

## فرایند تحلیل سلسله مراتبی گروهی (GAHP) رتبه‌بندی دارایی‌های نامشهود:

### مطالعه صنایع شیمیایی<sup>۱</sup>

موسی رحیمی<sup>۲</sup>، مجید محمد شفیع<sup>۳</sup>، آذرنوش انصاری طادی<sup>۴</sup>

#### چکیده

ارزش شرکت‌ها به‌طور قطعی بر ارزیابی دارایی‌های نامشهود متکی است و مدل‌های سنتی درک ارزش این دارایی‌ها را تحت‌الشعاع قرار داده است که معمولاً در نظر گرفته نمی‌شوند. هدف این مقاله ایجاد یک مسیر روشن برای رتبه‌بندی دارایی‌های نامشهود بر اساس ارزش برند آن‌هاست. نمونه پژوهش شامل ۱۰ شرکت منتخب در گروه محصولات شیمیایی در سال‌های ۱۳۹۱ تا ۱۳۹۶ است. مدل استفاده‌شده در این پژوهش برای رتبه‌بندی، **AHP** گروهی و جهت محاسبه ارزش برند ترکیبی از مدل ارزش ذاتی شرکت با استفاده از مدل تنزیل سود نقدی سه مرحله‌ای و مدل سود هر سهم متناسب به برند است. نتایج حاکی از آن است که به ترتیب، دارایی‌های نامشهود مربوط به بازاریابی، قرارداد، فناوری، مشتری و هنر در اولویت قرار گرفتند؛ همچنین در ارزش‌گذاری برند با رویکرد سود هر سهم متناسب به برند مدلی مالی برای ارزش‌گذاری برند ارائه شد.

**واژه‌های کلیدی:** صنایع شیمیایی، دارایی‌های نامشهود، الگوی تحلیل سلسله‌مراتبی، ارزش برند طبقه‌بندی موضوعی: C52,G12,G13,M31

۱. کد DOI مقاله: 10.22051/jfm.2019.24327.1953

۲. دانشجوی دکتری، مدیریت بازرگانی گرایش بازاریابی، گروه مدیریت، دانشکده علوم اداری و اقتصاد، دانشگاه اصفهان.

Email: rahimi.muosa@ui.ac.ir

۳. استادیار، مدیریت بازاریابی، گروه مدیریت، دانشکده علوم اداری و اقتصاد، دانشگاه اصفهان. (نویسنده مسئول). Email:

m.shafiee@ase.ui.ac.ir

۴. استادیار، مدیریت بازاریابی، گروه مدیریت، دانشکده علوم اداری و اقتصاد، دانشگاه اصفهان.

Email: a.ansari@ase.ui.ac.ir

## مقدمه

در محیط رقابتی حاضر، بازارها سرشار از محصولاتی است که از لحاظ فیزیکی تفاوت چندانی با یکدیگر ندارد و موضوع مهمی که بسیاری از شرکت‌ها با آن مواجه هستند چگونگی حفظ مزیت رقابتی در بلندمدت است. ترکیب قیمتی پایین‌تر ممکن است در کوتاه‌مدت سود و مزایایی را برای شرکت به ارمغان بیاورد، اما برای توسعه کسب و کار طولانی‌مدت سیاست مناسبی نیست. تنها راه‌حل بقا در این بازار رقابتی ارائه محصولات متمایز است و یکی از مناسب‌ترین ابزارها برای ایجاد تمایز، استفاده از برند است. سنجش برند بر اساس ادبیات موضوع با متغیرهای تبلیغات، عمر شرکت، عمر برند و سهم بازار در ارتباط است. انتخاب این متغیرها به این دلیل است که بتوان مصادیق آن‌ها را از صورت‌های مالی شرکت‌ها استخراج نمود (الحداد، ۲۰۱۵). عمر شرکت زمانی است که یک شرکت برای سالیان متمادی در یک کسب و کار فعالیت دارد، سرمایه‌گذاران اطلاعات گسترده‌ای در مورد شرکت به دست آورده و لذا ارزش شرکت به ارزش واقعی بالقوه آن نزدیک می‌شود. پیشگامی برند در ورود به بازار به عنوان عامل وفاداری به برند معرفی شده است. اگر یک برند خاص قبل از رقبا به بازار وارد شود، مصرف‌کنندگان به دلیل آشنایی بیشتر با این برند، سایر برندهایی که بعداً وارد می‌شوند را مخاطره‌آمیزتر می‌پندارند (عزیزی و همکاران، ۱۳۹۲).

اهمیت و ضرورت پژوهش حاضر این است ارزیابی دارایی نامشهود یک موضوع مهم در آینده تبدیل شده است از منظر عملی، بسیاری از مدیران و حسابداران دریافته‌اند که ترازنامه معمولاً ارزش دارایی‌های نامشهود را به گونه کامل منعکس نمی‌کند، اگر آن‌ها بتوانند روشی برای ارتباط ارزش دارایی‌های نامشهود به عملکرد شرکت بیابند، می‌توانند دارایی‌های نامشهود خود را بهتر مدیریت نموده و تصمیمات مطلوب‌تری نیز اتخاذ کنند. لذا با توجه به مطالب مذکور، هدف از پژوهش حاضر در رتبه‌بندی دارایی‌های نامشهود با استفاده از الگوی تحلیل سلسله مراتبی در صنایع شیمیایی کشور می‌باشد.

## مبانی نظری و مروری بر پیشینه پژوهش

بیشترین سرمایه‌گذاری شرکت‌ها در دارایی‌های نامشهود صورت می‌گیرد (مانند سرمایه‌گذاری در روابط با مشتری، فناوری اطلاعات، شبکه‌ها و شایستگی‌ها). بعلاوه این دارایی‌ها نقش مهمی در ارزش واقعی شرکت دارد. لذا موفقیت حال و آینده یک سازمان تا حد زیادی مبتنی بر مدیریت دارایی‌های نامشهود خود است (آندووا و رویپاوا، ۲۰۱۶). طبق استاندارد شماره ۳۸ بین‌المللی

حسابداری، دارایی نامشهود این طور تعریف می‌شود: یک دارایی قابل شناسایی که فاقد مواد فیزیکی است. یک دارایی منبعی است که تحت کنترل سازمان است و نتیجه رویدادهای گذشته (مثلاً خرید) بوده و انتظار می‌رود منافع اقتصادی در آینده (مثلاً جریان نقد ورودی یا تبدیل به دارایی‌های دیگر) به همراه داشته باشد؛ بنابراین سه ویژگی مهم دارایی نامشهود عبارت‌اند از: قابلیت شناسایی، کنترل (قدرت در به دست آوردن منافع از دارایی‌ها) و منافع اقتصادی آتی (نظیر درآمد یا کاهش هزینه‌های آتی). دارایی‌های نامشهود به‌عنوان دارایی‌های غیر پولی نیز شناخته می‌شوند که دیده نمی‌شوند، قابل لمس نیستند و به‌طور فیزیکی قابلیت اندازه‌گیری ندارند که با تلاش یا گذر زمان ایجاد شده‌اند و به‌عنوان دارایی‌های جدا از هم شناخته می‌شوند. دارایی‌های نامشهود شامل حق اختراع، کپی‌رایت، علامت‌های تجاری، نام تجاری، مجوز حق رأی، مجوز دولت، سرقتی و موارد دیگری است که فاقد جوهره فیزیکی می‌باشند ولی نفع بلندمدتی برای شرکت به ارمغان می‌آورند.

یکی از مهم‌ترین دارایی‌های نامشهود ارزش برند شرکت است؛ انجمن بازاریابی آمریکا<sup>۱</sup> (۲۰۱۳)، برند را به این صورت تعریف می‌کند: برند یعنی یک نام، عبارت، نشانه یا علامت یا ترکیبی از این‌ها که با هدف متمایز کردن یک کالا یا خدمت از سایر کالاها و خدمات یک فروشنده یا برای ایجاد تمایز میان کالا و خدمت یک فروشنده با کالا و خدمات سایر فروشندگان به کار گرفته شود. سالیناس (۲۰۰۷، ۲۰۱۱) روش‌های مختلف ارزش‌گذاری را بررسی کرد که به‌صورت خلاصه شامل موارد زیر است:

- ۱) ارزش‌گذاری مبتنی بر تجمیع هزینه‌های بازاریابی، تبلیغ و پژوهش و توسعه‌ی برند، در یک مدت زمان مشخص.
- ۲) ارزش‌گذاری مبتنی بر قیمت یک کالای دارای برند در مقایسه با کالای بدون برند.
- ۳) ارزش‌گذاری با توجه به قیمت بازار.
- ۴) ارزش‌گذاری مبتنی بر عوامل مختلف مشتری محور مثل نظر، شناخت و یا آگاهی.
- ۵) ارزش‌گذاری مبتنی بر درآمدهای بالقوه در آینده و محاسبه ارزش فعلی آن‌ها با نرخ تنزیل مناسب.

تمامی روش‌های اشاره شده در بالا به دلیل معایب ذاتی آن‌ها که در زیر اشاره می‌شود، مردود شدند:

۱. American Marketing Association

(۱) در صورت تبعیت ارزش یک برند از هزینه‌های تجمعی، برندهای شکست خورده نیز ارزش بالایی خواهند داشت. این روش همچنین موقعیت اقتصادی فعلی برند و جنبه‌های قانونی حفاظت و ثبت را در نظر نمی‌گیرد.

(۲) سود اصلی کالاهای دارای برند برای تولیدکننده‌ها، اغلب به امنیت و ثبات تقاضا در آینده و به کارگیری مؤثر دارایی‌ها به جای قیمت‌ها مربوط می‌شود. یک برند قوی که به دلیل تقاضای مصرف‌کننده‌ها، توزیع‌کننده را مجبور به تهیه آن می‌کند، مقدمات فروش بیشتر محصولات را فراهم می‌آورد. همچنین باید در نظر داشت که کالاهای برند زیادی (مثل قنادی) معادل‌های عمومی ندارند. ارزش یک برند مشخصاً نمی‌تواند تنها توسط قیمت‌ها یا حاشیه‌های بالا تعیین شود.

(۳) برندها به قصد تجارت خود برند تولید نمی‌شوند و حتی بازاری که بتواند ارزش آن‌ها را تعیین کند وجود ندارد. ارزش بازار هر کالا برابر با مقداری است که شخص ثالثی مایل به پرداخت برای آن باشد. در مورد برند، قیمت‌های پیشنهادی، بسته به هویت و اهداف مد نظر آن شخص ثالث، به شدت می‌تواند نوسان داشته باشد. بعلاوه، استفاده از ارزش بازار در مصارف ترانزنامه-ای در بسیاری از کشورها ممنوع می‌باشد.

(۴) ارزش گذاری برند بر اساس عواملی همچون نظر یا آگاهی مصرف‌کنندگان، با واقعیت‌های بازرگانی همخوانی ندارد.

(۵) تعیین پیش‌بینی‌های قابل اعتماد از جریان‌های مالی، الگوهای رشد در آینده و شدت نرخ تنزیل مناسب با دشواری‌های مختلف همراه است. بعلاوه، به‌منظور مشخص کردن ارزش یک کالا در ترانزنامه، مفاهیم پایه‌ای احتیاط و ثبات رویه باید لحاظ شوند. هر روشی که مبتنی بر پیش‌بینی جریان مالی در آینده باشد، نمی‌تواند این ملزومات را فراهم کند.

بنابراین روش‌های مختلف ارزیابی برند هر کدام عاری از عیب نیست؛ در این مقاله سعی شده با ترکیب روش‌های مختلف، مدل مناسبی را جهت ارزش گذاری برند در شرکت‌های بورسی ارائه نماید.

در بخش پیشینه تجربی پژوهش، مهم‌ترین پژوهش‌های اخیر مرتبط با موضوع پژوهش در داخل و خارج از کشور ارائه شده است. نمازی و موسوی نژاد (۱۳۹۵) پژوهشی با عنوان «بررسی رابطه بین دارایی‌های نامشهود و عملکرد مالی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران» برای دوره ۱۲ ساله ۱۳۸۰ تا ۱۳۹۱ در ۴ گروه انجام دادند. دارایی‌های نامشهود نیز به دو گروه دارایی‌های

نامشهود ثبت‌شده و ثبت‌نشده تقسیم‌بندی گردید. برای محاسبه دارایی‌های نامشهود ثبت‌نشده از متغیرهای جایگزین استفاده شد. نتایج حاصل از آزمون ضریب همبستگی جزئی و رگرسیون سلسله‌مراتبی با در نظر گرفتن متغیرهای کنترلی نشان داد که بین دارایی‌های نامشهود شرکت‌های موردبررسی و عملکرد مالی آن‌ها رابطه معنی‌داری وجود دارد. بیشترین همبستگی مثبت معنی‌دار بین نسبت کیوتوین و نسبت بازده دارایی‌ها و اضافه ارزش بازار نسبت به ارزش دفتری و سود خالص به دست آمد. رحیمی و همکاران (۱۳۹۷) در مقاله‌ای تحت عنوان «اندازه‌گیری ارزش برند شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران با رویکرد مالی» دریافت که در ایران به ارزش برند 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، دست‌یافت. آندونوا و رویزپاوا<sup>۱</sup> (۲۰۱۶) در پژوهشی با عنوان «نقش فاکتورهای صنعتی و دارایی‌های نامشهود در عملکرد شرکت در کلمبیا» با استفاده از مدل تجزیه و تحلیل سلسله‌مراتب خطی و رگرسیون در بین شرکت‌های کلمبیایی از سال ۱۹۹۵ تا ۲۰۱۲ دریافتند که دارایی‌های نامشهود نقش قابل توجهی را در عملکرد شرکت‌های کلمبیایی ایفا می‌نماید، همچنین باعث مزیت رقابتی نیز می‌گردد. فی، سیو و لی<sup>۲</sup> (۲۰۱۸) در پژوهشی با عنوان «مدل رتبه‌بندی ارزش برای دارایی‌های نامشهود در شرکت‌های مشاوره‌ای مهندسی مدنی در کره» یک مدل رتبه‌بندی ارزش چندوجهی از دارایی‌های نامشهود با مقیاس‌ها و شاخص‌های متریک مناسب را توسعه داده‌اند که با مقیاس‌های متریک به‌کاررفته که توسط موسسه استاندارد و پورز و دیگر مؤسسات رتبه‌بندی همخوانی دارد. جانسکوا و کلیستکوا<sup>۳</sup> (۲۰۱۸) نیز در پژوهشی با عنوان «تجزیه و تحلیل اثر عوامل تعیین‌کننده منتخب بر روی ارزش برند» رابطه آماری معنی‌دار بین ۲۰ شاخص مالی انتخاب‌شده و ارزش برند پنج شرکت در صنعت خودروسازی (هوندا، بی‌ام و تویوتا، دایملر و نیسان) بررسی کردند؛ روش انتخاب شده مقایسه سه روش گروه مشاوران اینتربرند، برند فاینانس و میلوارد بود که پس از کاربرد روش‌های آماری انتخاب‌شده (تجزیه و تحلیل همبستگی و آزمون فرضیه ضریب همبستگی)، این نتیجه حاصل شد که یک رابطه آماری مثبت قوی بین ارزش برند و درآمد و همچنین یک رابطه آماری خطی قوی بین ارزش برند و جریان نقدینگی آزاد وجود دارد.

---

1. Andonova and Ruiz-Pava.

۲. Phi, Seo and Lee

۳. Janoskova and Kliestikova

## روش‌شناسی پژوهش

در این پژوهش پس از آنکه دارایی‌های نامشهود مطابق با استاندارد بین‌المللی گزارشگری مالی شماره ۳ شناسایی و به روش فرایند سلسله مراتبی (AHP) گروهی وزن دهی و رتبه‌بندی شد. معیارهایی شامل دارایی‌های نامشهود مرتبط با بازاریابی، مرتبط با مشتری، مبتنی بر قرارداد، مبتنی بر فناوری و دارایی‌های نامشهود مربوط به هنر را بررسی کردند. برای جمع‌آوری نظر خبرگان در مورد اهمیت شاخص‌های دارایی‌های نامشهود، پرسشنامه‌ای تدوین شد که ۱۰ تن از استادان دانشگاهی رشته‌های مدیریت مالی و بازاریابی و حسابداری تکمیل کردند. این پرسشنامه شامل مقایسه زوجی بین ۵ عامل اصلی و نیز جداولی برای مقایسات زوجی شاخص‌های هر عامل نسبت به یکدیگر است که در نمودار ۱ آمده است.



نمودار ۱. الگوی سلسله مراتبی دارایی‌های نامشهود

بر اساس جدول ساعتی، به مقایسه دوه‌دو معیارها و ریز معیارها، برای تعیین ضریب اهمیت آن‌ها اقدام شد.

جدول ۱. درجه ساعتی برای مقایسه دودویی معیارها

ارزش	اولویت‌ها	توضیح
۱	ترجیح یکسان	گزینه یا شاخص $i$ نسبت به $j$ اهمیت برابر دارد و یا ارجحیتی نسبت به هم ندارند.
۳	کمی مرجح	گزینه یا شاخص $i$ نسبت به $j$ کمی مهم‌تر است.
۵	خیلی مرجح	گزینه یا شاخص $i$ نسبت به $j$ مهم‌تر است.
۷	خیلی زیاد مرجح	$i$ دارای ارجحیت خیلی بیشتری از $j$ است.
۹	کاملاً مرجح	گزینه $i$ از $j$ مطلقاً مهم‌تر و قابل مقایسه با $j$ نیست.
۲	بینابین	ارزش‌های بین ارزش‌های ترجیحی را نشان می‌دهد

و ۴ و ۸

طبق این روش در یک خوشه  $\Pi$  عنصری طبق رابطه زیر ۱۰ مقایسه صورت خواهد گرفت. چون پنج معیار وجود دارد بنابراین تعداد مقایسه‌های انجام شده برابر است با:

$$\text{رابطه ۱} \quad \frac{n(N-1)}{2} = \frac{5(5-1)}{2} = 10$$

بنابراین ۱۰ مقایسه زوجی از دیدگاه گروهی از خبرگان انجام شد و با استفاده از تکنیک میانگین هندسی دیدگاه خبرگان تجمیع گردیده است. ماتریس مقایسه زوجی حاصل از تجمیع دیدگاه خبرگان در

جدول ۲ ارائه شده است.

جدول ۲. ماتریس مقایسه زوجی معیارهای اصلی

بردار ویژه	میانگین هندسی	c5	c4	c3	c2	c1
۰/۲۶۵	۱/۳۵۶	۱/۹۶۶	۱/۱۸۲	۱/۵۷۲	۱/۲۵۵	۱
۰/۱۹۱	۰/۹۸۱	۱/۰۶۵	۱/۰۵۸	۱/۰۱۱	۱	۰/۷۹۷
۰/۲۱۷	۱/۱۱۲	۱/۶۸۱	۱/۶۰۵	۱	۰/۹۸۹	۰/۶۳۶
۰/۱۹۶	۱/۰۰۵	۲/۰۵۸	۱	۰/۶۲۳	۰/۹۴۶	۰/۱۸۴۶
۰/۱۳۱	۰/۶۷۳	۱	۰/۴۸۶	۰/۵۹۵	۰/۹۳۹	۰/۵۰۹

با توجه به این جدول و بر اساس بردار ویژه به دست آمده، معیار دارایی های نامشهود مرتبط با بازاریابی با وزن نرمال شده ۰/۲۶۵ از بیشترین اولویت برخوردار است. معیار دارایی نامشهود مبتنی بر قرارداد با وزن مشابه ۰/۲۱۷ در اولویت دوم، معیار دارایی های نامشهود مبتنی بر فناوری با وزن ۰/۱۹۶ در اولویت سوم، معیار دارایی های نامشهود مرتبط با مشتری با وزن ۰/۱۹۱ در اولویت چهارم و معیار دارایی های نامشهود مربوط به هنر با وزن ۰/۱۳۱ در اولویت پنجم قرار دارد. نرخ ناسازگاری مقایسه های انجام شده ۰/۰۶ به دست آمده که کوچک تر از ۰/۱ هست و بنابراین می توان به مقایسه های انجام شده اعتماد کرد. برای محاسبه ارزش برند، سود هر سهم متناسب به برند محاسبه شده و با استفاده از الگوی رشد سه مرحله ای تنزیل سود نقدی، قیمت ذاتی (واقعی) سهام را محاسبه، سپس با ضرب در تعداد سهام، ارزش برند شرکت به دست آمده است. سود متناسب به برند با رابطه زیر به دست می آید.

$$EPS_{brand} = \left[ \left( \frac{NI}{Asset} \right)_{brand} - \left( \min \left( \frac{NI}{Asset} \right) \right)_{industry} \right] Asset_{brand} / N \quad \text{رابطه ۲}$$

بدین منظور ابتدا نرخ بازده دارایی ها (ROA) که برابر است با سود خالص (NI) تقسیم بر ارزش روز دارایی (Asset) محاسبه شده است. برای ارزش روز دارایی، میانگین قیمتی سهام در سال در تعداد سهام ضرب و سپس با میانگین کل بدهی های شرکت جمع می گردد. سپس (ROA) شرکت از حداقل (ROA) کل صنعت کسر گردیده و در ارزش بازار دارایی های شرکت ضرب می گردد تا سود خالص به دست آید و با تقسیم بر تعداد سهام، سود هر سهم متناسب به برند (EPS) به دست می آید. این سود به دست آمده در رابطه زیر قرار داده شده و قیمت ذاتی سهم متناسب به برند به دست می آید.

$$P_0 = \frac{DPS_0(1+g)\left[1 - \frac{(1+g)^n}{(1+k_{e,hg})^n}\right]}{k_{e,hg}-g} + \sum_{t=n1+1}^{n2} \frac{DPS_t}{(1+k_{e,t})^t} + \frac{EPS_{n2}(1+g_n)b_n}{(k_{e,st}-g_n)(1+k_{e,hg})^{n2}} \quad \text{رابطه ۳}$$

$n$  سال پایان مرحله اول.  $n2$  سال پایان مرحله دوم.  $g$ : نرخ رشد فوق العاده،  $g_n$ : نرخ رشد ثابت.  $b_n$ : نسبت پرداخت سود در مرحله سوم هستند.  $k_{e,hg}$  و  $k_{e,t}$  و  $k_{e,t}$  به ترتیب هزینه حقوق صاحبان سهام در مرحله اول تا سوم هستند. در اینجا  $k_{e,hg}$  و  $k_{e,st}$  ثابت اما هزینه حقوق صاحبان سهام در طی مرحله دوم  $k_{e,t}$  متغیر است و هر سال نسبت به سال قبل به طور خطی کاهش می یابد.  $EPS_{n2}$  سود هر سهم در سال  $n2$ . مفروضات مدل استفاده شده جهت تعیین ارزش برند عبارت است از: ۱. شرکت در طول عمر خود سه مرحله رشد را تجربه می کند. در این پژوهش مرحله اول رشد، سه سال و مرحله دوم انتقال



پنج سال در نظر گرفته شده و سپس در مرحله سوم شرکت به ثبات می‌رسد. ۲. نرخ بازده بدون ریسک در مرحله اول مطابق با نرخ سود بانکی ۲۰٪، نرخ بازده بازار طبق گزارش بورس اوراق بهادار ۲۹٪ و در مرحله سوم فرض می‌شود نرخ بازده بدون ریسک به ۸٪ و همچنین نرخ بازده بازار ۲۰٪ کاهش یابد. ۳. نرخ رشد در دوره ثبات مطابق با نرخ رشد اقتصادی ۱۰٪ پیش‌بینی شده است.

### تجزیه و تحلیل داده‌ها و آزمون فرضیه‌ها

برای تبیین با روش ارزش‌گذاری برند، اطلاعات مورد نیاز یکی از شرکت‌های شیمیایی (لعبیران) در سال ۱۳۹۶ در جدول ۳ ارائه شده است. این مراحل، برای سایر شرکت‌ها نیز تکرار می‌شود.

جدول ۳. اطلاعات مالی شرکت صنایع شیمیایی لعبیران سال ۱۳۹۶

۱/۲۲۹	بنا شرکت	۳۵۵۸ یال	میانگین قیمت بازار سهام در سال ۹۶
۰/۳۱۱	$k_{e,gh}$	۱۰۰ میلیون سهم	تعداد سهام
۰/۲۱۴	$k_{e,st}$	۵۹۲۶۷۸/۵ میلیون ریال	میانگین کل بدهی
به صورت خطی کاهش می‌یابد	$k_{e,t}$	۴۹۸۳ میلیون ریال	سود خالص
۰/۰۲۶	ROE	۹۴۸۴۷/۵ میلیون ریال	ارزش بازار دارایی
۰/۰۳۳۶	b نسبت پرداخت	۰/۰۰۵۲۵	ROA
۰/۰۲۵	$g = ROE * (1 - b)$	۰/۰۲۰۹	ROA تعدیل شده (میانگین ROA سه سال قبل)
۰/۱۰	$g_n$	۰/۰۱۲	کمترین ROA صنعت
در بلندمدت برابر با $k_{e,st}$	$ROE_n$	۸۹	EPS متناسب به برند با استفاده از رابطه ۲
۰/۰۳۲	$b_n = 1 - \frac{g_n}{ROE_n}$	به صورت خطی تغییر می‌کند	نرخ رشد و نسبت پرداخت سود در مرحله دوم رشد
$98+38+5=141$	ارزش ذاتی هر سهم متناسب به برند (ریال)	۵ ریال	ارزش فعلی سود مرحله اول رشد
۱۴۱۰۶ میلیون ریال	ارزش برند شرکت لعبیران	۳۸ ریال	ارزش فعلی سود مرحله دوم رشد
		۹۸ ریال	ارزش فعلی سود مرحله سوم رشد

مراحل توزیع سود نقدی هر سهم در سه مرحله (رشد، انتقال و ثبات) که بر اساس رابطه ۳ محاسبه گردیده به صورت گام به گام، در مقاله‌ای دیگر از همین نویسندگان با عنوان «اندازه‌گیری ارزش برند شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران با رویکرد مالی» در مجله چشم‌انداز مدیریت بازرگانی انتشار یافته در تابستان ۱۳۹۷ در صفحات ۹۱-۱۱۰ به صورت کامل توضیح داده شده است. این محاسبات برای تمامی شرکت‌های موجود در صنعت انجام شده تا ارزش ذاتی سهام متناسب به برند آن‌ها به دست آید؛ سپس در تعداد سهام آن‌ها در سال مورد ارزشیابی ضرب گردیده تا ارزش برند شرکت به دست آید. مزیتی که استفاده از سود متناسب به برند در قبال سود هر سهم دارد این است که تکنیک استفاده شده در این مقاله با استفاده از بازده دارایی‌ها (ROA) نشان داده که یک شرکت برند نسبت به یک شرکت غیر برند، فروش و حاشیه سود بالاتر و استفاده بهتر از دارایی‌ها دارد و نقش برند را آشکارتر می‌نماید. برای محاسبه ارزش برند شرکت مثل اکثر روش‌های ارزشیابی برند، نیاز به یک شرکت خاص است که مقایسه با آن صورت گیرد بدین منظور در این پژوهش، شرکت مورد نظر، شرکتی است که کمترین بازده دارایی را در صنعت و در سال مورد بررسی دارا باشد.

تمرکز مدل ارائه شده در این مقاله بر روی جریان نقد آتی شرکت است؛ ارزش برند شرکت‌های حاضر در بورس اوراق بهادار تهران در صنایع شیمیایی، در جدول ۴ نشان داده شده است.

جدول ۴. ارزش برند شرکت‌های منتخب در گروه صنایع شیمیایی سال ۹۶

صنایع شیمیایی			
نام شرکت	ارزش (میلیون ریال)	برند نام شرکت	ارزش برند (میلیون ریال)
پتروشیمی خارک	۲۹۲۸۶۳۱۶,۴۱	شیمیایی فارس	شرکت مینا
پتروشیمی فن‌آوران	۱۴۷۳۹۳۲۷,۳۸	لعابیران	۱۴۱۰۶,۰۰۶۲۷
معدنی املاح ایران	۵۶۸۶۴۳,۵۷۳۴	کربن ایران	۷۶۰۴۴,۹۹۳۹
	۳۸۳۲۶۲۶,۲۴۴	پتروشیمی شازند	۱۷۴۹۱۷۱۴,۲۹
پتروشیمی آبادان	غیر قابل محاسبه به دلیل منفی بودن سود هر سهم		
پتروشیمی شیراز	غیر قابل محاسبه به دلیل منفی بودن سود هر سهم		

### نتیجه‌گیری و بحث

تعیین ارزیابی دارایی‌های نامشهود می‌تواند به یک کار چالش برانگیز برای رسیدن به آن تبدیل شود. در نتیجه عدم استفاده از فرآیندهای ثابت در سطح بین‌المللی برای تعیین ارزش یک دارایی

نامشهود، بسیاری از روش‌های مختلف برای هر مورد خاص را ایجاد کرده است. با این حال، سه رویکرد در جهت ارزش‌گذاری دارایی‌های نامشهود از دیدگاه حسابداری قابل توجه است: رویکرد سود، رویکرد هزینه و رویکرد بازار. با این حال، بسیاری از انواع دارایی‌های نامشهود نیز وجود دارند که شرکت‌ها متناسب با نیاز خاص خود ارزش‌گذاری می‌کنند. در این پژوهش با استفاده از تجزیه و تحلیل سلسله مراتبی گروهی دارایی‌های نامشهود رتبه‌بندی گردید که دارایی‌های نامشهود مرتبط با بازاریابی که شامل برند هم می‌شود از بیشترین اولویت برخوردار است. رتبه‌های بعدی به ترتیب دارایی نامشهود مبتنی بر قرارداد، دارایی‌های نامشهود مبتنی بر فناوری، دارایی‌های نامشهود مرتبط با مشتری و دارایی‌های نامشهود مربوط به هنر قرار دارد. نرخ ناسازگاری مقایسه‌های انجام شده ۰/۰۶ به دست آمده که کوچک‌تر از ۰/۱ هست و بنابراین می‌توان به مقایسه‌های انجام شده اعتماد کرد. بسته به استراتژی بازاریابی هر شرکت، برند خود را به یک طریق تغییر داده و آن را به چیزی تبدیل کرده است که امروزه مصرف‌کننده از آن برند درک می‌کند. با این حال، روش‌های مختلف برای افزودن ارزش از طریق برند کار ارزش‌گذاری برند را دشوار می‌سازد، زیرا هیچ روش کلی برای تعیین اینکه چه مقدار برند ارزش دارد، وجود ندارد. بر این اساس، بسیاری از شرکت‌های متخصص که برندها را ارزیابی می‌کنند، با بررسی هر بازار و در نظر گرفتن تمام عوامل مربوطه، یک رتبه‌بندی را انجام می‌دهند تا موقعیت یک برند خاص را نسبت به کل بازار مطالعه کنند. در این پژوهش با رویکرد ترکیبی و مقایسه نسبی به دنبال یک روش مالی جهت ارزش‌گذاری برند در بورس اوراق بهادار ایران است.

یافته‌های این پژوهش با رحیمی و همکاران (۱۳۹۷) در تعیین ارزش برند دارای تفاوت‌هایی در روش محاسبه است که در پژوهش یادشده ارزش برند با مدل داموداران اندازه‌گیری شده، در حالی که این پژوهش ارزش ذاتی منتسب به برند شرکت‌ها را مبنا قرار داده است؛ همچنین در پژوهش نمازی و موسوی نژاد (۱۳۹۵) از معیارهای کیو توین، به عنوان ارزش برند استفاده شده است. این پژوهش با آندونوا و رویزپاوا (۲۰۱۶) در استفاده از تجزیه و تحلیل سلسله مراتبی همخوانی دارد ولی در آن پژوهش از رگرسیون استفاده شده که از این لحاظ با این پژوهش تفاوت دارد. این پژوهش در رتبه‌بندی دارایی نامشهود در انتخاب معیارها با پژوهش فی، سیو و لی (۲۰۱۸) دارای تفاوت است همچنین در روش ارزش‌گذاری برند پژوهش جانسکوا و کلیستکوا (۲۰۱۸) از روش‌های رگرسیونی استفاده نموده‌اند که با پژوهش حاضر متفاوت ندارد.

از جمله پیشنهادهای کاربردی این پژوهش می‌توان اشاره نمود که با توجه به این که در این روش ارزش برند شرکت وابسته به جریان‌های آتی و سود هر سهم است شرکت‌ها تلاش نمایند تا سودآوری و سود هر سهم بالایی را به دست آورند. پیشنهاد می‌گردد برای دقیق‌تر بودن ارزش برند از میانگین ROA در چند سال استفاده گردد که نوسانات شدید سود خالص یک شرکت در یک سال تعدیل گردد. پیش‌بینی نرخ رشد شرکت در سه مرحله کار دشواری است. لذا پیشنهاد می‌گردد برای محاسبه دقیق‌تر نرخ رشد از میانگین هندسی رشد سود هر سهم در سال‌های قبل سهام نیز استفاده گردد. در خصوص نوآوری این پژوهش و مقایسه با مدل‌های مشابه باید خاطر نشان شد 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 است. به‌طور خلاصه، برای کنترل دارایی‌های نامشهود نظیر برند، یک سیستم کنترلی باید توسعه یابد که امکان کنترل درآمدها و هزینه‌های برند به‌عنوان شاخص‌های مالی و عوامل تعیین‌کننده قدرت برند در ارزش‌گذاری برند در نظر گرفته شوند. یکی از محدودیت‌های این پژوهش، فاصله زیادی زمانی بین برآوردهای ارزش برند است. گزارش‌ها درباره ارزش برند به‌طور سالانه برای هر روش تولید می‌شوند. این بدان معنی است که اثرات بین ارزش برند، ریسک، عملکرد مالی بر اساس یک مبنای سالانه ارزیابی شود. دوم آنجا که ارزش‌گذاری برند وابسته به قضاوت فرد ارزیاب است هرچه بتوانیم دخالت‌های ذهنی را کاهش بدهیم ارزش به‌دست‌آمده از اعتبار بیشتری برخوردار است در این راستا پیشنهادهایی از قبیل تلفیق مدل‌های مبتنی بر درآمد با سایر مدل‌ها، استفاده از داده‌های بازاریابی و نگرش مشتری و تلفیق آن با داده‌های مالی جهت ارزشیابی برند ارائه می‌شود.

## منابع

- عزیزی، شهریار؛ درویشی زهرا و نامامیان فرشید (۱۳۹۰). «بررسی عوامل تعیین‌کننده ارزش برند با رویکرد مالی در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران». چشم‌انداز مدیریت بازرگانی ۳۹(۶)، صص. ۹-۳۲.
- رحیمی، موسی؛ محمدشفیعی، مجید، انصاری، آذرنوش (۱۳۹۷). «اندازه‌گیری ارزش برند شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران با رویکرد مالی». مجله چشم‌انداز مدیریت بازرگانی، ۱۷(۳)، صص. ۹۱-۱۱۰.
- نمازی، محمد و موسوی نژاد، سیدروح اله (۱۳۹۵). «بررسی رابطه بین دارایی‌های نامشهود و عملکرد مالی در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران». فصلنامه دانش سرمایه‌گذاری، ۲۰(۵)، صص. ۲۴۳-۲۶۲.
- Alhaddad, A. A. (2015). The effect of advertising awareness on brand equity in social media. *International Journal of e-Education, e-Business, e-Management and e-Learning*, 5(2), pp.73-84.
- Andonova, V. & Ruíz-Pava, G. (2016). The role of industry factors and intangible assets in company performance in Colombia. *Journal of Business Research*, 69(10), pp.4377-4384.
- Financial Accounting Standards Board, Statement of Financial Accounting Standards, No. 141: Business Combinations (June 2001).
- Janoskova, K. & Kliestikova, J. (2018). Analysis of the impact of selected determinants on brand value. *Journal of International Studies*, 11(1), pp.152-162.
- Phi, S. Seo, J. & Lee, R. (2018). Value Rating Model for Intangible Assets in Civil Engineering Consulting Firms in Korea. *KSCE Journal of Civil Engineering*, 22(12), pp.4719-4731.
- Rahimi, M. Mohamad shafiee, M. Ansari, A. Botshekan, M. (2018). Measurement of Brand Value of Listed Companies in Tehran Stock Exchange with Financial Approach. *Journal of Business Management*, 2(17), pp.91-110. (In Persian).
- Salinas, G. (2007). *Valoración de marcas: Revisión de enfoques, proveedores y metodologías*. Barcelona, Spain: Deusto.
- Salinas, G. (2011). *The International Brand Valuation Manual: A complete overview and analysis of brand valuation techniques, methodologies and applications*. John Wiley & Sons.