



فصلنامه علمی پژوهشی دانش سرمایه‌گذاری  
سال پنجم / شماره هفدهم / بهار ۱۳۹۵

## ارزش‌گذاری برند رایتل

### پیام حنفی‌زاده

دانشکده مدیریت و حسابداری، دانشگاه علامه طباطبائی، تهران، ایران، (نویسنده مسئول)  
hanafizadeh@gmail.com

### آزاده راد

کارشناس ارشد مهندسی مالی، دانشکده فنی و مهندسی، دانشگاه علم و فرهنگ، تهران، ایران

تاریخ دریافت: ۹۴/۶/۲ تاریخ پذیرش: ۹۴/۱۰/۱۴

### چکیده

برند، از ارزشمندترین دارایی‌های نامشهود و عامل تمایز شرکت‌ها برای مشتریان است. ارزش مالی برند در مدیریت استراتژیک، تعاملات مالی و دعاوی قضایی کاربرد دارد. با فراهم شدن امکان پذیرش ارزش مالی برند بعنوان وثیقه بانکی خصوصاً برای صنایعی که نیازمند سرمایه‌گذاری مداوم و راهکارهای تامین مالی هستند، مشخص بودن ارزش مالی برند شرکت، مزیتی در اخذ تسهیلات محسوب می‌شود. صنعت ارتباطات، از جمله این نوع صنایع بوده و بنابراین برآورد ارزش مالی برند در این صنعت حائز اهمیت است. در این پژوهش با هدف ارزش‌گذاری مالی برند صنعت اپراتورهای تلفن همراه، به بررسی روش‌های موجود برای ارزش‌گذاری برند، صنعت اپراتورهای تلفن همراه و سپس ارزش‌گذاری شرکت رایتل به عنوان مطالعه موردی پرداختیم. انتخاب مدل مناسب ارزش‌گذاری از روش تاپسیس انجام و دو مدل Intangible Business و Financial World انتخاب شد. انتخاب دو روش، برای سنجش اعتبار ارزش‌گذاری نهایی ارزش‌گذاری انجام شد. با به کارگیری مفهوم عدد موقعیت برای هر یک از روش‌ها نشان داده شد که حساسیت آن‌ها نسبت به ورودی، کم و نتایج آن‌ها بطور نسبی قابل اعتماد است.

**واژه‌های کلیدی:** ارزش ویژه برند، ارزش‌گذاری برند، صنعت ارتباطات، مدل Intangible Business، مدل Financial Word

## ۱- مقدمه

برگزاری نهمین کنفرانس بین‌المللی برند در ایران، جشنواره قهرمانان صنعت برای انتخاب برترین برندها و همچنین پذیرش ارزش برندهای برتر به عنوان وثیقه بانکی<sup>۱</sup> در سال ۱۳۹۳، حاکی از اهمیت یافتن موضوع برند، برندسازی، مدیریت برند و ارزش‌گذاری آن در ایران است و لزوم انجام تحقیقات کاربردی مرتبط در این حوزه را نشان می‌دهد. هر چه منابع دارایی نامحسوس شرکتی بیش‌تر باشد، مزیت رقابتی آن پایدارتر است (بلن ویلاولانگا<sup>۲</sup>، ۲۰۰۴) و برند، یکی از ارزشمندترین دارایی‌های نامشهود و ابزارهای استراتژیک شرکت‌ها به‌شمار می‌رود (راسل و بیک<sup>۳</sup>، ۲۰۰۰). آگاهی از ارزش مالی برند به‌عنوان یک دارایی، در سه حوزه حائز اهمیت است: ۱- بهبود مدیریت داخلی شرکت، ۲- بهبود گزارش‌ها به خارج از شرکت و ۳- دعاوی قضایی، موارد قانونی و معاملاتی (اندرایسن<sup>۴</sup>، ۲۰۰۴).

صنعت اپراتورهای تلفن همراه، صنعتی خدماتی است. از جمله ویژگی‌های صنایع خدماتی، متاثر بودن از قدرت برند است (کریشن و هارتلاین، ۲۰۰۱؛ ال‌دبی و همکاران، ۲۰۰۸). همچنین با گسترش حوزه فعالیت شرکت‌های فعال در این صنعت، امکان توسعه بیش‌تر کسب‌وکار فراهم شده‌است. آگاهی از ارزش واقعی برند در این صنعت، روند دعاوی حقوقی (اندرایسن، ۲۰۰۴) و تعاملات تجاری بین شرکت‌های فعال در این صنعت برای انجام پروژه‌های مشترک را تسهیل می‌کند (فرناندز، ۲۰۰۳؛ اندرایسن، ۲۰۰۴). چون صنایع ارتباطات نیاز مبرمی به سرمایه‌گذاری مداوم دارند (گوپتا، ۲۰۰۸)، ارزش مالی برند می‌تواند به‌عنوان وثیقه بانکی جهت اخذ تسهیلات نیز استفاده شود (فرناندز، ۲۰۰۳).

مرور ادبیات ارزش‌گذاری برند صنعت ارتباطات نشان داد تحقیقات داخلی در این صنعت محدود بوده و صرفاً از دیدگاه مشتری و با رویکرد غیرمالی انجام شده‌اند. تحقیقات بررسی شده خارجی در این حوزه نیز با رویکرد غیرمالی به ارزیابی وفاداری برند از دیدگاه مشتریان پرداخته‌اند. از این رو بررسی جنبه مالی ارزش‌گذاری برند در صنعت ارتباطات اهمیت بیش‌تری می‌یابد. سوال اصلی تحقیق مقدار ارزش مالی برند رایتل است. هدف این تحقیق یافتن روش مناسب ارزش‌گذاری مالی برند در صنعت اپراتورهای تلفن همراه بوده و به کمک این روش مقدار ارزش مالی برند رایتل محاسبه شده‌است.

## ۲- مبانی نظری و مروری بر پیشینه پژوهش

تحقیقات زیادی در زمینه برند و اهمیت و تاثیر آن در سازمان انجام گرفته‌است. برند مجموعه‌ای از عناصر ملموس و غیرملموس است که در یک نام تجاری در کنار یکدیگر قرار گرفته‌اند تا برای شرکت اعتبار و برتری و برای مشتریان، ارزش بیش‌تری خلق کنند (اینتربرند<sup>۵</sup>، ۲۰۱۰). در مورد چگونگی ارزش‌آفرینی برند در شرکت‌ها نیز پژوهش‌های متعددی انجام شده است. هی و نولز<sup>۶</sup> (۲۰۰۴) چگونگی اثرگذاری برند بر عملکرد مالی بخش‌های مختلف شرکت را در نمودار ۲-۱ نشان دادند. این نمودار نشان می‌دهد که ارتقاء ارزش برند بر نظر مشتریان، اعتبار شرکت نزد تامین‌کنندگان منابع و در نتیجه در تسهیل فرآیندهای تامین مالی، اثر مثبت دارد.

آگاهی از ارزش برند، منجر به مدیریت بهتر منابع داخلی شرکت شده، بهره‌وری کارکنان را افزایش و هزینه‌های سربار را کاهش می‌دهد و می‌تواند منجر به افزایش ارزش مالی سازمان گردد.



#### نمودار ۲-۱- نحوه اثرگذاری برند بر عملکرد مالی شرکت‌ها، منبع: هی و نولز (۲۰۰۴)

برند و پیش‌رانه‌های اصلی ارزش شرکت بر هم تاثیر متقابل دارند (گروه تحقیقاتی Deloitte, ۲۰۰۴). حساسیت کمتر به قیمت‌های رقابتی (بلا تبرگ و ویسینوفسکی<sup>۷</sup>، ۱۹۸۹)، افزایش قدرت مانور سازمان در شرایط اقتصادی مختلف، وفاداری مشتری، توانایی قیمت‌گذاری و یا اجاره حق امتیاز برند از مزایای بالا بودن ارزش و قدرت برند شرکت‌ها هستند (کلر، ۲۰۰۱). مطالعات متعددی نشان می‌دهند که ارزش ویژه برند، سود بیشتری برای تولیدات به ارمغان می‌آورد (فارکوهار، ۱۹۹۰؛ فارکوهار و همکاران، ۱۹۹۱؛ کاماکورا و راسل<sup>۸</sup>، ۱۹۹۳؛ کلر، ۲۰۰۱). ارزش ویژه برند بازده مالی سهام شرکت را افزایش و نوسان قیمت آن را کاهش می‌دهد (جانسن و همکاران ۲۰۱۲). در نتیجه آگاهی از ارزش مالی برند درک بهتری از قدرت ابعاد مختلف آن فراهم می‌آورد.

## ۲-۱- مدل‌های ارزش‌گذاری

مدل‌های مختلفی برای ارزش‌گذاری انواع دارایی نامحسوس ارائه شده‌است (آکر<sup>۹</sup>، ۱۹۹۱؛ کله، ۱۹۹۸) اما یکی از مسائلی که تاکنون حل نشده، عدم توافق بر یک روش یکسان برای محاسبه ارزش برند است (کاپفر، ۱۹۹۴؛ آمبلر و لمان<sup>۱۰</sup>، ۲۰۰۴؛ داموداران، ۲۰۱۰؛ فرناندز، ۲۰۱۳). به‌طور کلی برای ارزش‌گذاری انواع دارایی‌های نامشهود، این نکته مطرح است که باید از دو یا چند روش استفاده شود (حنفی‌زاده و حسینیون، ۱۳۹۲). فرناندز (۲۰۱۳) ارزش برند را متأثر از سه عامل می‌داند: مزاد جریان نقدی ایجاد شده، مزاد بازده مورد انتظار و ارتباط با مشتریان. با توجه به مرور ادبیات مرتبط با ارزش‌گذاری اینطور به نظر می‌رسد که از اواسط دهه ۸۰ میلادی، بازار ادغام و تملک شرکت‌ها و در نتیجه ارزش‌گذاری برند رونق گرفت. در سال ۱۹۸۸ در پی ارائه پیشنهاد برای خرید شرکت RHM مدیران این شرکت روشی ۳ مرحله‌ای برای ارزش‌گذاری برند ابداع کردند. محدودیت روش ابداعی آن‌ها در این بود که صرفاً برای صنایع تولیدی امکان پیاده‌سازی داشت (بلکت، ۱۹۹۱؛ پینرز و مورهاوس<sup>۱۱</sup>، ۲۰۰۷). از آن زمان، نیاز به روش مناسب ارزش‌گذاری برند برای مقاصد و صنایع مختلف، منجر به ابداع روش‌های زیادی شد. دسته‌بندی‌های متعددی نیز برای این روش‌ها بر اساس رویکرد، هدف و مخاطب ارائه شده‌است. یکی از کامل‌ترین دسته‌بندی‌ها در این زمینه، طبقه‌بندی ۷ گانه رویکردهای ارزش‌گذاری توسط چپو و چن (۲۰۰۷) است: رویکرد هزینه‌محور، رویکرد بازارمحور، رویکرد درآمدمحور، رویکرد زمانی و بر اساس جریان‌ات نقدی، رویکرد عدم قطعیت، رویکرد انعطاف‌پذیری بر مبنای جریان‌ات نقدی و رویکرد اختیارات واقعی (بلک-شولز و دوجمله‌ای)، سالیانس و امبلر<sup>۱۲</sup> (۲۰۰۹) روش‌های موجود برای ارزش‌گذاری برند را از جنبه کاربرد ارزش‌گذاری به دو دسته تکنیکی و تجاری طبقه‌بندی کرده‌اند. ارزش‌گذاری تکنیکی عموماً برای ارائه در گزارش‌های مالی و ترازنامه‌ای، برنامه‌ریزی مالیاتی، تبدیل دارایی به اوراق بهادار، دعاوی قضایی، فروش حق امتیاز، ادغام و تملک شرکت‌ها<sup>۱۳</sup> و تعیین اهداف سرمایه‌گذاری استفاده می‌شود. ارزش‌گذاری تجاری، در تعیین ساختار برند، مدیریت پورتفوی برند، تعیین استراتژی بازار و نحوه تخصیص بودجه کاربرد دارد (هی و نولز، ۲۰۰۴). بر اساس هدف نیز دو نگاه کلی برای بررسی ارزش ویژه برند مطرح است (کاماگورا و راسل، ۱۹۹۲). یکی مدل‌های با رویکرد مشتری‌محور که روش‌های این رویکرد نیز دو دسته هستند: ۱- روش‌هایی که ادراک مشتری را مدنظر قرار می‌دهند (ابعاد ادراکی)، مانند آگاهی از برند، ارتباط با برند و یا کیفیت ادراک شده از برند و ۲- روش‌هایی که رفتار مشتری را مورد بررسی قرار می‌دهند (ابعاد رفتاری)، مثل وفاداری برند (بامرت و ورلی<sup>۱۴</sup>، ۲۰۰۵). دیدگاه دوم مدل‌های با رویکرد مالی (شرکتی) هستند که ارزش ویژه برند را از منظر بازار مالی و جریان نقدی و مزاد ارزشی که برند برای محصولات شرکت ایجاد می‌کند، مورد بررسی قرار می‌دهند (بیل‌خو و چان<sup>۱۵</sup>، ۲۰۱۰). در نتیجه به نظر می‌رسد آگاهی از هدف و کاربرد ارزش‌گذاری برند، نقش تعیین‌کننده‌ای در انتخاب رویکرد و روش ارزش‌گذاری دارد. در این پژوهش رویکرد مالی و کاربرد تکنیکی مدنظر هستند.

## ۲-۲- پیشینه

در حوزه صنعت ارتباطات، در کشورهای مختلف، تحقیقات متعدد اما صرفاً با رویکرد غیرمالی انجام شده‌است. در هیچ‌یک از تحقیقات بررسی شده، میزان تاثیرگذاری مالی ابعاد برند در ارزش آن و یا نحوه ارزش‌گذاری مالی برند مطرح نشده‌است.

سودآوری صنعت ارتباطات به شدت متأثر از تجربه مشتریان است. تجربه مشتری به معنای حس مشتری و ارزیابی او از محصول و برند، در طول مدت استفاده از کالا یا خدمت است (ریچاردسن، ۲۰۱۰). حس رضایتمندی مشتری مستقیماً در وفاداری او به برند اثرگذار است (لای<sup>۱۶</sup> و همکاران، ۲۰۰۹) و وفاداری مشتریان یکی از ابعاد ارزش ویژه برند به‌شمار می‌رود (اکر، ۱۹۹۶؛ کلو<sup>۱۷</sup>، ژانگ و همکاران، ۲۰۱۳). بنابراین افزایش رضایت مشتری، وفاداری او را افزایش داده و ارزش برند نیز به دلیل وفاداری، زیاد می‌شود. گریپ<sup>۱۷</sup> و همکاران (۲۰۰۱) نشان دادند در مقایسه با سایر صنایع، برای صنعت خدمات ارتباطات، وفاداری طولانی مدت مشتریان به یک اپراتور اهمیت بیش‌تری دارد.

در کشور تایوان مواردی مثل تصویر برند و کیفیت رابطه برند و مشتری بر وفاداری مشتریان و در نتیجه ارزش برند در صنعت ارتباطات موثر است (چن و میاگمارسورن<sup>۱۸</sup>، ۲۰۱۱). همچنین ونگ و لی (۲۰۱۲) نشان دادند در این کشور ویژگی‌های خدمات تلفن همراه (مثل کیفیت و قیمت)، امکان شخصی سازی ارائه خدمت، قابلیت شناخت برند و لذت درک شده ناشی از استفاده از خدمات، بیش‌ترین اثر مثبت را بر ارزش ویژه برند دارند. در چین، کیفیت شبکه و تلقینات محیطی مثل تبلیغات رسمی و تبلیغات دهان‌به‌دهان، دو عامل اصلی در کیفیت خدمت و رضایتمندی مشتریان صنعت تلفن همراه هستند و منجر به انتخاب مجدد همان برند در آینده (ونگ و لو<sup>۱۹</sup>، ۲۰۰۲؛ لای و همکاران، ۲۰۰۹) و در نتیجه ارتقاء ارزش برند می‌شوند. در آلمان، تحقیق لیزن و وانس (۲۰۰۱) نشان داد برای صنعت ارتباطات، پاسخگویی<sup>۲۰</sup>، عامل اصلی رضایت مشتریان و افزایش قدرت برند است. در صنعت ارتباطات ترکیه، اعتماد مهم‌ترین عامل در وفاداری مشتریان است و تصویر برند و هزینه تغییر اپراتور به طور غیرمستقیم بر وفاداری مشتری اثرگذار هستند (آیدین و آذر<sup>۲۰</sup>، ۲۰۰۵). در غنا نیز ثابت شد کیفیت خدمت ارائه شده مستقیماً بر وفاداری مشتریان و ارزش برند اثرگذار است (نیماکو، ۲۰۱۲). در یونان، خدمات مشتریان، ساختار قیمت‌گذاری و سیستم صورتحساب، عناصر تاثیرگذار بر کیفیت خدمت در صنعت ارتباطات از نظر مشتری شناخته شدند. وجود رابطه علی میان رضایت مشتریان بر کیفیت خدمت، وفاداری مشتریان و ارزش برند نیز اثبات شد (سنتوریدیس و تریولاس<sup>۲۱</sup>، ۲۰۱۰). به این معنی که رضایت مشتریان از خدمات ارتباطات ارائه شده، در ارزش برند تاثیر مثبت دارد. ملک و همکاران (۲۰۱۲) اثر تصویر برند، کیفیت خدمات و قیمت بر رضایت مشتریان را در صنعت ارتباطات پاکستان بررسی کرده و نشان دادند میان آن‌ها همبستگی وجود دارد و افزایش قیمت اثر منفی بر رضایت مشتریان دارد. در صنعت ارتباطات اندونزی نیز مشخص شد کیفیت درک شده از خدمات ارتباطات، اصلی‌ترین عامل در وفاداری مشتریان به برند است (محمدامین و همکاران، ۲۰۱۲). در اردن، آلارو و رولی<sup>۲۲</sup> (۲۰۱۱) براساس نظرسنجی از مشتریان عوامل موثر در انتخاب برند یک شرکت ارائه‌دهنده خدمات ارتباطات را در سه دسته طبقه‌بندی کردند: یک- آگاهی از برند شامل تبلیغات رسمی و تبلیغات دهان به

دهان، دو: تصویر برند شامل قیمت و کیفیت خدمت، شخصیت برند، کشور ارائه دهنده، و سه: وضعیت شرکت شامل تصویر شرکت، اعتبار شرکت و رضایت مشتریان. استناد به قیمت بازاری و مقایسه ارزش شرکت‌ها در بازار یکی از روش‌های ارزش‌گذاری برند است (داموداران، ۲۰۱۰، فرناندز، ۲۰۰۳). در این راستا ویلکاکس<sup>۲۳</sup> و همکاران (۲۰۰۱) با بررسی واکنش قیمت بازاری به اعلام خبر تملک و ادغام در صنعت ارتباطات، نشان دادند که اعلان اخبار ادغام و تملک در این صنعت، بر ارزش بازاری شرکت اثرگذار بوده و میزان این اثرگذاری مستقل از اندازه شرکت است. بنابراین در روش بازار محور، در ارزش برند نیز تغییر ایجاد می‌شود. تحقیق بیت‌الاسلام و ریما<sup>۲۴</sup> (۲۰۱۳) در صنعت ارتباطات بنگلادش نشان داد خدمات اصلی، تنوع محصول، به‌روز بودن در بین رقبا، اثر چشمگیری روی تجربه مشتریان دارند در حالیکه خدمات مشتریان و خدمات ارزش افزوده بر تجربه مشتریان چندان موثر نیستند. آن‌ها سه مورد اول را به طور بالفعل و دو مورد دوم را به طور بالقوه در ارتقاء ارزش ویژه برند موثر دانستند. موجا و خیزه (۲۰۰۹) در آفریقای جنوبی به این موضوع پرداختند که آیا در تصمیم‌گیری برای سرمایه‌گذاری روی راه‌اندازی نسل بعدی خدمات ارتباطات، ارزش‌گذاری به روش اختیار واقعی برای اپراتورها در صنعت ارتباطات کارایی دارد یا خیر. تحقیقات قبلی نشان داده که استفاده از ارزش‌گذاری به روش اختیار واقعی در تدوین و تخصیص بودجه، روش مناسبی است. در تحقیق آن‌ها دو مدل بلک شولز و درخت دو جمله ای بررسی شدند. نتایج نشان داد روش اختیار واقعی، در تحلیل سرمایه‌گذاری در صنعت ارتباطات، مناسب است. کوستیا (۲۰۰۶) صنعت ارتباطات را با هدف ارزیابی عملکرد مالی شرکت‌های بزرگ ارتباطات و مقایسه آن‌ها با روش داده‌کاوی بررسی کرد و نشان داد داده‌کاوی روش مناسبی برای ایجاد مدل‌های طبقه‌بندی شرکت‌های ارتباطات برای مقایسه عملکرد مالی آن‌ها است و نسبت‌های مالی مناسب برای بررسی عملکرد مالی سوددهی، توانایی پرداخت بدهی، تسویه‌شوندگی و کارایی هستند.

در تحقیقات انجام شده داخلی مرتبط با ارزش‌گذاری برند صنعت ارتباطات، صرفاً به ارزیابی ابعاد ارزش برند از دیدگاه مشتریان پرداخته شده‌است. فضل‌زاده و همکاران (۲۰۱۱)، نشان دادند که در صنعت ارتباطات ایران، کیفیت خدمت مستقیماً بر ارزش درک شده، تصویر درک شده و رضایتمندی مشتری اثرگذار است. همچنین پرویزی و همکاران (۲۰۱۳) اصلی‌ترین عامل وفاداری مشتریان به برند همراه اول را رضایتمندی مشتری و برای برند ایرانسل، تبلیغات دهان‌به‌دهان اعلام کردند. افشاران‌مشهدی (۱۳۹۱) با مقایسه ارزش ویژه برند اپراتور اول و دوم تلفن همراه به روش ۱۰ عاملی آکر، عنوان کرد که میان ارزش ویژه برند همراه اول و ایرانسل اختلاف معناداری وجود دارد. نتایج تحقیق او نشان داد مولفه‌های آگاهی از برند، کیفیت آن و تداعی‌گرهای اصلی آن مثل علامت تجاری، برای شرکت ایرانسل بیش‌تر از شرکت همراه اول است و فقط مولفه وفاداری به برند برای همراه اول بیش‌تر از ایرانسل بدست آمده است. سیدین (۱۳۸۸) نشان داد اعتبار و ارزش برند همراه اول در مشهد به مقدار چشم‌گیری با وفاداری مشتریان در ارتباط است. هاشمی (۱۳۹۰) تاثیر جاذبه‌های تبلیغات تلویزیونی بر نگرش ایجاد شده نسبت به نام تجاری دو شرکت همراه اول و ایرانسل را ارزیابی کرد. نتایج تحقیق او نشان داد نگرش نسبت به تبلیغات این دو شرکت، تاثیر معناداری بر نگرش نسبت به نام تجاری آن‌ها دارد. همچنین جذابیت تبلیغات ایرانسل بیش‌تر از همراه اول است. فدایی‌اسفروشان (۱۳۹۲) با مطالعه موردی تلفن

همراه، ارتباط میان ارزش ویژه برند و عملکرد سازمان در زمینه فروش را به روش CBBE بررسی و نشان داد که ابعاد ارزش ویژه برند از دیدگاه مشتری شامل کیفیت درک شده برند، ارزش درک شده برند، آگاهی از نام و نشان و محبوبیت برند، در عملکرد فروش سازمان اثر مثبت دارند. در زمینه ارزش‌گذاری مالی برند، تحقیقاتی در ارتباط با شرکت نمایشگاه‌های بین‌المللی ایران (صابرشیخ، ۱۳۹۲) بانک ملت، پاسارگارد و پارس‌یان (حنفی‌زاده و فاضلی‌نیا، ۱۳۹۲) روزنامه اقتصادی (بندریان، ۱۳۸۸) و همچنین در زمینه ایجاد مدل ارزش‌گذاری (اسداله و همکاران، ۱۳۸۸؛ نیکوکار و همکاران، ۱۳۹۱) انجام شده‌است.

می‌توان اینطور جمع‌بندی کرد که اهمیت وفاداری مشتریان و کیفیت درک شده از برند در صنعت ارتباطات و همچنین تاثیر مثبت آن‌ها بر ارزش برند در کشورهای مختلف اثبات شده‌است. این موضوع اهمیت لحاظ کردن نظر مشتریان در ارزش‌گذاری برند صنعت ارتباطات را پررنگ می‌کند.

در نهایت نکته قابل توجه این است که در تحقیقات داخلی و خارجی انجام شده در صنعت ارتباطات، صرفاً عوامل تاثیرگذار بر ابعاد ارزش برند بررسی شده‌اند و موردی که به محاسبه میزان تاثیر مالی تغییر در ابعاد برند بر ارزش آن و یا ارزش‌گذاری مالی برند در این صنعت پرداخته باشد، یافت نشد. در پژوهش حاضر، به جنبه مالی ارزش‌گذاری برند صنعت ارتباطات پرداخته‌ایم.

### ۳- روش‌شناسی پژوهش

این تحقیق، از نظر هدف، کاربردی و از نظر روش گردآوری داده‌ها از نوع توصیفی، پیمایشی است. مورد مطالعه این پژوهش شرکت رایتل است. این اپراتور در سال ۱۳۸۹ راه‌اندازی شد و تا انتهای سال ۹۲ برای حدود ۲ میلیون کاربر، علاوه بر خدمات اصلی، یعنی پیام صوتی و پیام کوتاه، امکان استفاده از اینترنت پر سرعت، انتقال دیتا موبایل، موبایل بانک و امکانات تماس تصویری را فراهم کرده‌است. نوپا بودن رایتل و متاثر بودن وضعیت شرکت از عوامل داخلی و خارجی، ارزش‌گذاری برند آن را دشوارتر و با اهمیت‌تر می‌کند. اطلاعات مالی لازم از سایت شرکت بورس تهران و شرکت فرابورس ایران و پرسشنامه‌های روش‌ها با تحقیقات میدانی گردآوری شده‌اند. جامعه آماری برای روش Intangible Business، کاربران تلفن همراه بالای ۱۵ سال و مخاطب پرسشنامه روش Financial World، خبرگان و تحلیل‌گران صنعت ارتباطات هستند.

گام‌های کلی انجام این پژوهش به شرح زیر هستند:

- (۱) تبیین آنچه ارزش‌گذاری می‌شود و انتخاب هدف ارزش‌گذاری.
- (۲) مطالعه روش‌های ارزش‌گذاری برند.
- (۳) شناخت ویژگی‌های صنعت ارتباطات.
- (۴) انتخاب مدل ارزش‌گذاری متناسب با ویژگی‌های صنعت ارتباطات.
- (۵) ارزش‌گذاری مالی برند با روش منتخب.
- (۶) اعتبارسنجی مدل.

در گام اول لازم است دو موضوع اصلی روشن شود، اول اینکه چه چیزی ارزش‌گذاری می‌شود و دوم اینکه هدف ارزش‌گذاری چیست (فرناندز<sup>۲۵</sup>، ۲۰۱۳). در این پژوهش پاسخ سوال اول، ارزش ویژه برند است که طبق تعریف مازاد ارزشی است که شرکتی بابت نام شناخته شده خود نسبت به شرکتی مشابه اما با برند ضعیف، حاصل می‌کند (آکر، ۱۹۹۱؛ راتناتونگا و اوینگ<sup>۲۶</sup>، ۲۰۰۹). در پاسخ سوال دوم، در این پژوهش محاسبه ارزش مالی برند مدنظر است. همچنین ارزش مالی را با هدف ارائه در گزارش‌های مالی و ترازنامه‌ای، استفاده در موارد قانونی و وثیقه بانکی و فروش حق امتیاز محاسبه می‌کنیم. بنابراین ارزش‌گذاری در این پژوهش با رویکرد تکنیکی انجام می‌گیرد.

در گام دوم، در بررسی روش‌های ارزش‌گذاری، هفت رویکرد و ۳۰ روش یافت شد. در مورد رویکردها در بخش ۲ توضیحاتی ارائه گردید. اما همه روش‌های موجود قابل پیاده‌سازی در صنعت ارتباطات نیستند. روش مناسب برای ارزش‌گذاری باید با هدف ارزش‌گذاری و ویژگی‌های صنعت مورد ارزش‌گذاری هماهنگ باشد. سالیناس و آمبلر (۲۰۰۹) روش‌های مناسب رویکرد تکنیکی که مورد نظر در این پژوهش می‌باشد را ۸ مدل عنوان می‌کنند: مدل مشاوران هولیهان، مدل مشاوران AUS، مدل AbsoluteBrand، مدل BBDO، مدل Consor، مدل Kern's X-times، مدل Financial World و مدل Intangible Business. موسسه مشاوره و آموزش فایناتیکس<sup>۲۷</sup>، روشی را مناسب ارزش‌گذاری صنعت ارتباطات می‌داند که رویکرد درآمدی داشته و بر مبنای محاسبه DCF استوار باشد. بنابراین یکی از ویژگی‌های روش منتخب، داشتن رویکرد درآمدمحور است. اما برای انتخاب مناسب‌ترین گزینه از بین این مدل‌ها، اطلاع از ویژگی‌های صنعت ارتباطات و مطابقت روش‌ها با ویژگی‌های صنعت ضروری است. در ادامه به بیان ویژگی‌های این صنعت می‌پردازیم.

در گام سوم ویژگی‌های اصلی صنعت ارتباطات مشخص می‌شود. ارتباطات یک صنعت خدماتی محسوب شده (بیت‌الاسلام و ریما، ۲۰۱۳؛ بوهن و آگیاپونگ، ۲۰۱۱؛ ریچاردسن، ۲۰۱۰؛ گوپتا، ۲۰۰۸) و عملکرد آن فراتر از ارائه خدمات تلفنی و شامل انتقال صدا، تصویر، داده و سایر اطلاعات از طریق سی‌م، شبکه رادیویی، واسط‌های مخابراتی و شبکه ماهواره‌ای است (eMarket Services، ۲۰۰۶). ویژگی صنایع خدماتی را اهمیت نسبی دارایی‌های نامشهود نسبت به دارایی‌های مشهود (بارادواج و همکاران<sup>۲۸</sup>، ۱۹۹۳)، اهمیت ویژگی‌های اعتباری (نلسون<sup>۲۹</sup>، ۱۹۷۰، داری و کارنی<sup>۳۰</sup>، ۱۹۷۳؛ بارادواج و همکاران، ۱۹۹۳)، ویژگی جستجو توسط مشتری و تجربه او از خرید (نلسون، ۱۹۷۰، داری و کارنی، ۱۹۷۳؛ کریشنان و هارتلاین، ۲۰۰۱) بیان کرده‌اند. ویژگی‌های اعتباری، خصوصیتی از خدمات هستند که پس از خرید یا مصرف نیز قابل ارزیابی توسط مشتری نیستند. یکی از شاخص‌های تبیین ویژگی اعتباری، ریسک شرکت است (کریشنان و هارتلاین، ۲۰۰۱). از نظر ریچاردسن (۲۰۱۰) سودآوری صنعت ارتباطات به شدت متأثر از تجربه مشتریان است. تجربه مشتری در زمان استفاده از خدمت، تعیین‌کننده امکان خرید بعدی او از همان برند است. گوپتا (۲۰۰۸) نیاز به سرمایه‌گذاری زیاد و هزینه نوآوری بالا، نرخ بالای گردش مشتری (نسبت مشتریان جدید به مشتریان از دست رفته) و زنجیره عرضه پیچیده از تولیدکننده تا مصرف‌کننده نهایی را به عنوان ویژگی‌های این صنعت معرفی کرد. همچنین



موسسه e-Business W@tch<sup>۳۱</sup>، زیاد بودن مشتریان، اندازه بزرگ شرکت ارتباطات و داشتن مقیاس اقتصادی<sup>۳۲</sup> بالا را ویژگی‌های اصلی صنعت ارتباطات برشمرده‌است.

روندهای صنعت ارتباطات متأثر از عوامل زیر است (گوپتا، ۲۰۰۸):

- نیاز به خدمات ارتباطات به طور مشابهی در همه نقاط دنیا مورد نیاز است.
- امکان تلفیق خدمات و محصولات به منظور ارائه بسته‌های خدماتی برای مشتریان و افزایش جذابیت در این صنعت وجود دارد.
- بروز رسانی خدمات همگام با نوآوری‌های دنیا در این صنعت ضروری است.
- دوره عمر خدمت ارائه شده در این صنعت کوتاه است.

رجلا و همکاران<sup>۳۳</sup>، (۲۰۰۱) عوامل داخلی موثر بر مدل‌های کسب‌وکار در صنعت ارتباطات را موارد زیر عنوان کردند:

- استراتژی گسترش محصول
- استراتژی بازاریابی و فروش
- استراتژی ارائه خدمت و پیاده‌سازی آن
- زنجیره تولید ارزش

کالیو و همکاران<sup>۳۴</sup> (۲۰۰۶) عوامل خارجی تاثیرگذار بر مدل‌های کسب و کار در صنعت ارتباطات را به صورت زیر دسته‌بندی کردند:

- سیاست‌گذاری و قوانین دولت
- پیشرفت‌های تکنولوژیکی و محدودیت‌های موجود برای شرکت
- زنجیره ارزش میان اپراتورهای شبکه و عرضه‌کنندگان

بطور خلاصه می‌توان گفت ویژگی‌های اصلی صنعت ارتباطات خدماتی بودن (گوپتا، ۲۰۰۸؛ ریچاردسن، ۲۰۱۰؛ بوهن و آگیاپونگ، ۲۰۱۱؛ بیت‌الاسلام و ریما، ۲۰۱۳)، اعتبار (نلسون، ۱۹۷۰؛ داربای و همکاران، ۱۹۷۳؛ بارادواج و همکاران، ۱۹۹۳)، جستجو و تجربه (نلسون، ۱۹۷۰؛ داربای و همکاران، ۱۹۷۳؛ کریشن و هارتلین، ۲۰۰۱) است. ویژگی جستجو و تجربه در واقع اشاره به نظر مشتری دارند که پیش‌تر در بخش ۲-۳ اهمیت آن در صنعت ارتباطات روشن شد.

گام چهارم، انتخاب روش ارزش‌گذاری صنعت است. لازم است بر مبنای ویژگی‌های صنعت ارتباطات روش ارزش‌گذاری مناسب این صنعت انتخاب شود. هشت روش معرفی شده سالیانس که در گام دوم به آن‌ها اشاره شد، بر اساس ویژگی‌های اصلی صنعت ارتباطات قابل بررسی هستند. روش مناسب ارزش‌گذاری برند این صنعت، باید توانایی انعکاس ویژگی‌های خدماتی بودن، اعتبار، تجربه مشتری و جستجو توسط مشتری را دارا باشد و بر اساس گزارش موسسه فایناتیکس که در همین بخش بیان شد رویکرد درآمدمحور داشته باشد. جدول ۲-۱ مقایسه روش‌ها از نظر دارا بودن ویژگی‌های مطرح شده برای صنعت ارتباطات نمایش می‌دهد.

جدول ۲-۱- مقایسه ویژگی‌های روش‌های ارزش‌گذاری برند صنعت ارتباطات، منبع سالیناس، ۲۰۰۹ و سایت شرکت‌های مبدع مدل

شاخص مدل	خدماتی بودن	تجربه مشتری	اعتبار	جستجو	تکنیکی بودن رویکرد	رویکرد درآمدی
AUS Consultant	زیاد	خیلی کم	خیلی زیاد	خیلی کم	زیاد	زیاد
BEVA (BBDO)	متوسط	خیلی زیاد	زیاد	خیلی کم	زیاد	کم
Financial World	خیلی زیاد	خیلی زیاد	متوسط	خیلی کم	زیاد	زیاد
Houlihan Advisor	زیاد	خیلی کم	خیلی زیاد	خیلی کم	زیاد	زیاد
Intangible Business	خیلی زیاد	خیلی زیاد	خیلی زیاد	خیلی کم	زیاد	زیاد
Absolute Brand	متوسط	خیلی کم	متوسط	خیلی کم	زیاد	متوسط
Conсор	متوسط	خیلی کم	متوسط	خیلی کم	زیاد	متوسط

باید با توجه به معیارهایی که مطرح است، مناسب‌ترین گزینه از میان روش‌ها انتخاب شود. در این تحقیق از روش تاپسیس (آرولداس<sup>۳۵</sup> و همکاران، ۲۰۱۳) برای انتخاب روش ارزش‌گذاری مناسب استفاده شده است. در روش تاپسیس شاخص‌ها از نوع جبرانی هستند. یعنی بالاتر بودن نسبی امتیاز یک شاخص در یک روش، می‌تواند کمبود امتیاز شاخصی دیگر را برای آن روش جبران کند. در این پژوهش نیز روش مناسب باید برتری نسبی داشته باشد بنابراین برای انتخاب مدل مناسب ارزش‌گذاری، از روش تاپسیس بهره گرفتیم. پس از انجام محاسبات لازم، فاصله گزینه‌ها تا روش ایده‌آل به ترتیب جدول ۳-۱ برابر است با:

$$CL_{i+} = \{0.4629, 0.6278, 0.7145, 0.4508, 0.9139, 0.2475, 0.2475\}$$

با توجه به مقادیر  $CL_{i+}$  محاسبه شده، روش‌های Intangible Business، Financial World و BEVA روش‌های برتر ماتریس تصمیم‌گیری هستند. از میان این سه روش، BEVA از اطلاعات فروش سه سال گذشته استفاده می‌کند که به دلیل عدم همکاری شرکت رایتل و نقص اطلاعات موجود، برای مورد مطالعه قابل پیاده‌سازی نیست. در ادامه به تشریح مراحل دو روش باقی‌مانده می‌پردازیم.

در ابتدا به تشریح روش Intangible Business می‌پردازیم. این مدل توسط موسسه‌ای با همین نام ابداع شد و مراحل پیاده‌سازی آن شامل ۷ گام است (سالیناس، ۲۰۰۹) در ادامه جزئیات هر گام شرح داده می‌شود: در مرحله اول درآمد ۵ سال آتی شرکت برآورد می‌شود. مبنای برآورد، لحاظ کردن نرخ رشد درآمد شرکت برای سال‌های مالی بعد است. نرخ رشد درآمد شرکت را می‌توان نرخ رشد صنعت در نظر گرفت (داموداران، ۲۰۱۰).

در مرحله دوم، نرخ حق امتیاز برند با استفاده از نتایج پرسشنامه برآورد می‌گردد. در این روش، یک پرسشنامه قدرت نسبی برند را بر اساس معیارهای مشخص از دیدگاه مشتریان ارزیابی می‌کند. با این وجود

سوالات هر معیار به اقتضای نوع شرکت طراحی می‌شوند. قدرت نسبی برند، مجموع میانگین‌های امتیازات هر سوال است. برند قوی‌تر، یعنی برندی که بیش‌ترین امتیاز را کسب کند، معیار نرمال‌سازی امتیاز سایر برندها در بازه (۰،۱۰۰) قرار می‌گیرد. به این ترتیب که امتیاز هر برند بر امتیاز برند قوی‌تر تقسیم و حاصل در ۱۰۰ ضرب می‌شود. در نهایت، امتیاز نرمال شده برند مورد مطالعه از طریق دورن‌یابی در بازه (۰،۰۵۰،۱۰)، نرخ حق امتیاز برند را بدست می‌دهد. بازه مذکور، بازه استاندارد روش Intangible Business برای نرخ حق امتیاز است.

در مرحله سوم، از حاصل ضرب درآمد هر سال در نرخ حق امتیاز برند، جریان نقدی برند محاسبه می‌گردد. در مرحله چهارم، مقدار مالیات هر سال با در نظر گرفتن جریان نقدی برند به عنوان درآمد مشمول مالیات برآورد و از عدد محاسبه شده در مرحله سوم کسر می‌شود.

در مرحله پنجم، هزینه سرمایه محاسبه و جریان نقدی پس از مالیات هر سال، به زمان حال تنزیل می‌شوند. هزینه سرمایه از روش CAPM و بتا از روش بتای پایین به بالا (داموداران، ۲۰۱۰) محاسبه می‌شود. هزینه بدهی نرخ بازپرداخت بدهی بلند مدت شرکت (داموداران، ۲۰۱۰) و نرخ بهره بدون ریسک، مطابق سود اوراق مشارکت، ۲۰٪ لحاظ شده‌است. در محاسبه بازده بازار، چون به نوعی محاسبه نرخ رشد محسوب می‌شود، از میانگین هندسی نرخ تغییرات GDP با استفاده از اطلاعات صندوق بین‌المللی پول در مدت ۱۰ سال استفاده شد.

در مرحله ششم، لازم است ارزش نهایی درآمدهای شرکت محاسبه و به زمان حال تنزیل شود. محاسبه ارزش نهایی از طریق فرمول گوردون (داموداران، ۲۰۱۰) انجام می‌گیرد.

در مرحله هفتم و آخر، ارزش برند از جمع همه جریان‌های نقدی تنزیل شده بدست می‌آید. در ادامه توضیحات مدل Financial World بیان می‌شود. مبنای این روش محاسبه مازاد درآمدی است که برند برای شرکت ایجاد می‌کند. مراحل پیاده‌سازی این روش به ترتیب زیر است (سالیانس، ۲۰۰۹) در ادامه جزئیات هر مرحله شرح داده می‌شود:

در مرحله اول سود عملیاتی سال مالی آتی شرکت با لحاظ کردن نرخ رشد درآمد و هزینه‌های شرکت برای سال مالی بعد برآورد می‌شود.

در مرحله دوم، مقدار سود عملیاتی سال آتی برای یک شرکت با برند ضعیف تخمین زده می‌شود. فرض این است که شرکتی با برند ضعیف در هر صنعتی، حداقل سود عملیاتی معادل ۵ درصد سرمایه به کار گرفته شده را تولید می‌کند (هوپ و هوپ، ۱۹۹۷؛ کلر، ۱۹۹۸؛ موتمنی و شاه‌رخی، ۱۹۹۸). سرمایه به کار گرفته شده برابر است با نسبت تفاضل بدهی‌های جاری از کل دارایی‌ها به درآمد. کافی است مقدار تفاضل کل دارایی و بدهی‌های جاری شرکت مورد مطالعه را بر مقدار درآمد آن تقسیم و در ۰،۰۵ ضرب شود. برای بالا بردن دقت، میانه سرمایه‌به‌کار گرفته شده شرکت‌های فعال در صنعت را محاسبه کرده و مبنای قرار می‌دهند (حنفی‌زاده و فاضلی‌نیا، ۱۳۹۲).

در مرحله سوم، تفاوت میان سود عملیاتی سال آتی شرکت برندها و شرکت با برند ضعیف حساب می‌شود. در مرحله چهارم، محاسبات سه مرحله قبل برای سال مالی جاری انجام می‌گیرد. در پایان این مرحله، درآمد اضافه برند برای سال مالی جاری و سال مالی آتی محاسبه شده‌اند.

در مرحله پنجم، میانگین وزنی درآمد اضافه برند در سال مالی جاری و آتی به ترتیب با اوزان ۱ و ۲ حساب می‌شود.

در مرحله ششم، مقدار مالیات شرکت برآورد می‌شود. در این روش، مبلغ محاسبه شده در مرحله پنجم، درآمد مشمول مالیات تلقی می‌شود. مقدار برآورد شده مالیات از مبلغ مرحله پنجم کسر می‌شود.

در مرحله هفتم نرخ حق امتیاز برند محاسبه می‌شود. این روش پرسشنامه استاندارد دارد که مخاطب آن خبرگان صنعت مورد مطالعه هستند. در این پرسشنامه، برای هر یک از فاکتورهای کلان مرتبط با برند امتیازی در نظر گرفته شده‌است و خبرگان امتیاز برند را در هر فاکتور مشخص می‌کنند. امتیاز برند از پرسشنامه، با استفاده از بازه بیش‌ترین و کمترین نسبت P/E شرکت‌های فعال در صنعت تعدیل شده و عدد حاصل، نرخ حق امتیاز برند خواهد بود. امتیاز برند از پرسشنامه عددی بین صفر تا ۱۰۰ و بازه‌ی نسبت P/E نیز دارای مینیمم و ماکزیمم است. نرخ حق امتیاز برند از طریق درون‌یابی در این دو بازه محاسبه می‌شود.

نهایتاً در مرحله هشتم، ارزش برند از حاصلضرب نرخ حق امتیاز برند در درآمد پس از کسر مالیات که در مرحله ۶ محاسبه شد، بدست می‌آید (سالیناس، ۲۰۰۹).

در گام پنجم روش تحقیق، روش‌های منتخب برای مورد مطالعه پیاده‌سازی و ارزش برند محاسبه می‌شود. این گام در بخش بعد به تفصیل بیان خواهد شد.

در گام ششم و آخر روش تحقیق، میزان دقت نتیجه محاسبه شده بررسی می‌گردد. برای اعتبارسنجی ارزش محاسبه شده، میزان اختلاف نتایج روش‌ها بررسی می‌شود. برای اعتبارسنجی هر یک از روش‌ها نیز از آزمون عدد موقعیت استفاده شده‌است. در هر دو روش ارزش‌گذاری این تحقیق، نرخ حق امتیاز برند با توجه به نتایج پرسشنامه محاسبه می‌شود. در یکی از روش‌ها، تعداد پرسشنامه‌های جمع‌آوری شده کمتر از اندازه نمونه مناسب برای سطح اطمینان ۰.۹۵ و حاشیه خطای ۰.۰۵ با توجه به نامحدود بودن جامعه است. بنابراین مشخص شدن حساسیت جواب به دست آمده برای ارزش برند نسبت به پارامتر خروجی پرسشنامه، ضروری است.

برای سنجش حساسیت یک تابع نسبت به متغیرهای ورودی که به صورت فرضی یا با دقت کم در آن لحاظ شده‌اند می‌توان از "عدد موقعیت" تابع یا سیستم مورد نظر بهره‌گرفت. مقدار مناسب برای عدد موقعیت، عددی کوچک، حدود یک و کمتر از آن است. هر چقدر عدد موقعیت از یک بیشتر شود، یعنی تابع مورد استفاده، حساسیت زیادی به عدم دقت در ارزش‌گذاری دارد. برای تابع مشتق‌پذیر  $f(x)$  عدد موقعیت به ازاء متغیر  $x$  که مقدار  $x_0$  را دارد به صورت زیر تعریف می‌شود (بیسوا نث داتا<sup>۳۶</sup>، ۲۰۱۰).

$$C_f(x_0) = \left| \frac{x_0 f'(x_0)}{f(x_0)} \right|$$

#### ۴- فرض‌ها و پرسش‌های پژوهشی

در این پژوهش فرض بر این بوده است که با روش‌های موجود، قادر به ارزش‌گذاری برند صنعت ارتباطات هستیم. پرسش اصلی تحقیق، مقدار ارزش مالی برند رایتل و پرسش فرعی این است که چه روش‌هایی مناسب ارزش‌گذاری برند شرکت‌های فعال در صنعت ارتباطات هستند.

#### ۵- یافته‌های پژوهش

در این بخش، نتایج پیاده‌سازی روش‌های منتخب ارزش‌گذاری برای شرکت رایتل ارائه شده است.

#### ۵-۱- پیاده‌سازی روش‌های منتخب

در ابتدا محاسبه ارزش برند به روش Intangible Business انجام می‌گیرد. مراحل انجام این روش در بخش ۲ به تفصیل مطرح شد. گام‌های پیاده‌سازی این روش بطور خلاصه بیان می‌شود.

(۱) برآورد درآمد ۵ سال آتی از پیش‌بینی منتشر شده شرکت رایتل استخراج شده است.

(۲) محاسبه نرخ حق امتیاز برند: ۱۱۷ پرسشنامه جمع‌آوری و آلفای کرونباخ پرسشنامه ۰,۹ محاسبه شد که حاکی از پایایی قابل قبول پرسشنامه است. سوالات پرسشنامه در ضمیمه ۱ آورده شده است. نتایج نهایی محاسبات این مرحله در جدول ۴-۱ بیان شده.

جدول ۴-۱- محاسبه قدرت نسبی برند در روش Intangible Business

شرح	کمترین امتیاز ممکن	همراه اول	رایتل	ایرانسل
میانگین نمره	5.00	12.37	11.78	13.42
نرمال‌سازی امتیاز	37.27	92.20	87.83	100.00
نرخ حق امتیاز برند	5.00	9.38	9.03	10.00

- (۳) در این مرحله جریان نقدی برند از حاصلضرب درآمدهای ۵ سال آتی در نرخ حق امتیاز بدست می‌آید.
- (۴) نرخ مالیات پرداختی رایتل از سال ۹۴، ۲۵٪ و قبل از آن صفر است. بنابراین از سال ۹۴، ۲۵٪ مقدار جریان نقدی برند را به عنوان مالیات از آن کسر می‌کنیم.
- (۵) نحوه محاسبه نرخ تنزیل در بخش ۳ بیان شد. محاسبات مربوط به برآورد بازده بازار در جدول ۴-۲ و برآورد بتا و نرخ تنزیل در جدول ۴-۳ خلاصه شده است.
- (۶) محاسبه ارزش نهایی<sup>۳۷</sup> عایدات شرکت: فرآیند این مرحله واضح است.
- (۷) محاسبه ارزش برند که حاصل جمع جریان‌ات آتی تنزیل یافته و ارزش نهایی است.

جدول ۴-۳- محاسبه بتا

رایتل	همراه اول	شرح
0.83	0.47	بتا
1.23	0.22	اهرم مالی
0.00	0.20	نرخ مالیات
0.22	0.26987	اهرم عملیاتی
0.37	0.4488	بتای غیر اهرمی
0.28	0.25	هزینه سهام
۲۴۰.	0.27	هزینه بدهی
0.26	0.26	WACC

جدول ۴-۲- محاسبه میانگین بازده بازار

سال	میزان GDP به میلیارد دلار	نرخ رشد
2008	350.588	
2009	360.625	1.02
2010	419.118	1.16
2011	541.107	1.29
2012	398.03	0.73
2013	367.098	0.92
2014	402.7	1.10
2015	417.269	1.04
2016	432.092	1.04
2017	450.174	1.04
2018	469.99	1.04
	GDP	میانگین نرخ رشد
		1.039

فرآیند محاسباتی روش Intangible Business در جدول ۴-۴ خلاصه شده است:

جدول ۴-۴- محاسبه ارزش برند رایتل به روش Intangible Business، مبالغ به میلیون ریال

مرحله	سال	1393	1394	1395	1396	1397
۱	درآمد	21,195,102	35,598,989	49,789,350	56,911,699	65,052,898
۲	نرخ حق امتیاز برند	0.090	0.090	0.090	0.090	0.090
۳	جریان نقدی یا سود برند	1,907,559	3,203,909	4,481,042	5,122,053	5,854,761
۴	مالیات	0	-800,977	-1,120,260	-1,280,513	-1,463,690
	سود بعد از مالیات	1,907,559	2,402,932	3,360,781	3,841,540	4,391,071
۵	فاکتور تنزیل	1.26	1.5771	1.9740	2.4654	3.0722
	ارزش فعلی سود برند	1,517,289	1,523,631	1,702,498	1,558,191	1,429,281
۶	ارزش جریان‌های ۵ ساله برند در سال ۹۲					7,730,890
	ارزش نهایی تنزیل یافته					83,427,536
۷	ارزش کل برند					91,158,426

در ادامه ارزش برند رایتل به روش Financial World محاسبه می‌شود.

- این روش را در بخش ۲ شرح دادیم. در ادامه مراحل پیاده‌سازی آن برای شرکت رایتل بیان می‌شود.
- (۱) سود عملیاتی سال مالی آتی: از اطلاعات مالی پیش‌بینی منتشره شرکت رایتل استفاده شده‌است.
  - (۲) برآورد سود عملیاتی سال مالی آتی شرکتی مشابه اما با برند ضعیف: در این قسمت برای محاسبه سرمایه‌به‌کار گرفته‌شده، چون تنها ملاک داخلی مقایسه شرکت همراه‌اول است، از اطلاعات تعدادی شرکت خارجی ارتباطات استفاده شد. اطلاعات مربوطه در ضمیمه ۲ آمده است. میانه نسبت‌های محاسبه شده، برابر شد با ۱,۵۶۳. بنابراین طبق فرض این روش، حداقل سود عملیاتی سال آتی برند ضعیف حداقل 0.078 درآمد سال آتی شرکت با برند قوی خواهد بود.
  - (۳) در این مرحله کافی است تفاضل سود عملیاتی برای شرکت برن‌دار و با برند ضعیف محاسبه شود.
  - (۴) مراحل یک تا سه برای سال مالی فعلی نیز تکرار می‌شوند.
  - (۵) میانگین وزنی درآمد اضافی برند محاسبه می‌شود.
  - (۶) رایتل تا سال ۹۴ به دلیل از پرداخت مالیات معاف است.
  - (۷) برای محاسبه نرخ حق امتیاز برند، علاوه بر نتایج پرسشنامه، نیاز است که کمترین و بیش‌ترین مقدار نسبت P/E در صنعت مشخص شود. این نسبت به طور رسمی تنها برای شرکت همراه‌اول مشخص است. بنابراین از اطلاعات تعدادی شرکت خارجی ارتباطات بهره گرفتیم. نسبت P/E این شرکت‌ها در ضمیمه ۳ آورده شده‌است. بازه نسبت P/E برابر (۴,۳۱,۱۸۴,۵۴) بدست می‌آید. از طرفی داموداران (۲۰۱۰) بیان کرده است که نسبت P/E برای شرکت‌های بر مبنای تکنولوژی تا حدود ۷۰ عددی موجه است. برای کم کردن خطای داده، با توجه به اینکه اعدادی حوالی ۷۰ هم در بازه مذکور وجود دارد، از کران بالای ۷۹ مربوط به شرکت الوت در محاسبات استفاده شده است. در بخش ۳ توضیح دادیم که امتیاز برند از پرسشنامه این روش باید در بازه نسبت P/E تعدیل شود. سوالات پرسشنامه (حنفی‌زاده و فاضلی‌نیا، ۱۳۹۲) و نتایج امتیازدهی خبرگان به ترتیب در ضمیمه ۴ و ۵ آورده شده‌است. نتیجه درون‌یابی مربوطه در جدول ۴-۵ خلاصه شده‌است.
  - (۸) نهایتاً ارزش برند از حاصلضرب نرخ حق امتیاز در میانگین وزنی درآمد اضافی برند بدست می‌آید.

جدول ۴-۵ - محاسبه نرخ حق امتیاز رایتل در روش Financial World

شرح	امتیاز برند از پرسشنامه	بازه نسبت P/E	نرخ حق امتیاز برند
بیش‌ترین مقدار	۱۰۰	۷۹,۷	۶۹
رایتل	80		6964
کمترین مقدار	۰	4.31	۶۷

فرآیند محاسبه ارزش برند به روش Financial World در جدول ۴-۶ خلاصه شده‌است.

جدول ۴-۶- ارزش‌گذاری برند رایتل به روش Financial World، مبلغ به میلیون ریال

مرحله	شرح	مبلغ
۱	سود عملیاتی رایتل سال ۹۳	1,535,433
۲	سود عملیاتی شرکت بدون برند سال ۹۳	243,710
۳	درآمد اضافی برند سال ۹۳	1,291,723
۴	سود عملیاتی رایتل سال ۹۲	428,076
	سود عملیاتی شرکت بدون برند سال ۹۲	102,530
	درآمد اضافی برند سال ۹۲	325,546
۵	میانگین وزنی دوساله درآمد اضافی برند	969,664
۶	مقدار مالیات	0
	میانگین موزون درآمد اضافی برند بعد از مالیات	969,664
۷	نرخ حق امتیاز	۶۴,۶۹
۸	ارزش تخمینی برند رایتل	62,731,450

در قسمت پایانی مرحله پنجم از بخش از ۳، روش‌ها را اعتبار ارزش به دست آمده بررسی شده و حساسیت روش‌ها را نسبت به نتایج پرسشنامه، محاسبه می‌کنیم. برای محاسبه عدد موقعیت برای هر یک از روش‌ها، لازم است فرآیند ارزش‌گذاری به صورت یک تابع نوشته شود. فرآیند ارزش‌گذاری مدل Intangible Business به شکل تابع زیر خلاصه می‌شود:

$$VCB = \sum \frac{BS * E_i - t_i}{r_i} \quad (1-4)$$

که در آن  $VCB$  ارزش تولید شده توسط برند،  $BS$  قدرت برند،  $E$  درآمد،  $t$  مقدار مالیات و  $r$  نرخ تنزیل است. شکل استاندارد برای بررسی عدد موقعیت برای رابطه ۴-۱ به صورت زیر خواهد بود:

$$f(u) = \sum \frac{(au+b) * E_i - t_i}{r_i} \quad (2-4)$$

نرخ مالیات برابر ۰,۲۵، درآمد و  $(b, a)$  بازه‌ی نرخ حق امتیاز  $(5, 10)$  هستند. با جایگذاری در رابطه ۴-۲ داریم:

$$C(u) = \left| \frac{u * \sum \frac{aE_i}{r_i}}{u * \sum \frac{aE_i}{r_i} + \sum \frac{aE_i}{r_i} - \sum \frac{E_i}{4r_i}} \right| \quad (3-4)$$

در رابطه ۴-۳، مقدار صورت از مخرج کوچک‌تر خواهد بود. تابع ارزش‌گذاری روش Financial World به شکل رابطه ۴-۴ است.

$$BV = f(u) = GBV * (au + b) \quad (4-4)$$



که در آن  $BV$  ارزش برند،  $GBV$  ارزش برند خام،  $u$  متغیر فرمول (قدرت نسبی برند)،  $a$  ضریب ثابت پارامتر متغیر در فرمول محاسبه قدرت برند و  $b$  پارامتر ثابت در فرمول محاسبه قدرت برند مقدار مثبت است. براساس رابطه (۱-۳) در فصل دوم، مقدار عدد موقعیت تابع مورد نظر بر حسب قدرت نسبی برند به شکل زیر است:

$$C(u) = \left| \frac{uf'(u)}{f(u)} \right| = \left| \frac{u \times a}{au+b} \right| \quad (۵-۴)$$

بدیهی است که با مثبت بودن مقدار  $b$ ، حاصل رابطه ۵-۴ حاصل همواره کمتر از یک است. با توجه به اینکه اعداد موقعیت دو روش کمتر از یک هستند، می‌توان گفت تابع محاسبه ارزش برند نسبت به عدم دقت در اندازه‌گیری قدرت نسبی برند حساسیت کمی دارد و می‌توان اذعان کرد که جواب به دست آمده نسبتاً از دقت خوبی برخوردار است.

#### ۲-۴- بررسی و تحلیل نتایج

در ادامه به بررسی و تحلیل نتایج دو روش می‌پردازیم. ارزش محاسبه شده برند از دو روش منتخب، در جدول ۷-۴ نشان داده شده است.

جدول ۷-۴- مقایسه نتایج دو روش ارزش‌گذاری

Intangible Business	Financial World	مدل ارزش‌گذاری
91,158,426	62,731,450	ارزش برند (میلیون ریال)

اختلاف حدود سه هزار میلیارد تومانی بین نتایج روش‌ها وجود دارد. یکی از دلایل این اختلاف، تفاوت در مبنای محاسباتی دو روش است. مبنای محاسبات روش Financial World سود عملیاتی و مبنای روش Intangible Business درآمد فروش است. درآمد عملیاتی از رابطه ۶-۴ زیر محاسبه می‌شود:

$$(۶-۴) \quad \text{درآمدهای عملیاتی} + \text{هزینه‌های اداری و عمومی} - (\text{بهای تمام شده کالا و خدمات تولید} - \text{درآمد}) = \text{سود عملیاتی}$$

برای شرکت نوپای رایتل که هنوز به سوددهی نرسیده، میزان درآمد عملیاتی پایین است زیرا بخش زیادی از درآمد صرف بهای تمام شده خدمات و کالای تولیدی می‌شود. برای روشن‌تر شدن این موضوع در جدول ۸-۴ اقلام موثر در محاسبه سود عملیاتی برای دو شرکت همراه اول و رایتل مقایسه شده است. همراه اول شرکتی مشابه رایتل است که در دوران ثبات عمر خود قرار دارد. بهای تمام شده کالا و خدمات تولیدی در سال‌های ۹۲ و ۹۳ بطور متوسط ۶۳٪ درآمد همراه اول را تشکیل می‌دهد. در حالیکه این نسبت برای شرکت رایتل در همان بازه زمانی ۸۴٪ است. یکی از دلایل این اختلاف چشم‌گیر، همان‌طور که در بخش ۲ ذکر شد، بالا بودن مقیاس اقتصادی در صنعت ارتباطات است. به این معنی که با افزایش میزان محصولات و خدمات فروش رفته، هزینه

تولید هر واحد محصول یا خدمت و در نتیجه بهای تمام شده کالا و خدمات کاهش می‌یابد. در حال حاضر تعداد کاربران فعال همراه اول حدود ۳۲ برابر کاربران فعال رایتل است. بنابراین طبیعی است که بهای تمام شده کالا و خدمات رایتل در سال‌های ابتدای فعالیت زیاد باشد و با افزایش تعداد کاربران، کاهش یابد.

افزون بر این، مقدار هزینه اداری، عمومی و فروش سال ۹۲ و ۹۳ رایتل به طور میانگین ۵۷٪ سود ناخالص را تشکیل می‌دهد. این نسبت برای همراه اول تنها حدود ۱۴٪ است. دلیل این اختلاف نیز پایین بودن مقدار فروش رایتل و عدم پوشش نقطه سر به سر عملیاتی در این شرکت است. زیاد بودن بهای تمام شده کالا و خدمات و هزینه‌های اداری، عمومی و فروش، مقدار سود عملیاتی را کاهش می‌دهد. همانطور که در جدول ۴-۸ بیان شده، در سال ۹۲ سود عملیاتی همراه اول ۳۰٪ از فروش و سود عملیاتی رایتل تنها ۷٪ از فروش است.

در روش Financial World با استفاده از سود عملیاتی حاصل از برند طی دو سال، ارزش برند برآورد می‌شود و مبنای روش Intangible Business محاسبه DCF است. بنابراین قاعدتا ارزش محاسبه شده در روش Financial World کمتر از ارزش محاسبه شده به روش Intangible Business خواهد بود.

جدول ۴-۸ - مقایسه سود عملیاتی همراه اول و رایتل

شرح	سال ۹۲		سال ۹۳		از فروش	رایتل	از فروش	همراه اول
	از فروش	رایتل	از فروش	همراه اول				
درآمد ارائه خدمات	1	7,209,246	1	8407948	1	21,195,102	1	8407948
بهای تمام شده محصولات	0.64	-5,897,340	0.83	-52644152	0.63	-18,076,748	0.85	-52644152
سود ناخالص	0.34	1,311,906	0.18	31427796	0.37	3,118,354	0.15	31427796
هزینه‌های عمومی فروش	0.05	-883,830	0.12	-4332942	0.05	-1,582,921	0.07	-4332942
سایر درآمدهای عملیاتی	0.01	0	0.00	727114	0.01	0	0.00	727114
سود عملیاتی	0.30	428,076	0.06	۲۷,۸۲۱,۹۶۸	0.33	1,535,433	0.07	۲۷,۸۲۱,۹۶۸

فرض این است که شرکت‌های تکنولوژی محور، ظرف مدت ۵ سال به دوران ثبات خود می‌رسند (داموداران، ۲۰۱۰). شرکت‌های ارتباطات نیز از جمله این شرکت‌ها محسوب می‌شوند (کالیو و همکاران، ۲۰۰۶). با توجه به اینکه رایتل به تازگی فعالیت خود را آغاز کرده و تعداد کاربران بسیار کمی دارد، انتظار می‌رود که در ۵ سال

آینده با افزایش مقیاس اقتصادی، هزینه بهای تمام شده و هزینه اداری، عمومی و فروش برای هر محصول کاهش یافته و سود عملیاتی رشد قابل ملاحظه‌ای داشته باشد. بنابراین مقدار ارزش برند محاسبه شده بر مبنای سود عملیاتی دو ساله نیز رشد خواهد داشت. از این رو به نظر می‌رسد ارزش برآورد شده در روش Intangible Business به واقعیت نزدیک‌تر باشد.

با توجه به توضیحات ارائه شده و اعتبارسنجی هریک از مدل‌ها در انتهای بخش ۳ مشخص می‌شود اختلاف ارزش محاسبه شده قابل توجیه بوده و ناشی از اشتباه محاسباتی یا مفهومی در پیاده‌سازی روش‌ها نیست.

#### ۶- نتیجه‌گیری و بحث

هدف این تحقیق یافتن روش مناسب ارزش‌گذاری مالی برند در صنعت اپراتورهای تلفن همراه است. برای این منظور، پس از بررسی ویژگی‌های صنعت ارتباطات، دو روش ارزش‌گذاری Financial و Intangible Business World بر اساس ویژگی‌های صنعت انتخاب و برای شرکت رایتل پیاده‌سازی شدند.

طبق نظر ون‌آکن<sup>۳۸</sup> (۲۰۰۲) هر سیستم معتبر اندازه‌گیری ارزش ویژه برند باید اهداف زیر را پوشش دهد:

۱) بتواند ارزش ویژه برند را از ابعاد مختلف و در نقاط زمانی مختلف اندازه‌گیری کند.

۲) اطلاعات تشخیصی در مورد دلایل تغییرات در ارزش ویژه برند ارائه دهد.

۳) چهارچوبی برای بهبود ارزش ویژه برند بدست دهد.

۴) چهارچوبی برای مشخص شدن موقعیت برند در مقایسه با رقبای عمده ایجاد کند.

دو روش منتخب این تحقیق، به دلیل استفاده از نظر مشتریان و نیز استفاده از اطلاعات مالی، ویژگی اول را پوشش می‌دهند. همچنین با مشخص بودن جزئیات روش در هر مرحله از ارزش‌گذاری، اثر تغییر داده‌ها قابل مشاهده و پیگیری است. بنابراین عواملی که در هر مرحله از فرآیند پیاده‌سازی روش، باعث کاهش ارزش برند می‌شوند قابل شناسایی و بهبود هستند. به این ترتیب ویژگی‌های ۲ و ۳ نیز پوشش داده می‌شوند. جایگاه نسبی برند در میان رقبا با توجه به نتایج پرسشنامه هر روش مشخص می‌شود. همچنین، اعتبارسنجی روش‌ها نشان داد می‌توان به جواب‌های بدست آمده اطمینان داشت. نزدیک بودن نتایج دو روش نیز حاکی از برآورد مناسب ارزش برند رایتل است.

در مرور ادبیات داخلی و خارجی مورد مشابه از ارزش‌گذاری مالی برند در صنعت ارتباطات، یافت نشد. تحقیقات انجام شده در این حوزه متمرکز بر ارزیابی برند صنعت ارتباطات از دیدگاه مشتری و با رویکرد غیرمالی بود.

آگاهی از ارزش برند، در تعیین سهم سود شرکت‌ها در تعاملات تجاری و انجام پروژه‌های مشترک با سایر شرکت‌ها، تملک و ادغام، اعطای حق امتیاز، تصمیمات سرمایه‌گذاری، مدیریت برند و مشتریان (فرناندز، ۲۰۰۳) و دعاوی حقوقی و استفاده به‌عنوان وثیقه بانکی (اندرایسن، ۲۰۰۴) کاربرد دارد.

علاوه بر کامل نبودن اطلاعات مالی شرکت‌های فعال در صنعت ارتباطات ایران، از محدودیت‌های دیگر این تحقیق، کم بودن تعداد پاسخ‌دهندگان به پرسشنامه بود. البته آزمون عدد موقعیت نشان داد این مساله باعث

ایجاد انحراف زیاد در نتیجه نهایی نشده است. همچنین نوپا بودن شرکت مورد مطالعه باعث ایجاد خطا در نتیجه نهایی روش Financial World شد.

با توجه به افزایش توجه بر ارزش برند و کاربرد آن در ایران، انجام تحقیقاتی در خصوص طبقه‌بندی روش‌های ارزش‌گذاری با رویکرد مالی برای صنایع مختلف، بررسی حساسیت پارامترهای مدل ارزش‌گذاری در ارزش محاسبه شده برای شرکت‌ها و مطالعه در خصوص فرآیند و بررسی چگونگی پذیرش ارزش برند به عنوان وثیقه در کشورهای خارجی و پیاده‌سازی آن در کشور پیشنهاد می‌شود.

### فهرست منابع

- \* اسداله، هوشنگ، حمیدی‌زاده، محمدرضا، دری، بهروز، کریمی‌علویچه، محمدرضا، (۱۳۸۸)، توسعه مدل ارتباطی بین ارزش ویژه برند مبتنی بر مشتری با عملکرد برند در بازار: مطالعه موردی برندهای لبنی در بازار تهران، فصلنامه اقتصاد و تجارت نوین، شماره‌های ۱۵ و ۱۶، صفحات ۵۲-۷۶.
- \* باغبان، علی، موسوی، سیدعباس. ارزش نام تجاری. (۱۳۸۳)، مجله تدبیر. شماره ۱۴۹، صفحات ۴۴-۴۸.
- \* حسینیون، سیدسعید، ۱۳۹۲. "ارزش‌گذاری مدل کسب و کار به عنوان یک دارایی نامحسوس با رویکرد مطالعه موردی در یک کسب‌وکار الکترونیک". پایان‌نامه کارشناسی‌ارشد مهندسی مالی، دانشکده فنی و مهندسی مهندسی، دانشگاه علم و فرهنگ تهران.
- \* حنفی‌زاده، پیام، فاضلی‌نیا، مسعود، (۱۳۹۰)، ارزش‌گذاری برند بانک‌ها مبتنی بر مدل‌های ارزش‌گذاری برند با استفاده از مدل تصمیم‌گیری چندمعیاره Topsis (مطالعه موردی: بانک ملت، پاسارگاد و پارسیان). مجله مهندسی مالی و مدیریت اوراق بهادار. شماره یازدهم. صفحات ۸۱-۱۵۶.
- \* داموداران، آثرا، (۱۳۹۰)، نیمه پنهان ارزش‌گذاری: ارزش‌گذاری شرکت‌های سنتی و شرکت‌های مبتنی بر تکنولوژی و اقتصاد جدید، ترجمه حنفی‌زاده، پیام، یزدانی، نصیری، سعید. چاپ اول، تهران: نشر ترمه.
- \* صابرشیح، رضا، (۱۳۹۲)، "شناسایی پارامترهای تعیین‌کننده ارزش نام تجاری و ارائه الگویی برای قیمت‌گذاری و ارزش‌گذاری برند شرکت نمایشگاه‌های بین‌المللی جمهوری". پایان‌نامه کارشناسی‌ارشد مدیریت بازرگانی، دانشکده مدیریت، دانشگاه آزاد اسلامی، واحد تهران مرکزی.
- \* Alamro, Ahmed, Rowley, Jennifer. (2011). Antecedents of brand preference for mobile telecommunications services. *Journal of Product & Brand Management*, Vol. 20 Iss 6 pp. 475 - 486
- \* Al-Debei, Mutaz M., Ramzi, El-Haddadeh, Avison, David. (2008). Towards a Business Model for Cellular Network and Telecommunication Operators: A Theoretical Framework. UKAIS, 13th Annual Conference
- \* Aruldoss, Martin, Lakshmi, T. Miranda, Venkatesan, V. Prasanna. (2013). A Survey on Multi Criteria Decision Making Methods and Its Applications. *American Journal of Information Systems*, Vol. 1, pp. 31-43
- \* Aydin, Serkan, Özer, Gökhan. (2005). The analysis of antecedents of customer loyalty in the Turkish mobile telecommunication market. *European Journal of Marketing*, Vol. 39 Iss 7/8 pp. 910 - 925

- \* Baitol Islam, Mohammad, Rima, Afroja R. (2013). Factors Affecting Customer Experience in Telecommunication Services and its Importance on Brand Equity: A Study on Telecommunication Companies in Bangladesh. *Interdisciplinary Journal of Contemporary Research in Business*, vol. 5, No. 8
- \* Bharadwaj, Sunder G., Varadarajan, P. Rajan, Fahy, John. (1993). Sustainable Competitive Advantage in Service Industries: A Conceptual Model and Research Proposition. *Journal of Marketing*, Vol. 57, No. 4, pg. 83
- \* Blackett, Tom. (1991). Valuation of Brands. *Journal of Marketing Intelligence & Planning*, Vol. 9, No. 1, pp. 27-35
- \* Boohene, Rosemond, Agyapong, Gloria K. Q., (2011). Analysis of the Antecedents of Customer Loyalty of Telecommunication Industry in Ghana: The Case of Vodafone (Ghana). *International Business Research*, vol. 4, No. 1
- \* Chiu, Yu-Jing, Chen, Yuh-Wen. (2007). Using AHP in patent valuation. *Mathematical and Computer Modeling*, Vol. 46, pp. 1054-1062
- \* Costea, Adriana. (2006). The Analysis of Telecommunications Sector By The Means of Data Mining Techniques. *Journal of Applied Quantitative Methods*, Vol. 1, No. 2, pp. 144-150
- \* Fazlzadeh, Alireza, Khoshmaram, Ali, and Feyzipour, Aram. (2011). How quality, value, image, and satisfaction create loyalty at an Iran telecom. *International Journal of Business and Management*, Vol. 6, No. 8, p271.
- \* Finaticsonline, (2012), "Valuation Fundamentals", Law College Road, Pune-411004, India
- \* Gallacii, Letizia, (2006), "Telecommunication Industry Report", eMarketing Services, ICE, Italy
- \* Gupta, Aman, (2008). "Pursuit of the Perfect Order: Telecommunications Industry Perspectives". BPTrends article
- \* Haigh, David, Knowles, Jonathan. (2004), "Brand valuation: what it means and why it matters". IAM supplement No.1
- \* Kamakura, Wagner A., Russell, Gary J., (1992). Measuring brand value with scanner data. *International Journal of Research in Marketing*, Vol. 10, pp. 9-22
- \* Krishnan, Balaji C., Hartline, Micheal D.. (2001). Brand Equity: Is It More Important in Services?. *Journal of Service Marketing*, Vol. 15, No. 5, pp. 328-342
- \* Lai, Fujun, Griffin, Mitch, Babin, Barry J., How quality, value, image, and satisfaction create loyalty at a Chinese telecom. *Journal of Business Research* Vol. 62.10, pp. 980-986.
- \* Malik, Muhammad Ehsan, Ghafoor, Muhammad Mudasar, and Hafiz Kashif Iqbal. (2012). Impact of Brand image, service quality and price on customer satisfaction in pakistan telecommunication sector. *International journal of business and social science*, Vol. 3, No. 23, pp. 123-129.
- \* Mkhize, M., Moja, N.. (2009). The Application of Real Option Valuation Techniques in Cellular Telecommunication Industry in South Africa. *Journal of Business Management*, Vol. 40
- \* Mohammad Amin, Salmiah, U. Ahamd, Ungku N., Hui, Lim S..(2012). Factors Contributing to Customer Loyalty Towards Telecommunication Service Provider. *Journal of Social and Behavioral Sciences*, Vol. 40, pp. 282-286
- \* Nimako, Simon Gyasi. (2012). Linking quality, satisfaction and behaviour intentions in Ghana's mobile telecommunication industry. *European Journal of Business and Management*, Vol. 4, No. 7, pp. 1-17
- \* Parvizi, Narges, Jamshidinaid, Babak, Namamian, Farshid. (2013). Examining Effective Factors Influencing Customer loyalty to Brand. *Journal of Applied Environmental and Biological Science*, Vol. 3, No. 11, pp. 85-91
- \* Penrose, Noel, Moorhouse, Martin. (1989). The Valuation of Brands. *International Journal of Retailing*, MIP 7,11/12, pp. 30-33

- \* Pezeshki, Vahid, Mousavi, Alireza, Grant, Susan. (2009). Importance-Performance Analysis of Service Attributes and Its Impact on Decosion Making in the Mobile Telecommunication Industry. *Measuring Business Excellence*, Vol. 13, Iss 1, pp. 82-92
- \* Ratnatunga, Janek, Ewing, Michael T., (2009). An Ex-Ante Approach to Brand Capability Valuation. *Journal of Business Research*, No. 62, pp. 323-331
- \* Russell, Abratt, Bick, Geoffery. (2000). Valuing Brands and Brand Equity. *International Journal of Applied Management and Interprenershi*, available on: <http://www.huizenga.nova.edu/Jame/articles/brand-equity.cfm>
- \* Salinas, Gabriela, (2009). *The International of Valuation Manual: Acomplete overview and analysis of brand valuation techniques methodologies and applications*. New York: John Wiley & Sons
- \* Salinas, Gabriela, Ambler, Tim, (2009). A Taxonomy of Brand Valuation Practice: Methodologies and Purposes. *Journal of Brand Management*, Vol. 17, No. 1, pp. 39-61
- \* Santouridis, Ilias, Trivellas, Panagiotis. (2010). Investigating the impact of service quality and customer satisfaction on customer loyalty in mobile telephony in Greece. *The TQM Journal*, Vol. 22 Iss 3 pp. 330 – 343
- \* Wang, Wei-Tsong, Li, Hui-Min. (2012). Factors Influencing Mobile Service Adoption: A Brand-Equity Perspective. *Internet Research*, Vol. 22, Iss 2, pp. 142-179
- \* Wang, Yonggui, lo, Hing-po. (2002). Service quality, customer satisfaction and behavior intentions. *info*, Vol. 4 Iss 6 pp.50-60
- \* Wilcox, Dixon, Kuo-Chung Chang, H., Grover, Varun. (2001). Valuation of mergers and acquisitions in the telecommunications industry: a study on diversification and firm size. *Information & Management*, Vol. 38, No. 7, pp. 459-471.

## یادداشت‌ها

<sup>۱</sup> روزنامه دنیای اقتصاد، شماره ۳۳۵۸

- <sup>2</sup> Belén Villalonga
- <sup>3</sup> Russel and Bick
- <sup>4</sup> Andriessen
- <sup>5</sup> [www.Interbrand.com](http://www.Interbrand.com)
- <sup>6</sup> Haigh and Knowles
- <sup>7</sup> Blattberg and Wisiniewski
- <sup>8</sup> Kamakura and Russel
- <sup>9</sup> Aaker
- <sup>10</sup> Ambler and Lehmann
- <sup>11</sup> Penrose and Moorhouse
- <sup>12</sup> Salinas and Ambler
- <sup>13</sup> merger and acquisition
- <sup>14</sup> Bamert and Wehrli
- <sup>15</sup> Bill Xu and Chan
- <sup>16</sup> Lai
- <sup>17</sup> Gerpott
- <sup>18</sup> Chen and Myagmarsuren
- <sup>19</sup> Wang and Lo
- <sup>20</sup> responsiveness
- <sup>21</sup> Santouridis and Trivellas
- <sup>22</sup> Alamro and Rowley
- <sup>23</sup> Wilcox
- <sup>24</sup> Baitul Islam and Rima

<sup>25</sup> Fernandez

<sup>26</sup> Ratnatunga and Ewing

<sup>27</sup> www.finaticsonline.com

<sup>28</sup> Bharadwaj et. al

<sup>29</sup> Nelson

<sup>30</sup> Darby and Karni

<sup>31</sup> www.ebusiness-watch.org

<sup>۳۲</sup> مقیاس اقتصادی عبارت است از کاهش در متوسط هزینه (هزینه هر واحد محصول یا خدمت) با افزایش میزان حجم تولید برای هر محصول یا خدمت.

<sup>33</sup> Rajala et. al

<sup>34</sup> Kallio

<sup>35</sup> Aruldoss

<sup>36</sup> Biswa Nath Datta

<sup>37</sup> terminal value

<sup>38</sup> Van Auken