

## A Comparative Study of Brand Valuation with Two Approaches of Earning per Share and Price to Sales in the Tiles, Ceramics and Cement Industries

Mousa Rahimi<sup>1</sup>, Majid Mohammad Shafiee\*<sup>2</sup>, Azarnoosh Ansari Tadi<sup>3</sup>, Mahmoud Botshekan<sup>4</sup>

### Abstract

*Brands are seen as strategic assets whose value is highly correlated to the value of companies. The aim of this study is to compare two brand valuation approaches of listed companies in Tehran stock exchange in the tiles, ceramics and cement industries. The sample consists of 23 companies adopted in the tile, ceramic and cement industry in Tehran stock exchange during 2012 to 2016. The model used in this study is a partial and mix comparison of the three phases cash profit discount model with the price to sales model and the Earning per Share brand model. The results show that using Earning per Share approach for brand valuation, one can get more realistic value toward brand. It can also be formulated a model fitting to Iran stock exchange context with the financial parameters of the company, rather than the qualitative methods, in order to calculate the company's value and its brand.*

**Keywords:** *Price to sales approach, Earning per share approach, Tiles, ceramics and cement Industries, brand valuation.*

- 
1. Ph.D. student of Marketing Management, Faculty of Administrative Sciences and Economics, University of Isfahan, Isfahan, Iran, rahimi.muosa@yahoo.com
  2. Corresponding author: Department of management, Faculty of administrative sciences and economics, University of Isfahan, Isfahan, Iran, m.shafiee@ase.ui.ac.ir
  3. Department of management, Faculty of administrative sciences and economics, University of Isfahan, Isfahan, Iran, a.ansari@ase.ui.ac.ir
  4. Department of management, Faculty of administrative sciences and economics, University of Isfahan, Isfahan, Iran, m.botshekan@ase.ui.ac.ir

فصلنامه مدیریت برند

دوره ۶ شماره ۲، تابستان ۱۳۹۸

## مطالعه تطبیقی ارزش‌گذاری برند با دو رویکرد سود هر سهم و قیمت به فروش در صنایع کاشی و سرامیک و سیمان\*<sup>۲</sup>

موسی رحیمی<sup>۲</sup>، مجید محمدشفیعی<sup>۴</sup>، آذرنوش انصاری طادی<sup>۵</sup>، محمود بت شکن<sup>۶</sup>

### چکیده

برندها به‌عنوان دارایی‌های استراتژیک دیده می‌شوند که ارزش آن‌ها به‌شدت با ارزش شرکت‌ها ارتباط دارد. هدف پژوهش مقایسه دو رویکرد ارزش‌گذاری برند شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران در صنایع کاشی و سرامیک و سیمان است. پژوهش حاضر از نظر هدف، توسعه‌ای و نمونه پژوهش شامل ۲۳ شرکت پذیرفته‌شده در صنعت کاشی و سرامیک و سیمان در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۹۱ تا ۱۳۹۵ است. مدل استفاده‌شده در این پژوهش از نوع مقایسه نسبی و ترکیبی از مدل تنزیل سود نقدی سه مرحله‌ای با مدل قیمت به فروش و مدل سود هر سهم متناسب به برند است. نتایج حاکی از آن است در ارزش‌گذاری برند می‌توان با استفاده از رویکرد سود هر سهم متناسب به برند به ارزش واقعی‌تری از برند دست‌یافت؛ همچنین می‌توان با پارامترهای مالی شرکت، نسبت به روش‌های کیفی، الگویی را متناسب با شرایط بورس ایران جهت محاسبه ارزش شرکت و برند آن تدوین نمود.

**واژگان کلیدی:** رویکرد قیمت به فروش، رویکرد سود هر سهم، صنعت کاشی و سرامیک و سیمان، ارزش‌گذاری برند.

۱. این مقاله مستخرج از رساله دکتری است.

۲. شناسه دیجیتال: 10.22051/bmr.2019.21748.1558

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

۴. نویسنده مسئول: استادیار گروه مدیریت، دانشکده علوم اداری و اقتصاد، دانشگاه اصفهان، ایمیل: m.shafiee@ase.ui.ac.ir

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

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

## ۱- مقدمه

دارایی‌های نامشهود مهم‌ترین عامل در ارزش‌گذاری شرکت و ثروت سهامداران هست. یکی از این دارایی‌های نامشهود ارزش برند است. لغت‌نامه بازرگانی<sup>۱</sup> برند یا نام تجاری را چنین تعریف می‌کند؛ طراحی منحصره‌فرد، علامت، نماد، کلمات یا ترکیبی از این‌ها، برای ایجاد یک تصویر که محصول را شناسایی می‌کند و از رقبایش، آن را متفاوت می‌سازد؛ بنابراین تعیین و مدیریت ارزش برند مسئله اساسی است که در اکثر شرکت‌ها جهت کسب مزیت رقابتی تأکید شده است. از دیدگاه مالی، برندها بخشی از دارایی‌های ناملموس هستند و برخلاف دارایی‌های ملموس که عمدتاً املاک و مستغلات، تولید و تجهیزات فنی را شامل می‌شوند، در سمت دارایی‌های ناملموس باید از حقوق انحصاری، توافقات خرید و فروش، لیست مشتری، حقوق ویژه (حقوق توزیع، حقوق املاک)، دارایی‌های وام، مجوزها، اسرار تجاری و... قابل تشخیص باشند. این موارد در جدول ۱ نشان داده شده است.

اهمیت و ضرورت پژوهش حاضر این است که مباحث فنی نظیر جدا کردن ارزش ویژه برند از دارایی‌های نامشهود دیگر و همچنین ارزیابی عمر مفید موردنیاز برند و نرخ بازده موردنیاز برای دارایی‌های نامشهود، باعث افزایش دشواری ارزش‌گذاری برند شده است. دومین مسئله، این پژوهش قصد دارد تا خواننده را با فراست و مهارت لازم برای دستیابی به ارزش ذاتی برند، آشنا کند. سوم اینکه در پژوهش حاضر با استفاده از داده‌های مالی واقعی شرکت‌ها می‌تواند، با درجه اعتماد بالاتری ارزش برند را تعیین نماید.

---

1. <http://www.businessdictionary.com>

### جدول ۱. جایگاه برند در بین دارایی‌های نامشهود

سرقفلی		دارایی‌های نامشهود
قراردادهای حق امتیاز	دارایی‌های مبتنی بر قرارداد	
قراردادهای لیزینگ		
حق پخش و توزیع		
و ....		
برند	دارایی‌های مبتنی بر بازار	
نام دامنه اینترنت		
و ....		
بازی‌ها، کتاب‌ها، تصاویر	دارایی‌های مبتنی بر هنر	
حق اختراع		
نرم‌افزارها	دارایی‌های مبتنی بر تکنولوژی	
پایگاه‌های داده		
فرمول‌ها و فرایندهای مخفی		

منبع: استاندارد بین‌المللی گزارشگری مالی شماره ۳ (ایلس، ۲۰۱۱)

### ۲- پیشینه پژوهش

مدیریت برند نیازمند طراحی موفق و اجرای یک سیستم سنجش ارزش ویژه برند است (کلر و لهن<sup>۲</sup>، ۲۰۰۳). در سال‌های اخیر، اهمیت نقش دارایی‌های نامشهود در اثربخشی فعالیت‌ها، خلق و بقای عملکرد مالی کسب‌وکارها در سطح صنایع مختلف بر همگان آشکار شده است. شناخت این نقش، نیاز سازمان‌ها به ارزیابی وضعیت برند خود و مقایسه آن با سایر رقبا را تقویت کرده و ضرورت سنجش ارزش آن با بهره‌گیری از جدیدترین شیوه‌ها و ابزارهای کیفی و کمی را یادآوری کرده است. به‌طور کلی سه روش ارزشیابی برند وجود دارد.

1. Eales
2. Keller and Lehman

## استاندارد ایزو<sup>۱</sup>

مدل‌های ارزیابی برند کاملاً متعدد هستند و می‌توانند منجر به نتایج متفاوت شوند. پس از سه سال بحث، سرانجام یک توافق برای استاندارد ایزو در ارزیابی برند تصویب شد و در سال ۲۰۱۰، ایزو ۱۰۶۶۸ منتشر شد؛ در این حالت استاندارد، برای سنجش دقیق ارزش یک برند، سه نوع تجزیه و تحلیل باید انجام شود. تجزیه و تحلیل قانونی، رفتاری و مالی (هبردن<sup>۲</sup>، ۲۰۱۱). در تجزیه و تحلیل قانونی، قبل از انجام ارزیابی، دارایی‌های نامشهودی که ارزش‌گذاری می‌شوند باید به وضوح توسط استاندارد بین‌المللی گزارشگری مالی شماره ۳ حسابداری تعریف شوند. در تجزیه و تحلیل رفتاری، ارزیابی باید شامل یک ارزیابی در مورد رفتار تمام سهامداران شرکت در هر بخش جغرافیایی، محصول و یا مشتری که برند در آن حضور دارد، باشد. این تحلیل، سهم بازار و پایداری برند را اندازه‌گیری می‌کند. در حقیقت درک تمام سهامداران باید بر اساس تعریف جامعی از ارزش ویژه برند مبتنی بر مصرف‌کننده یا قدرت برند در نظر گرفته شود. در تجزیه و تحلیل مالی، رهنمود ایزو به سه طبقه‌بندی سنتی ارزیابی برند اشاره دارد: درآمد، بازار و روش‌های مبتنی بر هزینه (برند فاینانس، ۲۰۱۰).

## روش‌های سنتی ارزیابی برند

روش‌های سنتی برند به سه دسته روش‌های مبتنی بر درآمد، مبتنی بر بازار و مبتنی بر هزینه تقسیم می‌شود. در روش‌های مبتنی بر درآمد، بر اساس درآمدهای پیش‌بینی شده که توسط برند ایجاد و سپس با تنزیل آن‌ها به ارزش فعلی، محاسبه می‌گردد. روش‌هایی که

- 
1. ISO-standard
  2. Heberden

تحت این دسته طبقه‌بندی می‌شوند تحت تأثیر روش‌های اندازه‌گیری جریان‌ات نقدی آتی منتسب به برند هستند؛ به همین دلیل، در ارزش‌گذاری و تفسیر برند به جای یک روش باید بر چند روش متمرکز شد (فرناندز، ۲۰۰۱). در روش‌های مبتنی بر بازار، به دنبال بیان ارزشی هستند که در آن برند می‌تواند در بازار به فروش برسد؛ در این روش‌ها برای برآورد ارزش منصفانه کل شرکت از ضریب استفاده می‌شود (سالیناس و آمبلر<sup>۱</sup>، ۲۰۰۹). در روش‌های مبتنی بر هزینه، هزینه‌های مرتبط با ایجاد یا جایگزینی نام تجاری نظیر پژوهش و توسعه مفهوم محصول، آزمایش بازار، ترویج و بهبود محصول شامل می‌شود. اجرای این روش آسان است، زیرا همه داده‌ها به‌آسانی در دسترس هستند کالر (۱۹۹۸) و آکر (۱۹۹۱) (به نقل از آبرات و بیک<sup>۲</sup>، ۲۰۰۳).

### روش‌های غیر سنتی ارزیابی برند

روش‌های سنتی پذیرفته‌شده توسط استاندارد ایزو برای ارزیابی برند، عمدتاً قبل از سال ۱۹۸۰ ایجاد شده‌اند و به نظر می‌رسد برای برندهای معمولی مصرف‌کننده، توسعه‌یافته‌اند. در روش‌های غیر سنتی نظیر تحلیل نیروی محرک / قدرت برند<sup>۳</sup> که یک روش کیفی فراگیر برای تعریف ارزش ویژه برند مبتنی بر مصرف‌کننده است، در پیش‌بینی آینده جهت ارزیابی برند، انعطاف‌پذیری وجود دارد (سالیناس، ۲۰۰۹).

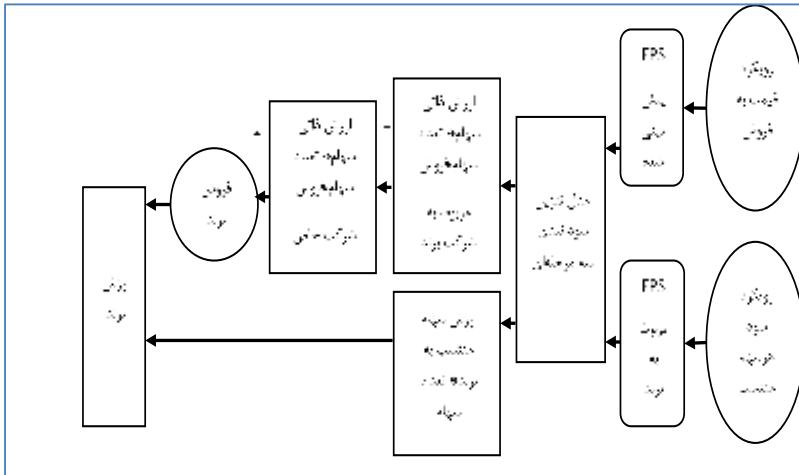
- 
1. Salinas and Ambler
  2. Abratt and Bick
  3. demand driver/brand strength analysis

در بخش پیشینه تجربی پژوهش، مهم‌ترین پژوهش‌های اخیر مرتبط با موضوع پژوهش در داخل و خارج از کشور بیان شده است. خانی (۱۳۹۳) در مقاله‌ای تحت عنوان «تأثیر ارزش برند بر درآمد فروش و ارزش بازار شرکت‌ها» دریافتند که ارتباط مستقیم میان ارزش برند شرکت با فروش و همچنین، ارزش برند شرکت با ارزش بازار سهام آن وجود دارد. 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. هنرمندی و همکاران (۱۳۹۷) در مقاله‌ای تحت عنوان «مقایسه اثر ارزش برند بر سودآوری شرکت‌های در صنایع B2B و B2C: یک مطالعه موردی (انگلیسی)» دریافتند تأثیر ارزش برند بر سود دو صنعت بانکداری و پتروشیمی مثبت و معنادار است؛ همچنین تأثیر ارزش برند بر سودآوری در B2C را بیشتر و تقریباً دو برابر B2B نشان می‌دهد. موجسوکا<sup>۱</sup> و همکاران (۲۰۱۶) در مقاله‌ای تحت عنوان «ارزش‌گذاری برند و ارزیابی دارایی‌های بازاریابی» بر مسائل نظری و مدیریتی مربوط به ارزیابی ارزش برند و ارزیابی دارایی‌های بازاریابی تمرکز کرده‌اند. رحمان و همکاران (۲۰۱۹) در مقاله‌ای تحت عنوان «ارزش ویژه برند و عملکرد شرکت: نقش مکمل مسئولیت اجتماعی شرکت» دریافتند ارزش ویژه برند تأثیر مثبتی بر عملکرد مالی مبتنی بر بازار دارد.

### ۳- روش‌شناسی پژوهش

در این پژوهش جهت ارزش‌گذاری برند، دو رویکرد قیمت به فروش مدل داموداران و رویکرد سود هر سهم متناسب به برند مورد مقایسه قرار گرفته است. مبنای هر دو رویکرد الگوی رشد سه مرحله‌ای تنزیل سود نقدی است که در رابطه ۱ نشان داده شده است. این پژوهش از نظر هدف، توسعه‌ای و قلمرو زمانی آن شامل ۵ سال از ۱۳۹۱ تا ۱۳۹۵ و از نظر مکانی، شرکت‌های پذیرفته شده در سازمان بورس اوراق بهادار تهران در صنعت کاشی و سرامیک و سیمان است. مفروضات اساسی استفاده شده جهت تعیین ارزش برند در دو رویکرد فوق عبارت است از: ۱. شرکت می‌تواند نرخ رشد فوق‌العاده (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 برسد. 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٪، 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. مدل مفهومی پژوهش در شکل ۱ نشان داده شده است.





شکل ۱. مدل مفهومی پژوهش

در مدل تنزیل سه مرحله‌ای، ارزش سهام برابر است با مجموع ارزش فعلی الف: سودهای تقسیمی مورد انتظار در دوره رشد مرحله اول، ب: سودهای تقسیمی مورد انتظار در دوره انتقال و ج: سودهای تقسیمی مورد انتظار در مرحله رشد ثابت (ارزش نهایی)؛ که این سه مرحله در رابطه ۱ نشان داده شده است.

$$P_0 = \frac{DPS_1(1+g)[1 - \frac{(1+g)^{n_1}}{(1+k_{e,hg})^{n_1}}]}{k_{e,hg} - g} + \sum_{t=n_1+1}^{n_2} \frac{DPS_t}{(1+k_{e,t})^t} + \frac{EPS_{n_2}(1+g_n)b_n}{(k_{e,st} - g_n)(1+k_{e,hg})^{n_2}} \quad \text{رابطه ۱}$$

n: سال پایان مرحله اول. n<sub>۲</sub>: سال پایان مرحله دوم. g: نرخ رشد فوق‌العاده، n: نرخ رشد ثابت. b<sub>n</sub>: نسبت پرداخت سود در مرحله سوم هستند. k<sub>e,hg</sub> و k<sub>e,t</sub> و k<sub>e,t</sub> به ترتیب هزینه حقوق صاحبان سهام در مرحله اول تا سوم هستند. در اینجا k<sub>e,hg</sub> و k<sub>e,st</sub> ثابت اما هزینه حقوق صاحبان سهام در طی مرحله دوم k<sub>e,t</sub> متغیر است و هر سال نسبت به سال قبل به طور خطی کاهش می‌یابد. EPS<sub>n<sub>۲</sub></sub> سود هر سهم در سال n<sub>۲</sub>. در رویکرد قیمت به فروش که برگرفته از مدل

دموداران (۲۰۰۷) است سود هر سهم برای کل شرکت پیش‌بینی شده و در مدل تنزیل سه مرحله‌ای قرار گرفته تا قیمت ذاتی سهام به دست آید؛ سپس قیمت ذاتی در تعداد سهام شرکت ضرب گردیده تا ارزش ذاتی شرکت محاسبه شود. در رابطه قیمت به فروش، ارزش برند از رابطه ۲ به دست می‌آید.

$$\text{value of the brand} = \left[ \left( \frac{E}{S} \right)_{\text{brand}} - \left( \frac{E}{S} \right)_{\text{generic}} \right] \text{Sales}_{\text{brand}} \quad \text{رابطه ۲}$$

در این رابطه ارزش واقعی شرکت بر فروش شرکت تقسیم شده و این نسبت با نسبت یک شرکت خاص یا یک شرکت بدون برند مقایسه می‌شود (در این پژوهش مبنای مقایسه شرکتی که کمترین ارزش ذاتی به فروش در کل صنعت داشته باشد)؛ سپس مابه‌التفاوت آن در فروش شرکت برند، ضرب می‌شود که حاصل آن ارزش برند شرکت است.

در رویکرد سود عملیاتی، ابتدا نرخ بازده عملیاتی دارایی‌ها (ROA) که برابر است با سود عملیاتی تقسیم بر ارزش روز دارایی محاسبه شده است. برای ارزش روز دارایی، میانگین قیمتی سهام در سال در تعداد سهام ضرب و سپس با میانگین کل بدهی‌های شرکت جمع می‌گردد. سپس (ROA) عملیاتی شرکت از حداقل (ROA) عملیاتی کل صنعت کسر گردیده و در فروش شرکت ضرب می‌گردد تا سود عملیاتی به دست آید در نهایت مالیات کسر گردیده و سود خالص به دست آمده و با تقسیم بر تعداد سهام، سود هر سهم منتسب به برند (EPS) به دست می‌آید که در رابطه ۳ نشان داده شده است.

$$\text{EPS}_{\text{brand}} = \left[ \left( \frac{\text{EBIT}}{\text{Asset}} \right)_{\text{brand}} - \left( \min \left( \frac{\text{EBIT}}{\text{Asset}} \right) \right)_{\text{industry}} \right] \text{Sales}_{\text{brand}} * (1 - t) / N \quad \text{رابطه ۳}$$

EBIT: سود عملیاتی، Asset: ارزش روز دارایی sales: فروش شرکت،  $t$ : نرخ مالیات و  $N$ : تعداد سهام است. پس از محاسبه ارزش سهام متناسب به برند در تعداد سهام کل شرکت ضرب گردیده و ارزش برند شرکت محاسبه می‌شود.

#### ۴- تحلیل داده‌ها و یافته‌های پژوهش

در این قسمت، ارزش برند شرکت‌های منتخب با توجه به اطلاعات واقعی آن‌ها، بصورت تحلیلی مرحله به مرحله برای یک شرکت (شرکت سیمان فارس در سال ۱۳۹۵) ذکر شده است. این مراحل، برای سایر شرکت‌ها نیز تکرار می‌شود.

مرحله اول: برآورد هزینه حقوق صاحبان سهام ( $K_e$ )، نرخ رشد ( $g$ ) و نسبت پرداخت سود ( $b$ ) در مراحل مختلف رشد: این مرحله بین دو رویکرد سود هرسهم متناسب به برند و رویکرد قیمت به فروش، مشترک است. هزینه حقوق صاحبان سهام در مراحل مختلف رشد ( $K_{e,est}$  و  $K_{e,gh}$ ) از طریق مدل CAPM به ترتیب  $0/1188$  و  $0/1266$  به دست آمده است. بتای شرکت سیمان فارس  $0/2229$ - در نظر گرفته شده و نرخ رشد از رابطه ۴،  $0/0231$  به دست آمده است.<sup>۱</sup>

$$g = ROE * (1 - b) \quad \text{رابطه ۴}$$

که ROE برابر با  $0/2336$  و نسبت پرداخت برابر با  $0/901$  است. در مرحله سوم رشد و در دوره ثبات، نرخ رشد معادل نرخ رشد اقتصادی در نظر گرفته شده که در این پژوهش  $10\%$  در بلندمدت لحاظ شده

۱. نحوه محاسبه مرحله اول و دوم مدل، در مقاله دیگر نویسندگان با عنوان «اندازه‌گیری ارزش برند شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران با رویکرد مالی» در مجله چشم انداز مدیریت بازرگانی (۱۳۹۷)، دوره ۱۷، شماره ۳، صص ۹۱-۱۱۰ بصورت کامل توضیح داده شده است.

است. در این مرحله ROE برابر با نرخ هزینه سرمایه بلندمدت است که برای شرکت فارس در سال ۱۳۹۵ برابر با ۰/۱۲۶۶ است. نسبت پرداخت  $b_n$  در این مرحله از رابطه ۵ قابل محاسبه است.

$$b_n = 1 - \frac{g_n}{ROE_n} \rightarrow b_n = 1 - \frac{0.01}{0.1266} = 0.92103 \quad \text{رابطه ۵}$$

مرحله دوم: برآورد ارزش فعلی سود سهام در مراحل مختلف رشد: در رویکرد سود هر سهم منتسب به برند، سود تقسیمی هر سهم (DPS) از ضرب سود هر سهم (EPS) منتسب به برند در نسبت پرداخت (b) به دست می‌آید. برای محاسبه سود هر سهم منتسب به برند اطلاعات شرکت سیمان فارس در سال ۱۳۹۵ عبارت است از: میانگین ارزش بازار سهام شرکت در سال ۹۵ برابر با ۷۷۱۹ ریال، تعداد سهام برابر با ۲۳۳ میلیون سهم و میانگین بدهی ۵۱۴۷۳۸ میلیون ریال، سود عملیاتی ۶۴۲۲۹ میلیون ریال و فروش ۵۸۷۷۸۵ میلیون ریال و حداقل نرخ بازده عملیاتی صنعت ۰/۰۵۰۶ بوده است؛ بنابراین طبق رابطه ۲ سود هر سهم منتسب به برند عبارت است از:

$$EPS_{brand} = \left( \left[ \left( \frac{64229}{2312265} \right)_{brand} - \left( -0.0506 \right)_{industry} \right] \frac{587785}{brand} \right) * (1 - 0.225) / 0.921 = 48.0$$

ارزش فعلی سود مرحله اول در رویکرد سود هر سهم در رابطه زیر به دست آمده است از:

رابطه ۶

$$\begin{aligned} Dps &= 48.0 * 0.921 = 44.2 \\ \frac{44.2 \left[ 1 - \frac{(1+0.221)^T}{(1+0.1188)^T} \right]}{0.1188 - 0.221} &= 120 \end{aligned}$$

ارزش فعلی سود مرحله دوم (مرحله انتقال) به این شرح است که در این مرحله نرخ رشد و هزینه سهام کاهش و نسبت پرداخت هر سال افزایش می‌یابد؛ ارزش فعلی سودهای سهام در ۵ سال دوم (مرحله انتقال) برابر با ۸۵ ریال است (نحوه محاسبه در پاورقی صفحه قبل توضیح داده شده است). در محاسبه ارزش فعلی سودهای مرحله سوم (دوره ثبات)، ابتدا ارزش نهایی شرکت با استفاده از مدل رشد ثابت گوردون در ابتدای مرحله سوم از رابطه ۷ محاسبه می‌گردد. برای این کار علاوه بر  $g_n$  و  $k_{e,st}$  به اولین سود سهام پرداختی در مرحله سوم (یعنی  $DPS_9$ ) نیاز است.

$$\begin{aligned} \text{رابطه ۷} \quad & \frac{EPS_{n^*}(1+g_n)b_n}{(k_{e,st}-g_n)(1+k_{e,hg})^{n^*}} \\ EPS_9 &= EPS_8(1+g_n) = 79(1+0/1) = 87 \\ DPS_9 &= EPS_9 + b_n \rightarrow 87 + 0/21.3 = 18 \\ P_9 &= \frac{18}{0/1266 - 0/1} = 677 \end{aligned}$$

این ارزش نهایی در پایان سال ۸ ام 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 آنجاکه نرخ تنزیل ۸ سال اول با یکدیگر مساوی نیست بنابراین ارزش فعلی ارزش نهایی از رابطه ۸ محاسبه می‌گردد.

$$\text{رابطه ۸} \quad \frac{677}{(1+0/1188)^7(1+0/12.4)(1+0/12.19)(1+0/12.32)(1+0/12.51)(1+0/12.66)} = 275$$

و در نهایت ارزش ذاتی سهام منتسب به برند شرکت از جمع ارزش فعلی سودهای مرحله اول، دوم و سوم رشد به دست می‌آید بنابراین ارزش ذاتی سهام منتسب به برند شرکت سیمان فارس در سال ۱۳۹۵ برابر با ۴۸۰ ریال است:

$$p. = 120 + 85 + 275 = 480$$

برای محاسبه ارزش برند در رویکرد سود هر سهم متناسب به برند شرکت قیمت ذاتی به دست آمده در تعداد سهام ضرب می‌شود که برای شرکت فارس در سال ۱۳۹۵ برابر است با  $۱۱۹۰۵ = ۲۳۳ * ۴۸۰$  میلیون ریال. این مراحل برای تمامی شرکت‌های موجود در صنعت انجام داده تا ارزش برند آن‌ها به دست آید. نحوه محاسبه رویکرد قیمت به فروش در مقاله‌ای در پاورقی صفحه ۷ توضیح داده شده و از ذکر مجدد خودداری می‌گردد. ارزش برند شرکت‌های صنعت کاشی و سرامیک و سیمان حاضر در بورس اوراق بهادار تهران با استفاده از مدل ذکر شده، در جدول ۲ نشان داده شده است.

جدول ۲. ارزش برند شرکت‌های صنعت سیمان پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار در سال ۱۳۹۵

صنعت سیمان (ارقام به میلیون ریال)					
نام شرکت	ارزش برند با رویکرد قیمت به فروش	ارزش برند با رویکرد سود هر سهم	نام شرکت	ارزش برند با رویکرد سود هر سهم	ارزش برند با رویکرد قیمت به فروش
سیمان مازندران	۱۵۸۴۷۲۴	۱۴۹۳۴۰	سیمان ارومیه	۱۸۸۲۴۶/۷	۶۷۹۰۹۸
سیمان کرمان	۱۰۰۲۱۷۷	۲۶۳۳۲۹	سیمان خاش	۱۳۹۸۷۸/۵	۲۹۹۳۳۷
سیمان اصفهان	۹۲۷۸۰۶/۴	۸۳۲۲۱	سیمان بجنورد	۱۳۸۱۳۴/۴	۲۰۱۸۵۴
سیمان تهران	۸۹۲۸۸۷/۴	۴۹۷۷۱	سیمان شاهرود	۹۵۰۲۴/۶۷	۸۲۳۱۸۹
سیمان فارس	۸۶۲۸۳۱/۳	۱۱۱۹۰۵	سیمان صوفیان	۸۷۱۷۹/۷۸	۱۱۶۴۵۵
سیمان شمال	۶۹۰۶۹۱/۵	۱۰۲۲۶۷	سیمان خزر	۴۶۵۳۷/۴۶	۱۰۰۸۹۴
سیمان داراب	۳۱۷۷۵۳/۹	۹۶۰۳۷	سیمان بهبهان	۱۴۶۶۶/۸۳	۳۰۷۴۲۲
سیمان سفید	۲۷۲۷۲۹/۷	۲۴۴۳۹	سیمان غرب	شرکت مینا	۲۵۳۴۱۵
سیمان دورود	۱۹۳۷۵۳/۷	شرکت مینا	صنعت کاشی و سرامیک (ارقام به میلیون ریال)		
کاشی سینا	۴۴۳۵۳۴/۶	۲۴۴۶۳۵	کاشی سعدی	۱۱۹۴۵۷/۷	۲۷۰۱۳
کاشی حافظ	۲۳۳۰۶۱/۳	شرکت مینا	بهسرام	۷۸۸۳/۳۹۴	۹۳۴۷۹
کاشی پارس	۱۹۴۴۲۴/۳	۲۵۱۲۳۰	کاشی تکسرام	شرکت مینا	۹۳۱۷۶

## ۵- نتیجه‌گیری و پیشنهادها

در خصوص ارزش‌گذاری برند در کل می‌توان گفت که هیچ‌یک از روش‌های ارزش‌گذاری برند به‌صورت صدر صد، کامل و بی‌نقص نیستند و هرکدام از آن‌ها دارای مزایا و معایبی هستند. ولی مدلی که در این پژوهش ارائه شد با در نظر گرفتن اطلاعات واقعی شرکت‌ها و بازار، مبنای مناسبی را جهت محاسبه ارزش برند شرکت‌های بورسی که بصورت نمونه در این پژوهش دو صنعت کاشی و سرامیک و سیمان بررسی گردید، ارائه کرده است. از جمله پیشنهادهای 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 متناسب به برند است شرکت‌ها 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 پی بگیرند. در خصوص نوآوری این پژوهش و مقایسه با مدل‌های مشابه باید خاطرنشان شد که در این مدل با استفاده از مدل‌های ارزشیابی مبتنی بر تنزیل جریان‌های نقدی و مدل تنزیل سود تقسیمی ارزشیابی‌های دقیق و قابل‌اعتمادی صورت گرفت که هدف پیدا کردن ارزش دارایی بر اساس ویژگی‌های بنیادین آن نظیر رشد، جریان نقدی و ریسک شرکت است. اگرچه مدل به‌کاررفته در این پژوهش مبتنی بر محاسبات ریاضی است و از مدل‌های صرفاً قضاوتی دقیق‌تر است، اما این مدل ارزش‌گذاری برند با محدودیت‌ها و پیشنهادهایی جهت رفع آن‌ها به شرح زیر روبروست که عبارت است از: 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 به‌عنوان شرکت مبنا قرار گرفت که کمترین حاشیه سود عملیاتی را در سال و در آن صنعت داشته باشد. از 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. استفاده از تکنیک‌های تصمیم‌گیری نظیر مدل‌های فازی و تجزیه و تحلیل سلسله‌مراتبی (AHP) در مدل‌های مالی ارزشیابی برند.



## فهرست منابع

- Abratt, R. & Bick, G. (2003). Valuing Brands and Brand Equity: Methods and Processes. *Journal of Applied Management and Entrepreneurship*, 8, 21–39.
- 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:  
[http://brandfinance.com/images/upload/gift\\_report\\_2016\\_for\\_print.pdf](http://brandfinance.com/images/upload/gift_report_2016_for_print.pdf) Brand Finance. (2010). "New International Standard on Brand Valuation",  
[http://brandfinance.com/images/upload/global\\_500\\_iso10668\\_310310.pdf](http://brandfinance.com/images/upload/global_500_iso10668_310310.pdf), (21.07.2017).
- 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>
- Eales Jim (2011). *Valuation of intangibles under IFRS 3R, IAS 36 and IAS38*.  
<http://www.oecd.org/tax/transfer-pricing/47421362.pdf>
- Fernández, P. (2001). Valuation of brands and intellectual capital. <http://ssrn.Com/abstract,270688>.
- Fernández, P. (2001). Valuation of brands and intellectual capital. <https://pdfs.semanticscholar.org/6640/edf87716e4b6833054c714b12ce048e5bd3b.pdf>
- Heberden, T. (2011). Overview of ISO 10668: Brand Valuation requirements for Monetary Brand Valuation Contents. *Australian Marketing Institute*.
- Honarmandi, Z. Sepasi, S. & Azar, A. (2019). Comparing the Impact of Brand Value on Corporate Profit in B2B and B2C Businesses: A Case Study. *Iranian Journal of Management Studies (IJMS)*, 12(1), 121-147. (In Persian).

- Keller, K. L. & Lehman, D. R. (2003). How do brands create value? *Marketing Management*, 12(3), 26–31.
- Khani, A. (2014). Impact of Brand Value on Sales Income and Market Value. *New Marketing Research Journal*, 2(13), 41-54. (In Persian).
- Mojsovska-Salamovska, S. & Todorovska, M. (2016). Brand valuation and marketing assets assessment: Theoretical background vs. Contemporary managerial issues. *Strategic Management*, 21(4), 37-44.
- 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), 91-110. (In Persian).
- Rahman, M. Rodríguez-Serrano, M. Á. & Lambkin, M. (2019). Brand equity and firm performance: the complementary role of corporate social responsibility. *Journal of Brand Management*, 1-14.
- Salinas, G. (2007). *Valoración de marcas: Revisión de enfoques, proveedores y metodologías*. Barcelona, Spain: Deusto.
- Salinas, G. (2009). *The International Brand Valuation Manual*. John Wiley & Sons Ltd.
- Salinas, G. & Ambler, T. (2009). A taxonomy of brand valuation practice: Methodologies and purposes. *Journal of Brand Management*, 17(1), 39–6.

