله: ۱۳۹۷/۰۵/۲۰، تاریخ پذیرش مقاله: ۱۳۹۷/۰۶/۲۷.

\* دانشجوی دکتری، دانشگاه اصفهان.

\*\* استادیار، دانشگاه اصفهان (نویسنده مسئول).

E-mail: m.shafiee@ase.ui.ac.ir

\*\*\* استادیار، دانشگاه اصفهان.

\*\*\*\* استادیار، دانشگاه اصفهان.

### ۱. مقدمه

برند، قلب زندگی یک شرکت است و هم برای استفاده‌کنندگان برون‌سازمانی، نظیر مشتریان، مصرف‌کنندگان و تحلیل‌گران مالی، جذابیت دارد و هم موردعلاقه استفاده‌کنندگان درون‌سازمانی، نظیر مدیران، کارکنان بخش بازاریابی و حسابداری است (پاواگام و همکاران، ۲۰۱۶). افزایش اهمیت برند بر ارزش اقتصادی شرکت‌ها باعث تغییر نحوه عملکرد مالی این شرکت‌ها شده است؛ در چنین شرایطی بسیاری از کشورها نیاز دارند که ارزش‌دارایی‌های نامشهود را در ترازنامه شرکت لحاظ کنند و برند از مهم‌ترین این دارایی‌های نامشهود است (کوری، ۲۰۱۸). «انجمن بازاریابی آمریکا» برند را یک نام، واژه، نشانه، علامت یا طراحی و یا ترکیبی از آن برای شناسایی کالا یا خدمات یک فروشنده یا گروهی از فروشندگان و متمایز کردن آن‌ها از رقبا تعریف می‌کند (عزیزه و هریانینگرام، ۲۰۱۶). ارزش‌گذاری برند هم برای ذی‌نفعان داخل سازمان و هم برای تعدادی از ذی‌نفعان خارج از سازمان حائز اهمیت است. هرچند روش‌ها و مدل‌های مختلفی برای ارزش‌گذاری نام تجاری وجود دارد، ولی هنوز مشخص نیست که بهترین روش کدام است (ویرویلایت و همکاران، ۲۰۰۸).

بر اساس روش‌های مختلف ارزشیابی برند در رویکرد مالی، مزایا و معایب هر یک از این روش‌ها در جدول ۱، آمده است. بر این اساس پنج معیار شامل ذهنی‌بودن، تعداد پارامترها، سطح جزییات موردنیاز (اطلاعات اقتصادی کلی شرکت در برابر اطلاعات دقیق و جزئی)، سهولت کاربرد درک‌شده و دقت درک‌شده، به‌عنوان مبنای نظر گرفته شده است.

جدول ۱. نقاط قوت و ضعف روش‌های ارزشیابی برند در رویکرد مالی (کارپنتیر، ۲۰۱۴)

روش	بهترین بردار	بهترین بر هرپند	مبهمی بر بازار	مقایسه‌ای	ارزش ذاتی	ذهنی‌بودن	تعداد پارامتر	موردنیاز	ذاتی کاربرد	زده‌شده	دقت تخمین
حق امتیاز	✓			✓	✓	۲	متوسط	متوسط	بالا	بالا	حق امتیاز
صرف قیمت به حجم	✓			✓		۴	بالا	بالا	پایین	متوسط	صرف قیمت به حجم
مقایسه سود	✓			✓		۳	بالا	متوسط	متوسط	متوسط	مقایسه سود
جریان نقد اضافی	✓					۳	بالا	بالا	متوسط	پایین	جریان نقد اضافی
بهای تاریخی		✓			✓	۱	پایین	بالا	متوسط	پایین	بهای تاریخی
بهای جانشینی		✓			✓	۲	پایین	بالا	متوسط	پایین	بهای جانشینی
ضرایب مبادلات			✓	✓		۳	پایین	پایین	بالا	بالا	ضرایب مبادلات
قیمت به فروش			✓	✓		۳	پایین	پایین	متوسط	متوسط	قیمت به فروش
محرك تقاضا			✓	✓	✓	۵	بالا	متوسط	متوسط	پایین	محرك تقاضا
تحركات قیمت سهام			✓	✓	✓	۱	بالا	پایین	پایین	پایین	تحركات قیمت سهام
اختيار معامله واقعی			سایر	✓	✓	۳	بالا	بالا	متوسط	بالا	اختيار معامله واقعی

اهمیت و ضرورت پژوهش حاضر این است که مطالعات محدودی در داخل کشور در حوزه ارزش‌گذاری برند انجام شده و این مطالعات در مقایسه با نمونه‌های خارجی بسیار ناچیز است. دومین مسئله‌ای که ضرورت این پژوهش را نمایان می‌سازد این است که در اغلب پژوهش‌های داخلی این حوزه، رویکردهای توصیفی پیمایشی که مبتنی بر پرسشنامه است در دستور کار پژوهشگران قرار گرفته است؛ درحالی‌که استفاده از پژوهش‌هایی با داده‌های واقعی شرکت‌ها می‌تواند با درجه اعتماد بالاتری در بیان نتایج همراه باشد.

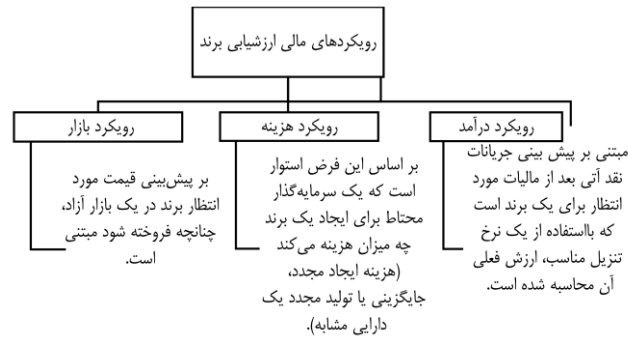
سومین وجه اهمیت این پژوهش این است که در پایان، الگویی ارائه می‌دهد تا شرکت‌ها جایگاه ارزش برند که بخش عظیمی از ارزش شرکت را به خود اختصاص می‌دهد، دریابند؛ همچنین مبنایی برای شرکت‌های ایرانی در ارزش‌گذاری این دارایی ناملموس مهم ارائه می‌کند؛ بنابراین با توجه به اهمیت و ضرورت یادشده و جایگاه مهم ارزش‌گذاری در میان پژوهش‌های مربوط به برند در سطح کشور، هدف از پژوهش حاضر ارائه مدلی است که بتواند ارزش برند را به‌عنوان جزئی از دارایی‌های نامشهود، به روشی مالی محاسبه کند

## ۲. مبانی نظری و پیشینه پژوهش

در پژوهش‌های بازاریابی در دهه‌های اخیر بر مفهوم ارزش برند تمرکز شده و تأثیر آن بر پاسخ، نگرش و رفتار مصرف‌کننده بررسی شده است؛ با این حال باید به این واقعیت اشاره کرد که برند برخلاف محصولات مشهود، در ذهن مشتری قرار دارد (برند ملموس نیست) (مک‌لنن، ۲۰۱۷).

از دیدگاه مالی و طبق استاندارد بین‌المللی گزارشگری مالی، برند زیرمجموعه دارایی‌های مبتنی بر بازار و جزو دارایی‌های نامشهود است. برخلاف دارایی‌های ملموس که عمدتاً املاک و مستغلات، تولید و تجهیزات فنی را شامل می‌شوند، برندها بخشی از دارایی‌های ناملموس هستند و باید از سایر دارایی‌های ناملموس نظیر حقوق انحصاری، توافقات خریدوفروش، فهرست مشتری، حقوق ویژه، مجوزها، اسرار تجاری و غیره قابل تشخیص باشند (ایلس، ۲۰۱۱).

نخستین دغدغه مدیران در خصوص ارزش برند، روش‌های ارزیابی آن است. هرچند تاکنون روش استاندارد برای ارزش‌گذاری دارایی‌های معنوی و برند ارائه نشده است، اما روش‌های مختلفی وجود دارد که تا حدی توانسته‌اند متغیرها و عوامل اثرگذار بر ارزش دارایی‌های ناملموس را موردتوجه قرار داده و راه‌حل‌های نسبتاً قابل‌قبولی ارائه دهند. در ادامه روش‌هایی که جنبه عملی و مالی دارند توضیح داده می‌شود. در یک تقسیم‌بندی، رویکردهای مربوط به ارزش‌گذاری برند در سه مقوله خلاصه شده است که در شکل ۱، مشاهده می‌شود.



شکل ۱. رویکردهای ارزشیابی برند (حایق، ۲۰۱۰)

در ادامه روش‌های مربوط به هر رویکرد به صورت خلاصه ذکر شده است.

### رویکرد مبتنی بر هزینه

- هزینه تاریخی از زمان ایجاد<sup>۱</sup>: در این رویکرد، برند با توجه به هزینه توسعه آن (جذب، خلق و نگهداری) در طول فازهای توسعه‌اش (آزمون اولیه، محصولات مفهومی، پژوهش و توسعه، بهبود محصول و توسعه) ارزش‌گذاری می‌شود (آنسون، ۲۰۰۵).
- هزینه ایجاد، تولید مجدد یا جایگزینی<sup>۲</sup>: در این روش از قیمت‌های فعلی برای برآوردن هزینه بازسازی برند استفاده می‌شود (بوس ۲۰۰۳؛ آنسون، ۲۰۰۵).
- سرمایه‌گذاری روی هزینه‌های قابل استناد به برند<sup>۳</sup>: ارزش کسب‌وکار مربوط به برند، به نسبت انباشته‌شده هزینه‌های تبلیغاتی بستگی دارد و شامل هزینه‌های توزیع و فروش صرف شده تا این زمان است (بولگاری و لکلند، ۲۰۱۵).

### رویکرد مبتنی بر بازار

- مقایسه معاملات فروش<sup>۴</sup>: ارزش برند با توجه به ارزش بازاری که اطلاعات قیمت برندهای مشابه در آن وجود دارد، محاسبه می‌شود (بولگاری و لکلند، ۲۰۱۵).
- ارزش ویژه برند بر اساس روش ارزش‌گذاری سهام<sup>۵</sup>: ارزش برند به‌عنوان مجموع بازگشت سرمایه‌گذاری و صرفه‌جویی موردانتظار در هزینه‌های بازاریابی ناشی از ارتقای محصولات برند به حساب می‌آید (سایمون و سالیوان، ۱۹۹۳).

1. Historical cost of creation  
 2. Cost to recreate (reproduction or replacement)  
 3. Capitalization of Brand-Attributable Expenses Method  
 4. Brand Sale Comparison Method  
 5. Brand Equity Based on Equity Valuation

- ذخیره حق امتیاز<sup>۱</sup>: این روش با تنزیل جریان هزینه‌های حق امتیازی که شرکت باید به یک شرکت دیگر پرداخت کند، چنانچه مالک برند نباشد، محاسبه می‌شود (چانگ و همکاران، ۲۰۱۳).

**رویکرد مبتنی بر درآمد.** این رویکرد بر اساس شاخص‌های زیر تعریف می‌شود:

- قیمت ترجیحی<sup>۲</sup>: این روش سودهای اضافی برند را در مقایسه قیمت آن با یک محصول عمومی یا غیربرندی معادل، تخمین می‌زند. ارزش برند کل با ارزش کنونی جریان‌های سود بعد از مالیات مربوط با برند، تخمین زده می‌شود (اسمیت و پار، ۲۰۰۰).

- تجزیه و تحلیل قدرت برند/ محرک‌های تقاضا<sup>۳</sup>: این مدل اثری که قدرت برند و یا محرک‌های تقاضا بر عرضه و تقاضا دارند یا به عبارت دیگر تأثیر برند بر تصمیم‌گیری یا خلق ارزش مشتریان و همچنین نسبت کسب‌وکار وابسته به برند را بررسی می‌کند (برند فاینانس، برند اکونومیک، سالیناس، ۲۰۰۷).

- مقایسه حاشیه سود ناخالص: به روش اقتصاد مقیاس معروف است. ارزش برند نتیجه درآمد فروش محصول بوده و حاشیه سود ناخالص بیش از میانگین رقبا است (اسمیت، ۱۹۹۷).

- تفاوت جریان نقدی با درآمد یک شرکت معیار: این روش فرض می‌کند که تفاوت بین جریان‌های خالص نقدی شرکتی که صاحب برند است و در حال ارزش‌گذاری است و مجموعه شرکت‌های قابل مقایسه که نام تجاری ندارند، به‌طور کامل وابسته به عامل برند است (اسمیت، ۱۹۹۷؛ اندرسون، ۲۰۰۴).

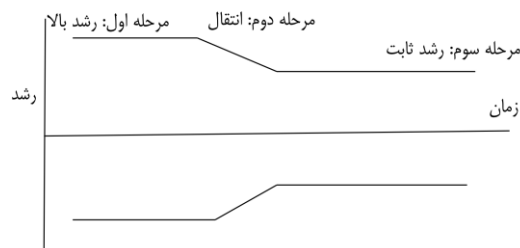
- ارزش برند اصلی به‌علاوه ارزش سایر دارایی‌های مرتبط<sup>۴</sup>: ارزش برند به‌صورت مجموعه‌ای از ارزش برند اصلی و ارزشی که سایر محصولات مرتبط با برند بدست می‌آید، محاسبه می‌شود (انسون، ۲۰۰۵).

- تفاوت نسبت قیمت به فروش: ارزش برند به‌عنوان تفاوت بین نسبت قیمت به فروش پیش‌بینی‌شده یک شرکت برنندشده و یک شرکت بدون برند ضرب در فروش شرکت برنندشده به‌دست می‌آید (داموداران، ۲۰۰۷ و ۲۰۱۵؛ فرناندز، ۲۰۰۱).

- ارزیابی بر اساس مفهوم ارزش طول عمر مشتری (CLV<sup>۵</sup>): ارزش برند با برآورد میزان ارزش زندگی مشتری نسبت به برند و سپس گسترش ارزش کسب‌شده برای همه مشتریان محاسبه می‌کند. این نسبت از طریق تحلیل آماری محاسبه می‌شود (فیشر، ۲۰۰۷).

- 
1. Royalty Saving
  2. Price Premium
  3. Demand driver/brand strength analysis
  4. Corebrand value plus the value of other related assets
  5. Customer Lifetime Value

در این پژوهش با استفاده از الگوی رشد سه‌مرحله‌ای تنزیل سود نقدی، قیمت ذاتی (واقعی) سهام محاسبه شده و سپس با ضرب در تعداد سهام، ارزش واقعی کل شرکت به دست آمده است؛ درنهایت با استفاده از مدل داموداران (۲۰۰۷) ارزش برند شرکت محاسبه شده است. مدل رشد سه‌مرحله‌ای، فرض می‌کند شرکت می‌تواند نرخ رشد بالایی خودش (نرخ رشد پایین) را در یک دوره زمانی چندساله حفظ کند؛ اما درنهایت در اثر عامل رقابت، رشد سودهای شرکت به تدریج با طی یک دوره انتقالی به مرحله رشد ثابت می‌رسد. شکل ۲، مدل الگوی رشد سه‌مرحله‌ای تنزیل سود نقدی را نشان می‌دهد.



شکل ۲. مدل الگوی رشد سه‌مرحله‌ای تنزیل سود نقدی

مدل سه‌مرحله‌ای، منطبق با واقعیت، فرض می‌کند که در هر مرحله هم‌زمان با تغییر رشد، نسبت پرداخت سود نیز تغییر می‌کند. در این روش نرخ تنزیل (هزینه صاحبان سهام) در مراحل مختلف رشد، تغییر می‌یابد. طبق مدل تنزیل سود نقدی سه‌مرحله‌ای، ارزش سهام برابر است با مجموع ارزش فعلی الف) سودهای تقسیمی موردانتظار در دوره رشد بالا، ب) سودهای تقسیمی موردانتظار در دوره انتقال رشد و ج) سودهای تقسیمی موردانتظار در مرحله رشد ثابت (ارزش نهایی). ارزش ذاتی (واقعی) سهام در رابطه ۱، نشان داده شده است.

$$P_0 = \frac{DPS_0(1+g)[1-\frac{(1+g)^{n_1}}{(1+k_{e,hg})^{n_1}}]}{k_{e,hg}-g} + \sum_{t=n_1+1}^{n_2} \frac{DPS_t}{(1+k_{e,t})^t} + \frac{EPS_{n_2}(1+g_n)b_n}{(k_{e,st}-g_n)(1+k_{e,hg})^{n_2}} \quad (1)$$

$n_1$ : سال پایان مرحله اول.  $n_2$ : سال پایان مرحله دوم.  $g$ : نرخ رشد فوق‌العاده،  $g_n$ : نرخ رشد ثابت.  $b_n$ : نسبت پرداخت سود در مرحله سوم.  $k_{e,hg}$  و  $k_{e,t}$  و  $k_{e,st}$  به ترتیب هزینه حقوق صاحبان سهام در مرحله اول تا سوم هستند. در اینجا  $k_{e,hg}$  و  $k_{e,st}$  ثابت هستند، اما هزینه حقوق صاحبان سهام در مرحله دوم  $k_{e,t}$  متغیر است و هر سال نسبت به سال قبل به‌طور خطی کاهش می‌یابد.  $EPS_{n_2}$  سود هر سهم در سال  $n_2$  پس از محاسبه ارزش ذاتی سهام و ارزش ذاتی شرکت، ارزش برند از رابطه ۲ که برگرفته از روش داموداران (۲۰۰۷ و ۲۰۱۵) است به دست می‌آید.

$$\text{value of the brand} = \left[ \left( \frac{E}{S} \right)_{\text{brand}} - \left( \frac{E}{S} \right)_{\text{generic}} \right] \text{Sales}_{\text{brand}} \quad (2)$$

در این رابطه ارزش واقعی شرکت بر فروش شرکت تقسیم شده و این نسبت با نسبت یک شرکت خاص یا یک شرکت بدون برند مقایسه می‌شود؛ سپس مابه‌التفاوت آن در فروش شرکت برند، ضرب می‌شود که حاصل آن ارزش برند شرکت است. در بخش پیشینه تجربی پژوهش، مهم‌ترین پژوهش‌های اخیر مرتبط با موضوع پژوهش در داخل و خارج از کشور ارائه شده است. این پژوهش‌ها، به تفکیک داخلی و خارجی، به صورت خلاصه در جدول ۲، آورده شده‌اند.

جدول ۲. خلاصه پژوهش‌های مربوط به ارزشیابی برند در رویکرد مالی

پژوهشگران	سال	عنوان پژوهش	نتیجه
عزیزی و همکاران	۱۳۹۰	بررسی عوامل تعیین‌کننده ارزش برند با رویکرد مالی در شرکت‌های پذیرفته‌شده در «بورس اوراق بهادار تهران»	شدت تبلیغات، عمر شرکت و عمر برند بر ارزش برند اثر مثبت دارند
فیض و همکاران	۱۳۹۴	طراحی سنجه اندازه‌گیری ارزش ویژه در صنعت بیمه شامل ارتباط با برند مشتری‌محور در صنعت بیمه: برند، عملکرد، قابلیت اعتماد، پژوهش ترکیبی ارزش، دل‌بستگی و تصویر اجتماعی است.	ابعاد ارزش ویژه برند مشتری‌محور
اصولیان و همکاران	۱۳۹۵	تأثیر ارزش برند بر سودآوری شرکت	ارزش برند تأثیر مثبت و معناداری بر سودآوری شرکت‌های صنعت مواد غذایی و دارویی (صنایع B2C) داشته است؛ ولی بر صنایع پتروشیمی، فلزات و سیمان (صنایع B2B) تأثیر معناداری ندارد.
آزادی و همکاران	۱۳۹۶	ارزیابی ارزش ویژه برند و عوامل مؤثر بر آن در صنعت پوشاک ورزشی (مقایسه برندهای ورزشی معتبر ایرانی و خارجی)	کل نمونه از برندهای خارجی استفاده کرده بودند که این رقم برای برندهای ایرانی ۰/۶۵ بود.
کریک و همکاران	۲۰۱۳	تأثیر ارزش برند بر ارزیابی شرکت با ادراکات سرمایه‌گذار از ظرفیت نقش واسطه‌ای نوع شرکت	قیمت سهام یک شرکت بازتاب درآمدهای آینده دارایی‌ها، هم ملموس و هم ناملموس است.
دیان و همکاران	۲۰۱۷	پژوهش درباره مدل‌های ارزیابی برند ایجاد روش ارزیابی برند با استفاده بر اساس بازی ماتریس فازی	از ماتریس فازی

### ۳. روش شناسی

پژوهش حاضر از نوع پژوهش‌های پس‌رویدادی است. این پژوهش از نظر هدف، توسعه‌ای و از لحاظ قلمرو زمانی شامل سال‌های ۱۳۹۱ تا ۱۳۹۵ و از نظر مکانی، «سازمان بورس اوراق بهادار تهران» است. در این مطالعه به منظور تفسیر بهتر نتایج، شرکت‌های مورد بررسی با توجه به شرایط زیر انتخاب شدند:

۱- تا پایان اسفندماه ۱۳۹۰ در «بورس اوراق بهادار تهران» پذیرفته شده باشند و به منظور همگن بودن نمونه، سال مالی آن‌ها منتهی به پایان اسفندماه باشد؛ ۲- برای مقایسه نتایج در دوره مورد بررسی شرکت‌ها نباید سال مالی خود را تغییر داده باشند؛ ۳- اطلاعات مورد نیاز برای انجام پژوهش در دوره مورد بررسی در منابع موجود و در دسترس به‌طور کامل ارائه شده باشد. با توجه به معیارهای یادشده، ۸۱ شرکت طی ۵ سال انتخاب و آزمون‌های آماری روی آن‌ها صورت گرفت: صنعت سیمان ۱۸ شرکت، محصولات شیمیایی ۱۰ شرکت، فلزات اساسی ۱۳ شرکت، کاشی و سرامیک ۷ شرکت، محصولات غذایی و آشامیدنی به‌جز قند و شکر ۱۲ شرکت، مواد و محصولات دارویی ۲۱ شرکت.

در این پژوهش، گردآوری داده‌های مالی مورد نیاز با مراجعه به سایت «سازمان بورس اوراق بهادار تهران» و از طریق متن صورت‌های مالی، یادداشت‌های توضیحی، گزارش‌های هفتگی و ماهنامه بورس اوراق بهادار صورت گرفت. برای افزایش قابلیت تعمیم نتایج، داده‌ها در یک دوره پنج‌ساله از سال ۱۳۹۱ تا ۱۳۹۵ بررسی شد. پس از بررسی روش‌هایی مختلف و با توجه به شرایط بورس ایران، از میان روش‌های ارزشیابی برند، روش داموداران (۲۰۰۷) برای محاسبه ارزش برند، به دلیل آنکه مبنای آن بیشتر اطلاعات مالی است، مناسب‌تر تشخیص داده شد؛ البته با توجه به شرایط پیش‌گفته در بازار ایران، تغییراتی در روش محاسبه بعضی از متغیرهای این روش ایجاد شده است تا روش بومی متناسب با کشور ایجاد شود. گام‌های ارزشیابی شرکت با استفاده از مدل تنزیل سود نقدی به شرح زیر است:

**گام اول.** برآورد سودهای نقدی آتی شرکت در سال‌های آتی. یک روش برای این امر تعیین سود نقدی جاری<sup>۱</sup> (DPS) و تخمین نرخ رشد موردانتظار (g) در سال‌های آتی است. در این پژوهش مرحله اول رشد، سه سال و مرحله دوم انتقال پنج سال در نظر گرفته می‌شود و سپس در مرحله سوم شرکت به ثبات می‌رسد. ابتدا نرخ تنزیل (نرخ هزینه حقوق صاحبان سهام یا نرخ بازده موردانتظار سهامداران  $k_e$ ) تعیین می‌شود. یکی از معروف‌ترین مدل‌ها برای برآورد

1. Divided Per Share



هزینه سرمایه سهام، مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای<sup>۱</sup> یا همان مدل CAPM است. در این پژوهش نرخ سود سپرده‌های بانک‌های دولتی که توسط «بانک مرکزی» اعلام شده به کار رفته است.  $R_m$  بازده بازار است که طبق اطلاعات رسمی «بورس اوراق بهادار تهران»، میانگین بازده بورس در نظر گرفته شده است.  $\beta$  (بتا) ریسک سیستماتیک سهام است و در این پژوهش از بتای ماهانه تعدیل شده شرکت برای مدت ۵ سال استفاده شده است.

**گام دوم.** محاسبه نرخ رشد (g) و نسبت پرداخت سود (b) در مراحل مختلف رشد: برای برآورد نرخ رشد شرکت روش‌های مختلفی وجود دارد. به عنوان یک فرمول ساده، نرخ رشد بلندمدت موردانتظار (رشد پایدار شرکت) در روش داموداران (۲۰۱۵) از رابطه ۳، محاسبه شده است.

$$g = ROE * (1 - b) \quad (3)$$

در رابطه ۳، ROE نرخ بازده حقوق صاحبان سهام است که از تقسیم سود خالص شرکت بر حقوق صاحبان سهام آن به دست می‌آید و b نسبت پرداخت سود است که از تقسیم سود نقدی یا پرداخت شده بر سود خالص یا از طریق سود تقسیمی هر سهم تقسیم بر سود هر سهم (DPS / EPS) به دست می‌آید. بر این اساس 1-b را نسبت نگهداشت سود می‌نامند؛ یعنی درصدی از سود خالص یا EPS شرکت که به عنوان سود سهام پرداخت نشده و به سود انباشته اضافه شده است. در پژوهش حاضر نرخ رشد، از میانگین وزنی رشد سود هر سهم واقعی دو سال گذشته شرکت که محقق شده و سود پیش‌بینی شده که توسط خود شرکت اعلام گردیده و همچنین نرخ رشد مورد محاسبه در مدل داموداران (۲۰۱۵) استفاده شده که در رابطه ۴، نشان داده شده است.

$$g = [w_1 \left( \frac{EPS_{e1}}{EPS_{r0}} - 1 \right) + w_2 \left( \frac{EPS_{r0}}{EPS_{r-1}} - 1 \right) + w_3 (roe_0(1 - b))] \quad (4)$$

$w_1$  و  $w_2$  و  $w_3$  وزن‌های نرخ رشد هستند.  $EPS_{e1}$ : سود هر سهم پیش‌بینی دوره جاری،  $EPS_{r0}$ : سود هر سهم محقق شده سال گذشته،  $EPS_{r-1}$ : سود هر سهم محقق شده دو سال قبل،  $roe_0$ : نرخ بازده حقوق صاحبان سهام سال قبل و  $b$ : میانگین نسبت پرداخت در سه سال گذشته.

1. Capital Asset Pricing Model (CAPM)

**گام سوم.** محاسبه ارزش ذاتی (واقعی) شرکت و ارزش برند شرکت: ارزش ذاتی شرکت از ضرب ارزش ذاتی هر سهم در تعداد سهام شرکت به دست می‌آید و برای محاسبه ارزش برند شرکت از رابطه ۲، استفاده می‌شود. از آنجاکه پیدا کردن شرکت بدون برند در هر صنعت کاری بسیار مشکل و بعضاً غیرممکن است، در این پژوهش شرکت خاص، شرکتی است که کمترین سهم بازار و کمترین ارزش به فروش را در آن صنعت در سال مالی مورد بررسی دارا باشد و سایر شرکت‌ها با آن مقایسه می‌شوند. تفاوت این پژوهش با پژوهش داموداران (۲۰۰۷) در این است که وی از الگوی رشد دومرحله‌ای استفاده کرده است، درحالی‌که در این پژوهش از الگوی سه‌مرحله‌ای استفاده شده است؛ از طرفی داموداران (۲۰۱۵) در محاسبه ارزش شرکت از جریان‌های نقدی شرکت (سود خالص پس از مالیات) استفاده کرده، اما در این پژوهش از مدل تنزیل سود نقدی هر سهم استفاده شده است.

#### ۴. تحلیل داده‌ها و یافته‌ها

در این قسمت با طی گام‌های ذکر شده در قسمت قبل، ارزش برند شرکت‌های منتخب با توجه به اطلاعات واقعی آن‌ها، محاسبه می‌شود. برای آشنایی با روش ارزش‌گذاری برند، گام‌های تحلیلی برای یک شرکت (شرکت «البرز دارو» در سال ۱۳۹۵) به‌طور گام‌به‌گام ذکر شده است. این مراحل برای سایر شرکت‌ها نیز تکرار می‌شود. از آنجاکه برای پیش‌بینی به اطلاعات گذشته شرکت نیاز است، اطلاعات مورد نیاز در جدول ۳، خلاصه شده است.

جدول ۳. اطلاعات مالی «شرکت البرز دارو»

سال	تعداد سهام در زمان پیش‌بینی سود (میلیون سهم)	سود هر سهم پیش‌بینی شده سه‌ماهه نخست (ریال)	تعداد سهام در زمان تشکیل مجمع عادی (میلیون سهم)	سود هر سهم محقق شده (ریال)	DPS سود تقسیمی هر سهم (ریال)	ROE	بتا
۱۳۹۱	۲۰۰	۱۱۹۱	۲۰۰	۱۱۹۱	۱۰۵۰	۰/۴۱۰۳	۱/۱۰۶۵۵
۱۳۹۲	۲۵۰	۱۵۹۹	۲۵۰	۲۲۴۸	۱۹۰۰	۰/۵۷۱۹	۱/۱۰۶۵۵
۱۳۹۳	۳۰۰	۲۱۱۸	۳۰۰	۲۱۸۵	۲۰۰۰	۰/۵۴۰۲	۱/۱۰۶۵۵
۱۳۹۴	۴۵۰	۱۶۹۶	۴۵۰	۲۰۶۶	۱۸۰۰	۰/۵۴۹۱	۱/۱۰۶۵۵
۱۳۹۵	۴۵۰	۲۱۱۱	۶۸۰	۱۶۹۷	۱۶۰۰	۰/۵۰۹۱	۱/۱۰۶۵۵

**گام اول: برآورد هزینه حقوق صاحبان سهام در مراحل مختلف رشد.** ابتدا هزینه حقوق صاحبان سهام ( $K_{e,gh}$ ) در مرحله اول رشد محاسبه می‌شود. نرخ بدون ریسک و نرخ سود بانک‌های دولتی ۲۰ درصد و نرخ بازده بازار، بنا به اعلام سایت بازار «بورس اوراق بهادار تهران» ۲۹ درصد در نظر گرفته شد.

$$k_{e,gh} = \%20 + (\%29 - \%20) \cdot 1/10655 \rightarrow 0/2995 \quad (5)$$

طی مرحله سوم و در دوره رشد ثابت و مستمر، انتظار می‌رود نرخ بازده بدون ریسک به ۸ درصد و همچنین نرخ بازده بازار ۲۰ درصد کاهش یابد. در بلندمدت بتای صنعت به سمت ۱ میل می‌کند؛ بنابراین بتای بلندمدت از طریق میانگین و به این صورت محاسبه شده است  $(1 + 1/10655)/2 = 1/0533$ ؛ بنابراین هزینه حقوق صاحبان سهام  $K_{e,st}$  در مرحله سوم و مرحله ثبات برابر است با:

$$k_{e,st} = \%8 + (\%20 - \%8) \cdot 1/0533 \rightarrow 0/20639 \quad (6)$$

در دوره انتقالی (مرحله دوم: در این پژوهش طی ۵ سال)، هزینه سرمایه صاحبان سهام ثابت نیست؛ بلکه مانند رشد به‌طور خطی کاهش می‌یابد؛ به‌گونه‌ای که از  $0/2995$  در پایان دوره اول به  $0/20639$  در پایان دوره انتقال می‌رسد؛ یعنی هر سال  $1/86$  درصد (۵٪) کاهش می‌یابد. برای مثال، هزینه حقوق صاحبان سهام در سال چهارم (اولین سال از مرحله دوم) به این شرح به‌دست می‌آید:  $0/20639 - 0/0186 = 0/18779$ .

**گام دوم: برآورد نرخ رشد (g) و نسبت پرداخت سود (b) در مراحل مختلف رشد.** در این پژوهش، چالشی‌ترین متغیر، محاسبه نرخ رشد در مرحله اول رشد است؛ به همین منظور حالات مختلف رشد در نظر گرفته شده و در نهایت میانگین وزنی گرفته می‌شود. ابتدا تعداد سهام در سود هر سهم ضرب شده، سپس نرخ رشد محاسبه شده است.

از آنجاکه تغییرات شدید در سود هر سهم باعث می‌شود که نرخ رشد نامتعارف به‌دست آید، نرخ رشدهای بیشتر از ۵۰ درصد و کمتر از ۲۰ درصد تعدیل شده و در بازه ۵۰ درصد تا ۲۰- درصد قرار می‌گیرد. برای محاسبه وزن نرخ رشد با استفاده از solver اکسل، وزن‌هایی انتخاب شده‌اند که حداقل خطا بین ارزش ذاتی سهام با ارزش بازار سهام ایجاد شود که در صنعت دارو  $w_1, w_2, w_3$  به ترتیب  $0/2598, 0/1289$  و  $0/6113$  به‌دست آمده است. نسبت

پرداخت (b) برای هر سال از میانگین  $dps/eps$  سه سال قبل به دست می‌آید. نحوه محاسبه نرخ رشد در جدول ۴، آمده است.

جدول ۴. محاسبه نرخ رشد شرکت البرز دارو

سال مالی	نسبت (dps/eps)	نسبت پرداخت (b)	تعداد سهام * سود هر سهم واقعی	تعداد سهام * سود هر سهم پیش‌بینی	رشد سود محقق سال مالی قبل نسبت به سال مالی قبل تر	رشد eps پیش‌بینی امسال با واقعی سال قبل	ROE(1-b)	رشد موزون
۹۲	۰/۸۴۵۰	۰/۸۲۶۳	۶۲۰۶۷	۳۹۹۷۵۰	۰/۲۵۶۱	۰/۵	۰/۰۸۹۸	۰/۲۱۷۸
۹۳	۰/۹۱۵۳	۰/۸۵۰۰	۶۵۵۴۵۵	۶۳۵۴۰۰	۰/۵	۰/۱۳۰۴	۰/۰۹۹۳	۰/۱۵۹۰
۹۴	۰/۸۷۱۴	۰/۸۸۰۵	۹۲۹۵۰۳	۷۶۳۲۰۰	۰/۱۶۶۱	۰/۱۶۴۳	۰/۰۸۱۰	۰/۱۱۳۶
۹۵	۰/۹۴۲۹	۰/۸۸۰۵	۱۱۵۳۸۵۹	۹۴۹۹۵۰	۰/۴۱۸۱	۰/۰۲۱۹	۰/۰۶۵۵	۰/۰۹۹۶

برای مثال رشد شرکت البرز دارو در سال ۱۳۹۵ به شرح زیر محاسبه می‌شود.

$$g = 0/2598 (0/219) + 0/1289 (0/4181) + 0/6113 (0/0655) = 0/0966$$

در مرحله سوم رشد و در دوره ثبات، نرخ رشد معادل نرخ رشد اقتصادی در نظر گرفته شده که در این پژوهش ۱۰ درصد در بلندمدت لحاظ شده است. در این مرحله ROE برابر با نرخ هزینه سرمایه بلندمدت است که برای «شرکت البرز دارو» در سال ۱۳۹۵ برابر با  $0/20639$  است. نسبت پرداخت  $b_n$  در این مرحله از رابطه ۷، محاسبه می‌شود.

$$b_n = 1 - \frac{g_n}{ROE_n} \rightarrow b_n = 1 - \frac{10\%}{0/20639} = 0/51548 \quad (7)$$

در مرحله دوم که دوره انتقال است، نرخ رشد هر سال به طور خطی به نرخ رشد بلندمدت می‌رسد. برای مثال، برای «شرکت البرز دارو» طی ۵ سال از  $0/0966$  به ۱۰ درصد می‌رسد. نسبت پرداخت نیز در سال‌های دوره انتقال به طور خطی به نسبت پرداخت بلندمدت می‌رسد تا از  $0/8773$  به  $0/51548$  در ابتدای این دوره انتقال یابد؛ یعنی هر سال  $(0/51548/5) - 0/8773$  تغییر می‌یابد.

**گام سوم: برآورد ارزش فعلی سود سهام در مراحل مختلف رشد**

الف: ارزش فعلی سود مرحله اول رشد. از آنجاکه فرض بر این است که ارزشیابی در طول سال انجام می‌گیرد و هنوز سود تقسیمی (DPS) اعلام نشده است، در این مدل ارزشیابی سود تقسیمی هر سهم (DPS) از ضرب سود هر سهم (EPS) در نسبت پرداخت (b) به دست می‌آید. سود مرحله اول رشد برای «شرکت البرز دارو» در سال ۱۳۹۵ از رابطه ۸، به دست می‌آید.

$$dps_1 = 2111 * 0.8773 = 1852$$

$$1852 \left[ \frac{1 - \left( \frac{1 + 0.096}{1 + 0.2995} \right)^3}{0.2995 - 0.096} \right] = 3651 \quad (8)$$

ب: ارزش فعلی سود مرحله دوم (مرحله انتقال). سودهای سهام ۵ سال دوم (مرحله انتقال) نیز به شرح جدول ۵، برآورد و تنزیل می‌شود. در این مرحله نرخ رشد و هزینه سهام کاهش و نسبت پرداخت هر سال افزایش می‌یابد. برای مثال، ارزش فعلی DPS سال ششم از طریق رابطه ۹، به دست می‌آید.

جدول ۵. محاسبه ارزش فعلی سود مرحله دوم

سال	رشد موردانتظار g	EPS	نسبت پرداخت b	DPS	Ke, t	ارزش فعلی
۴	-/۹۹۷۵	۲۸۰۷/۵۲	۰/۸۰۴۹	۲۲۵۹/۹۰	-/۲۸۱۰	۸۰۳/۷۸
۵	-/۹۹۸۱	۳۰۸۷/۷۵	۰/۷۳۲۶	۲۲۶۲/۰۳	-/۲۶۲۳	۶۳۷/۳۵
۶	-/۹۹۸۸	۳۳۹۶/۱۵	۰/۶۶۰۲	۲۲۴۲/۱۹	-/۲۴۳۷	۵۱۰
۷	-/۹۹۹۴	۳۷۳۵/۵۵	۰/۵۸۷۹	۲۱۹۵/۹۵	-/۲۲۵۰	۴۰۶/۱۲
۸	-/۱	۴۱۰۹/۱	۰/۵۱۵۵	۲۱۱۸/۱۹	-/۲۰۶۴	۳۳۴/۷۲
جمع ارزش فعلی سودهای تقسیمی هر سهم در مرحله دوم						۲۶۸۳/۹۷

$$\frac{2249/19}{(1 + 0.2995)^3 (1 + 0.2810)(1 + 0.2623)(1 + 0.2437)} = 510 \quad (9)$$

ج: ارزش فعلی سودهای مرحله سوم (دوره ثبات): ابتدا ارزش فعلی سودهای سهام مرحله سوم ارزش نهایی با استفاده از مدل رشد ثابت گوردون (به نقل از داموداران، ۲۰۰۷) در ابتدای مرحله سوم از رابطه ۱۰، محاسبه می‌شود. برای این کار علاوه بر  $g_n$  و  $k_{e,st}$  به اولین سود سهام پرداختی در مرحله سوم (یعنی  $DPS_9$ ) نیاز است.

$$\frac{EPS_{n2}(1+g_n)b_n}{(k_{e,st}-g_n)(1+k_{e,hg})^{n2}} \quad (10)$$

$$EPS_9 = EPS_8(1 + g_n) = 41.9 \left(1 + \frac{.}{.1}\right) = 45.19/9$$

$$DPS_9 = EPS_9 * b_n \rightarrow 45.19/9 * \frac{.}{.5155} = 233.0$$

$$p_9 = \frac{233.0}{\frac{.}{.2064} - \frac{.}{.1}} = 21899$$

این ارزش نهایی در پایان سال هشتم محاسبه شده است و باید با نرخ تنزیل مناسب به سال صفر برگردانده شود. اگر نرخ تنزیل در تمامی سال‌ها ثابت بود از فرمول بالا استفاده می‌شد؛ اما از آنجاکه نرخ تنزیل ۸ سال اول با یکدیگر مساوی نیست، ارزش فعلی ارزش نهایی از رابطه ۱۱، محاسبه می‌شود.

$$\frac{21899}{(1+\frac{.}{.2995})^7(1+\frac{.}{.2810})(1+\frac{.}{.2623})(1+\frac{.}{.2437})(1+\frac{.}{.2250})(1+\frac{.}{.2064})} = 3358 \quad (11)$$

در نهایت ارزش ذاتی سهام شرکت از جمع ارزش فعلی سودهای مرحله اول، دوم و سوم رشد به دست می‌آید؛ بنابراین ارزش ذاتی سهام «شرکت البرز دارو» در سال ۱۳۹۵ برابر با ۹۷۴۰ ریال است:

$$p_0 = 3651 + 2684 + 3358 = 9693$$

**گام چهارم: محاسبه ارزش ذاتی کل شرکت و ارزش برند شرکت.** در این گام تمام گام‌های قبلی برای تمامی شرکت‌های موجود در صنعت انجام می‌شود تا ارزش ذاتی سهام آن‌ها به دست آید؛ سپس در تعداد سهام آن‌ها در سال مورد ارزشیابی ضرب می‌شود تا ارزش واقعی شرکت به دست آید. برای محاسبه ارزش برند شرکت مثل بیشتر روش‌های ارزشیابی برند به یک شرکت خاص نیاز است تا مقایسه با آن صورت گیرد. بدین منظور در این پژوهش، شرکت مورد نظر، شرکتی است که کمترین ارزش ذاتی به فروش را در صنعت و در سال مورد بررسی دارا باشد. نتیجه این گام برای «شرکت البرز دارو» در سال ۱۳۹۵ در جدول ۶، آمده است.

جدول ۶. محاسبه ارزش برند «شرکت البرز دارو»

نام شرکت	سال	ارزش ذاتی سهام (ریال)	تعداد سهام (میلیون سهم)	ارزش ذاتی کل شرکت (میلیون ریال)	فروش شرکت (میلیون ریال)	ارزش ذاتی به فروش
البرز دارو	۱۳۹۵	۹۶۹۳	۶۸۰	۶۵۹۱۳۴۰	۳۰۲۹۱۷۲	۲/۱۷۵۹
داروسازی کوثر (شرکت خاص)	۱۳۹۵	۱۵۹	۵۴۰	۸۶۰۲۷,۹	۱۰۱۲۵۸۳	۰/۰۸۴۹۶
ارزش برند شرکت البرز دارو در سال ۱۳۹۵		۲/۱۷۵۹ - ۰/۰۸۴۹۶ * ۳۰۲۹۱۷۲ = ۶۳۳۳۸۱۶				

تمرکز مدل ارائه‌شده در این پژوهش بر جریان‌های نقد آتی شرکت است که از دیدگاه حسابداری نیز موردتوجه است. ارزش برند شرکت‌های حاضر در «بورس اوراق بهادار تهران» به تفکیک صنعت با استفاده از مدل ذکرشده در جدول ۷، نشان داده شده است.

جدول ۷. ارزش برند شرکت‌های پذیرفته‌شده در «بورس اوراق بهادار تهران» در سال ۱۳۹۵

صنعت دارو			
نام شرکت	ارزش برند (میلیون ریال)	نام شرکت	ارزش برند (میلیون ریال)
داروی رازک	۶۵۸۶۹۸۷	داروی امین	۱۷۰۸۷۴۱
البرز دارو	۶۳۳۳۸۱۶	داروی فارابی	۱۴۱۷۹۷۷
داروی زهراوی	۵۳۷۲۵۳۲	داروی ابوریحان	۱۳۸۵۰۵۱
داروی اسوه	۳۹۵۵۳۰۴	پارس دارو	۱۰۴۳۲۲۳
دارو جابر ابن حیان	۳۰۸۶۰۱۴	ایران دارو	۵۶۰۴۵۶
روز دارو	۱۷۹۱۱۳۳	داروی لقمان	۴۶۹۴۳۲/۱
داروی اکسیر	۱۷۶۱۰۱۰	داروسازی کوثر	شرکت مینا
صنعت سیمان			
سیمان مازندران	۱۵۸۴۷۲۴	سیمان ارومیه	۱۸۸۲۴۶/۷
سیمان کرمان	۱۰۰۲۱۷۷	سیمان خاش	۱۳۹۸۷۸/۵
سیمان اصفهان	۹۲۷۸۰۶/۴	سیمان بجنورد	۱۳۸۱۳۴/۴
سیمان تهران	۸۹۲۸۸۷/۴	سیمان شاهرود	۹۵۰۲۴/۶۷
سیمان فارس	۸۶۲۸۳۱/۳	سیمان صوفیان	۸۷۱۷۹/۷۸
سیمان شمال	۶۹۰۶۹۱/۵	سیمان خزر	۴۶۵۳۷/۴۶
سیمان داراب	۳۱۷۷۵۳/۹	سیمان بهبهان	۱۴۶۶۶/۸۳
سیمان سفید نی‌ریز	۲۷۲۷۲۹/۷	سیمان غرب	شرکت مینا
سیمان دورود	۱۹۳۷۵۳/۷		

صنایع شیمیایی			
۱۱۸۳۵۸/۸	شیمیایی فارس	۹۲۹۷۱۹۶	پتروشیمی خارک
۳۳۹۶۹/۵۵	لعبیران	۴۵۰۲۹۳۸	پتروشیمی فن‌آوران
۱۷۲۵۲/۵۵	کربن ایران	۱۳۹۶۶۹۸	معدنی املاح ایران
	پتروشیمی سازند	۸۵۰۱۴۶	پتروشیمی شیراز
	شرکت مینا	۳۱۴۷۶۷/۵	پتروشیمی آبادان
صنعت فلزات اساسی			
۸۵۷۲۷۸/۲	صنعتی سپاهان	۵۲۳۶۲۱۲۶	ملی صنایع مس ایران
۳۱۶۸۵۴/۲	ملی سرب و روی	۳۸۱۱۳۰۰۶	فولاد مبارکه اصفهان
۱۷۰۲۱۵/۴	فرآوری مواد معدنی	۱۸۰۰۲۴۲۰	فولاد خراسان
۱۴۸۳۷۹/۲	نورد قطعات فولادی	۱۳۹۸۹۳۹۵	فولاد خوزستان
۶۵۱۷۴/۴	آلو مراد	۳۵۸۶۲۲۸	فولاد امیرکبیر کاشان
	مس باهنر	۲۲۸۱۵۱۶	کالسیمین
	شرکت مینا	۹۲۷۴۲۶/۴	فروسلیس ایران
صنعت کاشی و سرامیک			
۱۱۹۴۵۷/۷	کاشی سعدی	۴۴۳۵۳۴/۶	کاشی سینا
۷۸۸۳/۳۹۴	بهسرام	۲۳۳۰۶۱/۳	کاشی حافظ
	کاشی تکسرام	۱۹۴۴۲۴/۳	کاشی پارس
	شرکت مینا		
صنعت مواد غذایی			
۱۸۵۶۷۳	پگاه خراسان	۱۶۸۵۰۲۹	پارس مینو
۱۱۱۴۱۸/۲	کشت و صنعت پیادر	۴۵۵۱۴۲/۸	بیسکویت گرجی
۱۰۴۰۴۹/۶	شهد ایران	۴۲۴۲۹۲/۱	بهنوش
۸۵۳۴۲/۵۹	نوش مازندران	۴۰۶۹۸۹	پگاه اصفهان
۶۱۷۵۳/۱۷	دشت مرغاب	۲۹۲۸۴۱/۷	سالمین
	لبنیات پاک	۲۰۹۱۳۵/۶	لبنیات کالبر
	شرکت مینا		

##### ۵. نتیجه‌گیری و پیشنهادها

محاسبه ارزش واقعی یک برند دشوار است. روش‌های متعددی برای ارزش‌گذاری برند ارائه شده است که با توجه به ماهیت نامشهود و ذهنی‌بودن ارزش برند نمی‌توان یک روش جامع را برای ارزش‌گذاری منصفانه برند معرفی کرد. در کل هیچ‌یک از روش‌های ارزش‌گذاری برند به‌صورت صددرصد، کامل و بی‌نقص نیستند و هر یک از آن‌ها دارای مزایا و معایبی هستند؛ ولی مدلی که در این پژوهش ارائه شد با در نظر گرفتن اطلاعات واقعی شرکت‌ها و



بازار، مبنای مناسبی را برای محاسبه ارزش برند شرکت‌های بورسی ارائه کرده است. یافته‌های این پژوهش با پژوهش عزیززی و همکاران (۱۳۹۰) و همچنین اصولیان و همکاران (۱۳۹۵)، در تعیین ارزش برند دارای تفاوت‌هایی در روش محاسبه است که در پژوهش‌های یادشده ارزش برند با معیار کیوتوبین اندازه‌گیری شده، درحالی‌که این پژوهش ارزش ذاتی شرکت‌ها را مبنا قرار داده است؛ همچنین در پژوهش آزادی و همکاران (۱۳۹۶) از معیارهای کیفی، نظیر آگاهی برند و وفاداری برند، به‌عنوان ارزش برند استفاده شده است. این پژوهش با پژوهش کریک و ویلسون (۲۰۱۳) در استفاده از قیمت سهام در ارزش برند هم‌خوانی دارد و با پژوهش دیان و همکاران (۲۰۱۷) که در آن از روش کیفی- کمی برای محاسبه ارزش برند استفاده شده، متفاوت است. با توجه به اینکه در این روش ارزش برند شرکت وابسته به جریانات آتی و سود هر سهم است به شرکت‌ها پیشنهاد می‌شود تلاش کنند تا سودآوری و سود هر سهم بالایی را به‌دست آورند.

استفاده از یک نرخ رشد باثبات در تقسیم سود هر سهم برای شرکت، تأثیر مستقیمی بر ارزش برند شرکت دارد؛ بنابراین توصیه می‌شود سیاست تقسیم سود باثباتی را در پیش بگیرند. درخصوص نوآوری این پژوهش و مقایسه با مدل‌های مشابه باید خاطر نشان کرد که در این مدل با استفاده از مدل‌های ارزشیابی مبتنی بر تنزیل جریان‌های نقدی و مدل تنزیل سود تقسیمی، ارزیابی‌های دقیق و قابل‌اعتمادی صورت گرفت که هدف پیدا کردن ارزش دارایی بر اساس ویژگی‌های بنیادین آن، نظیر رشد، جریان نقدی و ریسک شرکت بود.

با استفاده از اطلاعات واقعی شرکت‌ها و در نظر گرفتن محتمل‌ترین گزینه‌های رشد و نرخ تنزیل یک مدل ارزش‌گذاری مناسب برای ارزش برند در «بورس اوراق بهادار تهران» ارائه شد. از آنجاکه محاسبات بر اساس اطلاعات نیمه اول سال ۱۳۹۵ صورت گرفت، ارزش سهام تخمین‌زده‌شده توسط مدل به میزان زیادی به قیمت بازار در پایان شهریور همان سال نزدیک بود و برای بیشتر شرکت‌های مورد مطالعه صدق می‌کرد. این موضوع حاکی از این است که مدل می‌تواند با در نظر گرفتن اطلاعات مالی، آینده را با دقت قابل‌اعتمادی پیش‌بینی کند و بر اساس آن ارزش برند شرکت را به‌دست آورد.

اگرچه مدل به‌کاررفته در این پژوهش مبتنی بر محاسبات ریاضی است و از مدل‌های صرفاً قضاوتی دقیق‌تر است، اما این مدل ارزش‌گذاری برند با محدودیت‌ها و پیشنهادهایی برای رفع آن‌ها به شرح زیر روبه‌رو است که عبارت‌اند از: بیشتر روش‌های ارزشیابی برند مبتنی بر مقایسه با یک شرکت بدون برند یا خاص است و معمولاً یافتن شرکتی بدون برند در صنایع، دشوار و در مواردی ناممکن است. برای حل این مشکل در این پژوهش برای هر صنعت، شرکتی به‌عنوان شرکت مبنا انتخاب شد که کمترین ارزش ذاتی به فروش را در سال و در آن

صنعت داشته باشد. شرکت‌هایی که دارای سود هر سهم منفی باشند، ارزش ذاتی آن‌ها نیز در این مدل منفی می‌شود. برای رفع این مشکل نرمال کردن سود هر سهم (EPS) یکی از پیشنهادها است که در این حالت یک سود هر سهم نرمال، جایگزین سود هر سهم منفی فعلی شرکت می‌شود. واضح است که این رویکرد پیش‌بینی می‌کند که سود هر سهم منفی در سال جاری یک انحراف است و شرکت در یک سال عادی به درآمد مثبت برگردد. پیش‌بینی درآمد و حاشیه سود نیز پیشنهاد دوم است.

زمانی که شرکت به ثبات برسد، درآمد و حاشیه سود آن مثبت می‌شود؛ بنابراین در این حالت درآمد و حاشیه سود شرکت با فرض اینکه شرکت در حالت ثبات قرار گیرد، پیش‌بینی می‌شود. از آنجاکه ارزش‌گذاری برند به قضاوت فرد ارزیاب وابسته است هرچه دخالت‌های ذهنی کاهش یابد ارزش به دست آمده از اعتبار بیشتری برخوردار است. در این راستا مواردی از قبیل تلفیق مدل‌های مبتنی بر درآمد با سایر مدل‌ها، استفاده از داده‌های بازاریابی و نگرش مشتری و تلفیق آن با داده‌های مالی برای ارزشیابی برند، استفاده از تکنیک‌های تصمیم‌گیری نظیر مدل‌های فازی و تجزیه و تحلیل سلسله‌مراتبی (AHP) در مدل‌های مالی ارزشیابی برند پیشنهاد می‌شود.

## منابع

1. Anson, W. (2005). *Fundamentals of Intellectual Property Valuation: A Primer for Identifying and Determining Value*. Chicago, IL: American Bar Association.
2. Azadi, R., Yousofi, B. & Eidi, H. (2017). Assess The Specific Brand Value and its Effective Factors in the Sport Garment Industry (Compare with Valid Iranian and Foreign Sports Brands). *Journal of Sports Management*, 38, 515-529 (In Persian).
3. Azizah, Y. K., & Herianingrum, S. (2016). Effect of intergenerational communication to brand equity in Islamic banking. *Academic Research International*, 7(5), 197-207.
4. Boos, M. (2003). *International transfer pricing: the valuation of intangible assets*. Kluwer Law International.
5. Brand Finance GIFT (2016). *Global Intangible Financial Tracker 2016, an annual review of the world's intangible value*. Retrieved May 2016 from brand finance online database on the World Wide Web:  
[http://brandfinance.com/images/upload/gift\\_report\\_2016\\_for\\_print.pdf](http://brandfinance.com/images/upload/gift_report_2016_for_print.pdf)
6. Bulgarelli, F. & Legland, F. (2015). *Methods of Brand Valuation A case study on Alibaba.com*. Retrieved on the World Wide Web:  
[http://www.vernimmen.com/ftp/Francesca\\_Bulgarelli\\_Master\\_Thesis.pdf](http://www.vernimmen.com/ftp/Francesca_Bulgarelli_Master_Thesis.pdf)
7. Carpentier, C. (2014). *How to value brands correctly? A case study on adidas*. Retrieved on the World Wide Web:  
[http://www.vernimmen.net/ftp/Carpentier\\_Charlotte\\_Master\\_Thesis\\_How\\_to\\_value\\_brands\\_correctly.pdf](http://www.vernimmen.net/ftp/Carpentier_Charlotte_Master_Thesis_How_to_value_brands_correctly.pdf)
8. Chung, R. P., Lai, K. K., & Fu, Y. (2013). A new model on intangible assets valuation. *In Business Intelligence and Financial Engineering (BIFE), 2013 Sixth International Conference on* (pp. 181-185). IEEE.
9. Curea, S. C. (2018). The Link between Brand Value and Intellectual Capital: Incorporating Brands into Economic Valuation. *In Economic and Social Development (Book of Proceedings), 27th International Scientific Conference on Economic and Social* (p. 779).
10. Damodaran, A. (2007). Valuation approaches and metrics: a survey of the theory and evidence. *Foundations and Trends® in Finance*, 1(8), 693-784.
11. Damodaran, A. (2007). Dealing with intangibles: Valuing brand names, flexibility and patents.
12. Damodaran, A. (2015). Valuation: Lecture Note Packet 1 Intrinsic Valuation. *Master Class*.
13. Davood, F. Darvishi, Z. & Namamian, F. (2011). Examining the Determinants of Brand Value with Financial Approach in Companies Listed in Tehran Stock Exchange. *The Vision of Business Management*, 10(2), 9-32 (In Persian).
14. Dawood, F. Dehghani Soltani, M. Farsizadeh, H. & Gholamzadeh, R. (2015). The Design Measure of the Measurement Value of the Customer Brand in the Insurance Industry: Composite Research. *Insurance bulletin (insurance industry)*, 30(3), 41-60 (In Persian).
15. Duan, Q., Liu, B. S., & Wu, F. (2017). *Research on brand valuation models based on triangular fuzzy matrix game*.
16. Eales Jim (2011). *Valuation of intangibles under IFRS 3R, IAS 36 and IAS 38*. Retrieved on the World Wide Web:  
<http://www.oecd.org/tax/transfer-pricing/47421362.pdf>

17. Fernández, P. (2001). Valuation of brands and intellectual capital. *Descarregable [http://ssrn.com/abstract, 270688](http://ssrn.com/abstract/270688)*.
18. Fischer, M. (2007). Valuing Brands: A Cost-effective and Easy-to-implement Measurement Approach. Cambridge, MA: *Marketing Science Institute*, 47, 07-107.
19. Haigh, D. (2010). *New international standard on brand valuation*. Brand Finance plc. (pp. 31-37). Retrieved September 30, 2012. Retrieved on the World Wide Web:  
[http://www.vernimmen.com/ftp/Francesca\\_Bulgarelli\\_Master\\_Thesis.pdf](http://www.vernimmen.com/ftp/Francesca_Bulgarelli_Master_Thesis.pdf)
20. Kirk, C. P., Ray, I., & Wilson, B. (2013). The impact of brand value on firm valuation: The moderating influence of firm type. *Journal of Brand Management*, 20(6), 488-500.
21. MacLennan, J. (2017). *Brand planning for the Pharmaceutical Industry*. Routledge.
22. Osolian, M. Abbaspour Noghani, M. & Davari, M. (2016). Brand value impact on firm profitability. *Journal of Financial Management and Accounting*, 14, 9-21 (In Persian).
23. Paugam, L., André, P., Philippe, H., & Harfouche, R. (2016). *Brand valuation*. Routledge.
24. Salinas, G. (2007). *Valoración de marcas: Revisión de enfoques, proveedores y metodologías*. Barcelona, Spain: Deusto.
25. Smith, G. and Parr, R. (2000). *Valuation of Intellectual Property and Intangible Assets*. 3rd edn. New York: John Wiley & Sons.
26. Smith, G. V. (1997). *Trademark valuation*. John Wiley & Sons.
- Virvilaité, R. & Jucaityté, I. (2008). Brand valuation: Viewpoint of customer and company. *Engineering Economics*, 56(1), 111-119.