

واکنش بازده غیرعادی سهام نسبت به ارزش برند

ابوالفضل براتی*، مهدی داوری**، محمدرضا عباسپور نوغانی***

چکیده

برند به‌عنوان یکی از مهم‌ترین دارایی‌های ناملموس شرکت، نقش مهمی در ارزش کلی شرکت ایفا می‌کند. ارزش برند، تأثیر مهمی بر فروش و درنهایت بر سودآوری شرکت دارد. هدف پژوهش حاضر بررسی میزان توضیح دهنده تأثیر ارزش برند بر بازدهی غیرنرمال سهام است. اثر تعدیل‌گری دو متغیر نسبت خالص جریان نقدی و حاشیه سود خالص بر رابطه بین ارزش برند و بازده غیرعادی سهام نیز بررسی می‌شود. معیار کیو-توبین برای محاسبه ارزش برند استفاده به‌کار رفت. نمونه پژوهش را شرکت‌های تولیدی کاشی و سرامیک عضو سازمان «بورس و اوراق بهادار ایران» بین سال‌های ۱۳۸۱ تا ۱۳۹۳ تشکیل می‌دهد. برای آزمون فرضیه‌ها در قالب داده‌های تابلویی از نرم‌افزار EViews استفاده شد. نتایج نشان‌دهنده تأثیر مثبت و معنادار تغییر ارزش برند بر بازده غیرعادی سهام است. تغییر ارزش برند برای شرکت‌هایی با نسبت خالص جریان نقدی بیشتر و حاشیه سود خالص کمتر، اثر قوی‌تری بر بازده غیرعادی سهام دارد. اثر همزمان دو متغیر تبدیل‌گر پژوهش، اثر ضعیفی بر تأثیر تغییر ارزش برند بر بازده غیرعادی سهام دارد.

کلیدواژه‌ها: ارزش برند؛ بازده غیرعادی سهام؛ نسبت خالص جریان نقد؛ حاشیه سود خالص.

تاریخ دریافت مقاله: ۹۴/۰۲/۰۲، تاریخ پذیرش مقاله: ۹۴/۰۹/۱۱.

* دانشجوی دکتری، دانشگاه شهید بهشتی.

** دانشجوی کارشناسی ارشد، دانشگاه شهید بهشتی (نویسنده مسئول).

E-mail: Davari.mehdi59@gmail.com

*** دانشجوی کارشناسی ارشد، دانشگاه شهید بهشتی.

۱. مقدمه

برند را نام، واژه^۱، علامت^۲، نماد^۳، طرح یا ترکیبی از تمامی این عناصر می‌نامند که به‌منظور شناسایی کالاها و خدمات یک فروشنده (گروهی از فروشندگان) با هدف ایجاد تمایز در عرصه رقابت استفاده می‌شود (کلر، ۲۰۱۳). هر برند دارای ارزشی منحصر به فرد است. ارزش برند از عواملی است که در میزان ارزش شرکت بسیار مؤثر است (دیوتردی‌یر و همکاران، ۲۰۱۲). ارزش‌گذاری برند به‌عنوان یکی از مهم‌ترین دارایی‌های نامشهود شرکت‌ها، نقشی اساسی در میزان ارزش کلی یک شرکت خواهد داشت (حنفی‌زاده و فاضلی‌نیا، ۱۳۹۰). ارزش برندها در مواردی مثل ادغام و اکتساب مالکیت شرکت‌ها و معامله‌ی سهام بسیار مهم است (عزیزی و همکاران، ۱۳۸۹). رابطه مثبت بین ارزش برند و قیمت سهام یک شرکت در پژوهش‌های گوناگون (بارس و همکاران، ۱۹۹۸؛ مادن و همکاران، ۲۰۰۶؛ میزیک و جاکوبسن، ۲۰۰۹)، بررسی شده است (دیوتردی‌یر و همکاران، ۲۰۱۲)؛ اما تغییر ارزش برند و تأثیری که در ایجاد بازده غیرنرمال سهام خواهد داشت و همچنین تأثیر متغیرهای مهم مؤثر در این رهگذر از مسائلی است که نیاز به توجه بیشتر و دقیق‌تر پژوهشگران دارد.

رابطه برندهای قوی و عدم آسیب‌پذیری جریان نقدی شرکت‌ها که از عناصر اصلی رقابت‌پذیری است (کلر، ۲۰۱۳) و تأثیری که برندهای قوی در شرایط رکود کسب‌وکارها بر یک شرکت می‌گذارند (اچ‌سو و همکاران، ۲۰۱۲؛ جانسون و همکاران، ۲۰۱۲)، باعث افزایش ارزش شرکت‌ها می‌شود (دیوتردی‌یر و همکاران، ۲۰۱۲). برندهای قوی همچنین ممکن است به شرکت‌ها این امکان را بدهند تا بدون کاهش حجم فروش، قیمت‌های بالاتری را برای محصولات یا خدمات تولیدی خود در نظر بگیرند (اچ‌سو و همکاران، ۲۰۱۲؛ پی‌ان‌جی، ۲۰۱۲). برندهای قوی و با ارزش بالا، امکان استفاده از فرصت‌های موجود در بازار، جهت افزایش ارزش شرکت‌ها را می‌دهند (گرانلاند، ۲۰۱۳).

صنعت کاشی و سرامیک ایران نیز با بیش از ۱۳۷ شرکت فعال تولیدی (انجمن تولیدکنندگان کاشی و سرامیک، ۱۳۹۴) از کسب‌وکارهایی است که با نرخ اشتغال‌پذیری بیش از ۳۷۰ هزار نفری (انجمن کاشی و سرامیک ایران، ۱۳۹۳)، سهم عمده‌ای در اشتغال‌زایی دارد. نیاز به نقدینگی، سرمایه‌گذاری و مشارکت فعال ذی‌نفعان عمومی از مسائلی است که شرکت‌های کاشی و سرامیک با آن روبه‌رو هستند. رونق معاملات سهام در تأمین نقدینگی و اهداف سرمایه‌گذاری و توسعه‌ای شرکت‌ها مؤثر است. در حال حاضر، سهام ۱۰ شرکت از کل شرکت‌های فعال در صنعت کاشی و سرامیک، در «بورس اوراق بهادار ایران» معامله می‌شود

1. Phrase
2. Sign
3. Symbol

۵/۸ درصد از کل تولیدکنندگان کاشی و سرامیک). در بحران‌های اقتصادی و صنعتی، میزان آسیب‌پذیری کسب‌وکارها در مواجهه با کمبود نقدینگی، توانایی استفاده از فرصت‌های رشد و توسعه و استفاده از کثرت قیمتی تقاضا از مسائل مهم توسعه پایدار هستند. تأمین نقدینگی برای رشد و توسعه شرکت‌های فعال در صنعت کاشی و سرامیک به نیازی بنیادی تبدیل شده است. شرکت‌های کاشی و سرامیک عضو سازمان «بورس اوراق بهادار»، بخشی از نقدینگی خود را از راه‌هایی مثل انتشار سهام عادی تأمین می‌کنند. ارزش برند و شهرت بازاری شرکت‌ها در تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران برای خرید و فروش سهام و در نهایت بر قیمت و بازده سهام مؤثر هستند. بدین سبب، بررسی رابطه بین ارزش برند و بازده‌های غیرنرمال سهام ناشی از تغییر ارزش برندها، به‌عنوان دغدغه اصلی پژوهش حاضر است. دو متغیر حاشیه سود خالص و نسبت خالص جریان نقدی^۱، به‌عنوان متغیرهای تعدیل‌گر که شرکت‌های سهامی به‌طور عمده با آن‌ها سروکار دارند (دیوتردی‌یر و همکاران ۲۰۱۲؛ اچ‌سو و همکاران، ۲۰۱۱؛ گراندلاند، ۲۰۱۳) در رابطه بین ارزش برند و بازدهی غیرعادی سهام شرکت‌های تولیدکننده کاشی و سرامیک بررسی خواهد شد. با توجه به اینکه در محاسبه ارزش برند با رویکرد مالی (روش کیو-توبین در پژوهش حاضر)، نیاز به داده‌های کمی قابل‌اعتماد است، شرکت‌های تولیدی کاشی و سرامیک ایران که عضو سازمان «بورس و اوراق بهادار» هستند، به‌عنوان مورد مطالعه انتخاب شدند.

۲. مبانی نظری و پیشینه پژوهش

برندها در سیاست، خدمات، صنعت، رسانه و در هر جایی از جهان امروزی، حضور دارند. با توسعه تجارت^۲، واژه برند برای ایجاد تمایز^۳ بین محصولات یک شرکت با سایر شرکت‌های تولیدکننده همان محصول، هسته مرکزی تبلیغات قرار گرفت (ماجه‌روا و کلیستیک، ۲۰۱۵). واژه برند برای اولین بار در اواخر دهه‌ی ۱۹۵۰ میلادی توسط اوگلیوی برای مقاصد تبلیغاتی معرفی شد (کیکووا و کراماروا، ۲۰۱۳). برندها در دنیای کسب‌وکار امروزی، خریدوفروش، قرض و اجاره داده می‌شوند. مفهوم برند نزد صاحب‌نظران مدیریت، بازاریابی و برندسازی دارای تعریف‌های گسترده‌ای است. در کل، می‌توان برند را نام، عبارت، نشان، طرح و مجموعه عناصری در نظر گرفت که محصولات و خدمات یک شرکت را از رقبای شرکت متمایز می‌کند (شرینگتون، ۲۰۰۳). فرایند برندسازی^۴، ارزشمندسازی برند و مدیریت برند، برای هر شرکتی

1. Cash Flow
2. Commerce
3. Separation
4. Brand Building

که هدف رشد سهم بازار دارد باید به‌عنوان بخشی از بازاریابی راهبردی آن شرکت مدنظر قرار گیرد (ماجره‌روا و کلیستیک، ۲۰۱۵). هر برندی دارای ارزشی خاص و منحصر به فرد است. ارزش برند دارای مفاهیم متنوع و متفاوتی نزد صاحب‌نظران حوزه‌های گوناگون مدیریت است.

ارزش برند. ارزش برند می‌تواند توسط مشتریان و دیگر اعضای کانال به‌عنوان دارایی مالی و یا مجموعه‌ای از رفتارها و روابط مطلوب تلقی شود (یاسین و همکاران، ۲۰۱۲). ارزش برند، ارزش مالی واقعی برند است که بر اساس عملکرد آن در بازار سنجیده می‌شود. ارزش برند^۱ را مجموعه‌ای از دارایی‌ها و بدهی‌های برند نیز دانسته‌اند که از ارزش ارائه‌شده محصول یا خدمت یک شرکت کسر یا به آن اضافه می‌شود (کلر، ۲۰۱۳) و تفاوت آن با ارزش ویژه برند^۲ در این است که ارزش ویژه برند، میزان قدرت برند را نیز نشان می‌دهد و نشان‌دهنده دیدگاه ذهنی و ناملموس مشتریان است. سه دیدگاه کلی در تعریف برند و ارزش‌گذاری برند وجود دارد که شامل دیدگاه‌های حسابداری، اقتصادی و مدیریتی است (سالیاناس و گامبریلا، ۲۰۰۹). از دیدگاه مدیریتی، سه رویکرد کلی برای ارزش‌گذاری برند وجود دارد که شامل دیدگاه‌های بازار، هزینه و درآمد است (ماجره‌روا و کلیستیک، ۲۰۱۵). به‌طور کلی روش‌های ارزش‌گذاری برندها را در سه قالب مالی-تجاری، رفتاری و ترکیبی می‌توان دسته‌بندی کرد. یکی از مسائل ارزش‌گذاری برندها این است که برخی از رویکردهای ارزش‌گذاری برند، عدد و رقم نهایی برای ارزش برند متصور هستند (رویکردهای مالی-تجاری)؛ درحالی‌که در برخی دیگر (رویکردهای رفتاری)، این توانایی وجود ندارد (عزیزی و همکاران، ۱۳۸۹). در ارزش‌گذاری برند با رویکردهای مالی، ارزش برند توسط معاملات سهام در بازار و توسط معامله‌گران سهام تعیین می‌شود. در پژوهش حاضر از روش کیو-توبین^۳ (از روش‌های کمی اندازه‌گیری ارزش برند) که توسط توبین (۱۹۶۹)، معرفی شده است برای محاسبه میزان تغییر ارزش برند شرکت‌های تولیدی کاشی و سرامیک استفاده شد. کیو-توبین (Q) به زبان ساده عبارت است از: «نسبت ارزش بازار یک دارایی به ارزش جایگزینی آن»؛ بنابراین نسبت کیو-توبین از نسبت ارزش بازاری دارایی به ارزش جایگزینی آن به‌دست می‌آید (عزیزی و همکاران، ۱۳۸۹). نسبت کیو-توبین برای اندازه‌گیری ارزش برند بدین‌صورت است که اگر مقدار عددی این نسبت از یک بیشتر باشد، شرکت موردنظر دارای دارایی‌های ناملموس است (سیمون و سولیوان، ۱۹۹۳). به نظر توبین (۱۹۶۹)، اگر ارزش بازار دارایی شرکتی بیشتر از بهای جایگزینی آن باشد، ارزش سهام شرکت بیشتر از ارزش ذاتی آن است و در بازاریابی به این

1. Brand Value
2. Brand Equity
3. Tobin's-Q

مفهوم، ارزش برند می‌گویند که از طریق ارزش افزوده دارایی‌های یک برند ایجاد می‌شود. اگر $Q > 1$ باشد، ارزش برند، مثبت است. اگر $Q < 1$ ، ارزش برند، منفی و در صورتی که $Q = 0$ باشد، ارزش برند، صفر خواهد بود (عزیزی و همکاران، ۱۳۸۹).

بازده غیرعادی سهام. در فرایند سرمایه‌گذاری، بازده نیروی محرکی است که ضمن ایجاد پاداش برای سرمایه‌گذاران^۱، انگیزه برای سرمایه‌گذاری بیشتر در یک شرکت را ایجاد می‌کند. بازده سهام بر انتظارات مشتریان از جریان‌های نقدی آینده سهام تأثیر می‌گذارد (اچ‌سو و همکاران، ۲۰۱۳). یکی از مهم‌ترین معیارهای ارزیابی عملکرد شرکت‌های انتفاعی، بازده سهام است. بازده سهام مجموعه مزایایی است که در طول یک دوره زمانی به یک سهم تعلق می‌گیرد. برای نمونه می‌توان به موارد زیر اشاره کرد:

۱. افزایش قیمت سهام در آخر سال مالی نسبت به ابتدای سال مالی مورد محاسبه؛
۲. سود نقدی ناخالص هر سهم طبق مصوبه مجمع عمومی صاحبان سهام که بعد از کسر مالیات پرداخت می‌شود؛
۳. مزایای ناشی از حق تقدم خرید سهام که قابل تقویم به ارزش است؛
۴. مزایای ناشی از سود سهمی یا سهام جایزه (اسماعیلی، ۱۳۸۶).

بازده سهام را جزو شاخص‌های مالی شرکت معرفی و دسته‌بندی می‌کنند (کفچه و مسگری، ۱۳۹۳)؛ از سوی دیگر، عملکرد مالی، درجه یا میزانی است که یک شرکت به هدف‌های مالی سهامداران در راستای افزایش ثروت آنان نائل می‌آید (خداداد حسینی و همکاران، ۱۳۸۵). ثروت سهامداران نیز به ثبات سهام، بازده و افزایش قیمت سهام منجر خواهد شد. بازده‌های سهام، بازده‌های باثبات و معمولی و یا بازده‌هایی غیرمعمول و مقطعی هستند (دیوتردی‌یر، ۲۰۱۲).

بازدهی غیرعادی شرکت از اختلاف بازدهی مورد انتظار و بازدهی واقعی به دست می‌آید؛ بنابراین برای به دست آوردن بازدهی غیرعادی ابتدا می‌باید بازدهی مورد انتظار را محاسبه کرد. برای محاسبه بازدهی مورد انتظار در پژوهش حاضر از روش سه عاملی فاما و فرنچ (۱۹۹۳)، استفاده شده است. الگوی ارائه شده توسط فاما و فرنچ به شرح زیر معادله ۱ است:

$$E(R_i) - R_f = b_i [E(R_M) - R_f] + s_i E(SMB) + h_i E(HML) \quad \text{معادله (۱)}$$

$E(R_i) - R_f$ مازاد بازده پرتفوی بازار نسبت به نرخ بازده بدون ریسک، SMB^1 (عامل اندازه)، تفاوت بین میانگین بازده‌های پرتفوی سهام شرکت‌های کوچک و پرتفوی سهام شرکت‌های بزرگ است. HML^2 (عامل ارزش) نیز برابر با تفاوت بین میانگین بازده‌های پرتفوی سهام شرکت‌های با نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار بالا و پرتفوی سهام شرکت‌های با نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار پایین است. b_i ، S_i و h_i نیز حساسیت بازده نسبت به عوامل یادشده هستند.

ارتباط بین عوامل اثرگذار بر ارزش برند و بازده سهام در پژوهش‌های متعددی مورد توجه قرار گرفته است. خلاصه‌ای از پژوهش‌های پیشین در رابطه با تأثیر ارزش برند بر بازده سهام در جدول ۱ مشاهده می‌شود. استفاده از روش‌شناسی خاص ارزش‌گذاری برند در هر پژوهش و شاخص‌هایی که در ارزش‌گذاری برند استفاده شده است، نقطه تمایز پژوهش‌های ذکر شده در جدول ۱ است.

جدول ۱. خلاصه‌ای از پژوهش‌های مرتبط با تأثیر ارزش برند بر بازده سهام

پژوهشگرها	شاخص‌های ارزش برند	روش‌شناسی	یافته‌ها
مادن و همکاران (۲۰۰۶)	ارزش برند (اینتربرند)	تحلیل پرتفوی	ارزش برند بر ارزش شرکت و تأثیر منفی بر ریسک سیستماتیک شرکت تأثیر مثبت دارد.
میزیک و جاکوبسن (۲۰۰۸)	اجزای ارزش‌گذارنده دارایی‌های برند	الگوی واکنش بازده سهام	تغییر غیرقابل‌پیش‌بینی در ارتباط برند و انرژی، تأثیر مثبتی بر بازده سهام دارد؛ درحالی‌که تمایز، احترام و دانش، تأثیری مهمی در این ارتباط ندارد.
جاکوبسن و همکاران (۲۰۱۲)	کیفیت درک‌شده برند	الگوی واکنش بازده سهام	تأثیر مثبت ارزش برند بر بازده سهام مطابق شاخص ایکویی ترند. در مورد شاخص اینتربرند اثری ندارد؛ همچنین تأثیر منفی شاخص ایکویی ترند بر ریسک سیستماتیک و غیرسیستماتیک و عدم تأثیر با شاخص اینتربرند.
دیوتردی‌یر و همکاران (۲۰۱۲)	ارزش برند (اینتر برند)	تحلیل مطالعه رویداد	تأیید اهمیت حساسیت نسبت سود خالص و فرصت‌های رشد در تأثیر ارزش برند بر ارزش شرکت.
آکر و جاکوبسن (۲۰۱۲)	کیفیت درک‌شده برند	الگوی واکنش بازده سهام	تأثیر مثبت کیفیت درک‌شده برند بر بازده سهام تأیید شده است.
اچ‌سو و همکاران (۲۰۱۲)	معیارهای راهبرد برندسازی	تحلیل اکتشافی عوامل	مبادله‌های ریسک و بازده، برندسازی زیرمجموعه را تأیید می‌کند.
اچ‌سو و همکاران (۲۰۱۳)	ارزش برند (اینتربرند)	شاخص S&P	پرتفوی برند اجازه انتخاب برند صحیح و در نتیجه سود بهتر برند را می‌دهد.

1. Small Mines Big
2. High Mines Low

به علت نبود مرجعی رسمی که بر اساس شاخص‌های معینی، ارزش‌گذاری برند برای شرکت‌های ایرانی را انجام دهد در پژوهش حاضر با بهره‌گیری از اطلاعات صورت‌های مالی شرکت‌های تشکیل‌دهنده نمونه از روش کیو-توبین برای ارزش‌گذاری برند استفاده شده است تا مبنایی مشخص برای تعیین ارزش برند ایجاد شود.

۳. توسعه فرضیه‌ها و الگوی مفهومی

در بررسی میزان رابطه بین متغیرهای اصلی پژوهش (ارزش برند و بازده غیرعادی سهام)، یک فرضیه به‌عنوان فرضیه اصلی مطرح شده است. تأثیر متغیرهای تعدیل‌گر نسبت خالص جریان نقد و حاشیه سود خالص به‌صورت جداگانه و جمعی نیز بر رابطه بین متغیرهای اصلی در قالب سه فرضیه فرعی در نظر گرفته شده است.

در بررسی رابطه بین متغیرهایی که با شاخص‌های نقدینگی مرتبط هستند، رابطه مثبت و معنادار بین جریان نقد عملیاتی شرکت، هزینه‌های فروش و سهم بازار با ارزش برند شرکت وجود دارد (مورگان و رگو، ۲۰۰۹)؛ از طرفی رشد اقتصادی شرکت‌های عضو بورس اوراق بهادار می‌تواند زیربنایی برای افزایش تأثیرگذاری ارزش برند برای کسب‌وکارها باشد. قیمت سهام شرکت‌ها و رابطه آن با رشد اقتصادی، رابطه‌ی قوی بین تغییر قیمت سهام و رشد اقتصادی را در پژوهش هاساپیس و کالیویتیس (۲۰۰۲) نشان می‌دهد. نکته قابل‌تأمل در بررسی پژوهش‌های پیشین در زمینه ارتباط ارزش برند و بازده سهام، نوع نمونه موردبررسی و نوع متغیرها است. برای مثال در پژوهش بینسونگر (۲۰۰۰)، رابطه بین بازده سهام و تأثیر قوی آن بر کل اقتصاد کشور آمریکا به‌عنوان برند ملی، تأیید شد. در پژوهش دیوتردی‌یر و همکاران (۲۰۱۲)، رابطه بازده غیرعادی سهام و ارزش برند شرکت موردبررسی قرار گرفت و نتایج نشان‌دهنده معناداربودن رابطه بین ارزش برند و بازده غیرعادی سهام را بود. در پژوهش حاضر، رابطه بین ارزش برند و بازده غیرعادی سهام، به‌عنوان فرضیه اصلی پژوهش به صورت زیر بیان می‌شود:

فرضیه اصلی (H_1): ارزش برند بر بازده غیرعادی سهام اثر معنادار دارد.

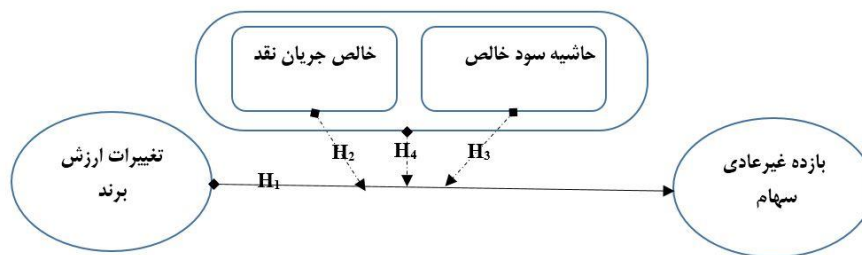
میزان نسبت خالص جریان نقدی، زمانی که ارزش برند یک شرکت کاهش (افزایش) می‌یابد، در توضیح‌دهنگی رابطه بین ارزش برند و تأثیر آن بر بازده غیرعادی سهام، به‌عنوان مسئله‌ای در اداره کسب‌وکارها مطرح می‌شود. ارتباط بین بازده سهام و رشد تولید آتی، نشان‌دهنده اطلاعاتی درباره جریان نقدی^۱ آینده است. مائورو (۲۰۰۳) به این نتیجه رسید که رشد تولید (نیاز به نقدینگی دارد) باعث خواهد شد تا بازده سهام افزایش یابد. سود عملیاتی و

جریان نقد عملیاتی برای پیش‌بینی بازده سهام دارای محتوای اطلاعاتی هستند و هرچه عدم‌تقارن اطلاعاتی بیشتر شود محتوای اطلاعاتی سود عملیاتی کمتر و جریان نقد عملیاتی بیشتر می‌شود (دارابی و همکاران، ۱۳۹۲)؛ از این رو رابطه بین نسبت خالص جریان نقدی و تأثیر تعدیل‌گری آن بر رابطه ارزش برند و بازده غیرعادی سهام، این‌گونه بیان می‌شود: فرضیه فرعی اول (H_2): ارزش برند برای شرکت‌هایی با نسبت خالص جریان نقدی بیشتر، اثر قوی‌تری بر بازده غیرعادی سهام دارد.

حاشیه سود، تفاوت بین فروش و هزینه کالای فروخته شده است. ارزش برند تأثیر مثبت و معنادار از طریق جلب مشتری و شیوه‌های تبلیغات شرکت بر حاشیه سود شرکت دارد (استال و همکاران، ۲۰۱۲). رابطه بین راهبردهای رقابتی که از عناصر زیربنایی برندسازی و ایجاد ارزش برند هستند با دو عنصر مالی سود و بازده سهام در پژوهش کفچه و مسگری (۱۳۹۳)، به صورت مثبت و معنادار تأیید شده است. در پژوهش‌های بازاریابی و مالی در مورد حاشیه سود و کاهش یا افزایش بازده سهام بررسی شده است. برای مثال می‌توان از پژوهش دیوتردی‌یر (۲۰۱۲)، کفچه و مسگری (۱۳۹۳) و مائورو (۲۰۰۳) نام برد. با توجه به رابطه حاشیه سود خالص و دو متغیر ارزش برند و بازده غیرعادی سهام، فرضیه فرعی دوم، به شرح زیر است: فرضیه فرعی دوم (H_3): ارزش برند برای شرکت‌هایی با حاشیه سود خالص بیشتر، اثر ضعیف‌تری بر بازده غیرعادی سهام دارد.

در نهایت با توجه به دو متغیر تعدیل‌گر موردبررسی در الگوی پژوهش، فرضیه فرعی سوم، در قالب تجمیع اثر همزمان دو متغیر تعدیل‌گر خالص جریان نقدی شرکت و حاشیه سود خالص بر رابطه بین ارزش برند و بازده غیرعادی سهام این‌گونه بیان می‌شود: فرضیه فرعی سوم (H_4): ارزش برند برای شرکت‌هایی با حاشیه سود خالص و نسبت خالص جریان نقدی بیشتر، اثر قوی‌تری بر بازده غیرعادی سهام دارد.

الگوی مفهومی پژوهش با توجه به بررسی مبانی نظری بیان شده و پژوهش‌های انجام‌شده در زمینه ارتباط شاخص‌های مالی با ارزش برند با بهره‌گیری از الگوی دیوتردی‌یر (۲۰۱۲) در قالب شکل ۱ ترسیم شده است.



شکل ۱. الگوی مفهومی پژوهش

۴. روش شناسی

پژوهش حاضر از نظر هدف در قلمرو پژوهش‌های کاربردی و از نوع پژوهش‌های کمی است. از نظر ماهیت جزو پژوهش‌های آزمون فرضی بوده و از منظر گردآوری داده‌ها در حیطه پژوهش‌های توصیفی-همبستگی طولی قرار دارد. شرکت‌های تولیدکننده کاشی و سرامیک حاضر در «بورس اوراق بهادار» جامعه آماری پژوهش را تشکیل می‌دهد. از تعداد کل ۱۰ شرکت عضو سازمان «بورس و اوراق بهادار ایران»، ۷ شرکت با قید شرایط زیر به‌عنوان نمونه پژوهش انتخاب شدند:

۱. در طول بازه زمانی پژوهش (۱۳۸۱-۱۳۹۳) عضو سازمان بورس اوراق بهادار باشند؛

۲. اطلاعات صورت‌های مالی و یادداشت‌های توضیحی آن‌ها در دسترس باشد؛

۳. طی سال‌های ۱۳۸۱ تا ۱۳۹۳، تغییر فعالیت یا تغییر سال مالی نداده باشند.

قلمرو زمانی بررسی داده‌ها، بین سال‌های ۱۳۸۱ تا ۱۳۹۳ است. برای تحلیل داده‌ها از روش داده‌های تابلویی^۱ با استفاده از نرم‌افزار EViews استفاده شده است. اندازه شرکت که توسط لگاریتم فروش اندازه‌گیری می‌شود به‌عنوان متغیر کنترلی در تمامی الگوهای رگرسیونی به کار رفته است. رابطه ریاضی فرضیه اصلی پژوهش که تأثیر تغییر ارزش برند بر بازده غیرعادی سهام شرکت را بررسی می‌کند در معادله ۲ نمایان است.

$$ABReturn_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \cdot BrandValue_{i,t} + \beta_2 \cdot \log(sale)_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (2) \text{ معادله}$$

ABreturn: نماد بازده غیرعادی سهام؛ Brand Value: ارزش برند شرکت که به‌وسیله مقدار

کیو-توبین اندازه‌گیری می‌شود و $\log(sale)$: لگاریتم فروش است.

برای بررسی فرضیه فرعی اول، نسبت جریان نقدی خالص (Net Cash Flow)، به‌عنوان

متغیر تعدیل‌گر به معادله ۲ اضافه و معادله رگرسیون، برازش شده است. در بررسی فرضیه

1. Panel Data

فرعی دوم، نقش تعدیل‌گری حاشیه سود خالص (Margin) با اضافه کردن این متغیر به عنوان متغیر تعدیل‌گر به معادله ۲ بررسی شده است. برای بررسی آزمون فرعی سوم پژوهش نیز متغیرهای نسبت خالص جریان نقدی و حاشیه سود خالص به طور همزمان به عنوان متغیرهای تعدیلگر به معادله ۱ اضافه شده و معادله‌ی رگرسیونی آن برآزش شد.

از دیدگاه نظری، نسبت کیو-توبین برابر با نسبت ارزش بازار به ارزش جایگزینی دارایی‌های شرکت است، دستیابی به داده‌های مربوط به بهای جایگزینی در کشورهای رو به پیشرفت، آسان نیست؛ بنابراین همانند پژوهش‌های راتیاناسامی و همکاران (۲۰۰۰)، پاندی (۲۰۰۴) و گانی و همکاران (۲۰۱۱) از ارزش دفتری به جای ارزش جایگزینی استفاده شده که با استفاده از معادله ۳ محاسبه می‌شود:

$$\text{TobQ} = \frac{\text{ارزش دفتری بدهی} + \text{ارزش بازار حقوق مالکانه}}{\text{ارزش دفتری کل دارایی‌ها}} \quad \text{معادله (۳)}$$

۴. تحلیل داده‌ها و یافته‌ها

داده‌های گردآوری شده در قالب فرضیه اصلی و فرضیه‌های فرعی پژوهش که در مبحث توسعه فرضیه‌ها و الگوی مفهومی به آن‌ها اشاره شد، بررسی و تحلیل می‌شود. جهت بررسی نرمال بودن توزیع نمونه‌گیری داده‌ها و اعتبار تحلیل‌ها، در ابتدا، آمار توصیفی پژوهش که شامل ۹۱ مشاهده است به شرح جدول ۲ بیان می‌شود:

جدول ۲. آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

متغیر	نماد متغیر	میانگین	کمینه	میان	بیشینه	انحراف معیار
ارزش برند	Brandval	۱/۴	۰/۸۳	۱/۱۴	۳/۱۵	۰/۵۷
نسبت جریان نقد	Cashflow	۰/۱۲	-۰/۰۳	۰/۱۱	۰/۴۰	۰/۱۰
حاشیه سود	Margin	۰/۱۵	-۰/۳۳	۰/۱۵	۰/۴۹	۰/۱۳
فروش	LSale	۱۲/۶۵	۱۱/۳۴	۱۲/۶۶	۱۴/۲۰	۰/۵۲
بازده غیرعادی سهام	ABReturn	-۰/۸۳	-۱/۴۴	-۰/۸۹	۰/۰۸	۰/۴۵

مقادیر ضریب چولگی‌ها در جدول (۲) نشان می‌دهد متغیرهای پژوهش، نشان از نرمال بودن تقریبی توزیع داده‌ها دارد. از نظر ضریب کشیدگی نیز متغیرها ضریب‌هایی نزدیک به ۳ دارد و نشانگر انطباق تقریبی داده‌ها با توزیع نرمال است.

نتایج آزمون رگرسیون فرضیه اصلی پژوهش (رابطه بین ارزش برند و بازده غیرعادی سهام) بدون در نظر گرفتن هیچ متغیر تعدیل‌گری در قالب جدول ۳ آورده شده است. نحوه محاسبه تأثیر ارزش برند بر بازده غیرعادی سهام هم در معادله ۴ قابل مشاهده است.

جدول ۳. نتایج آزمون رگرسیون فرضیه اصلی (H1) پژوهش

معادله (۴)					
$ABreturn_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \cdot BrandValu_{i,t} + \beta_2 \cdot \log(sale)_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$					
متغیر	نماد متغیر	ضریب برآوردی	خطای استاندارد	آماره t	احتمال
عرض از مبدأ	C	-۱۱/۸۷	۲/۴۶	-۴/۸۲	۰/۰۰۰
ارزش برند	Brandval	۰/۷۰	۰/۱۷	۴/۱۰	۰/۰۰۰
فروش	LSale	۰/۸۷	۰/۱۹	۴/۵۸	۰/۰۰۰
آماره F فیشر (احتمال): ۰/۰۰۰		ضریب تعیین تعدیل شده (R^2): ۰/۲۷			

مقدار p-value (۰/۰۰۰) و آماره t (۴/۱) نشان از این دارد که فرض H_0 مبنی بر صفر بودن β الگو برای ارزش برند در سطح اطمینان ۹۹ درصد تأیید نمی‌شود؛ بنابراین فرضیه ۱ (H1) تأیید می‌شود؛ یعنی تغییر ارزش برند بر بازده غیرعادی سهام اثر مثبت و معنادار دارد. با توجه به میزان R^2 (۰/۲۷) می‌توان بیان کرد که ۲۷ درصد از تغییر بازده غیرعادی سهم توسط تغییر دو عامل ارزش برند و لگاریتم فروش قابل توضیح است و مابقی تغییر بازده غیرعادی سهم (۷۳ درصد) مربوط به سایر متغیرها (E) است.

نتایج آزمون رگرسیون فرضیه فرعی اول که با اضافه کردن متغیر تعدیل گر نسبت خالص جریان نقدی به الگوی اصلی پژوهش در معادله ۳ نیز مشخص است به شرح جدول ۴ قابل مشاهده است.

جدول ۴. نتایج آزمون رگرسیون فرضیه فرعی اول (H2) پژوهش

معادله (۵)					
$ABreturn_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \cdot BrandValu_{i,t} + \beta_2 \cdot cashflow_{i,t} + \beta_3 \cdot Brandvalu_{i,t} * \log(sale)_{i,t} + \beta_4 \cdot \log(sale)_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$					
متغیر	نماد متغیر	ضریب برآوردی	خطای استاندارد	آماره t	احتمال
عرض از مبدأ	C	-۱۲/۰۵	۲/۳۳	-۵/۱۶	۰/۰۰۰
ارزش برند	Brand valu	۰/۸۱	۰/۱۶	۴/۸۷	۰/۰۰۰
نسبت خالص جریان نقد	cash flow	۲/۸۵	۰/۸۹	۳/۱۸	۰/۰۰۲
فروش	Log Sale	۰/۹۰	۰/۱۸	۵/۰۰	۰/۰۰۰
	Brandvalu* Cashflow	۲/۸۹	۰/۹۱	۳/۱۷	۰/۰۰۰
آماره F فیشر (احتمال): ۰/۰۰۰		ضریب تعیین تعدیل شده (R^2): ۰/۳۴			

با توجه به نتایج جدول ۴ و مقادیر P-value در سطح اطمینان ۹۹ درصد، ارزش برند و نسبت خالص جریان نقدی، هر دو بر بازده غیرعادی سهام تأثیر معنادار دارند. همان‌طور که پیش‌بینی شده بود، ضریب نسبت جریان‌های نقد ضربدر ارزش برند، مثبت است و فرضیه

فرعی اول (H2) تأیید می‌شود؛ یعنی تغییر ارزش برند برای شرکت‌هایی با نسبت خالص جریان نقدی بیشتر، اثر قوی‌تری بر بازده غیرعادی سهام دارد. اضافه کردن متغیر تعدیل‌گر جریان‌های نقدی، مقدار R^2 را ۷ درصد افزایش می‌دهد؛ بنابراین می‌توان نتیجه گرفت که در کل، متغیرهای ارائه شده در الگوی رگرسیونی معادله (۳) در جدول (۴)، ۳۴ درصد از تغییر متغیر وابسته (بازده غیرعادی سهم) را توضیح می‌دهند و مابقی تغییر (۶ درصد) مربوط به سایر عوامل (E) است.

نتایج آزمون رگرسیون فرضیه فرعی دوم پژوهش در قالب جدول ۵ مشاهده می‌شود. همان‌گونه که در معادله ۶ نیز مشاهده شد، نسبت حاشیه سود خالص به‌عنوان متغیر تعدیل‌گر بر رابطه بین متغیرهای اصلی پژوهش به الگو وارد شده و متغیر تعدیل‌گر نسبت خالص جریان نقد خارج شده است.

جدول ۵. آزمون رگرسیون فرضیه فرعی دوم (H3) پژوهش

معادله (۶)					
$ABReturn_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \cdot BrandValu_{i,t} + \beta_2 \cdot margin_{i,t} + \beta_3 \cdot Brandvalu_{i,t} * Margin_{i,t} + \beta_4 \cdot \log(sale)_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$					
متغیر	نماد متغیر	ضریب برآوردی	خطای استاندارد	آماره t	احتمال
عرض از مبدأ	C	-۱۱/۲۴	۲/۴۳	-۴/۶۲	۰/۰۰۰
ارزش برند	Brand valu	۰/۸۷	۰/۱۸	۴/۶۷	۰/۰۰۰
حاشیه سود خالص	Margin	-۱/۶۳	۰/۷۸	-۲/۰۸	۰/۰۴۰
فروش	Log Sale	۰/۸۲	۰/۱۸	۴/۳۹	۰/۰۰۰
	Brandvalu*Margin	-۱/۷۳	۱/۰۲	-۱/۶۹	۰/۰۱۲
آماره F فیشر (احتمال): ۰/۰۰۰			ضریب تعیین تعدیل شده (R^2): ۰/۳۰		

مقادیر P-value جدول ۵ نشان می‌دهد که در سطح اطمینان ۹۵ درصد ارزش برند، حاشیه سود خالص و میزان فروش شرکت بر بازده غیرعادی سهام تأثیر معنادار دارد و مطابق با فرضیه فرعی دوم ضریب حاشیه سود خالص ضریب ارزش برند در معادله ۶ منفی است فرضیه فرعی دوم پژوهش تأیید می‌شود؛ یعنی تغییر ارزش برند برای شرکت‌هایی با حاشیه سود خالص بیشتر، اثر ضعیف‌تری بر بازده غیرعادی سهام دارد. اضافه کردن متغیر تعدیل‌گر حاشیه سود خالص، مقدار R^2 را از ۲۷ درصد به حدود ۳۰ درصد افزایش می‌دهد. متغیرهای ارائه شده در الگوی رگرسیونی معادله ۴، ۳۰ درصد از تغییر متغیر وابسته (بازده غیرعادی سهم) را توضیح می‌دهند و مابقی تغییر بازده غیرعادی سهام (صفر درصد) به سایر عوامل (E) مربوط می‌شود.

در نهایت برای بررسی فرضیه فرعی سوم، تأثیر هر دو متغیر تعدیل‌گر بر رابطه بین متغیرهای اصلی پژوهش بررسی شد. نحوه محاسبه نیز در معادله ۷ نمایش داده شده است. خلاصه تحلیل‌ها در قالب جدول ۶ مشاهده می‌شود.

جدول ۶ نتایج آزمون رگرسیون فرضیه فرعی سوم (H_3) پژوهش

معادله (۷)					
$ABReturn_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \cdot BrandValu_{i,t} + \beta_2 \cdot margin_{i,t} + \beta_3 \cdot cashflow_{i,t} + \beta_4 \cdot Brandvalu_{i,t} * Margin_{i,t} + \beta_5 \cdot Brandvalu_{i,t} * Cashflow_{i,t} + \beta_6 \cdot \log(sale)_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$					
متغیر	نماد متغیر	ضریب برآوردی	خطای استاندارد	آماره t	احتمال
عرض از مبدأ	C	-۱۱/۷۸	۲/۳۶	-۴/۹۷	۰/۰۰۰
ارزش برند	Brand valu	۰/۸۶	۰/۱۸	۴/۷۸	۰/۰۰۰
نسبت خالص جریان نقد	Net cash flow	۲/۵۰	۱/۰۱	۲/۴۶	۰/۰۱۶
حاشیه سود خالص	Margin	-۰/۶۴	۰/۸۶	-۰/۷۴	۰/۴۵
فروش	Log Sale	۰/۸۸	۰/۱۸	۴/۷۹	۰/۰۰۰
	Brandvalu*Margin	-۰/۷۶	۰/۲۳	-۳/۳	۰/۱۲
	Brandvalu*Cashflow	۲/۳۹	۰/۷۶	۳/۱۴	۰/۰۰۹
آماره F فیشر (احتمال): ۰/۰۰۰			ضریب تعیین تعدیل‌شده (R^2): ۰/۳۴		

همان‌طور که در جدول ۶ مشاهده می‌شود با توجه به p-valueها در سطح اطمینان ۹۵ درصد دلایل کافی برای تأیید فرضیه صفر بودن ضرایب بتای متغیرهای ارزش برند، نسبت جریان نقد، فروش خالص و جریان نقد ضربدر ارزش برند وجود ندارد؛ ولی مقدار احتمال مربوط به متغیرهای حاشیه سود خالص و حاشیه سود ضربدر ارزش برند نشان می‌دهد که این متغیر بتای معناداری ندارد. مقدار R^2 در جدول ۶ نشان می‌دهد که متغیرهای بیان‌شده در الگوی رگرسیونی معادله ۵، حدود ۳۴ درصد از تغییر بازده غیرعادی سهام را توضیح می‌دهند و مابقی توضیح دهنده بازده غیرعادی سهام (۶ درصد) به سایر عوامل (ε) مربوط می‌شود. با توجه به ضریب مثبت نسبت جریان نقد خالص ضربدر ارزش برند و عدم معناداری حاشیه سود ضربدر ارزش برند در الگوی نهایی می‌توان نتیجه گرفت که ارزش برند برای شرکت‌هایی با نسبت خالص جریان نقدی بیشتر، اثر قوی‌تری بر بازده غیرعادی سهام دارد. لذا فرضیه فرعی سوم (H_3)، تأیید نمی‌شود.

۵. نتیجه‌گیری و پیشنهادها

هدف پژوهش حاضر، بررسی تأثیر ارزش برند بر تغییر بازده غیرعادی سهام شرکت‌های تولیدکننده کاشی و سرامیک عضو سازمان «بورس و اوراق بهادار» بود. با توجه به اینکه ارزش

برند را از روش‌های گوناگون و با دیدگاه‌های متفاوتی بررسی می‌کنند، روشی که به کمک آن بتوان ارزش برند نمونه موردبررسی را محاسبه نمود، پژوهشگران را به انتخاب روش کیو-توبین ترغیب کرد. نمونه شرکت‌های انتخابی در پژوهش حاضر را ۷ شرکت تولیدکننده کاشی و سرامیک واجد شرایط (همان‌طور که در بخش روش‌شناسی بیان شد)، تشکیل داده است. در قالب یک فرضیه اصلی و سه فرضیه فرعی، اثر ارزش برند به‌عنوان متغیر مستقل بر بازده غیرعادی سهام بررسی شد. نتایج بررسی فرضیه‌های پژوهش به‌صورت زیر بیان می‌شود:

در بررسی فرضیه اصلی پژوهش، تأثیر مثبت و معنادار متغیر مستقل ارزش برند بر بازده غیرعادی سهام، تأیید شد. این نتیجه با نتایج پژوهش دیوتردی‌یر و همکاران (۲۰۱۲)، میزیک و جاکوبسن (۲۰۰۸)، اچ‌سو و همکاران (۲۰۱۳) و حنفی‌زاده و فاضلی‌نیا (۱۳۹۰) مطابقت دارد. بررسی فرضیه فرعی اول پژوهش نشان می‌دهد که ارزش برند برای شرکت‌هایی با نسبت خالص جریان نقدی بیشتر، اثر قوی‌تری بر بازده غیرعادی سهام دارد. نتایج ز بررسی فرضیه فرعی اول در پژوهش‌های جاکوبسن و همکاران (۲۰۱۲) و دیوتردی‌یر (۲۰۱۲) نیز تأیید شده است. در فرضیه فرعی دوم رابطه بین ارزش برند و بازده غیرعادی سهام با لحاظ حاشیه سود خالص شرکت به‌عنوان متغیر تعدیل‌گر، موردسنجش قرار گرفت و مشخص شد که ارزش برند برای شرکت‌هایی با حاشیه سود خالص بیشتر، اثر ضعیف‌تری بر بازده غیرعادی سهام دارد. مقایسه نتایج بررسی فرضیه فرعی دوم با پیشینه پژوهش نشان‌دهنده عدم تطابق این یافته‌ها با پژوهش دیوتردی‌یر (۲۰۱۲) و مطابقت با نتایج پژوهش اچ‌سو و همکاران (۲۰۱۳) است. ارزش برند برای شرکت‌هایی با نسبت خالص جریان نقدی بیشتر، اثر قوی‌تری بر بازده غیرعادی سهام دارد؛ بنابراین فرضیه فرعی سوم که اثر همزمان دو متغیر تعدیل‌گر پژوهش بر رابطه بین متغیرهای اصلی پژوهش را می‌سنجد، تأیید نشد. نتایج حاصل از تحلیل فرضیه فرعی سوم در پژوهش مادن و همکاران (۲۰۰۶) و دیوتردی‌یر و همکاران (۲۰۱۲) نیز تأیید شده است، اما با نتایج پژوهش جاکوبسن و همکاران (۲۰۱۲)، مطابقت ندارد.

شرکت‌های فعال در صنعت کاشی برای افزایش بازده شرکت باید توجه ویژه‌ای به ارتقای ارزش برند شرکت داشته باشند. این شرکت‌ها می‌توانند با افزایش ارزش برند خود به خلق جریان نقد بیشتری دست یابند و با توجه به نقش تعدیل‌گری مثبت نسبت جریان نقد، بازده سهام خود را افزایش دهند.

با توجه به استفاده از داده‌های کمی در پژوهش حاضر، موارد زیر از جمله محدودیت‌های پژوهش است:

۱. حجم نمونه کوچک به علت عدم ثبت شرکت‌های تولیدی کاشی و سرامیک ایرانی در سازمان «بورس و اوراق بهادار»؛

۲. وجود اطلاعات ناقص برای تعدادی از شرکت‌های موجود در نمونه و کم‌شدن حجم نمونه موردبررسی؛

۳. نبود مرجع معتبری برای ارزش‌گذاری برندهای ایرانی و محدودشدن پژوهش‌ها در قالب تنها روش در دسترس برای محاسبه ارزش برند نمونه موردبررسی.

به پژوهشگران علاقه‌مند در رابطه با محاسبه رابطه‌های احتمالی ارزش برند و متغیرهای کمی و ترکیبی توصیه می‌شود تا برای پژوهش‌های آتی موضوع‌های زیر را بررسی کنند:

۱. شناسایی و رتبه‌بندی متغیرهای مهم تأثیرگذار بر ارزش برند با در نظر گرفتن داده‌های کمی مورد اعتماد؛

۲. بررسی تأثیر رابطه بین ارزش برند و واکنش قیمتی سهام با در نظر گرفتن متغیرهایی همانند بحران‌های سیاسی و اقتصادی در نقطه‌های زمانی؛

۳. بررسی تأثیر متغیرهایی مثل تصویر برند، مقدار و نوع تبلیغات بر قیمت و بازده سهام.

منابع

1. Aaker, D. A., & Jacobson, R. (1994). The financial information content of perceived quality. *Journal of Marketing Research*, 31(4), 191-201.
2. Aaker, D.A. (1992). Managing the Most Important Asset: Brand Equity. *Planning Review*, 20(5), 56-58.
3. Azizi,shahriar;Darvishi,Zahra;namamian,farshid (1389). Investigating the determinants of brand value with financial perspective. *Business Management Perspective* Vol. 10, No. 6(39) Summer,2011, 9-32.
4. Barth, M. E., Clement, M. B., Foster, G., & Kasznik, R. (1998). Brand values and capitalmarket valuation. *Review of Accounting Studies*, 3(1-2), 41-68.
5. Binswanger, M. (2000). Stock Market Booms and Real Economic Activity: Is this Time Different?. *International Review of Economics and Finance*, 9, 387 – 415.
6. Darabi ,roya;Vakilifard,hamidreza;Meshkin,masoud(1392).The relationship between operational net cash flow and operating income with stock returns and the impact of the information asymmetry on these relationships. *Managerial accounting*, 6, 1-14.
7. Dutordoir, M., Verbeeten, F., & De Beijer, D. (2012). *Stock price reactions to brand value announcements: Magnitude and moderators. Intern. J. of Research in Marketing* Vol 32(1), 34-47
8. Esmaeli,shahpour.(1385),Interest quality and stock return relationship. MS thesis. Alameh university.
9. Etemadi, H; & Montazeri, J (1390). Studying the factors affecting capital structure with emphasis on the competition of market production. *Journal of Accounting and auditing*, 3, 1-26.
10. Gronlund, J. (2013). *Basics of branding*. New York: Business Expert Press.
11. Guney, Y., Li, L., & Fairchild, R. (2011). The relationship between product market competition and capital structure in Chinese listed firms. *International Review of Financial Analysis*, 20(1), 41-51.
12. Hanafizadeh, P.; fazelinia, M. (1390). Bank's brand valuation based on multi-factor decision making model. (Case study: mellat, Pasargad and Parsian banks). *Journal of financial engineering and portfolio management*.Vol 11. No. 2. 81-102.
13. Hassapis, C. & S. Kalyvitis (2002). Investigating the Links between Growth and Real Stock Price Changes with Empirical Evidence from the G-7 Economies. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 42, 543-575.
14. Hsu, F., & Wang, T., & Chen, M. (2013). The Impact of Brand Value on Financial Performance. *Advances in Management & Applied Economics*, 3(6), 129-141.
15. Hsu, L., & Fournier, S., & Srinivasan, S. (2013). Brand architecture strategy and firm value: how leveraging, separating, and distancing the corporate brand affects risk and returns. *Journal of Academy of Marketing Science*. DOI 10.1007/s11747-014-0422-5.
16. Hsu, L., Fournier, S., & Srinivasan, S. (2012). *Branding and firm value*. In S. Ganesan, & S. Bharadwaj (Eds.), *Handbook of marketing and finance* (Chapter 7). Northampton: Edward Elgar Publishing.

17. Johansson, J. K., Dimofte, C. V., & Mazvancheryl, S. K. (2012). The performance of global brands in the 2008 financial crisis: A test of two brand value measures. *International Journal of Research in Marketing*, 29(3), 235–245.
18. Kafche, P; & Mesgari, N. (1392). The relationship between the competitive strategy and financial performance in commercial banks listed in Tehran stock exchange. *Journal of business management perspective*, 17, 161-180.
19. Keller, K.L. (2013). *Strategic brand management: Building, measuring, and managing brand equity*. Pearson Education Limited (2013), ISBN: 978-0-13-266425-7.
20. Khodadad Hoseini, H., Fathi, S., Elahi, S. (1385). Designing pattern of information technology impact on financial performance measure with the approach of meta-analysis. *Journal of Accounting and auditing*, 46, 61-83.
21. Kicova, E., & Kramarova, K., (2013). The significance and importance of the brand for the enterprise. *Grant Journal* 2, 29-34.
22. 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(2), 224–235.
23. Majerova ,T., & Kliestik, T.(2015). Brand valuation as an immanent component of brand value buildingand managing. *Procedia Economics and Finance*, 26, 546 – 552.
24. Mauro, P. (2003). Stock Returns and Output Growth in Emerging and Advanced Economies. *Journal of Development Economics*, 71, 129-153.
25. Mizik, N., & Jacobson, R. (2008). The financial value impact of perceptual brand attributes. *Journal of Marketing Research*, 45(1), 15–32.
26. Morgan, N. A., & Rego, L. L. (2009). Brand portfolio strategy and firm performance. *Journal of Marketing*, 73(1), 59-74.
27. Pandey, I. M. (2004). Capital structure, profitability and market structure: Evidence from Malaysia. *Asia Pacific Journal of Economics and Business*, 8(2), 78-91,97-98.
28. Png, I. (2012). *Managerial economics*. New York: Routledge.
29. journal of Iranian ceramic producers syndicate. 15(3), 28-34.
30. Rathinasamy, R. S., Krishnaswamy, C. R., & Mantripragada, K. G. (2000). Capital Structure and product market interaction: an international perspective. *Global Business and Finance Review*, 5(2), 51-66.
31. Rego, L. L., Billett, M. T., & Morgan, N. A. (2009). Consumer-based brand equity and firm risk. *Journal of Marketing*, 73(6), 47-60.
32. Salinas, G., & Ambler, T. (2009). A taxonomy of brand valuation practice: Methodologies and purposes. *Journal of Brand Management* 17(1), 39–61.
33. Salinas, Gabriela. (2009) *The International Brand Valuation Manual*. New York: John Wiley & Sons.
34. Sherrington, M., (2003). *Added value – The Alchemy of Brand – Led Growth*. Hampshire: MacMillan, 203 p.
35. Simon, C. J. & Solivan, M. (1993). The Measurement and Determinants of Brand Equity: A Financial Approach. *Marketing Science*, 12(1), 28-52.
36. Tauber, E. M. (1988). Brand leverage-strategy for growth in a cost-control world. *Journal of Advertising Research*, 28(4), 26-30.

37. Yasin, N., Noor,m.,& mohamad,O. (2012). Does image of country-of-origin matter tobrand equity?. *Journal of Product & Brand Management* 16(1) , 38-48.