

فصلنامه پژوهشنامه بازرگانی، شماره ۹۵، تابستان ۱۳۹۹، ۱۸-۱

ارائه مدلی جهت رتبه‌بندی دارایی‌های نامشهود و ارزش‌گذاری برند شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران^۱

موسی رحیمی* مجید محمدشفیعی**

آذرنوش انصاری طادی*** محمود بت شکن****

پذیرش: ۹۸/۱/۶

دریافت: ۹۷/۸/۱

برند / دارایی‌های نامشهود / سود هر سهم / ارزشیابی برند

چکیده

در اقتصاد دانش‌محور، دارایی‌های نامشهود نقش اساسی در موفقیت شرکت در دستیابی به اهداف دارد. هدف این پژوهش، رتبه‌بندی دارایی‌های نامشهود و سپس ارائه مدلی جهت ارزش‌گذاری برند به‌عنوان یکی از مهم‌ترین این دارایی‌ها، 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 سال‌های ۱۳۹۱ تا ۱۳۹۵ است. مدل استفاده‌شده در این پژوهش برای رتبه‌بندی، AHP گروهی و جهت

۱. مستخرج از رساله دکتری

* دانشجوی دکتری، مدیریت بازرگانی گرایش بازاریابی، گروه مدیریت، دانشکده علوم اداری و اقتصاد، دانشگاه اصفهان
rahimi.muosa@ui.ac.ir

** استادیار، مدیریت بازاریابی، گروه مدیریت، دانشکده علوم اداری و اقتصاد، دانشگاه اصفهان
m.shafiee@ase.ui.ac.ir

*** استادیار، مدیریت بازاریابی، گروه مدیریت، دانشکده علوم اداری و اقتصاد، دانشگاه اصفهان
a.ansari@ase.ui.ac.ir

**** استادیار، مدیریت مالی، گروه مدیریت، دانشکده علوم اداری و اقتصاد، دانشگاه اصفهان
m.botshekan@ase.ui.ac.ir

■ مجید محمدشفیعی، نویسنده مسئول

محاسبه ارزش برند ترکیبی از مدل ارزش ذاتی شرکت با استفاده از مدل تنزیل سود نقدی سه مرحله‌ای و مدل قیمت به فروش برگرفته از مدل داموداران (۲۰۰۷) است. نتایج حاکی از آن است که در بورس ایران به ترتیب، دارایی‌های نامشهود مربوط به بازاریابی، قرارداد، فناوری، مشتری و هنر در اولویت قرار گرفتند؛ همچنین در ارزش‌گذاری برند می‌توان با استفاده از سود هر سهم و پارامترهای مالی شرکت، به مبنای مناسبی جهت تخمین ارزش شرکت و برند آن، متناسب با شرایط بورس ایران دست یافت.

طبقه‌بندی JEL: C52, G12, G13, M31



مقدمه

دارایی‌های نامشهود برای شرکت‌ها اهمیت حیاتی دارد. دلیل اصلی افزایش تأکید بر دارایی‌های نامشهود، انتقال اقتصاد از صنعتی به دانش است، جایی که رقابت عمدتاً بر مبنای نامشهودها استوار است. 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 ارزش دارایی‌های نامشهود را در ترازنامه شرکت لحاظ کنند و برند از مهم‌ترین این دارایی‌های نامشهود است. انجمن بازاریابی آمریکا برند را یک نام، واژه، نشانه، علامت یا طراحی یا ترکیبی از آن‌ها، برای شناسایی کالا یا خدمات یک فروشنده یا گروهی از فروشندگان و متمایز کردن آن‌ها از رقبا تعریف می‌کند^۱. بنابراین تعیین و مدیریت ارزش برند مسأله اساسی است که در اکثر شرکت‌ها جهت کسب مزیت رقابتی تأکید شده است.

اهمیت و ضرورت پژوهش حاضر این است که در اغلب پژوهش‌های داخلی این حوزه، رویکردهای توصیفی پیمایشی که مبتنی بر پرسشنامه است مینا قرار گرفته است؛ در حالی که استفاده از پژوهش‌هایی با داده‌های واقعی شرکت‌ها می‌تواند، با درجه اعتماد بالاتری در بیان نتایج همراه باشد. همچنین این پژوهش در پایان، الگویی ارائه می‌دهد تا شرکت‌ها جایگاه ارزش برند که بخش عظیمی از ارزش شرکت را به خود اختصاص می‌دهد، دریابند. لذا هدف از پژوهش حاضر در ابتدا رتبه‌بندی دارایی‌های نامشهود و سپس ارائه مدلی است که بتواند ارزش برند را به عنوان جزئی از دارایی‌های نامشهود، محاسبه کند.

پژوهشگاه علوم انسانی و مطالعات فرهنگی

۱. مبانی نظری و پیشینه پژوهش

دارایی‌های نامشهود نه دیده می‌شوند و نه از لحاظ جسمی اندازه‌گیری می‌شوند اما ارزش بسیار زیاد برای کسب و کار دارند. دارایی‌های نامشهود تولید شده داخل شرکت نمی‌توانند در ترازنامه شرکت افشا گردند، اما اغلب تأثیر معنی‌داری در ارزش شرکت دارند و باید به درستی مدیریت و درک شوند. طبق استانداردهای بین‌المللی گزارشگری مالی آنها دارایی‌های نامشهود که تحصیل می‌شوند،

1. Curea(2018)

2. Azizah and Herianingrum(2016)

3. International Financial Reporting Standards (IFRS), (2016)

می‌توانند به طور جداگانه در ترازنامه شرکت افشا گردند.^۱ از دیدگاه مالی و طبق استاندارد بین‌المللی گزارشگری مالی، برند زیرمجموعه دارایی‌های مبتنی بر بازار و جزو دارایی‌های نامشهود است.^۲ در ادامه روش‌های ارزشیابی برند که جنبه عملی و مالی دارند، در سه رویکرد مبتنی بر هزینه، بازار و درآمد تشریح می‌شود.

۱-۱. رویکرد مبتنی بر هزینه

با این رویکرد، برند با توجه به هزینه آن ارزش‌گذاری می‌شود؛ که شامل هزینه توسعه آن (اکتساب برند، ایجاد یا نگهداری) در طی هریک از مراحل (آزمایش، مفهوم محصول، توسعه محصول، ارتقا محصول، تبلیغات) است. این تحلیلی از گذشته و متکی بر حقایق دشوار است. به طور کلی این رویکرد مناسب برای ارزش‌گذاری دارایی‌هایی است که به راحتی می‌توان آن را تعویض کرد مانند نرم‌افزارها. ضعف این رویکرد تعیین دقیق هزینه‌ها و درآمدهای ناشی از خود برند است و این فرض که سرمایه‌گذاری بیشتر در یک برند منجر به ارزش بیشتر برند شود. تحقیقات نشان داده است که این فرضیه هیچ‌وجه مشترکی با واقعیت ندارد چرا که سرمایه‌گذاری کم در یک برند می‌تواند منجر به برند قوی شود.^۳

۲-۱. رویکرد مبتنی بر بازار

رویکرد بازار، معاملات اخیر (فروش، مالکیت، مجوز و غیره) را در نظر می‌گیرد که دارای برندهای مشابه هستند و برای آن‌ها داده‌های مربوط به قیمت معامله در دسترس است. طبق رویکرد بازار، برند نسبت به قیاس آن در همان صنعت و در بازار مشابه مقایسه می‌شود. نقص اصلی این رویکرد، ضرورت ارزش بازار و عدم وجود بازار مبادله برند است که برآوردها را بسیار سخت می‌کند.^۴

1. Brand Finance

2. Eales (2011)

3. Anson, Noble and Samala (2014)

4. Salinas (2011)

۳-۱. رویکرد مبتنی بر درآمد

این روش ارزش‌گذاری، سود و تولید جریان نقدی را در نظر می‌گیرد که می‌تواند در طول زندگی مورد انتظار برند، به برند اختصاص یابد. بنابراین برآورد جریان‌های نقدی آتی مربوط به برند باید محاسبه و بعد از آن با ارزش فعلی خالص تنزیل داده شود. روندهای مبتنی بر درآمد اساساً بر اساس روش‌های جریان‌های نقدی تنزیل شده است.^۱

در بخش پیشینه تجربی پژوهش، مهم‌ترین پژوهش‌های اخیر مرتبط با موضوع پژوهش در داخل و خارج از کشور ارائه شده است. این پژوهش‌ها در جدول (۱)، به صورتی خلاصه آورده شده‌اند.

جدول ۱. پیشینه داخلی و خارجی

نویسندگان	سال	عنوان پژوهش	نتیجه
خانی	۱۳۹۳	تاثیر ارزش برند بر درآمد فروش و ارزش بازار شرکت‌ها	رابطه میان ارزش برند شرکت با فروش آن و ارزش بازار سهام، مورد آزمون قرار گرفته است. نتایج نشان دهنده وجود ارتباط مستقیم میان ارزش برند با فروش و ارزش بازار سهام آن می‌باشد.
نمازی و موسوی نژاد	۱۳۹۵	بررسی رابطه بین دارایی‌های نامشهود و عملکرد مالی در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران	بین دارایی‌های نامشهود شرکت‌های مورد بررسی و عملکرد مالی آن‌ها رابطه معنی‌داری وجود دارد. شدت این ارتباط برای دارایی‌های نامشهود ثبت‌نشده قوی‌تر از دارایی‌های نامشهود ثبت‌شده است.
اکبری و همکاران	۱۳۹۶	تأثیر هزینه تبلیغات در عملکرد مالی با میانجی‌گری ارزش برند در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران	در این پژوهش از معیار کیوتوبین برای سنجش ارزش برند استفاده شده است. ارزش برند، نقش میانجی در ارتباط بین هزینه تبلیغات و عملکرد مالی (نرخ بازده دارایی‌ها و نرخ بازده حقوق صاحبان سهام) برعهده دارد.
آندووا و رویز پاوا	۲۰۱۶	نقش عوامل صنعت و دارایی‌های نامشهود در عملکرد شرکت در کلمبیا	به بررسی نقش دارایی‌های نامشهود در سودآوری می‌پردازد و دارایی‌های نامشهود نقش مهمی در میان محرک‌های خاص عملکرد شرکت ایفا می‌کنند. انعطاف‌پذیری دارایی‌های نامشهود را به‌عنوان محرک مزیت رقابتی در یک محیط نوظهور تأیید می‌کند.
گوپتا و همکاران	۲۰۱۸	بررسی انواع رابطه برای ایجاد ارزش برند برای نمایندگان فروش	سه نوع مختلف از روابط تجاری توزیع‌کننده را بررسی می‌کند، یعنی رابطه زمان واقعی، رابطه مشارکتی و روابط سودمند دوجانبه و بحث می‌کند که چگونه آن‌ها ایجاد ارزش برند را در یک بازار رقابتی هدایت می‌کنند.

۴-۱. روش پژوهش

این پژوهش به دنبال پاسخگویی به دو سؤال اساسی است.

۱. از نظر اهمیت کدام مؤلفه‌های دارایی نامشهود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران دارای اولویت است؟
۲. ارزش برند شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران چقدر است؟

ابتدا از طریق وب‌کاوی و بررسی پایگاه‌های علمی معتبر داخلی و خارجی و همچنین از مطالعه کتابخانه‌ای به عنوان یکی از متداول‌ترین روش‌های گردآوری داده‌ها و همچنین استاندارد بین‌المللی گزارشگری مالی شماره سه، دارایی‌های نامشهود شناسایی و به روش AHP گروهی (ساختار سلسله مراتبی) وزن دهی و رتبه بندی شد. بنابراین دارایی نامشهود طبق جدول (۲) گردآوری و طبقه بندی گردید. 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 پنج عامل اصلی و زیرشاخص‌های هر عامل نسبت به یکدیگر است.

جدول ۲. طبقه بندی دارایی‌های نامشهود (منبع: محقق یافته)

نماد	معیار اصلی دارایی‌های نامشهود	نماد	زیر معیارها	نماد	زیر معیارها
c1	مرتبط با بازاریابی	s11	علائم تجاری	s16	لباس تجاری (رنگ منحصر به فرد، شکل یا طراحی بسته)
		s12	نام‌های تجاری	s17	سربرگ روزنامه
		s13	علائم خدمات	s18	نام دامنه اینترنتی
		s14	علائم جمعی	s19	موافقت نامه‌های غیر رقابتی
		s15	علائم صدور گواهینامه		
c2	مرتبط با مشتری	s21	لیست مشتریان	s23	قراردادهای مشتری و روابط مشتری مرتبط
		s22	سفارش یا تولید ناتمام	s24	روابط مشتری غیر قراردادی

نماد	معیار اصلی دارایی‌های نامشهود	نماد	زیر معیارها	نماد	زیر معیارها
c3	مبتنی بر قرارداد	s31	مجوز، حق الامتیاز	s35	مدیریت،
		s32	قرارداد ثابت	s36	خدمات یا عرضه
		s33	قراردادهای تبلیغات	s37	قراردادهای اجاره‌ای
		s34	ساخت‌وساز	s38	مجوز ساخت‌وساز
c4	مبتنی بر فناوری	s41	فناوری ثبت اختراع	s45	کسب و کارهای مخفی
		s42	نرم افزار کامپیوتر	s46	مانند فرمول‌های مخفی
		s43	فناوری بدون ثبت اختراع	s47	فرایندها
		s44	پایگاه‌های داده	s48	دستورالعمل‌ها
c5	مربوط به هنر	s51	نمایشنامه	s57	مواد ویدیویی و سمعی و بصری
		s52	اپرا، باله	s58	از جمله تصاویر متحرک
		s53	کتاب‌ها و مجلات	s59	فیلم‌های موسیقی
		s54	روزنامه‌ها	s51	تلویزیون
		s55	آثار موسیقی مانند آهنگ‌ها	s51	برنامه‌ها
		s56	شعار آهنگ، تصاویر		

برای تعیین ضریب اهمیت معیارها و زیر معیارها به روش مقایسه زوجی از جدول (۹) درجه‌ی ساعتی استفاده گردید؛ بنابراین طبق این روش در یک خوشه n عنصری طبق رابطه یک مقایسه صورت خواهد گرفت. از آنجا که پنج معیار وجود دارد بنابراین تعداد مقایسه‌های انجام شده برابر است با:

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

بنابراین ۱۰ مقایسه زوجی از دیدگاه گروهی از خبرگان انجام شد و با استفاده از تکنیک میانگین هندسی دیدگاه خبرگان جمع‌گرفته است. ماتریس مقایسه زوجی حاصل از جمع دیدگاه خبرگان در جدول ارائه شده است.

جدول ۳. ماتریس مقایسه زوجی معیارهای اصلی

ردار ویژه	میانگین هندسی	c5	c4	c3	c2	c1	
۰/۲۶۵	۱/۳۵۶	۱/۹۶۶	۱/۱۸۲	۱/۵۷۲	۱/۲۵۵	۱	c1
۰/۱۹۱	۰/۹۸۱	۱/۰۶۵	۱/۰۵۸	۱/۰۱۱	۱	۰/۷۹۷	c2
۰/۲۱۷	۱/۱۱۲	۱/۶۸۱	۱/۶۰۵	۱	۰/۹۸۹	۰/۶۳۶	c3
۰/۱۹۶	۱/۰۰۵	۲/۰۵۸	۱	۰/۶۲۳	۰/۹۴۶	۰/۸۴۶	c4
۰/۱۳۱	۰/۶۷۳	۱	۰/۴۸۶	۰/۵۹۵	۰/۹۳۹	۰/۵۰۹	c5

بر اساس بردار ویژه به دست آمده معیار دارایی‌های 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 دارایی‌های نامشهود مبتنی بر فناوری با وزن ۰/۱۹۶ در اولویت سوم، معیار دارایی‌های نامشهود مرتبط با مشتری با وزن ۰/۱۹۱ در اولویت چهارم و معیار دارایی‌های نامشهود مربوط به هنر با وزن ۰/۱۳۱ در اولویت پنجم 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.

برای پاسخگویی به سؤال دوم با استفاده از الگوی رشد سه مرحله‌ای تنزیل سود نقدی، قیمت ذاتی (واقعی) سهام را محاسبه، سپس با ضرب در تعداد سهام، ارزش واقعی کل شرکت به دست آمده است؛ در نهایت با استفاده از مدل داموداران (۲۰۰۷) ارزش برند شرکت محاسبه شده است. مفروضات این مدل عبارت است از: ۱. شرکت می‌تواند نرخ رشد بالای خودش (نرخ رشد پایین) را در یک دوره زمانی چندساله حفظ کند؛ اما نهایتاً در اثر عامل رقابت، رشد سودهای شرکت به تدریج با طی یک دوره انتقالی به مرحله رشد ثابت می‌رسد. 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 ۱۵ درصد، نرخ بازده بازار طبق گزارش بورس اوراق بهادار ۲۹ درصد و در مرحله سوم فرض می‌شود نرخ بازده بدون ریسک به ۸ درصد و همچنین نرخ بازده بازار ۲۰ درصد کاهش یابد. ۳. نرخ رشد در دوره ثبات مطابق با نرخ رشد اقتصادی ۱۰ درصد پیش‌بینی شده است.

طبق این مدل، ارزش سهام برابر است با مجموع ارزش فعلی الف: سودهای تقسیمی مورد انتظار در دوره رشد مرحله اول ب: سودهای تقسیمی موردانتظار در دوره انتقال رشد و ج: سودهای تقسیمی موردانتظار در مرحله رشد ثابت (ارزش نهایی). این مدل در رابطه دو نشان داده شده است.

(۲)

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

n: سال پایان مرحله اول، n2: سال پایان مرحله دوم، g: نرخ رشد فوق‌العاده، n: نرخ رشد ثابت، bn: 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 به طور خطی کاهش می‌یابد. EPS_{n2} سود هر سهم در سال n2. پس از محاسبه ارزش ذاتی سهام و ارزش ذاتی شرکت، ارزش برند از رابطه سه که برگرفته از روش داموداران (۲۰۰۷ و ۲۰۱۵) است به دست می‌آید.

(۳)

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

در این رابطه ارزش واقعی شرکت بر فروش شرکت تقسیم گردیده سپس این نسبت با نسبت یک شرکت خاص یا یک شرکت بدون برند مقایسه می‌شود و مابه‌التفاوت آن در فروش شرکت برند، ضرب می‌شود که حاصل آن ارزش برند شرکت است.

روش‌شناسی پژوهش

پژوهش حاضر از نوع پژوهش‌های پس‌رویدادی است. این پژوهش از نظر هدف، توسعه‌ای و از لحاظ قلمرو زمانی شامل سال‌های ۵ سال از ۱۳۹۱ تا ۱۳۹۵ و از نظر مکانی، «سازمان بورس اوراق بهادار تهران» است. در این مطالعه، به منظور تفسیر بهتر نتایج، شرکت‌های مورد بررسی باید اطلاعات مورد نیاز برای انجام پژوهش در دوره مورد بررسی در منابع موجود به طور کامل در دسترس باشد. با توجه به معیارهای یادشده، ۸۱ شرکت طی پنج سال به شرح زیر انتخاب و آزمون بر روی

آن‌ها انجام شد. صنعت سیمان ۱۸ شرکت، محصولات شیمیایی ۱۰ شرکت، فلزات اساسی ۱۳ شرکت، کاشی و سرامیک ۷ شرکت، محصولات غذایی و آشامیدنی به جز قند و شکر ۱۲ شرکت، مواد و محصولات دارویی ۲۱ شرکت.

برای آشنایی با روش ارزش‌گذاری برند، گام‌های تحلیلی برای یک شرکت (شرکت محصولات غذایی بهنوش در سال ۱۳۹۵) به‌طور گام‌به‌گام با استفاده از مدل تنزیل سود نقدی به شرح زیر توضیح داده شده است. این مراحل، برای سایر شرکت‌ها نیز تکرار می‌شود. از آنجاکه برای پیش‌بینی نیاز به اطلاعات گذشته شرکت است اطلاعات مورد نیاز در جدول (۴) خلاصه شده است.

جدول ۴. اطلاعات مالی «شرکت محصولات غذایی بهنوش»

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	۸۲/۳۰۴	۸۵۶	۸۲/۳۰۴	۱۵۹۹	۳۵۰	۰/۶۵۳۵	۰/۵۶۶۶
۱۳۹۲	۱۰۴/۶۰۸	۷۲۲	۱۰۴/۶۰۸	۱۳۲۶	۱۲۰۰	۰/۵۵۴۹	۰/۵۶۶۶
۱۳۹۳	۱۰۴/۶۰۸	۱۳۴۰	۱۰۴/۶۰۸	۴۹۶	۵۸۰	۰/۲۳۲۶	۰/۵۶۶۶
۱۳۹۴	۲۴۰	۵۸۰	۲۴۰	۶۹	۶۵	۰/۰۶۵۵	۰/۵۶۶۶
۱۳۹۵	۲۴۰	۳۴۲	۲۴۰	۲۴۹	۱۴۰	۰/۱۵	۰/۵۶۶۶

گام اول: برآورد هزینه حقوق صاحبان سهام در مراحل مختلف رشد.

هزینه حقوق صاحبان سهام در مرحله اول و سوم رشد از رابطه پنج به دست آمده است.

$$k_{e,gh} = 15\% + (29\% - 15\%) \cdot 0/5666 \rightarrow 0/229 \quad (5)$$

$$k_{e,st} = 8\% + (20\% - 8\%) \cdot 0/7833 \rightarrow 0/174$$

در بلندمدت بتای صنعت به سمت ۱ میل می‌کند؛ بنابراین بتای بلندمدت از طریق میانگین به این صورت محاسبه شده است $(0/7833) / 2 = 0/39165$. در دوره انتقالی (مرحله دوم: در این پژوهش طی ۵ سال) هزینه سرمایه صاحبان سهام (K_e, t) ثابت نیست بلکه مانند رشد، به‌طور خطی کاهش می‌یابد.

گام دوم: برآورد نرخ رشد (g) و نسبت پرداخت سود (b) در مراحل مختلف رشد: 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 مواد غذایی w_1 ، w_2 و w_3 به ترتیب ۰، ۰، ۱ است. برای نحوه محاسبه نرخ رشد از رابطه شش آمده است.

$$g = [w_1 \left(\frac{EPS_e_1}{EPSr_0} - 1 \right) + w_2 \left(\frac{EPSr_0}{EPSr_{-1}} - 1 \right) + w_3 (roe_0(1 - b))] \quad (6)$$

w_1 و w_2 و w_3 وزن‌های نرخ رشد هستند. EPS_e_1 : سود هر سهم پیش‌بینی دوره جاری، $EPSr_0$: سود هر سهم محقق شده سال گذشته، $EPSr_{-1}$: 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.

جدول ۵. محاسبه نرخ رشد شرکت غذایی بهنوش

رشد موزون	(b-1)ROE	$\left(\frac{EPS_e_1}{EPSr_0} - 1 \right)$	$\left(\frac{EPSr_0}{EPSr_{-1}} - 1 \right)$	تعداد سهام* سود هر سهم پیش‌بینی	تعداد سهام* سود هر سهم واقعی	نسبت پرداخت (b)	(dps/eps)	سال مالی
-۰/۰۹۴	-۰/۰۹۴	-۰/۲	۰/۵	۷۵۵۲۷	۱۳۸۶۸۳	۰/۹۱۰	۰/۹۰۵۲	۹۲
۰/۰۴۹۹	۰/۰۴۹۹	۰/۱۱	۰/۰۵۴	۱۴۰۱۷۵	۵۱۹۲۷	۰/۸۷۳	۱/۱۶۸۴	۹۳
۰/۰۲۹۵	۰/۰۲۹۵	۰/۵	-۰/۲	۱۳۹۲۰۰	۱۶۵۱۷	۰/۷۶۴	۰/۹۴۴۵	۹۴
۰/۰۱۵۵	۰/۰۱۵۵	۰/۵	-۰/۲	۸۲۰۸۰	۵۹۶۹۹	۱/۰۱	۰/۵۶۲۸	۹۵

از آنجا که در صنعت مواد غذایی تمام وزن به $(b-1)ROE$ اختصاص یافت، رشد شرکت غذایی بهنوش در سال ۱۳۹۵ برابر با ۰/۰۱۵۵ شد.

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 غذایی بهنوش» در سال ۱۳۹۵ برابر با ۰/۱۷۴ است. نسبت پرداخت b_n در این مرحله از رابطه هفت قابل محاسبه است.

$$b_n = 1 - \frac{g_n}{ROE_n} \rightarrow b_n = 1 - \frac{10\%}{0.174} = 0.4252 \quad (7)$$

در مرحله دوم که دوره انتقال است، نرخ رشد هر سال به طور خطی به نرخ رشد بلندمدت می‌رسد.

گام سوم: برآورد ارزش فعلی سود سهام در مراحل مختلف رشد: الف: ارزش فعلی سود مرحله اول رشد. 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 غذایی بهنوش» در سال ۱۳۹۵ از رابطه هشت به دست می‌آید.

$$dps_1 = 342 * 1/0.06 = 344/0.52$$

$$\frac{344/0.52 \left[1 - \frac{(1+0.155)^3}{(1+0.229)^3} \right]}{0.229 - 0.155} = 70.2 \quad (8)$$

ب: ارزش فعلی سود مرحله دوم (مرحله انتقال). در این مرحله نرخ رشد و هزینه سهام به صورت خطی کاهش و نسبت پرداخت هر سال افزایش می‌یابد. برای مثال، ارزش فعلی DPS سال پنج از طریق رابطه نه به دست می‌آید.

جدول ۶. محاسبه ارزش فعلی سود مرحله دوم

سال	رشد موردانتظار g	EPS	نسبت پرداخت b	DPS	Ke,t	ارزش فعلی
۴	۰/۰۳۲۳۶	۳۶۴	۰/۸۸۹۹	۳۲۴	۰/۲۱۸	۱۴۳
۵	۰/۰۴۹۲۷	۳۸۲	۰/۷۷۳۷	۲۹۶	۰/۲۰۷	۱۰۸
۶	۰/۰۶۶۱۸	۴۰۷	۰/۶۵۷۶	۲۶۸	۰/۱۹۶	۸۲
۷	۰/۰۸۳۰۹	۴۴۱	۰/۵۴۱۴	۲۳۹	۰/۱۸۵	۶۱
۸	۰/۱	۴۸۵	۰/۴۲۵۳	۲۰۶	۰/۱۷۴	۴۵
جمع ارزش فعلی سودهای تقسیمی هر سهم در مرحله دوم						۴۳۹

$$\frac{296}{(1+0.229)^3(1+0.218)(1+0.207)} = 10.8 \quad (9)$$

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.

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

$$EPS_9 = EPS_8(1+g_n) = 485(1+0/1) = 522/5$$

$$DPS_9 = EPS_9 * b_n \rightarrow 522/5 * 0/4252 = 227$$

$$p_9 = \frac{227}{0/174 - 0/1} = 3068$$

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 آنجا که نرخ تنزیل هشت سال اول با یکدیگر مساوی نیست، بنابراین ارزش فعلی ارزش نهایی از رابطه ۱۱ محاسبه می‌شود.

$$\frac{3068}{(1+0/229)^3(1+0/218)(1+0/207)(1+0/196)(1+0/185)(1+0/174)} = 675 \quad (11)$$

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 غذایی بهنوش» در سال ۱۳۹۵ برابر با ۱۸۱۶ ریال است:

$$p_0 = 702 + 429 + 675 = 1816$$

گام چهارم: محاسبه ارزش ذاتی کل شرکت و ارزش برند شرکت: در این گام تمام گام‌های قبلی رانیز برای تمامی شرکت‌های موجود در صنعت انجام داده تا ارزش ذاتی سهام آن‌ها به دست آید؛ سپس در تعداد سهام آن‌ها در سال مورد ارزشیابی ضرب گردیده تا ارزش واقعی شرکت به دست آید. برای محاسبه ارزش برند شرکت مثل بیشتر 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 ارزش ذاتی به فروش را در صنعت و در سال مورد بررسی دارا باشد. نتیجه این گام برای «شرکت غذایی بهنوش» در سال ۱۳۹۵ در جدول (۷) آمده است.

جدول ۷. محاسبه ارزش برند «شرکت غذایی بهنوش»

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
بهنوش	۱۳۹۵	۱۸۱۶	۲۴۰	۴۳۵۸۴۰	۳۷۵۸۶۶۹	۰/۱۱۶۰
لبنیات پاک (شرکت خاص)	۱۳۹۵	۴۰۰	۹۵۵/۴۹۳	۳۸۲۱۹۷	۵۷۴۷۴۹۴	۰/۰۶۶۵
ارزش برند شرکت بهنوش در سال ۱۳۹۵			$(۰/۱۱۶۰ - ۰/۰۶۶۵) * ۳۷۵۸۶۶۹ = ۱۸۶۰۵۴$			

تحلیل داده‌ها و یافته‌ها

تمرکز مدل ارائه شده در این مقاله بر روی جریان‌های نقد آتی شرکت است که از دیدگاه مالی نیز مورد توجه است؛ ارزش برند شرکت‌های حاضر در «بورس اوراق بهادار تهران» به تفکیک صنعت با استفاده از مدل ذکر شده، در جدول (۸) نشان داده شده است.

جدول ۸. ارزش برند شرکت‌های پذیرفته شده در «بورس اوراق بهادار تهران»
در سال ۱۳۹۵

نام شرکت	ارزش برند (میلیون ریال)	نام شرکت	ارزش برند (میلیون ریال)
صنعت مواد غذایی			
پارس مینو	۱۶۸۵۰۲۹	پگاه خراسان	۱۸۵۶۷۳
بیسکویت گرجی	۴۵۵۱۴۲/۸	کشت و صنعت پیاذر	۱۱۱۴۱۸/۲
بهنوش	۱۸۶۰۵۴	شهد ایران	۱۰۴۰۴۹/۶
پگاه اصفهان	۴۰۶۹۸۹	نوش مازندران	۸۵۲۴۲/۵۹
سالمین	۲۹۲۸۴۱/۷	دشت مرغاب	۶۱۷۵۳/۱۷
لبنیات کالبر	۲۰۹۱۳۵/۶	لبنیات پاک	شرکت مینا
صنعت کاشی و سرامیک			
کاشی سینا	۴۴۳۵۳۴/۶	کاشی سعدی	۱۱۹۴۵۷/۷
کاشی حافظ	۲۳۳۰۶۱/۳	بهسرام	۷۸۸۳/۳۹۴
کاشی پارس	۱۹۴۴۲۴/۳	کاشی تکسرام	شرکت مینا
صنعت سیمان			
سیمان مازندران	۱۵۸۴۷۲۴	سیمان ارومیه	۱۸۸۲۴۶/۷
سیمان کرمان	۱۰۰۲۱۷۷	سیمان خاش	۱۳۹۸۷۸/۵

نام شرکت	ارزش برند (میلیون ریال)	نام شرکت	ارزش برند (میلیون ریال)
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 نی ریز	۲۷۲۷۲۹/۷	سیمان غرب	شرکت مینا
سیمان دورود	۱۹۳۷۵۳/۷		
صنعت فلزات اساسی			
ملی صنایع مس ایران	۵۲۳۶۲۱۲۶	صنعتی سپاهان	۸۵۷۲۷۸/۲
فولاد مبارکه اصفهان	۳۸۱۱۳۰۰۶	ملی سرب و روی	۳۱۶۸۵۴/۲
فولاد خراسان	۱۸۰۰۲۴۲۰	فرآوری مواد معدنی	۱۷۰۲۱۵/۴
فولاد خوزستان	۱۳۹۸۹۳۹۵	نورد قطعات فولادی	۱۴۸۳۷۹/۲
فولاد امیرکبیر کاشان	۳۵۸۶۲۲۸	آلو مراد	۶۵۱۷۴/۴
کالسیمین	۲۲۸۱۵۱۶	مس باهنر	شرکت مینا
فروسلیس ایران	۹۲۷۴۲۶/۴		
صنایع شیمیایی			
پتروشیمی خارک	۹۲۹۷۱۹۶	شیمیایی فارس	۱۱۸۳۵۸/۸
پتروشیمی فن آوران	۴۵۰۲۹۳۸	لعابیران	۳۳۹۶۹/۵۵
معدنی املاح ایران	۱۳۹۶۶۹۸	کربن ایران	۱۷۲۵۲/۵۵
پتروشیمی شیراز	۸۵۰۱۴۶	پتروشیمی سازند	شرکت مینا
پتروشیمی آبادان	۳۱۴۷۶۷/۵		
صنعت دارو			
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

نتیجه‌گیری و پیشنهادها

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 نشان‌دهنده این است که می‌توان به مقایسه‌های انجام شده اعتماد کرد. با توجه به اینکه دارایی‌های نامشهود بخصوص دارایی‌های مربوط به بازاریابی نظیر برند از نظر خبرگان بالاترین اولویت را به خود اختصاص داده، توجه به برندسازی و مدیریت برند نقش بسزایی در بالا بردن ارزش شرکت ایفا می‌کند. در خصوص روش‌های ارزش‌گذاری برند، مدلی در این پژوهش ارائه شد با در نظر گرفتن اطلاعات واقعی شرکت‌ها و بازار، مبنای مناسبی را جهت محاسبه ارزش برند شرکت‌های بورسی ارائه کرده است. یافته‌های این پژوهش با پژوهش‌های موسوی (۱۳۹۵) و همچنین اکبری و همکاران (۱۳۹۶)، در تعیین ارزش برند دارای تفاوت‌هایی در روش محاسبه است که در پژوهش‌های فوق ارزش برند با معیار کیوتوبین اندازه‌گیری شده، در حالی که این پژوهش ارزش ذاتی شرکت‌ها را مبنای قرار داده است؛ همچنین در پژوهش‌های ابراهیمی (۱۳۹۳) از ارزش بازار سهام در تعیین ارزش برند استفاده گردیده است. در پژوهش‌های خارجی این پژوهش با پژوهش آقایان آندووا و رویز پاوا (۲۰۱۶) در اهمیت دارایی‌های نامشهود همخوانی دارد و با پژوهش گوپتا و همکاران (۲۰۱۸) در روش محاسبه ارزش برند و عوامل دخیل در آن متفاوت است. از جمله پیشنهادها کاربردی این پژوهش می‌توان اشاره نمود که با توجه به اینکه در این روش ارزش برند شرکت وابسته به جریان‌های آتی و سود هر سهم است به شرکت‌ها پیشنهاد می‌شود تلاش نمایند تا سودآوری و سود هر سهم بالایی را به دست 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. در خصوص 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 است. محدودیت‌های این مدل و پیشنهادهایی جهت رفع آن‌ها به شرح زیر

است: ۱. 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 به عنوان شرکت مبنا قرار گرفت که کمترین ارزش ذاتی به فروش را در سال و در آن صنعت داشته باشد. ۲. 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 می‌گردد. ۳. پیش‌بینی درآمد و حاشیه سود نیز زمانی که شرکت به یک ثبات برسد می‌توان استفاده نمود. از آنجا که ارزش‌گذاری برند به قضاوت فرد ارزیاب وابسته است هرچه بتوانیم دخالت‌های ذهنی را کاهش بدهیم 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

اکبری، محسن؛ فرخنده، مهسا و قاسمی شمس، معصومه (۱۳۹۶). تأثیر هزینه تبلیغات در عملکرد مالی با میانجی‌گری ارزش برند در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. مدیریت دارایی و تأمین مالی، (۳)، ۵-۱۶۲، ۱۵۱-۱۶۲.

خانی، عبدالله و ابراهیمی، خدیجه (۱۳۹۳). تأثیر ارزش برند بر درآمد فروش و ارزش بازار شرکت‌ها. فصلنامه تحقیقات بازاریابی نوین، (۴)، ۱۳، ۴۱-۵۴.

عزیزی، شهریار؛ درویشی زهرا و نامیان فرشید (۱۳۹۰). بررسی عوامل تعیین‌کننده ارزش برند با رویکرد مالی در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. چشم‌انداز مدیریت بازرگانی (۶)، ۳۹-۳۲، ۹-۳۲.

نمازی، محمد و موسوی نژاد، سید روح اله (۱۳۹۵). بررسی رابطه بین دارایی‌های نامشهود و عملکرد مالی در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. دانش سرمایه‌گذاری، ۲۰، ۲۶۲-۲۴۳.

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), 4377-4384.

Anson, W., Noble, D., & Samala, J. (2014). IP valuation: what methods are used to value intellectual property and intangible assets. *The Licensing Journal*, 34(2), 1-7.

- Azizah, Y. K., & Herianingrum, S. (2016). Effect of intergenerational communication to brand equity in Islamic banking. *Academic Research International*, 7(5), 197-207.
- 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:
- 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).
- Damodaran, A. (2007). Dealing with intangibles: Valuing brand names, flexibility and patents.
- Damodaran, A. (2007). Valuation approaches and metrics: a survey of the theory and evidence. *Foundations and Trends® in Finance*, 1(8), 693-784.
- Damodaran, A. (2015). *Valuation: Lecture Note Packet 1 Intrinsic Valuation*. Master Class.
- 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>
- Gupta, S., Foroudi, P., & Yen, D. (2018). Investigating relationship types for creating brand value for resellers. *Industrial Marketing Management*, 72, 37-47.
- http://brandfinance.com/images/upload/gift_report_2016_for_print.pdf
- Salinas, G. (2011). *The International Brand Valuation Manual: A complete overview and analysis of brand valuation techniques, methodologies and applications*. John Wiley & Sons.