

## Investigating the Effect of Advertisement Cost on the Financial Performance of the Firms Listed in Tehran Stock Exchange with the Mediating Role of Brand Equity

Mohsen Akbari<sup>1\*</sup>, Mahsa Farkhondeh<sup>2</sup>, Masoomeh Ghasemi Shams<sup>3</sup>

- 1- Assistant Professor, Management Department, Faculty of Humanities and Literature, University of Guilan, Rasht-Iran.  
akbarimohsen@yahoo.com  
2- MSc Business Management Department, Faculty of Humanities and Literature, University of Guilan, Rasht-Iran  
mahsa.farkhondeh85@yahoo.com  
3- MSc Business Management Department, Faculty of Humanities and Literature, University of Guilan, Rasht-Iran  
masoomeh.shams68@yahoo.com

### Abstract

Considering the fact that consumers are exposed to a lot of goods and services from different suppliers, advertisement is one of the most powerful ways to echo the voice of the firms in such environments. Since advertising is an expensive activity and has a burden on companies' budgets, managers and shareholders always like to know if it has a rational and significant output regarding their investment and expenditures (they like to know if it has a significant return on investment). This paper, seeking to answer this question of managers and shareholders, has investigated the effect of advertising costs on the financial performance of the firms listed in Tehran Stock Exchange. We used data of 88 firms from 2010-2015 and multivariate regression to analyze this data. Q Tobin is used to measure brand equity. Results show that brand equity has a mediating role in the relationship between advertising costs and financial performance.

**Keywords:** Advertisement cost, Brand equity, Financial performance, Leverage, Size

## تأثیر هزینه تبلیغات در عملکرد مالی با میانجی‌گری ارزش برند در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران

محسن اکبری<sup>۱\*</sup>، مهسا فرخنده<sup>۲</sup>، معصومه قاسمی شمس<sup>۳</sup>

- ۱- استادیار مدیریت دانشکده ادبیات و علوم انسانی، گروه مدیریت دانشگاه گیلان، دانشکده ادبیات و علوم انسانی، گروه مدیریت  
akbarimohsen@yahoo.com  
۲- کارشناسی ارشد مدیریت بازرگانی دانشکده ادبیات و علوم انسانی، گروه مدیریت دانشگاه گیلان، دانشکده ادبیات و علوم انسانی، گروه مدیریت  
mahsa.farkhondeh85@yahoo.com  
۳- کارشناسی ارشد مدیریت بازرگانی دانشکده ادبیات و علوم انسانی، گروه مدیریت دانشگاه گیلان، دانشکده ادبیات و علوم انسانی، گروه مدیریت  
masoomeh.shams68@yahoo.com

### چکیده

با توجه به گسترش رقابت و مواجه شدن مشتریان با انبوهی از کالاها و خدمات از سوی عرضه‌کنندگان مختلف، تبلیغات یکی از مهم‌ترین ابزارهای رساندن صدای شرکت‌ها به بازارها است. با توجه به اینکه تبلیغات برای بنگاه‌ها، هزینه‌های زیادی در بردارد و سالانه میلیون‌ها ریال صرف آن می‌شود، همواره مدیران بنگاه‌های اقتصادی انتظار دارند بازدهی متناسب با این میزان سرمایه‌گذاری به دست آورند. این مقاله با هدف پاسخگویی به این پرسش، تأثیر هزینه تبلیغات در عملکرد مالی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار را با میانجی‌گری ارزش برند بررسی کرده است. در این پژوهش، داده‌های مربوط به ۸۸ شرکت به صورت ترکیبی و برای دوره زمانی ۱۳۸۹ تا ۱۳۹۴ با استفاده از رگرسیون چندمتغیره تجزیه و تحلیل شده است. در این پژوهش از معیار کیو توبین برای سنجش ارزش برند استفاده شده است. نتایج پژوهش نشان داد ارزش برند، نقش میانجی در ارتباط بین هزینه تبلیغات و عملکرد مالی (نرخ بازده دارایی‌ها و نرخ بازده حقوق صاحبان سهام) بر عهده دارد.

**واژه‌های کلیدی:** ارزش برند، اندازه، عملکرد مالی، نسبت اهرمی، هزینه تبلیغات

## مقدمه

در قرن حاضر، شدت رقابت با توجه به پیچیدگی‌ها و عدم اطمینان‌های ناشی از آن موجب شده است مدیریت شرکت‌ها نسبت به هزینه کردن منابع مالی و غیرمالی خود حساس‌تر باشند و می‌کوشند منابع را جایی صرف کنند که برای شرکت درآمد و ارزش ایجاد کند [۴]. یکی از عواملی که در افزایش درآمد شرکت مؤثر است و شرکت‌ها در دهه‌های اخیر سرمایه‌گذاری‌های کلانی در آن داشته‌اند، تبلیغات است [۱۷]. امروزه بازده ناشی از فعالیت‌های بازاریابی و تبلیغات با توجه به شرایط مالی، یکی از بزرگ‌ترین چالش‌های بازاریابی، مدیران برند و شرکت‌ها مطرح شده است؛ زیرا تصمیم‌های بازاریابی یک شرکت، کاربردها و نتایج مفیدی را در عملکرد مالی و عملیاتی می‌تواند انعکاس دهد [۲۵]. همانگونه که در نظریه اقتصادی مطرح شده است، شرکت‌های برتر، منابع محدود خود را به‌طور عمده به دو فرایند اساسی خلق ارزش از قبیل نوآوری، تولید و ارسال محصولات جدید به بازار که با فعالیت‌های پژوهش و توسعه در ارتباط است و تصاحب ارزش (با در نظر گرفتن سود در بازار) که به فعالیت‌های بازاریابی همچون تبلیغات وابسته است، اختصاص می‌دهند [۱۳]. در مبانی نظری بازاریابی نیز از دارایی‌های نامشهود همچون مخارج تبلیغات و مخارج پژوهش و توسعه به‌عنوان دارایی‌های واسطه‌ای بین فعالیت‌های بازاریابی و عملکرد مالی یاد شده است. بدین صورت که تبلیغات، عامل عمده‌ای برای دارایی‌های رابطه‌ای مبتنی بر بازار و پژوهش و توسعه به‌عنوان عامل عمده برای دارایی‌های فکری مطرح شده است [۱۹]. بازاربانان از سرمایه‌گذاری در تبلیغات انتظار بازده دارند که این بازده ممکن است در شکل افزایش سوددهی و افزایش ارزش شرکت باشد

[۱۷]. تبلیغات مشهورترین استراتژی تجاری است که شرکت‌ها برای خلق ارزش برند با ترویج ایده‌ها، کالاها و خدمات از آن استفاده می‌کنند [۱]. نام برند برای شرکت‌ها همانند یک شناسنامه عمل می‌کند که باید برای شناخت، جذابیت، کیفیت و ارائه آن به‌صورت نمادی متمایز و رقابت‌پذیر با دیگران اهتمام شود. ارزش برند در انجام تجارت و همچنین پژوهش‌های علمی، یک مفهوم مهم در نظر گرفته شده است؛ زیرا بازاریبان با علامت‌های تجاری، مزایای رقابتی می‌توانند به دست آورند. امروزه اهمیت برند، اندازه‌گیری آن را به‌عنوان مهم‌ترین دارایی نامشهود شرکت در کانون توجه قرار داده است؛ در نتیجه، شرکت‌ها بیش‌ازپیش در فعالیت‌های تبلیغاتی و بازاریابی برای ایجاد ارزش ویژه نام تجاری سرمایه‌گذاری می‌کنند [۲۴]؛ به‌عبارت‌دیگر، دارایی‌های نامحسوس مهمی از قبیل نام برند و تمایز محصول تحت تأثیر و حاصل سرمایه‌گذاری در تبلیغات هستند [۱۵].

تبلیغات با شناخت و ایجاد نام تجاری، قیمت محصولات شرکت را در مقایسه با محصولات مشابه افزایش می‌دهد و به‌عنوان ساز و کار مؤثر، مانع ورود رقبای بالقوه به بازار و تقویت و تثبیت درآمدها و سودهای فروش واحد تجاری می‌شود [۷]؛ از این‌رو، شرکت‌ها با سرمایه‌گذاری در مخارج تبلیغات نه تنها فروش را با ایجاد آگاهی‌های برند افزایش می‌دهند؛ باعث افزایش ارزش شرکت با ترویج نگرش نام تجاری مطلوب می‌شوند [۱۸]؛ بنابراین گفتنی است ارزش‌گذاری نام تجاری، مؤثرترین فنی است که به‌عنوان پل ارتباطی میان اهداف متفاوت بازاربانان و مدیران مالی می‌تواند تلقی شود [۱۴]. پژوهشگران دریافتند در بازار سهام، شرکت‌هایی که بر تصاحب

نام تجاری در بلندمدت به‌عنوان ابزار مناسبی برای سنجش عملکرد برای صاحبان منافع و رهنمودی برای طراحان استاندارد در توجه بیشتر به اندازه‌گیری و شناسایی علائم تجاری و سایر دارایی‌های نامشهود در صورت‌های مالی تلقی می‌شود. اینگونه مدیران با برنامه‌ریزی در فعالیت‌های بازاریابی همچون تبلیغات با انعکاس در ارزش نام تجاری، عملکرد سازمان را هدفمند می‌کنند. در این مقاله پس از مروری بر پیشینه نظری و ارائه فرضیه پژوهش، متغیرهای اصلی تعریف می‌شود؛ سپس پس از روش‌شناسی و تحلیل داده‌ها، بحث و نتیجه‌گیری مطرح خواهد شد.

### مبانی نظری

تعداد زیادی از پژوهش‌ها، روابط فعالیت‌های بازاریابی و مالی را بررسی کرده‌اند که از آن جمله وانگ و همکاران<sup>۲</sup> (۲۰۱۶) نشان دادند بین روابط صاحبان منافع و ارزش برند، رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. همچنین آنها یافتند ارزش برند در رابطه صاحبان منافع و عملکرد شرکت، نقش میانجی‌گری دارد [۵]. مک آلی ستر و همکاران<sup>۳</sup> (۲۰۱۵) به اثربخشی تبلیغات و نقش میانجی‌گری استراتژی شرکت در آن توجه کردند. نتایج پژوهش آنها نشان داد تبلیغات باعث افزایش ارزش شرکت با بهبود آگاهی برند و ایجاد تمایز می‌شود [۱۸]. بلو و ویتورینا<sup>۴</sup> (۲۰۱۴) با بررسی رابطه سرمایه نام تجاری به‌عنوان دارایی نامشهود و ارزش شرکت با ارزیابی ارزش و ریسک شرکت‌های فرانسوی، نشان دادند شرکت‌هایی که سرمایه‌گذاری بیشتری در نام تجاری شرکت خود داشته‌اند، نسبت به سایر شرکت‌ها، معیارهای عملکرد

ارزش نسبت به خلق ارزش تأکید بیشتری دارند، واکنش مطلوب‌تری به عملکرد شرکت‌ها نشان می‌دهند. آنها نشان دادند سرمایه‌گذاری در تبلیغات نسبت به سرمایه‌گذاری در پژوهش و توسعه، تأثیر مثبت بیشتری در افزایش ارزش نام تجاری با ایجاد یک محصول متمایز خواهد داشت [۱۳]. کی هو و همکاران<sup>۱</sup> (۲۰۰۵) بیان کردند تبلیغات با ایجاد جریان‌های نقدی آینده بیشتر، قیمت‌های بالاتری را برای سهام موجب می‌شود. این در عمل بدین معنا است که ارزش ویژه برند، نشان‌دهنده ارزش افزوده یک محصول حاصل از سرمایه‌گذاری‌های گذشته در فعالیت‌های بازاریابی مانند تبلیغات برای برند است که رشد در فروش و سودآوری را در پی داشته است. امروزه شرکت‌ها با در نظر داشتن تبلیغات به‌عنوان یک ابزار سرمایه‌ای می‌کوشند ارزش شرکت را در بلندمدت افزایش دهند. آثار مثبت هزینه‌های بازاریابی مثل تبلیغات در عملکرد مالی با دارایی نامحسوسی چون ارزش نام تجاری با ایجاد یک محصول متمایز و همچنین ایجاد مانع برای تقلید انجام می‌شود [۲]. درک بودجه تخصیص داده‌شده به ارزش برند و پیامدهای مالی حاصل از تبلیغات هم در حوزه بازاریابی و برندینگ و هم در حوزه مالی، اهمیت زیادی دارد. امروزه مدیران مالی، به هزینه تبلیغاتی بیشتر از دیدگاه اقتصادی توجه دارند و از این‌رو، در تعارض با مدیران بازرگانی قرار می‌گیرند. این پژوهش در راستای حل این تعارض انجام شده است. بدین ترتیب، هدف، بررسی و درک بهتر رابطه مخارج تبلیغات و ارزش برند و عملکرد مالی در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران در سال‌های ۱۳۸۹ تا ۱۳۹۴ است. ارائه الگوی مناسبی برای سرمایه‌گذاری در تبلیغات و ارزش‌گذاری

2 Deanna Wang, H., Sengupta, S. (2016).

3 McAlister, L., Srinivasan, R., Jindal, N., Cannella, A. (2015).

4 Belo, f., Lin X., Vitorino, M. A. (2014).

1 Kee Ho, H., Tat Keh, H., Mei Ong, J. (2005).

مثبتی وجود دارد [۲۴]. پیترسون و جونگ<sup>۵</sup> (۲۰۱۰) در پژوهشی، تأثیر هزینه تبلیغات و پژوهش و توسعه را در ارزش برند شرکت و عملکرد مالی را در سطح ۸۴۸ شرکت-سال در دوره زمانی ۱۹۹۱-۲۰۰۷ بررسی کردند. نتایج ضمن اینکه میانجی بودن ارزش برند بین فعالیت‌های بازاریابی از قبیل تبلیغات و پژوهش و توسعه را تأیید کرد، ارتباط مثبت و معناداری با شاخص‌های ارزش بازار و نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری نشان داد [۱۹]. گنزائز و مایوردمو<sup>۶</sup> (۲۰۱۱) تأثیر فعالیت‌های نام تجاری را در ارزش بازار و عملکرد ۱۶ بانک مهم در ایالات متحده در دو دوره کوتاه‌مدت و بلندمدت بررسی کردند. آنها دریافتند اگرچه در کوتاه‌مدت، نام تجاری شرکت، اثر چندانی در ارزش بازار و عملکرد بانک‌ها نداشته است؛ در بلندمدت، اثر گذاری خود را در بازده عادی سهام و کاهش بازده غیرعادی با افزایش اعتماد مشتریان نشان می‌دهد [۲۰]. پژوهش انگ و که<sup>۷</sup> (۲۰۰۷) نشان داد دارایی‌های نامحسوس کلیدی مثل ارزش برند و تمایز محصول، نتایج سرمایه‌گذاری در تبلیغات برای شرکت است. نویسندگان بیان کردند این امر بسیار اهمیت دارد که اثر هزینه تبلیغات در سود کوتاه‌مدت شرکت‌ها سنجیده و مهم‌تر آنکه، اثر تأخیرش بررسی شود. این آثار تأخیری با عملکرد آینده بازار و عملکرد عملیاتی شرکت ارتباط دارد [۶]. سرواستاوا و همکاران<sup>۸</sup> (۲۰۰۶) چارچوبی را درباره ارتباط دارایی‌های مبتنی بر بازار با ارزش سهامداران ارائه کردند. آنها مطرح کردند بخش بازاریابی با سرمایه‌گذاری در دارایی‌های مبتنی بر نام تجاری و مشتری‌سازی و سایر دارایی‌های مبتنی بر بازار همچون کانال‌ها و سایر شرکا، عملکرد

بهتر و ارزش سهام بیشتری برای سهامداران نسبت به دیگر شرکت‌ها دارند [۳]. سریده‌ها و همکاران<sup>۱</sup> (۲۰۱۴) با بررسی رابطه پویا بین هزینه تبلیغات، پژوهش و توسعه، هزینه موجودی انبار و عملکرد شرکت با استفاده از رگرسیون چندمتغیره نشان دادند هزینه تبلیغات و هزینه موجودی انبار به افزایش فروش منجر شده است؛ اما درباره هزینه پژوهش و توسعه، این امر تأیید نشد. این در حالی است که فقط هزینه تبلیغات و هزینه پژوهش و توسعه به افزایش ارزش شرکت منجر شده است [۲۱]. بسگز و ساین<sup>۲</sup> (۲۰۱۳) با بررسی ارتباط هزینه‌های تبلیغات و پژوهش و توسعه و ارزش شرکت در بورس اوراق بهادار استانبول دریافتند سرمایه‌گذاری در پژوهش و توسعه به افزایش ارزش شرکت منجر می‌شود. این اتفاق زمانی رخ می‌دهد که استراتژی شرکت متمایز باشد؛ به گونه‌ای که امکان تقلید با رقبا را دشوار و به تبع، دارایی برند یا ارزش برند را ایجاد کند. آنها نشان دادند بین سرمایه‌گذاری در پژوهش و توسعه با بازده و نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری و اندازه شرکت، رابطه مثبت و معناداری وجود دارد [۲]. کاندو و همکاران<sup>۳</sup> (۲۰۰۸) نیز با بررسی اثر هزینه تبلیغات بر سودآوری و ارزش برند شرکت در کشور هند دریافتند هرچند هزینه تبلیغات باعث افزایش سودآوری می‌شود؛ بین تبلیغات و ارزش برند شرکت، رابطه معناداری وجود ندارد [۱۷]. یوکیو<sup>۴</sup> (۲۰۰۹) تأثیر مشترک هزینه تبلیغات و ارزش نام و نشان تجاری را در بازده سهام و بازده دارایی‌های شرکت بررسی نکرد. او بیان کرد که بین بازده دارایی‌ها و ارزش نام و نشان تجاری و بین هزینه تبلیغات و ارزش نام تجاری، رابطه

5 Peterson, R., Jeong, J. (2010).

6 González-Pedraz, C., Mayordomo, S. (2011).

7 Eng, L., Keh, H. (2007).

8 Srivastava, R.K., Reibstein, D.J., Joshi, Y.V. (2006)

1 Srinidhar, S., Narayanan, S., Srinivasan, R. (2014).

2 Bağcı, P., &amp; Sayin, C. (2013).

3 Kundu, A. (2008).

4 Ukiwe, A. (2009).

ابتدا نام و نشان‌های تجاری داخلی (ایجادشده) و خارجی (تحصیل‌شده) شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، شناسایی و با استفاده از الگوهای مالی محور، ارزش آنها محاسبه شد؛ سپس ارتباط ارزش نام و نشان تجاری و شاخص‌های عملکرد همچون سود خالص، بازده دارایی‌ها، بازده حقوق صاحبان سهام و بازده فروش بررسی شد. نتایج نشان داد بین ارزش نام و نشان‌های تجاری و تمامی شاخص‌های عملکرد بین سال‌های ۱۳۸۰ تا ۱۳۸۹ مدنظر، رابطه معنادار و مستقیمی وجود دارد [۸]. صالحی (۱۳۹۲) تأثیر تبلیغات در عملکرد مالی و ریسک شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران را بررسی کرد. وی ضمن بررسی چهار فرضیه و با به‌کارگیری الگوی تابلویی دیتای متوازن در نمونه مدنظر (۸۳ شرکت)، در دوره ۱۰ ساله ۱۳۸۰ تا ۱۳۸۹ (معادل ۸۳۰ شرکت-سال)، نشان داد سرمایه تبلیغاتی یک شرکت، مطابق فرضیه تبیین‌شده، رابطه مثبت و معنی‌داری با جریان‌های نقدی عملیاتی و ارزش بازار شرکت دارد؛ ولی رابطه آن با معیارهای ریسک و نظر به معیار انتخابی با پیش‌بینی مندرج در فرضیه‌های تدوین‌شده متفاوت است. سرمایه تبلیغاتی با نوسان‌های نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری، رابطه منفی معنی‌داری دارد (منطبق با فرضیه)؛ ولی با نوسان‌های جریان‌های نقدی، رابطه معنی‌داری ندارد (ناسازگار با فرضیه) [۲۰]. با وجود ارتباط معنی‌دار مشاهده‌شده بین مخارج مربوط به بازاریابی و عملکرد مالی در سطح شرکت، پذیرش و تحلیل این مفهوم ضمنی مبنی بر اینکه مخارج تبلیغات یا مخارج پژوهش و توسعه به‌طور مستقیمی در عملکرد مالی تأثیرگذار است، بدون در نظر گرفتن واسطه‌ای دشوار به نظر می‌رسد؛ زیرا عملکرد مالی شرکت (به‌ویژه معیارهای عملکرد مالی در سطح بنگاه همچون

مطلوبی از بازار را با افزایش جریان نقدی در پی خواهد داشت که این امر با ترکیبی از عوامل از جمله صرف سهام، صرف قیمت، نفوذ سریع تر بازار، کاهش هزینه توزیع و فروش، خدمات و افزایش وفاداری حاصل می‌شود. بدین ترتیب، آنها ادعا کردند که میزان زیادی از تفکر بازاریابی درباره خلق ارزش سهامداران با افزایش جریان‌های نقدی (مدیریت سبب سرمایه‌گذاری)، تسریع کردن جریان‌های نقدی (مدیریت رشد) و کاهش آسیب‌پذیری و فرار بودن جریان‌های نقدی (مدیریت ریسک) تحقق می‌یابد [۲۲].

در پژوهش‌های داخلی، خدادادی (۱۳۸۷) تأثیر هزینه تبلیغات را در ارزش نامشهود واحد تجاری در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران بررسی کرد. با توجه به در نظر گرفتن کیو توبین به‌عنوان شاخص ارزش برند و با استفاده از داده‌های تابلویی ۳۸۹ سال-شرکت برای دوره زمانی ۱۳۸۰ تا ۱۳۸۵، نتایج پژوهش، نشان‌دهنده تأثیر منفی هزینه تبلیغات در ارزش نامشهود است. همچنین نتایج نشان داد بین هزینه تبلیغات، سودآوری و فروش، رابطه معناداری وجود ندارد [۱۶]. حسن‌زاده (۱۳۸۹) رابطه مخارج تبلیغات و ارزش بازار را بررسی کرد. با توجه به اطلاعات صورت‌های مالی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران از سال ۱۳۸۱ تا ۱۳۸۵، یافته‌های پژوهش نشان داد افزایش مخارج تبلیغات سبب افزایش ارزش بازار شرکت می‌شود؛ بنابراین مخارج تبلیغات را به‌عنوان یکی از دارایی‌های نامشهود (منابع شرکت) می‌توان در نظر گرفت که باید در صورت‌های مالی گزارش شود [۱۱]. فروتن و همکاران (۱۳۹۱) رابطه ارزش نام و نشان‌های تجاری و رابطه آن را با شاخص‌های عملکرد بررسی کردند. در این پژوهش،

بورس اوراق بهادار تهران در سال‌های ۱۳۸۹ تا ۱۳۹۴ است. برای امکان مقایسه و جلوگیری از ناهمگونی، سال مالی شرکت مختوم به ۲۹ اسفندماه در نظر گرفته شد؛ به گونه‌ای که شرکت در دوره مدّ نظر، تغییر سال مالی نداده باشد. همچنین معاملات سهام شرکت‌ها در سال‌های مدّ نظر، وقفه معاملاتی سه‌ماهه نداشته باشد و جزء شرکت‌های سرمایه‌گذاری و بانکی نباشد؛ زیرا این شرکت‌ها، ساختار مالی متفاوتی دارند؛ بنابراین پس از حذف شرکت‌های بدون شرایط ذکر شده، ۸۸ شرکت به‌عنوان نمونه مطالعاتی این پژوهش در نظر گرفته شد. با توجه به اینکه هدف این پژوهش، بررسی تأثیر هزینه تبلیغات در عملکرد مالی با میانجی‌گری ارزش برند است، متغیر مستقل، مخارج انجام‌شده تبلیغات در سال مالی است که شامل مخارج عمده رسانه‌ها است و متغیر وابسته، نرخ بازده حقوق صاحبان سهام و نرخ بازده دارایی‌ها، به‌عنوان شاخص عملکرد مالی در نظر گرفته شده است؛ از این رو، الگوهای رگرسیون پژوهش حاضر به شرح زیر خواهد بود:

(۱)

$$ROA = \beta_0 + \beta_1 Q_{it} + \beta_2 ADV_{it} + \beta_3 ADV_{it} * Q_{it} + \beta_4 lev_{it-1} + \beta_5 size_{it} + \varepsilon_{it}$$

(۲)

$$ROE = \beta_0 + \beta_1 Q_{it} + \beta_2 ADV_{it} + \beta_3 ADV_{it} * Q_{it} + \beta_4 lev_{it-1} + \beta_5 size_{it} + \varepsilon_{it}$$

برای سنجش ارزش برند، رویکردهای متفاوتی وجود دارد. برآورد ارزش برند را برای اولین بار، جیمز توین (۱۹۶۹) با کیو توین وارد مبانی مالی شرکتی کرد که بر مبنای نسبت ارزش بازار و ارزش جایگزینی جاری دارایی‌های واحد تجاری استوار است. در این پژوهش مانند پژوهش‌های قبلی از روش چانگ و

ارزش بازار که در شرکت‌های سهامی عام حاصل فرایند مذاکره خریدار و یا فروشنده سهام یک شرکت است) تابعی از متغیرها و شرایط چندگانه است که بسیاری از آنها تحت کنترل مدیریت نیستند؛ بنابراین با توجه به بحث‌های پیشین و پژوهش‌های مختلف در ارتباط با هزینه تبلیغات، ارزش برند و عملکرد مالی شرکت، در این پژوهش، رابطه تبلیغات و عملکرد مالی با میانجی‌گری ارزش برند در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار در دوره زمانی ۱۳۸۹ تا ۱۳۹۴ بررسی شده است. بدین ترتیب، فرضیه‌های پژوهش به‌صورت زیر مطرح شده است:

- بین تبلیغات و عملکرد مالی با میانجی‌گری ارزش برند، رابطه معناداری وجود دارد.

- بین تبلیغات و نرخ بازده دارایی‌ها با میانجی‌گری ارزش برند، رابطه معناداری وجود دارد.

- بین تبلیغات و نرخ بازده حقوق صاحبان سهام با میانجی‌گری ارزش برند، رابطه معناداری وجود دارد.

## روش پژوهش

برای گردآوری داده‌های لازم برای آزمون فرضیه‌ها از روش اسنادکاوی استفاده شده است و داده‌های لازم به‌صورت سالانه از صورت‌های مالی حسابرسی‌شده شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران و بانک‌های اطلاعاتی موجود در این زمینه، از قبیل نرم‌افزار «ره‌آورد نوین» و سایت اینترنتی «مدیریت پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی سازمان بورس اوراق بهادار» جمع‌آوری شده است. همچنین برای محاسبه متغیرها و تجزیه و تحلیل الگوی آماری داده‌ها از نرم‌افزار ایویوز<sup>۱</sup> استفاده شده است. نمونه مدّ نظر در این پژوهش، شرکت‌های پذیرفته‌شده در

نرمال تلقی کرد. در قضیه حد مرکزی، هرگاه مجموع و یا متوسط استفاده‌شده و اندازه نمونه به قدر کافی بزرگ باشد، انتظار می‌رود تخمین‌زننده، یک توزیع نرمال (البته به طور تقریبی) در نمونه‌گیری‌های مکرر باشد [۱۰]. میانگین نرخ بازده حقوق صاحبان سهام شرکت‌های نمونه تقریباً ۳۶ درصد است. این مسأله نشان می‌دهد به طور متوسط، صاحبان سهام شرکت‌های مدنظر، تقریباً در دوره پژوهش به‌ازای هر ۱۰۰ ریال سرمایه‌گذاری، ۳۶ ریال بازده داشته‌اند. میانگین نرخ بازده دارایی‌ها ۴۷ درصد است. همانگونه که مشاهده می‌شود میانگین تبلیغات در شرکت‌های نمونه ۰/۴۷ بوده است. نسبت رشد یا کیو توین شرکت‌های نمونه به‌طور متوسط ۱/۹۸ است. این نشان می‌دهد شرکت‌های مدنظر به‌طور متوسط ۱۹۸ درصد رشد داشته‌اند.

فرضیه اول: بین تبلیغات و نرخ بازده دارایی‌ها با میانجی‌گری ارزش برند، رابطه معناداری وجود دارد.

$$ROA = \beta_0 + \beta_1 Q_{it} + \beta_2 ADV_{it} + \beta_3 ADV_{it} * Q_{it} + \beta_4 lev_{it-1} + \beta_5 size_{it} + \epsilon_{it}$$

در این الگو برای تشخیص کارآمدی روش داده‌های تابلویی در برآورد الگو، آزمون چاو اجرا شد. آزمون هاسمن نیز برای تعیین روش اثرهای ثابت یا اثرهای تصادفی به اجرا درآمد. پس از آزمون چاو، نتایج نشان داد آماره این آزمون ۲/۹۰ و مقدار احتمال آزمون چاو در الگو کمتر از ۰/۰۵ است (۰/۰۰۰۰) و ناهمسانی عرض از مبدأها پذیرفته می‌شود؛ از این رو، برای برآورد الگو، باید روش داده‌های تابلویی اجرا شود. همچنین با توجه به نتایج آزمون هاسمن، مقدار آماره ۲۲/۷۶ بوده است. مقدار احتمال کمتر از ۰/۰۵

پرویت<sup>۱</sup> (۱۹۹۴) برای محاسبه کیو توین<sup>۲</sup> استفاده می‌شود که از حاصل ارزش روز بازار بر تفاضل ارزش دفتری کل دارایی‌ها و ارزش دفتری کل بدهی‌ها به دست می‌آید. از آنجا که براساس پژوهش‌های انجام‌شده بین اندازه و عملکرد مالی شرکت‌ها، رابطه مثبت و معنادار وجود دارد [۱۲، ۲۳]، در این پژوهش، بعد اندازه شرکت<sup>۳</sup>، متغیر کنترل در نظر گرفته شد که از لگاریتم طبیعی مجموع دارایی‌های شرکت محاسبه شده است. نسبت اهرمی<sup>۴</sup> نیز از جمله متغیرهای کنترل در این پژوهش است. مودیلیانی و میلر<sup>۵</sup> (۱۹۵۸) ابتدا معتقد بودند نسبت اهرمی نباید در عملکرد شرکت تأثیرگذار باشد؛ اما بعد از آن در سال ۱۹۶۳ با دخالت دادن مالیات به عنوان یک شکست بازار سرمایه به این نتیجه رسیدند که صرفه‌جویی‌های مالیاتی ناشی از بهره بدهی‌ها باعث افزایش ارزش شرکت می‌شود. پژوهش‌های انجام‌شده در ایران درباره تأثیر نسبت اهرمی در جنبه‌های مختلف عملکرد شرکت‌ها، نشان‌دهنده شواهد مختلف در این زمینه است؛ بنابراین متغیر کنترل در نظر گرفته شد که از تقسیم مجموع بدهی‌های شرکت بر جمع کل دارایی‌های شرکت به دست می‌آید.

## یافته‌ها

ابتدا نتایج براساس نتایج آمار توصیفی متغیرهای پژوهش نشان داد فرض صفر آماره جاک برای درباره همه داده‌ها رد می‌شود و توزیع داده‌های متغیرها نرمال نیست؛ اما با توجه به تعداد زیاد مشاهدات و با استناد به قضیه حد مرکزی مارکوس لاپلاس، متغیرها را می‌توان

1 Chung, K.H and S.W. Pruitt. (1994).

2 Q Tobin

3 Size

4 Leverage

5 Modigliani and Miller, (1958).

تعدیل یافته الگو نیز نشان می‌دهد، ۸۵ درصد از تغییرات مخارج سرمایه‌ای براساس متغیرهای مستقل تبیین می‌شود. برای بررسی همسانی واریانس‌ها، آزمون وایت اجرا شد. مقدار احتمال این آزمون در الگو، کمتر از ۰/۰۵ به دست آمد که ناهمسانی واریانس باقی‌مانده‌های الگو را گزارش می‌دهد. این مشکل به کمک روش حداقل مربعات تعمیم‌یافته برطرف شد؛ بدین ترتیب که هنگام برآورد به الگو، ضرایب وزنی اختصاص یافت. درنهایت، همانگونه که مشاهده می‌شود، آماره دورین واتسون هم بین ۱/۵ و ۲/۵ قرار دارد که نبود خودهمبستگی را نشان می‌دهد (۱/۷۶). درنهایت، درباره همخطی میان متغیرهای پژوهش، با توجه به اینکه عامل تورم واریانس برای تمام متغیرها کمتر از ۱۰ به دست آمد، گفتنی است همخطی شدیدی میان متغیرهای پژوهش وجود ندارد.

این آزمون نشان می‌دهد الگو باید به کمک روش اثرهای ثابت برآورد شود (۰/۰۰۰۴).

جدول (۱) نتایج رگرسیون کلاسیک و برآورد الگو را نمایش می‌دهد. در بررسی معنادار بودن کلی الگو، با توجه به اینکه مقدار احتمال آماره F در الگو از ۰/۰۵ کوچک‌تر است (۰/۰۰۰۰) با اطمینان ۹۵ درصد، معناداری کلی الگو تأیید می‌شود. نتایج نشان می‌دهد هریک از متغیرهای مستقل هزینه تبلیغات و ارزش برند با نرخ بازده دارایی‌ها، رابطه مثبت و معنادار دارد. همچنین نتایج نشان می‌دهد ارزش برند در رابطه تبلیغات و نرخ بازده دارایی‌ها، نقش میانجی ایفا می‌کند؛ بنابراین فرضیه اول پذیرفته خواهد شد. درباره متغیرهای کنترلی نیز مشاهده می‌شود که رابطه مثبت و معنی‌داری بین اندازه شرکت و نرخ بازده دارایی‌ها وجود دارد؛ اما بین نسبت اهرمی و متغیر وابسته، رابطه منفی و معنی‌داری مشاهده می‌شود. ضریب تعیین

جدول (۱) نتایج برآورد الگوی فرضیه اول پژوهش

متغیرها	ضریب	آماره t	انحراف معیار	سطح معنی‌داری	آماره تورم واریانس
عرض از مبدأ ( $\beta_0$ )	۱/۴۷۵۹	۰/۱۴۶۴	۱۰/۰۷۵۹	۰/۰۰۰۰	
تبلیغات (ADV)	۰/۱۳۲۷	۰/۱۲۶۹	۱/۰۴۶۰	۰/۰۲۶۱	۱/۶۳۹
ارزش برند (Q)	۰/۰۰۷۳	۰/۰۰۲۴	۳/۰۷۶۰	۰/۰۰۲۲	۶/۷۸۸
اثر مشترک تبلیغات و ارزش برند ( $ADV*Q$ )	۰/۰۴۹۸	۰/۰۱۸۰	۲/۷۶۶۰	۰/۰۰۵۹	۷/۵۱۹
اندازه (SIZE)	۰/۲۳۱۶	۰/۰۲۴۱	۹/۵۹۴۳	۰/۰۰۰۰	۱/۰۶۹
نسبت اهرمی (LEV)	-۰/۲۴۶۲	۰/۰۰۰۲	-۱۰۳۹	۰/۰۰۰۰	۱/۰۰۰
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۸۵				
آماره دورین-واتسون	۱/۷۶				
آماره F (احتمال)	(۰/۰۰۰۰) ۱۹/۵۲				
آماره وایت (احتمال)	(۰/۰۰۰۰) ۱۱/۹۳				

دارد.

$$ROE = \beta_0 + \beta_1 Q_{it} + \beta_2 ADV_{it} + \beta_3 ADV_{it} * Q_{it} + \beta_4 lev_{it-1} + \beta_5 size_{it} + \varepsilon_{it}$$

فرضیه دوم: بین تبلیغات و نرخ بازده حقوق صاحبان

سهام با میانجی‌گری ارزش برند، رابطه معناداری وجود



وجود دارد. همچنین نتایج، نشان‌دهنده نقش میانجی ارزش برند در رابطه هزینه تبلیغات و نرخ بازده حقوق صاحبان است. در این آزمون نیز وجود رابطه معنی‌دار بین متغیرهای کنترلی و نرخ بازده حقوق صاحبان سهام تأیید شد. ضریب تعیین تعدیل یافته الگو نیز نشان می‌دهد، ۶۷ درصد از تغییرات مخارج سرمایه‌ای با متغیرهای مستقل توضیح داده می‌شود. برای بررسی همسانی واریانس‌ها، آزمون وایت اجرا شد. مقدار احتمال این آزمون در الگو کمتر از ۰/۰۵ به دست آمد که ناهمسانی واریانس باقی‌مانده‌های الگو را گزارش می‌دهد. این مشکل به کمک روش حداقل مربعات تعمیم یافته برطرف شد؛ بدین ترتیب که هنگام برآورد، ضرایب وزنی به الگو اختصاص یافت. همانگونه که مشاهده می‌شود، آماره دوربین و واتسون هم بین ۱/۵ و ۲/۵ قرار دارد که نشان‌دهنده خودهمبستگی است (۱/۷۷). در نهایت، درباره همخطی میان متغیرهای پژوهش، با توجه به اینکه عامل تورم واریانس برای تمام متغیرها کمتر از ۱۰ به دست آمد، گفتنی است همخطی شدیدی میان متغیرهای پژوهش وجود ندارد.

در این الگو برای تشخیص کارآمدی روش داده‌های تابلویی در برآورد الگو، آزمون چاو اجرا شد. آزمون هاسمن نیز برای تعیین روش اثرهای ثابت یا اثرهای تصادفی به اجرا درآمد. پس از آزمون چاو، نتایج نشان داد آماره این آزمون ۲/۲۴ و مقدار احتمال آزمون چاو در الگو، کمتر از ۰/۰۵ است (۰/۰۰۰)، ناهمسانی عرض از مبداها پذیرفته می‌شود؛ از این رو، برای برآورد الگو، باید روش داده‌های تابلویی اجرا شود. همچنین با توجه به نتایج آزمون هاسمن، مقدار آماره ۱۳/۵۲ بوده است. مقدار احتمال کمتر از ۰/۰۵ این آزمون نشان می‌دهد الگو باید به کمک روش اثرهای ثابت برآورد شود (۰/۰۰۰۰).

جدول (۲) نتایج رگرسیون کلاسیک و برآورد الگو را نمایش می‌دهد. در بررسی معنادار بودن کلی الگو، با توجه به اینکه مقدار احتمال آماره F در الگو از ۰/۰۵ کوچک‌تر است (۰/۰۰۰۰) با اطمینان ۹۵ درصد، معناداری کلی الگو تأیید می‌شود. نتایج نشان می‌دهد بین هریک از متغیرهای هزینه تبلیغات و ارزش برند با نرخ بازده حقوق صاحبان سهام، رابطه مثبت و معناداری

جدول (۲) نتایج برآورد الگوی فرضیه دوم پژوهش

متغیرها	ضریب	آماره t	انحراف معیار	سطح معنی‌داری	آماره تورم واریانس
عرض از مبدا ( $\beta_0$ )	۰/۴۰۲۰	۰/۰۹۵۹	۴/۱۸۹۹	۰/۰۰۰۰	
تبلیغات (ADV)	۰/۰۱۴۲	۰/۰۶۲۶	۰/۲۲۷۳	۰/۰۲۰۲	۱/۶۳۹
ارزش برند (Q)	۰/۰۰۰۶	۰/۰۰۴۰	۰/۱۶۳۴	۰/۰۴۰۲	۶/۷۸۸
اثر مشترک تبلیغات و ارزش برند ( $ADV*Q$ )	۰/۰۲۲۲	۰/۰۲۵۱	۰/۸۸۲۳	۰/۰۰۸۱	۷/۵۱۹
اندازه (SIZE)	۰/۰۰۰۶	۰/۰۱۵۵	۰/۴۲۳۸	۰/۰۰۱۹	۱/۰۶۹
نسبت اهرمی (LEV)	-۰/۰۰۰۲	۰/۱۰۰۰۲	-۰/۷۹۵۵	۰/۰۲۶۷	۱/۰۰۰
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۶۷				
آماره دوربین-واتسون	۱/۷۷				
آماره F (احتمال)	۱۲/۵۵ (۰/۰۰۰۰)				
آماره وایت (احتمال)	۲/۸۴ (۰/۰۰۰۰)				

## نتایج و پیشنهادها

این یافته‌ها برای شرکت‌هایی که در هزینه تبلیغات و ارزش ویژه برند سرمایه‌گذاری می‌کنند، در تدوین استانداردهای آینده در بازار سرمایه ایران، نقش برجسته‌ای می‌تواند داشته باشد؛ زیرا با هزینه قلمداد کردن آنها، ارزش دارایی‌ها و ارزش حقوق صاحبان سهام شرکت پایین نشان داده شود. با توجه به اهمیت و نقش هزینه تبلیغات و ارزش برند در بهبود عملکرد مالی، به مدیران شرکت‌های ذکر شده پیشنهاد می‌شود که این امر به عنوان مسأله‌ای حیاتی در روند کاری خود توجه کنند؛ زیرا به اثربخشی، کارایی و مصرف منابع به صورت بهینه منجر می‌شود. نتایج حاصل از این پژوهش، زمینه‌های مناسبی را برای انجام پژوهش‌های آینده فراهم می‌کند؛ بنابراین می‌توان پیشنهاد داد، این رابطه به تفکیک نوع صنعت و رابطه آن با عمر برند و سن شرکت بررسی شود. همچنین پژوهشگران، نقش ارزش برند در ارتباط بین تبلیغات و جریان نقدی آزاد را در دوره‌های بلندمدت و کوتاه‌مدت می‌توانند بررسی کنند و در این زمینه، مقایسه تطبیقی انجام دهند.

این پژوهش همانند بسیاری از پژوهش‌ها در حوزه بورس اوراق بهادار با محدودیت‌هایی روبه‌رو بود که از جمله به دسترسی به اطلاعات همراه صورت‌های مالی بعضی از شرکت‌ها برای دستیابی به هزینه تبلیغات می‌توان اشاره کرد که موجب شد تعداد شرکت‌های کمتری آزمون و بررسی شود.

### منابع

- [1] Assef, G., Josiassen, A., Mattila, A., & Cvelbar, L. (2015). Does advertising spending improve sales performance?. *International Journal of Hospitality Management*. 48: 161° 166.

در دنیای رقابتی امروز، شرکت‌ها برای معرفی و گسترش بازارهای محصولات خود سالانه مبلغ در خور توجهی از منابع خود را صرف هزینه تبلیغات می‌کنند. پژوهش‌ها نشان می‌دهد هزینه تبلیغات یکی از بودجه‌های مهمی است که از فعالیت‌های بازار شرکت‌ها حمایت می‌کند. همچنین نام برند نیز به عنوان دارایی نامشهود یکی از مهم‌ترین سرمایه‌های هر شرکت در یک اقتصاد رقابتی محسوب می‌شود. در این پژوهش، تأثیر تبلیغات در عملکرد مالی با میانجی‌گری ارزش برند در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار دوره زمانی ۱۳۸۹ تا ۱۳۹۴ بررسی شد. در این پژوهش، دو متغیر نرخ بازده دارایی‌ها و نرخ بازده حقوق صاحبان سهام، شاخص‌های اندازه‌گیری عملکرد مالی در نظر گرفته شد. نتایج حاصل از آزمون انجام شده در هر دو فرضیه نشان می‌دهد ارزش برند، نقش میانجی‌گری در رابطه تبلیغات و عملکرد مالی بر عهده دارد که این امر با نتایج پژوهش‌های پیترسونگ و جونگ (۲۰۱۰) و یوکیو (۲۰۰۹) مطابقت داشت. این امر، نشان می‌دهد تبلیغات با افزایش ارزش برند با ایجاد تمایز در محصولات، مزیت رقابتی را برای شرکت‌ها فراهم می‌آورد. هر چقدر این مزیت در شرکت‌ها افزایش یابد، قیمت‌های بیشتری برای محصولات تعیین می‌کند و با ایجاد اهرم تجاری بهتر، سود بیشتر و بازده بیشتری را برای صاحبان سهام در مقابل سرمایه‌گذاری‌شان فراهم می‌آورد؛ بدین ترتیب، آسیب‌پذیری خود را در رقابت کاهش می‌دهد و به تبع، عملکرد مالی بهتری را برای شرکت در پی خواهد داشت. همچنین نتایج نشان داد بین اندازه و نسبت اهرمی با عملکرد مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار، رابطه معناداری وجود دارد.

- [14] Karen S.C., Gulding, C. (1999). Strategic brand valuation: a cross functional perspective. *Business Horizons*. 42(4): 53-62.
- [15] Kee Ho, H., Tat Keh, H., Mei Ong, J. (2005). The effects of R&D and advertising on firm value: An examination of manufacturing and nonmanufacturing firms. *Transactions on Engineering Management*. 52(1): 3-14.
- [16] Khodadadi, N. (1387). Investigating effect advertising cost on intangible firm value of listed companies in Tehran stock exchange. *A Quarterly Journal of Studies of Financial Accounting*. 24: 53-78. (In Persian)
- [17] Kundu, A. (2008). Advertising and firm value: mapping the relationship between advertising, profitability and business strategy in India. *Working Paper: Indian Business Academy Bangalore. India*.
- [18] McAlister, L., Srinivasan, R., Jindal, N., Cannella, A. (2015). Advertising effectiveness: the moderating effect of firm strategy. *Journal of Marketing Research*. 53(2): 207-224.
- [19] Peterson, R., Jeong, J. (2010). Exploring the impact of advertising and R&D expenditures on corporate brand value and firm-level financial performance. *Journal of the Academic Marketing Science*. 38: 677° 690.
- [20] Salehi, M. (1392). Investigating effect advertising on financial performance and risk of listed companies in Tehran stock exchange, *The 11th Accounting Conference*, Mashhad Ferdosi University (In Persian).
- [21] Srinidhar, S., Narayanan, S., Srinivasan, R. (2014). Dynamic relationships among R&D, advertising, inventory and firm performance. *Journal of academic marketing science*. 42: 277-290.
- [22] Srivastava, R.K., Rubinstein, D.J., Joshi, Y. V. (2006). Linking marketing metrics to financial performance. *Zyman Institute of Brand Science*.
- [23] Srivastavar, R., Merino, M., Srinivasan, R. (2006). Advertising, R&D and variability of cash flow and intangible firm value. *Working Paper: Institute Technology of Autonomo de Mexico*.
- [24] Ukiwe, A. (2009). The joint impact of brand value and advertising on corporate
- [2] Ba goze, P., & Sayin, C. (2013). The effect of R&D expenditure (investments) on firm value: Case of Istanbul stock exchange. *Journal of Business Economics and Finance*. 2 (3): 5-12.
- [3] Belo, f., Lin X., Vitorino, M. A. (2014). Brand capital and firm value. *University of Pennsylvania - The Wharton School*.
- [4] Conchar, M. P., Crask, M. R., & Zinkhan, G. M. (2005). Market valuation models of the effect of advertising and promotional spending: A review and Meta-Analysis. *Journal of the Academy of Marketing Science*. 33: 445° 460.
- [5] Deanna Wang, H., Sengupta, S. (2016). Stakeholder relationships, brand equity, firm performance: A resource-based perspective. *Journal of Business Research*. 69(12): 5561° 5568.
- [6] Eng, L., Keh, H. (2007). The effects of advertising and brand value on future operating and market performance. *Journal of Advertising*. 36(4): 91-100.
- [7] Erickson, G., Jacobson, R. (1992). Gaining comparative advantage through discretionary expenditures: the returns to R&D and advertising. *Management Science*. 38(9): 1264-1279
- [8] Forootan, O., Taghipoor, M., Ghabdiyan, B. (1391). The trademark s value and its relation with performance indicators, *A Quarterly Journal of Empirical Research of Financial Accounting*. 2(4): 125-139. (In Persian)
- [9] González-Pedraz, C., Mayordomo, S. (2011). Trademark activity and the market performance of U.S. commercial banks, *Journal of Business Economics and Management*. 14: 2-27.
- [10] Greene, W. (2011). *Econometric Analysis*. Seventh ed. USA: Prentice-hall.
- [11] Hasanzadeh, M. (1389). Advertising cost and marketing value. *Journal of Business Management*. 3(36): 25-36. (In Persian)
- [12] Hsu, J., Shawm, J. (2008). Advertising expenditure, intangible value and risk: a study of restaurant companies. *International Journal of Hospitality Management*. 27(2): 259-267.
- [13] Jacobson, R., Mizik, N. (2003). Trading off between value creation and value appropriation: the financial implications of shifts in strategic emphasis. *Journal of Marketing*. 67: 63° 76.

financial performance of listed companies in Tehran stock exchange from view point of Shareholders. *Journal of Basic and Applied Scientific Research*. 2(6): 5459-5465.

financial performance and on stock return: a case study of the computer industry, *Walden University*  
[25] Zolfaghari, A. (2012). Analyzing impact of brand value and advertising costs on

