

## رتبه‌بندی ارزش ویژه برند، مبتنی بر بی‌مقیاس‌سازی فازی و راهبرد سرمایه‌گذاری همزمان و آتی: شواهدی از بورس اوراق بهادار تهران<sup>۱</sup>

عبدالمجید عبدالباقی عطاآبادی<sup>۲\*</sup>، محمد جعفر نیا<sup>۳</sup>

### چکیده

هدف این پژوهش، رتبه‌بندی ارزش ویژه برند شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران بر اساس شاخص‌های مالی و با استفاده از روش بی‌مقیاس‌سازی فازی، به منظور آرایه راهبرد سرمایه‌گذاری است. بنابراین در این پژوهش پس از حذف سیستماتیک شرکت‌های فاقد مولفه‌های لازم ارزش‌گذاری برند، نمونه‌ای شامل ۲۶۸ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران در بازه زمانی ۱۳۸۶ تا ۱۳۹۵ انتخاب گردیده و ارزش ویژه برند بر اساس روش داموداران، کیو توبین، هولیهان، ارزش بازار و میانگین سود، محاسبه و بر مبنای مقایسه با استاندارد صنعت به روش بی‌مقیاس‌سازی فازی امتیازبندی گردید و سپس عملکرد همزمان و آتی پرتفوی برندهای قوی و ضعیف مورد مقایسه قرار گرفت. نهایتاً با استفاده از رگرسیون داده‌های تابلویی، به تحلیل روابط بین متغیرها پرداخته شد. یافته‌های پژوهش نشان داد برندهای قوی‌تر، از عملکرد همزمان بالاتری نسبت به برندهای ضعیف‌تر برخوردارند، در حالی که رابطه قدرت برند و عملکرد آتی معکوس است. همچنین نتایج، وجود رابطه مثبت و معنادار ارزش برند با بازده همزمان و رابطه‌ای معکوس با بازده آتی را نشان داد.

**واژگان کلیدی:** برند، ارزش ویژه برند، رتبه‌بندی برند، پرتفوی سرمایه‌گذاری، بازده

۱. شناسه دیجیتال 10.22051/BMR.2019.21415.1547

۲. نویسنده مسئول) استادیار دانشکده صنایع و مدیریت، دانشگاه صنعتی شاهرود، شاهرود، ایران. [abdolbaghi@shahroodut.ac.ir](mailto:abdolbaghi@shahroodut.ac.ir)

۳. کارشناس ارشد مدیریت بازرگانی، دانشکده مدیریت، دانشگاه شیخ بهایی، اصفهان، ایران. [mfbazad@yahoo.com](mailto:mfbazad@yahoo.com)

## ۱- مقدمه

امروزه، برند جزء مهم و لاینفک در استراتژی‌های سرمایه‌گذاری و بازاریابی می‌باشد و اهمیت آن به این دلیل است که به عنوان مهم‌ترین جزء در استراتژی‌های بازاریابی محسوب می‌گردد (مورفی<sup>۱</sup>، ۱۹۹۰). داشتن یک نام تجاری با ارزش، فروش آسان‌تری را برای شرکت‌ها به ارمغان خواهد داشت. یکی از دغدغه‌هایی که در اکثر سازمان‌ها وجود دارد این است که بدانند برندی که خلق نموده‌اند، چقدر قوی است و چه ارزشی را نصیب سازمان می‌کند. سنجش و ارزش‌گذاری برند به‌منظور تعیین جایگاه نام تجاری، همواره از نگرانی‌های شرکت‌ها به‌ویژه شرکت‌های ایرانی بوده و دانستن ارزش و قدرت برند، موقعیت و جایگاه فعلی آن برند را روشن نموده و در زمینه مدیریت آن برند، راه‌گشایی می‌کند (صابرشیخ، ۱۳۹۲). نام تجاری تداعی‌کننده‌ی وجه تمایز محصولات و خدمات از یکدیگر است. در این راستا، مسلم است که موفقیت بلندمدت یک برند، به مفهومی بستگی دارد که در بدو ورود به یک بازار ارایه می‌کند؛ به‌طوری‌که موفقیت آتی کسب‌وکار را به همراه داشته و بر عملکرد مالی آتی تاثیر بگذارد (جنون<sup>۲</sup>، ۲۰۱۷). در این میان، ارزش‌گذاری برند یکی از موضوعات اساسی در مدیریت سرمایه‌گذاری است. این موضوع، نقش عمده‌ای در تخصیص بهینه‌ی سرمایه ایفا می‌کند. ارزش‌گذاری دارایی‌ها، اعم از برند، اوراق بهادار و دارایی‌های واقعی، یکی از ارکان اصلی موثر بر تصمیمات سرمایه‌گذاری است. در واقع، حداکثرسازی بازده آتی سهامداران و در نتیجه افزایش ارزش بازار، یکی از مهم‌ترین اهداف مالی شرکت‌ها به‌شمار می‌رود که خود نتیجه‌ی سرمایه‌گذاری درست در دارایی‌های نامشهود و مشهود شرکت‌هاست. به طوری‌که در اواخر قرن بیستم و اوایل قرن بیست‌ویکم، بازارهای مالی شاهد افزایش ارزش بازاری شرکت‌های با سطح تکنولوژی بالا و با ارزش بالای دارایی‌های نامشهود بود (وانگ و همکاران<sup>۳</sup>، ۲۰۱۵). برند برای شرکت یک ثروت ماندگار است، که ارزش‌گذاری آن در کنار تکنولوژی، امتیازات و کارکنان، از اهمیت ویژه‌ای برخوردار است و عدم توجه به آن، سبب توجه سرمایه‌گذاران بر دارایی‌های ملموس خواهد شد. اما شرکت‌های بزرگ هیچ‌گاه از اهمیت و ارزش دارایی‌های ناملموس خود غافل

1. Morphi

2. Jeon, Joo-Eon

3. Wang et al

نیستند و به آن توجه دارند (صابرشیخ، ۱۳۹۲). در واقع، ارزش برند یا سرمایه برند<sup>۱</sup>، نشان دهنده‌ی صرف ارزشی است که یک به واسطه‌ی نام خود از فروش محصولات و خدمات خود در مقایسه با محصولات مشابه فاقد برند به دست می‌آورد. به طوری که می‌تواند مزیت رقابتی بنگاه را در زمینه فروش محصولات و خدمات و کسب ارزش در پی داشته باشد (لین<sup>۲</sup>، ۲۰۱۵).

ارزشیابی برند، به عنوان یکی از مهم‌ترین دارایی‌های نامشهود امروزه بنگاه‌ها، می‌تواند در ابتدا به درک صحیح ارزش کل بنگاه کمک نموده و سپس سرمایه‌گذاران را در ارزیابی صحیح و بنیادین گزینه‌های مناسب سرمایه‌گذاری یاری نماید. از آنجایی که سرمایه‌گذاران همواره به دنبال انجام بهترین و مطلوب‌ترین گزینه‌های سرمایه‌گذاری هستند تا نفع بیش‌تری عایدشان شود، در پی تفکیک شرکت‌های موفق و ناموفق و رتبه‌بندی آن‌ها هستند. رتبه‌بندی شرکت‌ها سبب می‌شود تا شرکت‌های ضعیف صنعت، فاصله خود را با برترین‌ها تشخیص داده و راهبرد مناسبی را برای رسیدن به آن‌ها تدوین کنند و شرکت‌های برتر با تعریف برنامه‌ها و راهبردهای مناسب، برتری خود را مستحکم‌تر کنند. در کنار این موارد، ارائه اطلاعات مناسب فرصت خوبی را برای سرمایه‌گذاران در جهت سرمایه‌گذاری مناسب فراهم می‌کند (قلی‌زاده، ۱۳۸۳).

بر اساس آنچه بیان گردید، هدف این پژوهش، رتبه‌بندی ارزش ویژه برند شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران بر اساس شاخص‌های مالی و با استفاده از روش بی‌مقیاس‌سازی فازی به منظور ارائه راهبرد سرمایه‌گذاری است. با بررسی مطالعات داخلی و خارجی، دریافتیم که عموماً یا از روش‌های کیفی و یا یک روش منتخب مالی به منظور ارزش‌گذاری استفاده شده است. لذا در این پژوهش، با توجه به ماهیت پویای ارزش برند و تنوع روش‌های ارزش‌گذاری، از پنج روش به‌منظور تعیین ارزش برند استفاده شده که در نوع خود، نمونه مشابهی نداشته و سپس به‌جای تمرکز صرف بر ارزش برند، با استفاده از روش بی‌مقیاس‌سازی فازی و مقایسه با استاندارد صنعت، به امتیازبندی ارزش برند شرکت‌ها پرداخته شد؛ که از این نظر نیز با سایر مطالعات، متفاوت است. نکته‌ی دیگر این که به‌جای تمرکز

1. Brand Equity

2. Yi Hsin Lin

بر روابط همبستگی و رگرسیونی، از روش تحلیل پرتفوی نیز برای ارزیابی اثرگذاری ارزش برند بر ارزش بازار و بازده استفاده شده است.

## ۲- مبانی نظری و پیشینه پژوهش

در نظام کنونی اقتصاد بین‌الملل، که معادلات و مبادلات اقتصادی بیش از پیش در تعامل با یکدیگرند و از ساختار شبکه‌ای منسجم‌تری برخوردار شده‌اند، اهمیت شرکت‌های فعال در عرصه‌های تجاری در حال افزایش است. این نظریه که در اقتصاد جدید، کشورهای مختلف جهان با شرکت‌های خود شناخته می‌شوند و اهمیت شرکت‌ها به مراتب بیش‌تر از اهمیت دولت‌های آنان در عرصه‌های تجاری است، به طور ملموسی خودنمایی می‌کند. شرکت‌ها هر روز به دنبال افزایش سهم خود در بازارهای تجاری هستند و پیوسته کالاها و خدمات خود را با کمیت و کیفیت بهتری ارائه می‌کنند. ارزش‌گذاری برند، مقوله مهمی است که پس از مطرح شدن مباحث مربوط به خرید و فروش شرکت‌ها، به صورت جدی مورد توجه قرار گرفته است. به طوری که امروزه ارزش ویژه‌ی برند، عاملی کلیدی و تعیین‌کننده در ارزش شرکت‌ها و ارزش بازار سهام است (نیک‌فرجام و عبدالوند، ۱۳۹۵). همچنین آمار جهانی حاکی از رشد فزاینده‌ی ارزش برند در بخش‌های مختلف صنعت و اهمیت آن در کشورها و اقتصادهای پیشرفته جهانی است؛ به طوری که در بازه‌ی زمانی سال‌های ۲۰۰۸ تا ۲۰۱۸، ارزش برند در این قبیل کشورها از ۲۹۹۶ میلیارد دلار به ۵۹۰۴ میلیارد دلار رسیده است که نشان‌دهنده‌ی نقش انکارناپذیر این دارایی در گزارش‌های مالی است. همچنین بخش‌های خدماتی شامل شرکت‌های اینترنتی و نرم‌افزاری، بانک‌ها و صنایع مخابراتی توجه زیادی بر برند و ارزش آفرینی ناشی از آن دارند (جدول ۱).

جدول ۱- ارزش برند در بخش‌های مختلف صنعت و کشورهای پیشرفته

بخش ۱. ارزش برند در بخش‌های مختلف صنعت		
بخش	میلیارد دلار	درصد
تکنولوژی	۱۳۵۰/۶	٪۲۳
بانک	۸۳۹/۸	٪۱۴
مخابرات	۶۲۰/۶	٪۱۱
خرده‌فروشی	۳۵۳/۸	٪۶
خودرو	۳۴۷/۵	٪۶
نفت و گاز	۲۸۹	٪۵
سایر	۲۱۰۲/۸	٪۳۵
کل	۵۹۰۴/۲	٪۱۰۰

بخش ۲ ارزش برند کسب‌وکارها در کشورهای مختلف		
سال	میلیارد دلار	
۲۰۰۸	۲۰۱۸	
ایالات متحده	۲۵۲۷/۷	۱۴۲۵/۸
چین	۹۱۱/۵	۵۵۲/۵
آلمان	۴۰۹/۴	۲۰۰/۳
ژاپن	۴۰۷	۲۶۸/۴
فرانسه	۲۸۰/۲	۲۱۶/۵
بریتانیا	۲۳۵/۶	۲۴۱
سایر کشورها	۱۱۳۲/۸	۵۵۲/۵
کل	۵۹۰۴/۲	۲۹۹۶/۸

(Brand Finance, 2018)

در ادامه به مرور مطالعاتی پرداخته شده که در زمینه‌ی ارزش ویژه برند و جایگاه آن

از منظر سرمایه‌گذاری هستند. نابد<sup>۱</sup> (۲۰۱۷)، در پژوهشی به اثر حمایتی ارزش ویژه برند در دوره‌های بروز شوک‌های اقتصادی پرداخت. یافته‌های پژوهش وی نشان داد که برندهای قوی از نوسانات قیمتی (قیمت سهام) کم‌تری در دوران رکود اقتصادی برخوردارند و پرتفوی‌های سرمایه‌گذاری ایمن‌تری را ایجاد می‌کنند. همچنین جئون (۲۰۱۷) در پژوهشی با توجه به اهمیت ارزش ویژه برند، به بررسی اهمیت رابطه‌ی برند مشتری و عملکرد مالی برند پرداخت. وی به‌طور هم‌زمان، اثر تعهد و رابطه‌ی احساسی مشتریان با برند را بر ارزش ویژه‌ی برند مورد بررسی قرار داد. یافته‌های وی نشان داد که ابعاد تعهد مشتریان نسبت به برند، بر ارزش مالی برند تأثیرگذار است. هینستورزا<sup>۲</sup> (۲۰۱۷)، با توجه به اهمیت دارایی‌های نامشهود در تصمیمات سرمایه‌گذاری کشورهای شمال اروپا، به بررسی ارتباط برند و مولفه‌های ارزش سهام پرداخت. نتایج این پژوهش، گویای ارتباط ارزش برند با شاخص‌های بازده دارایی‌ها، ارزش بازار و نسبت قیمت به درآمد (P/E) است. نتایج دیگر پژوهش نیز تصریح‌کننده‌ی ناکارایی بازار در تحلیل محتوای کامل ارزش برند در ارزش‌گذاری بازاری سهام است. بایرکاردوگولو و میرزن<sup>۳</sup> (۲۰۱۶) به بررسی تأثیر ارزش ویژه برند بر سودآوری سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس استانبول پرداختند. تحلیل رگرسیونی مبتنی بر داده‌های تابلویی نشان داد که ارزش ویژه برند، تأثیر مثبت و معناداری بر سودآوری سهام دارد. دوتودور<sup>۴</sup> و همکاران (۲۰۱۵) با اشاره به اهمیت نقش برند در بازار سرمایه، شواهدی را ارائه کردند که نشان‌دهنده‌ی واکنش قابل ملاحظه‌ی قیمت سهام به تغییرات ارزش گزارش شده‌ی برند است. یافته‌های وی و همکارانش گویای ارزش مالی و ملموس مربوط به ارزش‌گذاری دارایی‌های نامشهود است. فنگ جوهاسو و همکاران (۲۰۱۳)، در پژوهشی به بررسی رابطه‌ی میان ارزش نام تجاری و عملکرد سهام، با استفاده از عملکرد تاریخی سهام در بانک جهانی سهام پرداخته‌اند. نتایج حاکی از آن است که پرتفوی برندهای با ارزش بالاتر، می‌توانند ریسک کم‌تری داشته باشند و همچنین شواهدی وجود دارد که بازار، واکنش مثبتی به حضور یک شرکت با ارزش برند بالا نشان می‌دهد و سرمایه‌گذاران از این شرکت‌ها بازده بالاتری دریافت نموده‌اند. فرناندز (۲۰۰۷) نیز

1. Nabod

2. Evelin Hinestroza

3. Bayrakdaroglu and Mirgen

4. Dutordoir

با توجه به جایگاه برند از دیدگاه سرمایه‌گذاران، به ارزیابی روش‌های مختلف محاسبه‌ی برند پرداخت. وی با مطالعه ادبیات مطرح در زمینه روش‌های ارزش‌گذاری، به محدودیت‌های موجود در این روش‌ها پرداخت و پیشنهادهایی را برای رفع این محدودیت‌ها ارائه نمود. وی بیان می‌کند که ارزیابی برند شرکت، وابسته به عوامل گوناگونی است و حتی مخاطب نیز نقش بسیار مهمی در این ارزش‌گذاری خواهد داشت، بنابراین لازم است همواره به این مساله توجه شود که برند برای چه کسانی ارزش‌گذاری می‌شود. گونزالس و مایوردومو (۲۰۱۱) تاثیر فعالیت نام و نشان تجاری بر ارزش بازار و عملکرد ۱۶ بانک مهم در ایالات متحده در دو دوره کوتاه‌مدت و بلندمدت را مورد بررسی قرار دادند. نتایج حاکی از آن است که اگرچه در کوتاه‌مدت نام و نشان تجاری اثر چندانی بر ارزش بازار و عملکرد بانک‌ها نداشته است، اما در بلندمدت، اثرگذاری خود را بر بازده عادی سهام و کاهش بازده غیرعادی، از طریق افزایش اعتماد مشتریان نشان می‌دهد. براتی و همکاران (۱۳۹۴) در پژوهشی به بررسی واکنش غیرعادی سهام به ارزش برند پرداختند. نمونه‌ی پژوهش آن‌ها، شامل شرکت‌های تولید کاشی و سرامیک عضو بورس اوراق بهادار تهران از ۱۳۸۱ تا ۱۳۹۳ بود. نتایج نشان‌دهنده‌ی تاثیر مثبت و معنادار تغییر ارزش برند بر بازده غیرعادی سهام بود. مرادی و همکاران (۱۳۹۳) نیز در پژوهشی با عنوان «اثرگذاری ارزش برند بر بازده شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران»، رابطه میان ارزش برند و بازده را در دوره زمانی ۱۳۸۱ تا ۱۳۸۹ مورد بررسی قرار دادند. در این پژوهش تجزیه و تحلیل روابط بین متغیرها، با استفاده از روش همبستگی و مدل رگرسیون تخمین زده شده است. نتایج پژوهش، حاکی از ارتباط ارزش برند و بازده سهام در صنایع مربوط به محصولات بهداشتی، مواد غذایی، و خودرو بود. مهرآذین و همکاران (۱۳۹۱) با شناسایی نام و نشان تجاری داخلی و خارجی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و با استفاده از مدل‌های مالی محور، به ارزشیابی برند پرداخته و سپس ارتباط بین ارزش نام‌های تجاری و شاخص‌های عملکردی همچون سود خالص، بازده دارایی‌ها، بازده حقوق صاحبان سهام و بازده فروش را بررسی کردند. نتایج حاصل از بررسی ارزش نام و نشان تجاری و شاخص‌های عملکرد در بین سال‌های ۱۳۸۰ تا ۱۳۸۹، حاکی از آن است که بین ارزش نام و نشان تجاری و تمامی شاخص‌های عملکرد مورد آزمون، رابطه‌ی معنادار و مستقیمی وجود دارد. در کل، مطالعه ادبیات نظری و پیشینه مربوط

به ارزش گذاری برند، نشان دهنده‌ی تاثیرگذاری مثبت آن بر شاخص‌های عملکردی سهام، هم در زمینه سودآوری و هم ارزش بازار و بازدهی است

### ۳- روش‌شناسی پژوهش

با توجه به هدف پژوهش، سوالاتی که پژوهشگران به دنبال پاسخگویی به آن هستند، عبارتند از:

«آیا می‌توان پرتفویی از سرمایه‌گذاری‌هایی با برند قوی ایجاد نمود که عملکرد آتی بالاتری نسبت به پرتفوی برندهای ضعیف ایجاد کند؟»

و «آیا میان ارزش برند و بازده همزمان و آتی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه‌ای وجود دارد؟»

لذا انتظار می‌رود نتایج حاصل از این پژوهش، در امر تصمیم‌گیری مورد توجه مدیران مالی، سرمایه‌گذاران و دیگر ذینفعان شرکت‌ها قرار گیرد. بنابراین، پژوهش حاضر از نوع پژوهش‌های کاربردی و از نظر نوع داده‌ی مورد استفاده، در زمره پژوهش‌های پس‌رویدادی، مبتنی بر اطلاعات عینی و واقعی است. جامعه آماری پژوهش شامل کلیه شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران در بازه‌ی زمانی ۱۳۸۶ تا ۱۳۹۵ است که به روش غربالگری، پس از حذف سیستماتیک نمونه‌نهایی انتخاب گردید. بنابراین شرکت‌های فاقد پیش‌فرض‌های زیر، از نمونه آماری حذف شدند:

- ۱- شرکت‌هایی که فاقد اطلاعات لازم برای محاسبه متغیرهای پژوهش بودند.
- ۲- صناعی که کم‌تر از ۵ عضو داشتند (با توجه به اینکه متغیرهای پژوهش بر اساس استاندارد صنعت دسته‌بندی شده بودند، صنایع مورد پژوهش می‌بایست حداقل شامل ۵ عضو باشند).

۳- تمامی شرکت‌های تحت عنوان سرمایه‌گذاری و واسطه‌گری مالی، شامل موسسات اعتباری، هلدینگ‌ها، لیزینگ‌ها، بانک‌ها، بیمه‌ها و صندوق‌های بازنشستگی، به دلیل ساختار متفاوت مالی و جلوگیری از محاسبات مضاعف از نمونه حذف شدند.

فرآیند اصلی پژوهش، در نمودار ۱ ارایه شده است.

**گام اول:** انتخاب نمونه‌ی آماری، با بررسی اطلاعات شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران مربوط به سال‌های ۱۳۸۶ تا ۱۳۹۵ که از پایگاه اطلاعاتی شرکت



فناوری بورس اوراق بهادار و نرم‌افزار ره‌آورد نوین استخراج شده است.  
گام دوم: محاسبه ارزش برند بر اساس مدل‌های منتخب

جدول ۲- مدل‌های ارزش‌گذاری برند

۱	روش داموداران	$\text{ارزش برند} = \left( \left( \frac{E}{S} \right)_{\text{brand}} - \left( \frac{E}{S} \right)_{\text{group}} \right) \times \text{Sales}$
۲	روش شاخص کیو-توبین	$Q = \frac{MV}{RC}$
۳	روش هولیهان	$\text{ارزش برند} = \left[ \text{ارزش فعلی} \right] - \left[ \left( \text{بازده مورد انتظار} \times \text{دارایی‌ها} \right) \right]$
۴	روش مبتنی بر ارزش بازار	$\text{ارزش برند} = \text{ارزش روز شرکت} - \text{ارزش روز شرکت}$
۵	روش میانگین سود	$\text{ارزش برند} = \left[ \left( \frac{V_g}{E_g} \right)_{\text{شرکت}} - \left( \frac{V_i}{E_i} \right)_{\text{صنعت}} \right] \times E$
<p>E/S: نسبت سود به فروش؛ E/Sg: نسبت سود به فروش صنعت؛ Sale: فروش؛ MV: ارزش بازار شرکت؛ RC: ارزش دفتری؛ ارزش فعلی: ارزش حال شرکت؛ بازده مورد انتظار: میانگین سه ساله بازده دارایی‌های شرکت؛ V/E: نسبت ارزش روز شرکت به سود؛ V/Eg: میانگین نسبت ارزش روز به سود صنعت؛ E: سود خالص</p>		

### گام سوم: بی‌مقیاس‌سازی و امتیازبندی برند

اهمیت و ضرورت بی‌مقیاس‌سازی از آن جهت است که هر یک از شاخص‌های کمی دارای مقیاس اندازه‌گیری خاص خود می‌باشد که این کار مقایسه مقادیر آن‌ها با یکدیگر را غیر ممکن می‌سازد؛ لذا با انجام بی‌مقیاس‌سازی، می‌توان ارزش برند محاسبه‌شده از طریق روش‌های یادشده در بالا را در یک فاصله صفر تا یک امتیازبندی کرد. روشی که در این پژوهش استفاده شده است، روش بی‌مقیاس‌سازی فازی است. در این روش از بی‌مقیاس‌سازی کردن، اگر شاخص دارای جنبه‌ی مثبت باشد، از فرمول زیر استفاده می‌کنیم:

$$n_{ij} = \frac{a_{ij} - a_{\min i}}{a_{\max ij} - a_{\min i}}$$

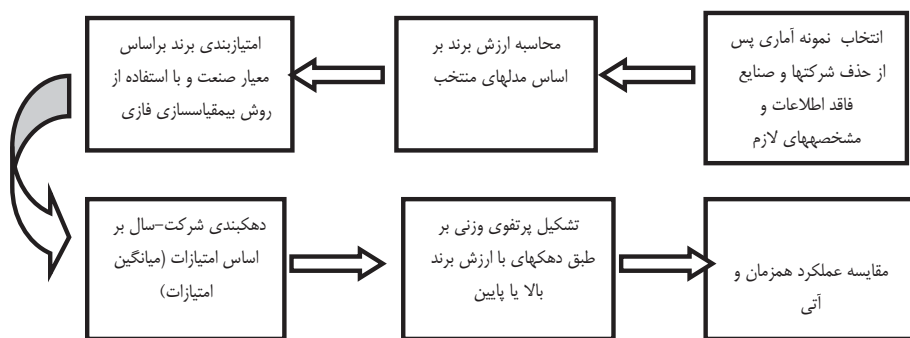
و اگر شاخص دارای جنبه منفی باشد، به صورت زیر عمل می‌شود:

$$n_{ij} = \frac{a_{\max i} - a_{ij}}{a_{\max i} - a_{\min i}}$$

**گام چهارم: دهک‌بندی شرکت-سال‌ها:** بر اساس امتیازات (میانگین امتیازات هر شرکت از شاخص‌های مختلف) پس از لیست کردن شرکت‌ها بر اساس ارزش برند آن‌ها در هر سال و تفکیک آن‌ها به دهک‌های با ارزش برند بالا و پایین.

**گام پنجم:** در این گام، شرکت‌ها بر اساس امتیازات به دست آمده، به ده طبقه دسته‌بندی شده و سه دهک از شرکت‌های دارای بیش‌ترین امتیاز به عنوان شرکت‌های با برند قوی و سه دهک با کم‌ترین امتیاز به عنوان شرکت‌های با برند ضعیف انتخاب شده؛ سپس بر اساس ارزش بازاری هر شرکت نسبت به ارزش بازاری کل هر طبقه، اوزانی برای تشکیل پرتفوی محاسبه می‌گردد.

گام ششم: مقایسه عملکرد فعلی و آتی از طریق انجام آزمون‌های آماری مبتنی بر مقایسه میانگین است.



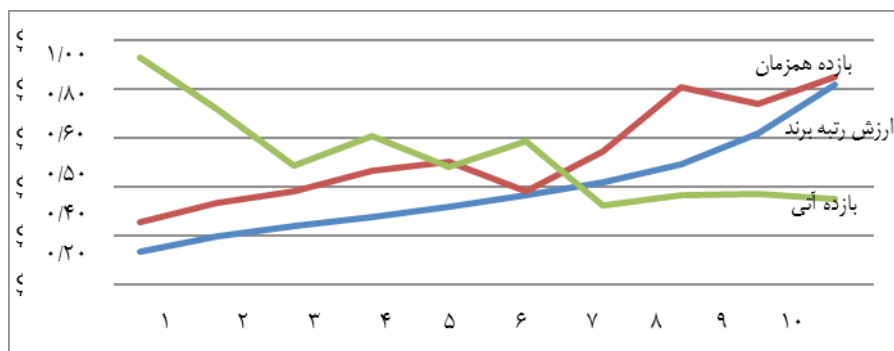
#### نمودار ۱- فرآیند پژوهش

پس از جمع‌آوری، کدبندی و دسته‌بندی اطلاعات شرکت‌ها در نرم‌افزار اکسل، فرضیه‌های پژوهش با استفاده از تحلیل‌های آماری مورد بررسی قرار گرفته و به کمک نرم‌افزارهای SPSS و EVIEWS، آمار توصیفی مربوط به متغیرهای اصلی پژوهش ارائه شده، سپس آزمون‌های فرضیه (آزمون میانگین) و در نهایت آزمون‌های رگرسیون تلفیقی ارائه شده است.

#### ۴- یافته‌های پژوهش

##### ۴-۱- آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

به منظور آزمون سوال اول پژوهش، از روش مطالعه پرتفوی استفاده شده است. در این بخش پس از طبقه‌بندی سهام بر اساس مقدار امتیازات نسبی برند، پرتفوی‌هایی با وزن مبتنی بر ارزش، از سهام موجود در هر طبقه تشکیل شده است. در جدول ۳، آمار توصیفی مربوط به طبقات مختلف امتیازات مربوط به ارزشیابی برند ارائه شده است. همان‌گونه که ملاحظه می‌شود، بازده همزمان دهک اول تا دهک دهم ارزش برند، از ۲۵٪ تا ۸۵٪ رشد را نشان می‌دهد؛ درحالی‌که میانگین بازده آتی برندهای قوی و ضعیف، سیر نزولی را نشان می‌دهد که نشان‌دهنده‌ی یک رویکرد معکوس از منظر سرمایه‌گذاری است. در نمودار ۲ نیز سیر تغییرات بازده به‌ازای تغییرات ارزش برند ارائه شده که نشان‌دهنده‌ی حرکت هم‌جهت بازده و ارزش برند و حرکت معکوس بازدهی آتی است.



نمودار ۲- میانگین ارزش برند، بازده همزمان و بازده آتی پرتفوی‌های ده‌گانه مبتنی بر ارزش نسبی برند

جدول ۳- آمار توصیفی ارزش برند، بازده همزمان و بازده آتی پرتفوی دهک‌های مختلف

دهک	۱	۲	۳	۴	۵	۶	۷	۸	۹	۱۰
ارزش نسبی رتبه برند	میانگین	۰/۱۳	۰/۱۹	۰/۲۳	۰/۲۷	۰/۳۲	۰/۳۶	۰/۴۲۰	۰/۴۹	۰/۸۱
	میانه	۰/۱۴	۰/۱۹	۰/۲۳	۰/۲۷	۰/۳۲	۰/۳۶	۰/۴۲	۰/۴۹	۰/۸۰
	انحراف معیار	۰/۰۳	۰/۰۱	۰/۰۰	۰/۰۱	۰/۰۱	۰/۰۱	۰/۰۱	۰/۰۲	۰/۰۵
	چولگی	-۱/۰۷	-۰/۰۸	-۰/۰۱	-۰/۰۲	-۰/۰۹	۰/۱۹۳	۰/۰۱۲	۰/۳۱۷	۰/۴۰۴
	کشیدگی	۱/۴۴	-۱/۰۶	-۱/۱۲	-۱/۲۶	-۱/۲۳	-۱/۱۵	-۱/۲۰	-۰/۹۲	-۰/۹۷
بازده همزمان	میانگین	۰/۲۵	۰/۳۳	۰/۳۸	۰/۴۶	۰/۵۰	۰/۳۸	۰/۵۴	۰/۷۳	۰/۸۵۲
	میانه	۰/۰۷	۰/۱۱	۰/۱۴	۰/۰۹۰	۰/۱۸	۰/۱۵	۰/۲۴	۰/۳۱	۰/۴۹
	انحراف معیار	۰/۶۲	۰/۸۳	۰/۹۳	۱/۱۶	۱/۱۲	۰/۸۹	۱/۱۷	۱/۲۱	۱/۰۷
	چولگی	۱/۳۴	۲/۸۳	۳/۳۵	۳/۲۵۰	۳/۷۰۷	۲/۰۱	۳/۹۱۰	۱/۹۶۸	۲/۰۳۸
	کشیدگی	۱/۶۸	۱۰/۰۶	۱۷/۹	۱۲/۹۵	۱۸/۲۷	۴/۴۶	۲۰/۹۵	۳/۸۳۷	۷/۷۳
بازده آتی	میانگین	۰/۹۳	۰/۷۲	۰/۴۸	۰/۶۰	۰/۴۸	۰/۵۸	۰/۳۲	۰/۳۶	۰/۳۵۳
	میانه	۰/۲۳	۰/۳۳	۰/۲۲	۰/۲۵	۰/۲۶	۰/۱۷	۰/۱۹	۰/۱۳۵	۰/۱۲۷
	انحراف معیار	۱/۶۶	۱/۱۳	۰/۸۸	۱/۲۱	۰/۷۸	۱/۱۴	۰/۶۶	۰/۷۹	۰/۷۱
	چولگی	۲/۲۵	۱/۹۲	۱/۸۵	۳/۴۷	۱/۸۳	۲/۵۴	۱/۸۰	۲/۷۹	۱/۸۶
	کشیدگی	۵/۲۴	۳/۸۶	۳/۸۶	۱۶/۵۶	۴/۴۷	۸/۴۵	۳/۸۰	۱۱/۷۱	۳/۶۱

شماره‌های ۱ تا ۱۰، نشان دهنده پرتفوی‌های دهک‌های اول تا دهم امتیازات مبتنی بر ارزش برند است.

#### ۴-۲ آزمون مقایسه‌ی میانگین بازده همزمان و آتی

در بخش ۱ از جدول ۴، نتایج مقایسه میانگین بازده پرتفوی‌های ده‌گانه وزنی مبتنی بر برند ارایه شده است. با مقایسه تفاوت بازده همزمان پرتفوی‌های وزنی طبقات مختلف رتبه برند می‌توان نتیجه گرفت که بازده همزمان پرتفوی‌ها، با افزایش رتبه برند افزایش خواهند داشت؛ البته این اختلاف بازده تا دهک هفتم از لحاظ آماری معنادار نیست که می‌تواند به دلیل نزدیکی ارقام در این دهک‌ها باشد، اما در دهک هشتم، نهم و دهم کاملاً قابل مشاهده و از لحاظ آماری معنادار است. به عبارت دیگر با بزرگ‌تر شدن رتبه برند طبقات، بازده همزمان پرتفوی‌ها نیز افزایش می‌یابد. با این تفاوت که هرچه طبقات از لحاظ رتبه برند به یکدیگر نزدیک‌تر می‌شود این اختلاف بازده کم‌تر دیده می‌شود.

در بخش ۲ از جدول ۴، نتایج مقایسه میانگین بازده آتی پرتفوی‌های ده‌گانه وزنی مبتنی بر برند ارایه شده است. با مقایسه اختلاف بازده دهک اول با دهک‌های دوم

تا دهم مشاهده می‌شود که با افزایش رتبه برند طبقات مختلف، اختلاف بازده آتی دهک‌ها به شکل نسبی کاهش می‌یابد. بدین معنا که هرچه طبقات پرتفوی‌های سرمایه‌گذاری از لحاظ رتبه برند قوی‌تر می‌شوند، بازده آتی به شکل نسبی کاهش می‌یابد. به عبارت دیگر طبقات برتر رتبه برند، دارای بازده آتی ضعیف‌تری هستند. در جدول ۵، نتایج آزمون سوال اول بر مبنای تفاوت بازده همزمان و بازده آتی پرتفوی‌های مبتنی بر دهک‌های امتیازبندی برند ارائه شده است. بر اساس آزمون تحلیل حساسیت تفاوت بازده پرتفوی‌های مبتنی بر تفاضل دهک‌های آخر و اول امتیازبندی نسبی مبتنی بر برند، مشخص شد که پرتفوی‌های مبتنی بر ویژگی‌های قوی برند، از بازده همزمان مثبت و بالاتری نسبت به برندهای ضعیف برخوردار هستند. بدین معنا که عملکرد پرتفوی‌های مبتنی بر ویژگی‌های برند قوی، در دوره زمانی کوتاه‌مدت، نسبت به برندهای ضعیف بهتر بوده است. همچنین پرتفوی‌های مبتنی بر ویژگی‌های برند قوی، نه تنها از بازده آتی بالاتری نسبت به برندهای ضعیف برخوردار نیستند، بلکه عملکرد آن‌ها در دوره آتی بدتر از برندهای ضعیف نیز بوده است که می‌تواند نشان‌دهنده‌ی یک حرکت معکوس در بازار باشد.

#### جدول ۴- نتایج آزمون مقایسه میانگین تفاوت بازده

بخش ۱: تفاوت بازده همزمان پرتفوی‌های وزنی طبقات مختلف رتبه برند در هر کدام از سلول‌های جدول، نتایج تفاوت بازده پرتفوی‌های وزنی دهک‌های اول تا دهم ارزش نسبی برند ارائه شده است. اعداد داخل پرانتز سطح معناداری را نشان می‌دهد.									
دهک‌های ارزش برند	۱۰	۹	۸	۷	۶	۵	۴	۳	۲
۱	۰/۵۵۴ (۰/۰۰)	۰/۴۶۰ (۰/۰۰)	۰/۴۷۵ (۰/۰۰۰)	۰/۲۶۸ (۰/۰۱۵)	۰/۱۳۰ (۰/۲۳۸)	۰/۲۱۱ (۰/۰۵۵)	۰/۱۸۳ (۰/۰۹۷)	۰/۱۰۶ (۰/۳۳۳)	۰/۰۹۸ (۰/۳۷۱)
۲	۰/۴۵۵ (۰/۰۰)	۰/۳۶۱ (۰/۰۰)	۰/۳۷۶ (۰/۰۰۱)	۰/۱۶۹ (۰/۱۲۴)	۰/۰۳۱ (۰/۷۷۵)	۰/۱۱۳ (۰/۳۰۶)	۰/۰۸۴ (۰/۴۴۴)	۰/۰۰۸ (۰/۹۴۱)	
۳	۰/۴۴۷ (۰/۰۰)	۰/۳۵۳ (۰/۰۰)	۰/۳۶۸ (۰/۰۰۱)	۰/۱۶۱ (۰/۱۴۳)	۰/۰۲۳ (۰/۸۳۲)	۰/۱۰۴ (۰/۳۴۲)	۰/۰۷۶ (۰/۴۹۰)		
۴	۰/۳۷۱ (۰/۰۰)	۰/۲۷۶ (۰/۰۱)	۰/۲۹۱ (۰/۰۰۸)	۰/۰۸۵ (۰/۴۳۹)	-۰/۰۵۲ (۰/۶۳۲)	۰/۰۲۸ (۰/۷۹۵)			
۵	۰/۳۴۲ (۰/۰۰)	۰/۲۴۸ (۰/۰۲)	۰/۲۶۳ (۰/۰۱۷)	۰/۰۵۶ (۰/۶۰۷)	-۰/۰۸۱ (۰/۴۶۰)				

						۰/۱۳۸ (۰/۲۱۰)	۰/۳۴۴ (۰/۰۰۲)	۰/۳۲۹ (۰/۰۰)	۰/۴۲۳ (۰/۰۰)	۶
							۰/۲۰۶ (۰/۰۶۱)	۰/۱۹۱ (۰/۰۸)	۰/۲۸۵ (۰/۰۰)	۷
								-۰/۰۱۴ (۰/۸۹)	۰/۰۷۹ (۰/۴۷)	۸
									۰/۰۹۴ (۰/۳۹)	۱۰
<b>بخش ۲: تفاوت بازده آتی پرتفوی‌های وزنی طبقات مختلف رتبه برند</b>										
۰/۲۱۰ (۰/۰۸۷)	-۰/۴۴۴ (۰/۰۰۰)	-۰/۳۲۱ (۰/۰۹)	-۰/۴۴۶ (۰/۰۰۰)	-۰/۳۴۶ (۰/۰۵)	-۰/۶۰۵ (۰/۰۰۰)	-۰/۵۶۲ (۰/۰۰۰)	-۰/۵۶۰ (۰/۰۰)	-۰/۵۷۷ (۰/۰۰)		۱
	-۰/۲۳۳ (۰/۰۵۷)	-۰/۱۱۱ (۰/۳۶۶)	-۰/۲۳۶ (۰/۰۵۵)	-۰/۱۳۵ (۰/۲۷۰)	-۰/۳۹۴ (۰/۰۰۱)	-۰/۳۵۱ (۰/۰۰۴)	-۰/۳۵۰ (۰/۰۰۴)	-۰/۳۶۷ (۰/۰۰۳)		۲
		۰/۱۲۲ (۰/۳۲)	-۰/۰۰۲ (۰/۹۸)	۰/۰۹۸ (۰/۴۲)	-۰/۱۶۱ (۰/۱۹)	-۰/۱۱۸ (۰/۳۳)	-۰/۱۱۶ (۰/۳۴)	-۰/۱۳۳ (۰/۲۷)		۳
			-۰/۱۲۵ (۰/۳۰)	-۰/۰۲۴ (۰/۸۴)	-۰/۲۸۳ (۰/۰۲)	-۰/۲۴۰ (۰/۰۵)	-۰/۲۳۹ (۰/۰۵)	-۰/۲۵۶ (۰/۰۳)		۴
				۰/۱۰۰ (۰/۴۱)	-۰/۱۵۸ (۰/۲۰)	-۰/۱۱۵ (۳۵۰)	-۰/۱۱۴ (۰/۳۵)	-۰/۱۳۰ (۰/۲۸)		۵
					-۰/۳۵۹ (۰/۰۳)	-۰/۲۱۶ (۰/۰۸)	-۰/۲۱۴ (۰/۰۸)	-۰/۲۳۱ (۰/۰۵)		۶
						۰/۰۴۲ (۰/۷۳)	۰/۰۴۴ (۰/۷۱)	۰/۰۲۷ (۰/۸۲)		۷
							۰/۰۱۴ (۰/۹۹)	-۰/۰۱۵ (۰/۹۰)		۸
								-۰/۰۱۶ (۰/۸۹)		۹

همچنین تفاوت بازده همزمان و آتی پرتفوی‌های مبتنی بر تفاضل دو دوهک آخر و اول و سه دهک آخر و اول نیز نتایج مشابهی را نشان می‌دهد؛ بدین معنا که پرتفوی‌هایی که دارای امتیاز برند قوی‌تری هستند، بازده همزمان بالاتری نسبت به برندهای با رتبه پایین‌تر دارند. ولی بازده آتی پرتفوی‌های دارای امتیاز برند قوی، نشان‌دهنده عملکرد بلندمدت ضعیف‌تر نسبت به پرتفوی‌های با امتیاز برند پایین است؛ یعنی بازار در ارتباط با بازده آتی حرکتی معکوس را دنبال می‌کند.

### جدول ۵- آزمون مقایسه میانگین (تفاوت دهک آخر منهای دهک اول رتبه برند)

تفاوت بازده دهک آخر و اول رتبه مبتنی بر برند			
بخش ۱: تفاوت بازده همزمان			
تفاوت بازده	سطح معناداری	نسبت t	درجه آزادی
۰/۵۵	۰/۰۰	۵/۸۰	۲۵۲
بخش ۲: تفاوت بازده آتی			
تفاوت بازده	سطح معناداری	نسبت t	درجه آزادی
-۰/۵۷	۰/۰۰	۳/۶۶	۲۰۱

تفاوت بازده دو دهک آخر و دو دهک اول رتبه برند			
بخش ۱: تفاوت بازده همزمان			
تفاوت بازده	سطح معناداری	نسبت t	درجه آزادی
۰/۴۵	۰/۰۰	۶/۴۱	۵۶۱
بخش ۲: تفاوت بازده آتی			
تفاوت بازده	سطح معناداری	نسبت t	درجه آزادی
-۰/۴۶	۰/۰۰	۴/۷۸	۴۲۹

تفاوت بازده سه دهک آخر منهای سه دهک اول رتبه برند			
بخش ۱: تفاوت بازده همزمان			
تفاوت بازده	سطح معناداری	نسبت t	درجه آزادی
۰/۴۲	۰/۰۰	۷/۰۱	۸۶۵
بخش ۲: تفاوت بازده آتی			
تفاوت بازده	سطح معناداری	نسبت t	درجه آزادی
-۰/۳۴	۰/۰۰	۴/۷۵	۶۹۱

### ۳-۴ آزمون‌های رگرسیون

در بخش ۱ و ۲ از جدول ۶، نتایج مدل‌های برآوردی تاثیر امتیازبندی نسبی برند بر بازده و بازده همزمان، به همراه آزمون‌های تشخیصی مربوط به انتخاب مدل مناسب برآورد ارایه شده است. ضریب تاثیر امتیاز ناشی از ارزش برند بر بازده همزمان، معادل ۰/۹۳ است؛ درحالی‌که مقدار ضریب بر بازده آتی معادل ۰/۵۳- است. به عبارتی، با توجه به معناداری ضرایب به‌دست‌آمده، نتایج تحلیل پرتفوی و مقایسه آمار توصیفی مورد تایید قرار می‌گیرد؛ که نشان‌دهنده وجود روابط همزمان و مومنتوم بازده برندهای قوی نسبت به ضعیف و حرکت معکوس برندهای قوی نسبت به ضعیف بر مبنای بازده

آتی است. در واقع وجود چنین نتیجه‌ای می‌تواند مبین یک رفتار معکوس در انتخاب سبدهای سرمایه‌گذاری باشد؛ چرا که استقبال بیش‌تر از سهام با برند قوی‌تر، اگر سبب واکنش بیش از حد سرمایه‌گذاران شود، با گذشت زمان و کاهش سطح هیجان عمومی در دوره‌های بعد می‌تواند سبب حرکت معکوس قیمت سهام شود. مقایسه ضرایب سایر متغیرها نیز نشان‌دهنده اثر معنادار و منفی اندازه شرکت بر بازده همزمان و آتی است؛ که منطبق بر نتایج غالب مطالعاتی است که در این زمینه انجام گرفته است. معناداری ضریب آماره F لیمر (۸۵)، نشان‌دهنده استفاده از روابط به صورت تابلویی است. همچنین برای مدل روابط همزمان، عدم معناداری آماره آزمون هاسمن، استفاده از مدل اثرات تصادفی را پیشنهاد می‌کند؛ درحالی‌که برای روابط آتی، مدل اثرات ثابت پیشنهاد شده است.

جدول ۶- نتایج آزمون رگرسیون

بخش ۱. آزمون‌های تشخیصی و مدل برآوردی تاثیر رتبه‌بندی نسبی برند بر بازده همزمان							
آماره	مقدار	سطح احتمال (p-value)					
آزمون F لیمر	۸۵/۶۰۲	۰/۰۰۰		مدل پانل			
آزمون هاسمن	۰/۷۹۹	۰/۳۷۱		مدل اثرات تصادفی			
مدل برآوردی بازده همزمان: $R_{it} = \alpha_{it} + \beta_{1t} Brand_{it} + \beta_{2t} size_{it} + \beta_{3t} lev_{it} + e$ $R_{it} = \alpha_{it} + \beta_{1t} Brand_{it} + \beta_{2t} size_{it} + \beta_{3t} lev_{it} + e$							
	$\alpha$	$\beta_1$	$\beta_2$	$\beta_3$	$R^2$	F	DW
ضرایب	۰/۱۱۳	۰/۹۳	-۰/۰۳۲	-۰/۰۲۱	۰/۳۳	۸۶/۲۹	۲/۰۱
سطح معناداری	۰/۰۰۹	۰/۰۰۰	۰/۰۰۱	۰/۱۲۳	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰
بخش ۲. آزمون‌های تشخیصی و مدل برآوردی تاثیر رتبه‌بندی نسبی برند بر بازده آتی							
آماره	مقدار	سطح احتمال (p-value)					
آزمون F لیمر	۶۴/۵۶۶	۰/۰۰۰		مدل پانل			
آزمون هاسمن	۳۸/۱۸۳	۰/۰۰۰		مدل اثرات ثابت			
مدل برآوردی بازده آتی: $R_{it+1} = \alpha_{it} + \beta_{1t} Brand_{it} + \beta_{2t} size_{it} + \beta_{3t} lev_{it} + e$ $R_{it+1} = \alpha_{it} + \beta_{1t} Brand_{it} + \beta_{2t} size_{it} + \beta_{3t} lev_{it} + e$							
	$\alpha$	$\beta_1$	$\beta_2$	$\beta_3$	$R^2$	F	DW
ضرایب	۰/۶۶	-۰/۵۴	-۰/۰۶۲	-۰/۰۳۱	۰/۲۲	۶۰/۶۱	۲/۲۶
سطح معناداری	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۲۱	۰/۳۳۱	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰



## ۵- نتیجه‌گیری

در این پژوهش با توجه به روش‌های مالی ارزش‌گذاری برند، به امتیازبندی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران با استفاده از روش بی‌مقیاس‌سازی فازی و مقایسه با میانگین صنعت پرداخته شده؛ و با تشکیل پرتفوی‌هایی شامل شرکت‌های با برند قوی و ضعیف، بازده همزمان و آتی آن‌ها مورد مقایسه قرار گرفت؛ و در ادامه، تاثیر ارزش برند بر بازده همزمان و آتی در قالب رگرسیون مبتنی بر داده‌های تابلویی مورد بررسی قرار گرفت. با توجه به استفاده از روش‌های مختلف محاسبه ارزش برند و امتیازبندی ارزش‌های محاسبه‌شده و تحلیل آن در قالب پرتفوی‌های وزنی، این پژوهش متفاوت از سایر پژوهش‌های انجام گرفته در این زمینه است.

یافته‌های پژوهش نشان‌دهنده بازده بالاتر همزمان پرتفوی برندهای قوی نسبت به پرتفوی برندهای ضعیف است. همچنین همزمان با افزایش ارزش برند، افزایش بازده همزمان پرتفوی‌های تشکیل‌شده، مشاهده گردید. وجود چنین رفتاری نشان‌دهنده واکنش سریع و همزمان بازار به ارزش برند است. در همین حال، وجود رفتار معکوس بازده آتی در قبال ارزش برند، نشان‌دهنده عکس شدن انتظارات بازار در مورد برندهای قوی و ضعیف است که می‌تواند به دلیل فراواکنش همزمان بازار و سرمایه‌گذاران به برندهای قوی نسبت به برندهای ضعیف باشد؛ که سبب رشد بالا و غیرعادی قیمت سهام در دوره‌های جاری و اصلاح قیمت‌ها (کاهش قیمت) در دوره‌های آتی می‌شود. نتایج به‌دست‌آمده در این بخش، همراستا با نتایج مطالعه نایب (۲۰۱۷) است که به عملکرد پرتفوی برندهای قوی و ضعیف در شرایط بحران اقتصادی به عنوان یک روش پوشش ریسک سرمایه‌گذاری پرداخته است. همچنین نتایج پژوهش فنگ‌جو (۲۰۱۳) نیز نشان‌دهنده بازده بالاتر همزمان و ریسک کم‌تر پرتفوی برندهای قوی نسبت به برندهای ضعیف است. گونزالس و مایوردومو (۲۰۱۱) نیز نشان دادند که ارزش برند در بلندمدت اثرگذاری خود را بر کاهش بازده غیرعادی و افزایش کارایی نشان می‌دهد. با توجه به نتایج آزمون‌های رگرسیون نیز وجود رابطه مثبت و معنادار ارزش برند و بازده همزمان و رابطه منفی ارزش برند و بازده آتی تصریح گردید؛ که همراستا با نتایج مربوط به آمار توصیفی و تحلیل پرتفوی است. در همین راستا شواهد تجربی به‌دست‌آمده در مطالعات داخلی و خارجی نیز عمدتاً وجود روابط همزمان ارزش برند

و شاخص‌های عملکرد مالی را نشان می‌دهد. به طوری که هینستوریزا<sup>۱</sup> (۲۰۱۷) در پژوهش خود ارتباط مثبت برند و مولفه‌های عملکرد مالی از قبیل بازده دارایی‌ها، ارزش بازار و نسبت قیمت به درآمد (P/E) را نشان داد. بایرکاردوگولو و میرژن<sup>۲</sup> (۲۰۱۶) و مهرآذین و همکاران (۱۳۹۱) نیز رابطه مثبت ارزش ویژه برند و شاخص‌های سودآوری سهام را نشان دادند. دوتودور<sup>۳</sup> و همکاران (۲۰۱۵) نیز با اشاره به اهمیت نقش برند در بازار سرمایه، شواهدی را ارائه کردند که نشان‌دهنده واکنش قابل ملاحظه و مثبت قیمت سهام به تغییرات ارزش گزارش شده برند بود.

با توجه به ناهمگنی صنایع بورسی کشور، پیشنهاد می‌شود که پژوهشگران بر مبنای عواملی از قبیل اندازه به‌عنوان شاخصه شهرت و درجه شفافیت به مطالعه رفتار بازده پرتفوی‌های مبتنی بر ارزش‌گذاری برند در دوره‌های کوتاه‌مدت کم‌تر از یک‌سال، به منظور کشف رفتارهای مومنتومی و ارایه استراتژی سرمایه‌گذاری کوتاه‌مدت بپردازند. از طرفی با توجه به وجود چرخه‌ها و نوسانات دوره‌ای در بازارهای مالی و بالخصوص بازار سرمایه ایران، پیشنهاد می‌شود که به بررسی رابطه ارزش برند و عملکرد پرتفوی‌های سرمایه‌گذاری، در دوره‌های زمانی مختلف بازار از قبیل رونق، رکود و ثبات پرداخته شود. در این پژوهش با وجود دسترسی به تمامی اطلاعات مالی موردنیاز، محدودیت اساسی موجود، مربوط به کوچک بودن نمونه در مقایسه با پژوهش‌های مشابه خارجی و کیفیت داده‌هاست؛ به‌نحوی که انجام بسیاری از آزمون‌ها و تحلیل حساسیت‌ها را با محدودیت و تعمیم نتایج را با تردید و دشواری مواجه می‌کند. مساله دیگری که درک محتوای اطلاعاتی عوامل بنیادی را با تردید مواجه ساخته، عدم گروه‌بندی مناسب صنایع بورسی و عدم همگونی مناسب شرکت‌های موجود در هر طبقه به لحاظ اندازه و نوع فعالیت اقتصادی است.

1. Evelin Hinestroza

2. Bayrakdaroğlu and Mirgen

3. Dutordoir

## منابع

- براتی، ا. و داوری، م. و عباسپور نوغانی، م. (۱۳۹۴). واکنش بازده غیرعادی سهام نسبت به ارزش برند. چشم‌انداز مدیریت بازرگانی، (۲۴)، ۴۵-۶۲.
- صابرشیخ، ر. (۱۳۹۲). شناسایی پارامترهای تعیین کننده ارزش نام تجاری و ارائه الگویی برای قیمت‌گذاری و ارزش‌گذاری برند شرکت سهامی نمایشگاه بین‌المللی جمهوری. پایان‌نامه در دانشگاه آزاد اسلامی واحد تهران مرکز دانشکده مدیریت.
- قلی‌زاده، م. (۱۳۸۳). طراحی مدل رتبه‌بندی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس تهران با استفاده از تحلیل پوششی داده‌ها (مورد صنعت مواد غذایی و آشامیدنی). پایان‌نامه دکتری مدیریت مالی، دانشکده مدیریت دانشگاه تهران.
- مهرآذین، ع.، فروتن، ا.، تقی‌پور، م.، و قیدیان، ب. (۱۳۹۱). ارزش نام و نشان تجاری و رابطه آن با شاخص عملکرد. پژوهش‌های تجربی حسابداری مالی. شماره ۲(۲)، ۱۳۹-۱۲۵.
- نیکو فرجام، م. و عبدالوند، ساره (۱۳۹۵). مدل‌سازی ارزش ویژه برند برای محصولات تندمصرف، با رویکرد سیستم‌های دینامیکی. نشریه علمی پژوهشی مدیریت برند. ۳(۴). ۱۲۳-۱۵۶.
- Barati, A. , Davari, M. , Abbaspour Noghani, M. (2015). Abnormal return reaction to brand value. *Business Management Perspective*. Vol 4.No 14. PP 45-62 (in Persian).
- Bayrakdaroğlu, Ali and Mirgen, Çağatay (2016). The Impact of Brand Value on Stock Returns: A Empirical Research on the BİST. *Business and Economics Research Journal*. Vol 7. No 3. PP. 111-123.
- Brand Finance (2018). < <http://brandirectory.com/Brand-Finance-Global-500-Report.pdf>>.
- Dutordoir, M.; Verbeeten, F. H. M.; DeBeijer, D. (2015). Stock price reactions to brand value announcements: magnitude and moderators. *International Journal of Research in Marketing*. Vol 32. No 1. PP 34-47. <http://dx.doi.org/doi:10.1016/j.ijresmar.2014.08.001>>.
- Feng J.H., Wang, T., & Chen, M.Y. (2013). The Impact of Brand Value on Financial Performance. *Advances in Management & Applied Economics*. vol 3. No.6, PP 129-141.
- Fernández, Pablo, (2007). Brand equity and brand valuation: Establishing guidelines for value creation”. In: K. Sangeetha. Branding practices.

- Hyderabad, India: Icfai University Press.
- Gholizadeh, M. (2004). Designing a ranking model of companies accepted in Tehran Stock Exchange using data envelopment analysis (The food and drink industry). Unpublished MA dissertation. University of Tehran, Iran. (in Persian).
- González-Pedraz, C., & Mayordomo S. (2011). Trademark Activity and the Market Performance of U.S. Commercial Banks. *Journal of Business Economics and Management*, NO.14, 2-27.
- Hinestroza, Evelin (2017). Brand Equity-A Study on the relationship between brand equity and Stock Performance. Master Thesis of Finance. Umea School of Business and Economics. Sweden.
- Jeon, Joo-Eon (2017). The Impact of Brand Concept on Brand Equity. *Asia Pacific Journal of Innovation and Entrepreneurship*. VOL 11. ISSUE 2. PP.233-245. < <https://doi.org/10.1108/APJIE-08-2017-030>>.
- Lassar, W., Mittal, B., & Sharma, A. (1995). Measuring customer based brand equity. *Journal of Consumer Marketing*, Vol.12, PP 11-19.
- Lin, Yi Hsin (2015). Innovative brand experience's influence on brand equity and brand satisfaction. *Journal of Business Research*. Vol 68, Issue 11, Pages 2254-2259.
- Mehrazin, A., Taghipour, M., Ghabdian, B., (2012). The Trademark's Value and its Relation with Performance Indicators. *Journal of empirical research of accounting*, 2 (2), 125-139. (in Persian).
- Moradi, Z., Khan Mohammadi, M.H.K., Sardari, S. (2014). THE Effect of Brand Equity on the Return of OF Listed Firms on Tehran Stock Exchange, *Indian Journal of Fundamental and Applied Life Sciences*.
- Murphy, J. (1990). *Brand Strategy*. to be published by Director Books.
- Nabod, Majed (2017). The Role of Brand Value as a Buffer During Financial Shocks. Master Thesis in finance. Utrecht University.
- Nikfarjam, Mehdi and Abdolvand, Sareh (2017). Modeling Brand Equity in Fast-Moving Consumer Goods: A System Dynamics Approach. *Journal of Brand*

Quarterly Journal of  
Brand Management  
Vol. 4, Issue 12, Winter / 2018

## Brand Rankig Based on Unscaled Fuzzy Matrix and Investment Strategy at Tehran Stock Exchange

Ataabadi Abdolmajid Abdolbaghi\*<sup>1</sup>, Jafarnia Mohammad<sup>2</sup>

### Abstract:

*The purpose of this research is to rank the brand equity of the listed companies in Tehran Stock Exchange based on financial indicators and using the fuzzy Unscaling method to develop an investment strategy. Therefore, after systematic elimination of the unqualified companies, a sample of 268 companies listed at TSE during the period of 2007 to 2016 was selected. To test the hypothesis of the research, brand equity was valued using different methods and Based on each of these methods and compared with the industry average, rating was conducted, then compared with the present and future performances. Finally, by analyzing relationships among variables using correlation and regression models, a relation between them was found. The results indicate a significant positive relation between brand equity and the current ROI and also a reverse correlation between brand equity and future returns.*

**Keywords:** Brand Value, Rating, Investment, Return

---

1 . (Corresponding Author) Assistant Professor of Finance, Shahrood University of Technology, Iran, [abdolbaghi@shahroodut.ac.ir](mailto:abdolbaghi@shahroodut.ac.ir)

2. Master of Business Management, Sheykh-Bahaei University of Esfahan, [mfbazad@yahoo.com](mailto:mfbazad@yahoo.com)