



مقاله پژوهشی

تأثیر شهرت شرکت بر اهرم مالی و اعتبار تجاری<sup>۱</sup>

محسن ختن‌لو<sup>۲</sup>، مهدی کاظمی علوم<sup>۳</sup>، فرزاد ضیائی<sup>۴</sup>

تاریخ پذیرش: ۱۴۰۳/۰۹/۲۴

تاریخ دریافت: ۱۴۰۳/۰۵/۰۷

چکیده

هدف پژوهش حاضر بررسی تأثیر شهرت شرکت بر اهرم مالی و اعتبار تجاری است. در راستای اهداف پژوهش ۱۷۴ شرکت عضو بورس اوراق بهادار تهران در بازه زمانی ۱۳۹۰ تا ۱۴۰۱ انتخاب و آزمون شدند. برای سنجش شهرت شرکت از رویکرد امتیازدهی ترکیبی با استفاده از چهار مؤلفه شهرت شامل نسبت قیمت به سود هر سهم، کیوتوبین، نسبت سرمایه‌گذاری بلندمدت و عمر شرکت استفاده و همچنین از رتبه‌بندی ۱۰۰ شرکت برتر سازمان مدیریت صنعتی نیز به عنوان روش جایگزین برای سنجش شهرت شرکت‌ها استفاده شد. به منظور آزمون فرضیه‌ها از رگرسیون چندگانه با روش برآورد حداقل مربعات (رویکرد اصلی) و گشتاورهای تعمیم یافته (رویکرد مکمل) استفاده شد. یافته‌های پژوهش نشان داد بین امتیاز شهرت شرکت و اهرم مالی ارتباط مستقیم و معناداری وجود دارد. همچنین نتایج بیانگر آن است که ارتباط معکوس و معناداری بین شهرت شرکت با اعتبار تجاری وجود دارد. افزون بر این یافته‌های مشابهی با استفاده از رتبه‌بندی ۱۰۰ شرکت برتر سازمان مدیریت صنعتی مشاهده گردید. نتایج رویکرد مکمل نیز استحکام نتایج اصلی را تایید می‌نماید. این پژوهش دارای مفاهیم نظری و عملی برای مدیران، سهامداران و تأمین‌کنندگان منابع مالی است. یافته‌های پژوهش حاضر می‌تواند بیانگر اهمیت نقش مدیران در بهبود شهرت شرکت و در نتیجه افزایش تأمین مالی باشد. سهامداران نیز با سرمایه‌گذاری در شرکت‌های مشهور با ریسک کمتری مواجه خواهند شد. تأمین‌کنندگان منابع مالی نیز به منظور اعطای اعتبار می‌توانند از سنجش شهرت شرکت در کنار سایر سنجش‌های اعتبارسنجی استفاده نمایند.

واژگان کلیدی: اعتبار تجاری، اهرم مالی، شهرت شرکت، گشتاورهای تعمیم یافته.

طبقه‌بندی موضوعی: C33, C58, D92, G32

۱. doi مقاله: 10.22051/jfm.2024.47865.2944

۲. استادیار، گروه حسابداری، دانشکده علوم اقتصادی و اجتماعی، دانشگاه بوعلی‌سینا، همدان، ایران. نویسنده مسئول.

Email: mkhotanlou@basu.ac.ir

۳. استادیار، گروه حسابداری، دانشکده علوم اقتصادی و اجتماعی، دانشگاه بوعلی‌سینا، همدان، ایران. Email: m.kazemiolum@basu.ac.ir

۴. کارشناس ارشد، گروه حسابداری، دانشکده علوم اقتصادی و اجتماعی، دانشگاه بوعلی‌سینا، همدان، ایران. Email: farzadze781@gmail.com

## مقدمه

در سال‌های اخیر، شهرت شرکت به عنوان مفهومی نوین در ادبیات بازاریابی، مدیریت و مالی مطرح شده و بیش از گذشته توسط رسانه‌ها، پژوهشگران و حتی ذینفعان مورد بحث قرار گرفته است (چان<sup>۱</sup>، ۲۰۰۵). شهرت شرکت را می‌توان به عنوان اظهارنظر عموم درباره یک شرکت خاص تعریف نمود. این اظهارنظر از تجربه‌های مردم و همچنین از شنیدن تجربه‌های دیگران (از طریق رسانه‌های چاپی، رسانه‌های اجتماعی یا به سادگی از طریق نقل دهان به دهان) ایجاد می‌گردد (کارتاویناتا و ماهرانی<sup>۲</sup>، ۲۰۲۲). اکثر مدیران بر این باورند که شهرت شرکت یکی از پایدارترین عوامل مؤثر بر موفقیت شرکت است (هال<sup>۳</sup>، ۱۹۹۲). شهرت نه تنها بر نگرش‌ها و رفتارهای سرمایه‌گذاران و مدیران، بلکه بر مشتریان، کارمندان، قانون‌گذاران، نهادهای نظارتی، ادراک عموم مردم و رسانه‌ها نیز تأثیرگذار است (نیلی و همکاران<sup>۴</sup>، ۲۰۰۲). در این راستا هاموند و اسلوکام<sup>۵</sup> (۱۹۹۶) بیان می‌نمایند که سرمایه‌گذاران، مدیران و سایر ذینفعان در تصمیم‌گیری به شهرت سازمان‌ها اتکاء می‌کنند. شهرت یک شرکت در مقایسه با سایر شرکت‌ها در صنایع مشابه، سیگنال‌هایی را درباره محصولات و راهبردهای تجاری شرکت به سهامداران بالفعل و بالقوه ارسال و باعث ایجاد بازده بالاتر از میانگین برای شرکت می‌شود (کوکیس<sup>۶</sup> و همکاران، ۲۰۲۱).

شهرت شرکت طی سال‌های متمادی توسط پژوهش‌گرانی از قبیل فمبرون و شنلی<sup>۷</sup> (۱۹۹۰)، رابرتز و داوولینگ<sup>۸</sup> (۲۰۰۲)، والکر<sup>۹</sup> (۲۰۱۰) و فیرا و همکاران<sup>۱۰</sup> (۲۰۲۳) مورد مطالعه قرار گرفته است. نتایج این مطالعات حاکی از آن است که شهرت نقش مهمی در پاسخ‌های راهبردی شرکت‌ها به تهدیدات محیطی ایفاء می‌نماید (اویانگ و همکاران<sup>۱۱</sup>، ۲۰۱۷؛ بانک و همکاران<sup>۱۲</sup>، ۲۰۱۹). فمبرون و شنلی (۱۹۹۰) دریافتند که اگر نام تجاری یک شرکت برای عموم مردم شناخته شود، شرکت نسبت به رقبای خود قدرت رقابتی بالاتری خواهد داشت. رابرتز و داوولینگ (۲۰۰۲) یافته‌های تجربی ارائه نمودند که طبق آن، شرکت‌هایی با عملکرد مالی بهتر، تا زمانی که از شهرت خوبی برخوردار باشند، رشد پایدار در عملکرد را حفظ خواهند نمود. کائو و همکاران<sup>۱۳</sup> (۲۰۱۴) نشان دادند که هر چه شهرت شرکت بیشتر باشد، هزینه حقوق صاحبان سهام برای شرکت کاهش می‌یابد.

1. Chun
2. Kartawinata & Maharani
3. Hall
4. Neely et al.
5. Hammond & Slocum
6. Cocis
7. Fombrun & Shanley
8. Roberts & Dowling
9. Walker
10. Febra et al.
11. OuYang et al.
12. Bank et al.
13. Cao et al.



شهرت سازوکاری است که عدم اطمینان را برای مشتریان شرکت کاهش و کارایی سیاست‌های بازاریابی را بهبود می‌بخشد و در نتیجه رضایت مشتریان را افزایش می‌دهد (لی و روح<sup>۱</sup>، ۲۰۱۲). همچنین برخی از پژوهشگران معتقدند که شهرت به عنوان یک دارایی نامشهود با ارزش برای شرکت در نظر گرفته می‌شود (وانگ، ۲۰۰۸؛ ریندوا و همکاران<sup>۲</sup>، ۲۰۱۰؛ تروتا و کاوالرو<sup>۳</sup>، ۲۰۱۲). طبق نظریه علامت‌دهی شهرت شرکت به ذینفعان خارج از شرکت، سیگنالی مبنی بر وضعیت شرکت و روابط با مشتریان می‌دهد که باعث کاهش عدم تقارن اطلاعاتی شده و در نتیجه در تقلیل هزینه‌های تأمین مالی به شرکت کمک می‌کند (باترانسیا و همکاران، ۲۰۲۲).

تصمیم‌های تأمین مالی عمدتاً شامل تأمین مالی کوتاه‌مدت مانند استفاده از اعتبار تجاری و وام بانکی و تصمیم‌های بلندمدت مالی شامل تأمین مالی از طریق بدهی (اهرم مالی) و صدور سهام هستند. معمولاً شرکت‌های مشهور، با ریسک‌های کمتری مواجه هستند و به همین دلیل، تأمین‌کنندگان منابع مالی با تمایل و انعطاف پذیری بیشتری اعتبار مورد نیاز آنها را تأمین می‌نمایند. به گفته سبحانی و همکاران<sup>۴</sup> (۲۰۲۲) شرکت‌های مشهور به دلیل شهرتی که در بازار بدهی و اعتبار دارند، می‌توانند بدهی و اعتبار بیشتری را با هزینه‌های پایین‌تر جذب نمایند. بنابراین اعتبار و شهرت یک شرکت می‌تواند به کاهش هزینه تأمین مالی کمک نماید. بر این اساس در این پژوهش ارتباط بین شهرت شرکت و تصمیم‌های تأمین مالی شامل اهرم مالی و اعتبار تجاری مورد بررسی قرار گرفته است. دانش‌افزایی پژوهش حاضر از چند بعد قابل توجه است. اول این که طبق ادبیات فعلی شهرت شرکت می‌تواند در تصمیم‌گیری‌های مالی مدیران و به ویژه در تصمیم‌های تأمین مالی تأثیر مهمی داشته باشد که این مسأله در پژوهش‌های قبلی کمتر مورد توجه بوده و در پژوهش‌های داخلی مورد مطالعه قرار نگرفته است و نتایج این مطالعه می‌تواند به بسط و توسعه شواهد تجربی داخلی در این زمینه کمک نماید. دوم این که در این پژوهش، تصمیمات تأمین مالی به دو بخش کوتاه‌مدت و بلندمدت تفکیک شده است. سوم این که در این پژوهش از رتبه‌بندی ۱۰۰ شرکت برتر سازمان مدیریت صنعتی نیز به عنوان روش جایگزین برای سنجش شهرت شرکت‌ها استفاده شده است. ساختار پژوهش حاضر بدین شرح است. در ادامه، ابتدا به پیشینه نظری، تجربی و فرضیه‌های پژوهش اشاره شده، سپس روش‌شناسی و یافته‌های پژوهش ارائه و در نهایت به نتیجه‌گیری و بحث و ارائه پیشنهادها پرداخته می‌شود.

### مبانی نظری و مروری بر پیشینه پژوهش

در سال‌های اخیر موضوع شهرت شرکت با توجه به تأثیر آن بر ایجاد مزیت رقابتی و حفظ عملکرد پایدار، مورد توجه بوده است. شهرت شرکت زمانی که توسط رسانه‌ها مطرح می‌شود، نشانه کیفیت شرکت

1. Lee & Roh
2. Rindova et al.
3. Trotta & Cavallaro
4. Subhani et al.



برای سرمایه‌گذاران بالقوه و بالفعل به‌ویژه در مواقع بحران است (بانک و همکاران، ۲۰۱۹، اویانگ و همکاران، ۲۰۱۷). موضوع شهرت شرکت توسط پژوهش‌گران بسیاری در علوم متعدد از جمله اقتصاد، مدیریت استراتژیک، بازاریابی، تئوری سازمان، مالی، حسابداری و جامعه‌شناسی مورد بررسی قرار گرفته است (فمبرون و همکاران، ۱۹۹۷). با این حال، این مفهوم هنوز با عبارات پذیرفته شده جهانی تعریف نشده است (چان، ۲۰۰۵). شهرت به عنوان یک دارایی نامشهود از اقدامات گذشته شرکت نشأت می‌گیرد (ویگلت و کامرر<sup>۱</sup>، ۱۹۸۸) و از شاخص‌های عملکرد مالی گذشته شرکت به دست می‌آید (ورگین و کورونفله<sup>۲</sup>، ۱۹۹۸). این رابطه یک طرفه نیست زیرا شهرت نیز ممکن است بر عملکرد مالی آینده شرکت تأثیر بگذارد. شرکت‌هایی با استانداردهای شهرت، بهتر از رقبای خود عمل می‌کنند (ویگلت و کامرر، ۱۹۸۸؛ رابرتز و داوولینگ، ۲۰۰۲). میلگروم و رابرتز<sup>۳</sup> (۱۹۸۲) در پژوهش خود با استفاده از نظریه بازی‌ها<sup>۴</sup> و توصیف یک بازی تکراری نشان دادند شهرت از عدم تقارن اطلاعاتی ناشی می‌گردد. اطلاعات نامتقارن در مورد یک بازیگر (یک باور عمومی در مورد بازیگر بر اساس اقدامات گذشته) باعث شهرت وی می‌شود. آنها نشان دادند که بازیگران (مدیران و شرکت) از طریق اقدامات خود می‌توانند شهرت را شکل دهند. با انجام اقداماتی که حتی بدون قرارداد رسمی یا صریح به نفع مدیر است، بازیگر می‌تواند به داشتن ویژگی خاصی شهرت پیدا کند که به کاهش مشکلات نمایندگی و افزایش سود در مراحل بعدی کمک نماید.

اندازه‌گیری و سنجش شهرت شرکت به عنوان یک دارایی نامشهود با ارزش به دلیل ویژگی ناملموس و مؤلفه عاطفی - شناختی مشاهده‌گر، دشوار است. بنابراین، تا به امروز هنوز هیچ ابزار استاندارد شده و جامعی برای سنجش شهرت شرکت ارائه نشده است؛ تنها برخی پژوهشگران و مؤسسات اقدام به ارائه فهرست‌های رتبه‌بندی شرکتی با لحاظ کردن تعدادی متغیر مختلف نموده‌اند. اگرچه بررسی شهرت در دهه پنجاه قرن بیستم آغاز شد، اما تنها در آغاز دهه هشتاد بود که شهرت برای اولین بار مورد سنجش قرار گرفت (گرگیچ<sup>۵</sup>، ۲۰۰۸). شناخته‌شده‌ترین معیار سنجش شهرت شرکت‌ها تا به امروز توسط نشریه فورچون<sup>۶</sup> ارائه شده است که اولین بار در پاییز سال ۱۹۸۳ انجام شد (پونزی و همکاران<sup>۷</sup>، ۲۰۱۱) و در سال ۱۹۸۴ لیست تحسین برانگیزترین شرکت‌های آمریکا<sup>۸</sup> برای اولین بار منتشر شد. با گذشت زمان، سایر نشریات در جهان شروع به رتبه‌بندی شهرت شرکت‌ها بر اساس معیارهای خاص خودشان کردند. در ایران نیز سازمان مدیریت صنعتی از سال ۱۳۸۶ اقدام به رتبه‌بندی شهرت شرکت‌ها بر اساس معیارهایی از قبیل حجم فروش، اندازه و رشد شرکت، سودآوری و عملکرد، صادرات، نقدینگی، بدهی و شاخص‌های بازار نموده است

1. Weigelt & Camerer
2. Vergin & Qoronfleh
3. Milgrom & Roberts
4. Game Theory
5. Grgic
6. Fortune Magazine
7. Ponzi et al.
8. America Most Admired Companies



(طهماسبی خورنه و همکاران، ۱۳۹۷). در پژوهش‌های قبلی از رتبه‌بندی شهرت نشریات و مؤسسات در کنار سایر مؤلفه‌های شهرت استفاده شده است. در این پژوهش چهار مؤلفه شهرت که توسط نشریه فورچون نیز برای رتبه‌بندی شرکت‌ها استفاده شده است، به پیروی از پژوهش‌های قبلی مانند گرگیچ (۲۰۰۸)، کار و سینگ (۲۰۱۸) و سبجانی و همکاران (۲۰۲۲) این مؤلفه‌ها شامل نسبت قیمت به سود، کیو توبین، نسبت سرمایه‌گذاری بلندمدت و عمر شرکت هستند که با استفاده از رویکرد امتیازدهی ترکیبی به شاخص شهرت تبدیل شده‌اند و رتبه‌بندی ۱۰۰ شرکت برتر سازمان مدیریت صنعتی نیز به عنوان روش مکمل استفاده شده است.

تصمیم‌گیری در مورد انجام سرمایه‌گذاری یک تصمیم اساسی در هر کسب و کاری تلقی می‌شود و این تصمیم با رشد آتی و موفقیت بلندمدت کسب و کارها همراه است (کنادحسن و آراموالارتان، ۲۰۱۱). بخش شرکتی نقش مهمی در توسعه اقتصادی همه کشورها ایفا می‌کند؛ زیرا فرصت‌ها و روش‌های جدیدی را برای سرمایه‌گذاری معرفی می‌نماید. به دلیل رقابت زیاد در سراسر جهان، شرکت‌ها به شدت در ماشین‌آلات جدید، زیرساخت‌ها، توسعه محصول و مدیریت تولید محصول سرمایه‌گذاری می‌نمایند تا نیازهای توسعه خود را برآورده کنند. با این حال، سرمایه‌گذاری نیازمند به دست آوردن و استفاده کارا از منابع است. از این رو، شرکت‌ها برای انجام سرمایه‌گذاری‌ها، یا از وجوه داخلی استفاده می‌کنند و یا با انتشار سهام و اوراق بدهی به دنبال تأمین مالی بیرونی هستند. اعتبار تجاری به عنوان یک منبع تأمین مالی (کوتاه‌مدت) به عنوان فرصتی برای دسترسی سریع به منابع و تسهیلات مالی مورد نیاز شرکت‌ها است. شرکت‌ها در بحران‌های مالی نیز به جای بدهی بلندمدت، اعتبار تجاری را در تصمیم‌گیری خود لحاظ می‌کنند. استفاده از اعتبار تجاری در اکثر واحدهای تجاری رایج است؛ زیرا با این روش، آنها منابع مالی را به راحتی، سریع و بدون طی سلسله مراتب اخذ وام بانکی و به وثیقه گذاشتن دارایی‌ها دریافت می‌نمایند (سبجانی و همکاران، ۲۰۲۲).

شهرت شرکت بیانگر شناخت از کیفیت مدیریت شرکت (هاموند و اسلوکوم، ۱۹۹۶) بوده و می‌توان انتظار داشت که اطمینان سرمایه‌گذاران در یک شرکت را افزایش دهد و تأثیر مثبتی بر دیدگاه روانی سرمایه‌گذاران و تأمین‌کنندگان منابع مالی داشته باشد. بر اساس نظریه‌های اقتصادی، شهرت نقش مهمی را در تعیین رفتار دارد و بر اعمال متخصصان شرکت‌های تجاری از جمله حسابرسان و تحلیلگران مالی و بر تأمین مالی از طریق سهام اثر می‌گذارد. یعنی شرکت‌های مشهورتر از هزینه سرمایه کمتری برخوردارند؛ چون شهرت بالا حاکی از کیفیت بهتر شرکت، انتقال مناسب شایستگی‌ها و انجام کسب و کار مطابق با منافع سهامداران است (مختاری و باقری، ۱۴۰۰).

از آنجا که کسب و حفظ شهرت پرهزینه است، شهرت خوب باید به بازیگر اجازه دهد تا منافع آتی از محل آن شهرت به دست آورد. ادبیات نظری در اقتصاد نیز حاکی از آن است شرکت‌هایی که شهرت بالاتری

1. Kaur & Singh
2. Kannadhasan & Aramvalarthan



دارند، از رانتهایی در قالب دسترسی به منابع تأمین مالی با هزینه نسبتاً پایین تر برخوردار خواهند شد (دایموند<sup>۱</sup>، ۱۹۸۹؛ ۱۹۹۱). از آنجا که شهرت خوب به عنوان سیگنال مثبت عمل می‌کند و شرکت اقداماتی مطابق با منافع سرمایه‌گذاران انجام می‌دهد، شرکتی که برای ارتقای شهرت خود اقدام می‌کند، از طرف سرمایه‌گذاران و اعتباردهندگان با هزینه تأمین مالی کمتر، قدردانی می‌شود (آنگینر و همکاران<sup>۲</sup>، ۲۰۱۵). بنابراین انتظار می‌رود شهرت شرکت به عنوان یک عامل مثبت بر کاهش هزینه تأمین مالی شرکت اثر بگذارد و در نتیجه شرکت‌های مشهور در مقایسه با سایر شرکت‌ها تأمین مالی کم‌هزینه‌تری را داشته باشند که به نوبه خود باعث می‌گردد این‌گونه شرکت‌ها از اعتبار تجاری و بدهی بیشتری برای تأمین مالی کوتاه‌مدت و بلندمدت خود استفاده نمایند. با این حال، شواهد تجربی حمایت‌کننده از این پیش‌بینی محدود است. در معدود پژوهش‌های انجام شده، کائو و همکاران (۲۰۱۴) و آنگینر و همکاران (۲۰۱۵) ارتباط بین شهرت شرکت و هزینه حقوق صاحبان سهام را بررسی نموده‌اند.

در ادامه به بررسی پژوهش‌های تجربی صورت گرفته در زمینه موضوع پژوهش پرداخته می‌شود. در پژوهش‌های پیشین خارج از کشور، فیرا و همکاران (۲۰۲۳) نشان دادند بین ضریب شهرت و بازده غیرعادی شرکت‌ها و ریسک سیستماتیک تفاوت معناداری وجود ندارد. شواهد تجربی لیمبunan و دارومس<sup>۳</sup> (۲۰۲۲) حاکی از ارتباط بین شهرت شرکت و ارزش‌گذاری بازار (کیو توبین) است. همچنین یافته‌های سبحانی و همکاران (۲۰۲۲) تأثیر شهرت شرکت بر تصمیمات تأمین مالی شرکت را تأیید می‌نمایند. طبق یافته‌های این پژوهش، نسبت قیمت به سود هر سهم، عمر شرکت و نسبت سرمایه‌گذاری بلندمدت ارتباط معناداری با اهرم مالی دارد. همچنین نتایج این پژوهش نشان داد نسبت قیمت به سود هر سهم، عمر شرکت و نسبت سرمایه‌گذاری بلندمدت ارتباط معناداری با اعتبار تجاری دارد. همچنین شواهد پژوهش کارتاویناتا و ماهارانی (۲۰۲۲) حاکی از تأثیر شهرت شرکت بر عملکرد مالی است که از شاخص‌های متعددی برای سنجش متغیر شهرت شرکت استفاده شده است. نتایج پژوهش گوئیس، دلوکا و همکاران<sup>۴</sup> (۲۰۲۰) نیز نشان داد شهرت شرکت ارتباط منفی با ریسک ورشکستگی دارد. یافته‌های تجربی پژوهش پفیستر و همکاران<sup>۵</sup> (۲۰۲۰) نشان داد سطوح بالای شهرت با سطوح پایین نرخ هزینه سرمایه آتی ارتباط دارد. و خسارت‌های (ریسک) شهرت منجر به افزایش معناداری در نرخ هزینه سرمایه در شش ماه آتی می‌گردد. شواهد ارائه شده توسط کروگر و ورستاد<sup>۶</sup> (۲۰۱۶) نیز بیانگر آن است که شرکت‌هایی که بالاترین امتیاز شهرت را دارند، تمایل به ریسک سیستماتیک و ریسک کل کمتری دارند.

در پژوهش‌های داخلی شهرت شرکت کمتر مورد توجه پژوهشگران بوده است. در معدود پژوهش‌های انجام شده، اژدری و همکاران (۱۴۰۲) تأثیر مثبت مسئولیت اجتماعی سازمان بر برند کارفرمایان و شهرت

1. Diamond
2. Anginer et al.
3. Limbunan & Daromes
4. Gois et al.
5. Pfister et al.
6. Krueger & Wrolstad



سازمان را گزارش نمودند. نتایج آنها نشان داد برند کارفرمایان بر شهرت سازمان تأثیر مثبتی دارد. مختاری و جعفری (۱۴۰۰) بین شهرت شرکت و هزینه سرمایه ارتباط منفی و معنادار را گزارش نمودند. یافته‌های پژوهش حسینی و همکاران (۱۴۰۰) نشان داد مدیریت ریسک سازمانی تأثیر مستقیمی بر شهرت شرکت دارد. و مدیریت ریسک سازمانی نقش واسطه در رابطه بین ویژگی‌های کمیته حسابرسی و شهرت شرکت دارد. نتایج پژوهش طهماسبی خورنه و همکاران (۱۳۹۷) نشان داد بین شهرت شرکتی و عملکرد مالی رابطه متقابل و مثبتی وجود دارد. همچنین عرب و همکاران (۱۴۰۰) نشان دادند تصدی مدیر عامل و مالکیت مدیر عامل بر اهرم مالی تأثیر منفی و دوگانگی وظیفه مدیر عامل بر اهرم مالی تأثیر مثبت دارد. نتایج پژوهش فخاری و اسدزاده (۱۳۹۶) بیانگر این است که بین اهرم مالی و جریان وجه نقد آزاد با سرعت تعدیل نگهداشت وجه نقد رابطه‌ی مستقیم وجود دارد و این ارتباط در حالت کسری وجه نقد صادق بوده ولی در حالت مازاد وجه نقد وجود ندارد. این یافته‌ها می‌تواند تأکید مجددی بر نیاز به مدیریت وجه نقد توسط مدیران، جهت دستیابی به تصمیمات وجه نقد بهینه باشد.

با توجه به بررسی‌های صورت گرفته، تاکنون پژوهشی در محیط اقتصادی ایران به بررسی تأثیر شهرت شرکت بر اهرم مالی و اعتبار تجاری نپرداخته است. بنابراین هدف پژوهش حاضر بررسی تجربی این موضوع است. همچنین با جستجو و بررسی پایگاه‌های علمی خارجی و داخلی، پژوهشی که تأثیر تصمیمات تأمین مالی را بر شهرت شرکت مورد مطالعه قرار داده باشد، یافت نشد. بر این اساس ارتباط دوسویه بین متغیرها در این پژوهش مورد مطالعه قرار نگرفته است. همچنین در این پژوهش از رتبه‌بندی ۱۰۰ شرکت برتر سازمان مدیریت صنعتی نیز به عنوان روش جایگزین برای سنجش شهرت شرکت‌ها استفاده شده است. با توجه به مبانی نظری و تجربی پژوهش و استدلال‌های مذکور مبنی بر نقش شهرت شرکت‌ها در تصمیم‌های تأمین مالی، فرضیه‌های پژوهش به شرح زیر تدوین می‌شود:

**فرضیه ۱:** بین شهرت شرکت و اهرم مالی ارتباط معناداری وجود دارد.

**فرضیه ۲:** بین شهرت شرکت و اعتبار تجاری ارتباط معناداری وجود دارد.

### روش‌شناسی پژوهش

پژوهش حاضر از نظر هدف پژوهش، کاربردی بوده و از نظر نوع پژوهش نیز در دسته پژوهش‌های توصیفی-همبستگی قرار می‌گیرد. جامعه آماری پژوهش نیز شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در بازه زمانی ۱۳۹۰-۱۴۰۱ بوده است که حائز ویژگی‌هایی از جمله داشتن پایان سال مالی منتهی به ۲۹ اسفند و عدم تغییر سال مالی طی دوره پژوهش، عدم فعالیت در صنایع واسطه‌گری مالی مانند بانک‌ها، بیمه‌ها، سرمایه‌گذاری‌ها و در دسترس بودن اطلاعات مورد نیاز محاسبه متغیرها بوده است. در مجموع ۱۷۴ شرکت با رویکرد داده‌های تابلویی (۲۰۸۸ سال-شرکت) مورد تجزیه و تحلیل آماری قرار گرفته‌اند. اطلاعات مورد نیاز محاسبه متغیرها از صورت‌های مالی، یادداشت‌های پیوست و اطلاعات مالی مکمل موجود در سامانه کدال استخراج و در نرم‌افزار ایویوز تجزیه و تحلیل شده است. برای آزمون فرضیه‌ها نیز از رگرسیون چندگانه استفاده شده است.

با توجه به این که در این پژوهش به منظور تبیین تصمیمات تأمین مالی در دو بخش کوتاه مدت و بلندمدت از دو متغیر وابسته اعتبار تجاری و اهرم مالی بهره گرفته شده است. بنابراین، جهت آزمون فرضیه‌ها به پیروی از پژوهش سبحانی و همکاران (۲۰۲۲) از مدل‌های (۱) و (۲) استفاده شده است:

$$DR_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 Rep_{i,t} + \alpha_2 ROA_{i,t} + \alpha_3 Size_{i,t} + \alpha_4 Cash_{i,t} + \alpha_5 Group_{i,t} + \alpha_6 SMtB_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad \text{مدل (۱)}$$

$$TC_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 Rep_{i,t} + \alpha_2 ROA_{i,t} + \alpha_3 Size_{i,t} + \alpha_4 Cash_{i,t} + \alpha_5 Group_{i,t} + \alpha_6 MtB_{i,t} + \alpha_7 WC_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad \text{مدل (۲)}$$

در مدل (۱) متغیر وابسته اهرم مالی (DR) است که از طریق جمع کل بدهی‌های بهره‌دار (تسهیلات بلندمدت پرداختنی و حصة جاری تسهیلات پرداختنی) به جمع کل دارایی‌ها محاسبه شده است. در مدل (۲) متغیر وابسته اعتبار تجاری (TC) است که از طریق جمع حساب‌های پرداختنی به جمع دارایی‌ها اندازه‌گیری شده است.

متغیر مستقل مدل‌های (۱) و (۲) شهرت شرکت (Rep) است که از طریق رویکرد امتیازدهی ترکیبی و با استفاده از چهار مؤلفه شهرت شرکت شامل نسبت قیمت به سود، کیو توبین، نسبت سرمایه‌گذاری بلندمدت و عمر شرکت محاسبه شده است. نسبت قیمت به سود از طریق تقسیم قیمت بازار هر سهم به سود حسابداری هر سهم و کیو توبین نیز از طریق جمع ارزش بازار کل سهام و ارزش دفتری کل بدهی تقسیم بر ارزش دفتری جمع دارایی‌ها بدست آمده‌اند. نسبت سرمایه‌گذاری بلندمدت نیز از طریق جمع دارایی ثابت و سرمایه‌گذاری بلندمدت در سهام سایر شرکت‌ها تقسیم بر جمع کل دارایی‌ها محاسبه شده است. عمر شرکت نیز برابر با لگاریتم طبیعی تعداد سال‌های فعالیت شرکت از ابتدای تاسیس بوده است. با توجه به هر یک از چهار مؤلفه سال - شرکت‌ها به ترتیب مقادیر طبقه‌بندی شده و سپس به مشاهدات پنجم اول در سه مؤلفه کیو توبین، نسبت سرمایه‌گذاری بلندمدت و عمر شرکت عدد یک و به مشاهدات پنجم اول مؤلفه نسبت قیمت به سود عدد پنج، پنجم دوم عدد دو و به همین ترتیب مشاهدات پنجم عدد پنج امتیازدهی شده است. در ادامه جمع امتیاز هر سال - شرکت بر مبنای چهار مؤلفه با یکدیگر جمع شده و بر عدد ۲۰ تقسیم می‌شود تا امتیاز شهرت محاسبه شود. به عنوان روشی جایگزین جهت سنجش استحکام نتایج، از رتبه‌بندی ۱۰۰ شرکت برتر سازمان مدیریت صنعتی نیز جهت سنجش شهرت شرکت استفاده شده است. بدین صورت که این متغیر برای شرکت‌های حاضر در لیست مذکور مقدار یک و در غیر این صورت مقدار صفر را می‌گیرد.

متغیرهای کنترلی نیز شامل بازده دارایی‌ها (ROA) برابر با نسبت سود خالص تقسیم بر جمع دارایی‌ها، اندازه شرکت (Size) برابر با لگاریتم طبیعی جمع دارایی‌ها، نسبت وجه نقد (Cash) برابر با جمع وجه نقد و سرمایه‌گذاری کوتاه مدت تقسیم بر جمع کل دارایی‌ها، عضویت در گروه تجاری (Group) به طوری که اگر شرکت عضو گروه تجاری باشد مقدار یک و در غیر این صورت مقدار صفر را می‌گیرد، نسبت ارزش بازار به دفتری (MtB) که برابر با نسبت ارزش بازار سهام به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام است



و نسبت جاری (WC) برابر با جمع دارایی جاری تقسیم بر جمع بدهی جاری است. انتظار می‌رود ضریب رگرسیونی متغیر مستقل یعنی  $\alpha_1$  از نظر آماری معنادار باشد تا فرضیه‌های ۱ و ۲ رد نشوند.

### یافته‌های پژوهش

#### آمار توصیفی

آمار توصیفی متغیرها در جدول (۱) گزارش شده است. اهرم مالی دارای میانگین ۰/۲۲۳ است در حالی که بیشینه این متغیر ۱/۵۵۱ مقداری بزرگتر از یک بوده است. دلیل این امر وجود برخی مشاهدات با ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام منفی است که باعث می‌شود جمع بدهی نسبت به جمع دارایی فزونی یافته و در نتیجه اهرم مالی بزرگتر از یک محاسبه شود. میانگین عمر شرکت‌های نمونه ۳۹ سال بوده است در حالی که کمینه و بیشینه آن به ترتیب ۸ و ۷۱ سال بوده است. نسبت قیمت به سود هر سهم نیز دارای متوسط ۱۵/۰۶ است که نشان می‌دهد شرکت‌ها به طور متوسط حدود ۶/۶۷٪ قیمت بازار هر سهم، سود حسابداری بدست آورده‌اند. امتیاز شهرت شرکت دارای میانگین ۰/۶۰ است. میانگین متغیر کیو توبین (۲/۶۶) نیز بیانگر وجود فرصت‌های رشد در شرکت‌های مورد بررسی است. نسبت سرمایه‌گذاری بلندمدت نشانگر آن است که به طور متوسط ۳۳٪ جمع دارایی‌ها از سرمایه‌گذاری‌های بلندمدت در سهام سایر شرکت‌ها و دارایی‌های ثابت تشکیل شده است. در مورد اعتبار تجاری نیز بیشینه ۹۴٪ نشان می‌دهد، این مقدار حاکی از آن است که ۹۴٪ دارایی‌ها از محل حساب‌های پرداختی تأمین مالی شده است که رقم قابل توجهی است. بیش از ۴۴ درصد از شرکت‌ها نیز عضو گروه تجاری بوده‌اند.

جدول ۱. آمار توصیفی متغیرها

متغیر	نماد	میانگین	میان	بیشینه	کمینه	انحراف استاندارد
عمر شرکت	AGE	۳۹/۱۳	۳۹	۷۱	۸	۱۳/۶۹
وجه نقد	Cash	۰/۰۷۹	۰/۰۴۴	۰/۸۲۱	۰/۰۰۱	۰/۰۹۵
اهرم مالی	DR	۰/۲۲۳	۰/۱۹۷	۱/۵۵۱	۰	۰/۱۶۹
نسبت قیمت به سود	P/E	۱۵/۰۶	۹/۴۴	۱۶۰/۳۱	-۹۹/۳۴	۲۳/۷۱
نسبت سرمایه‌گذاری بلندمدت	INV	۰/۳۳۴	۰/۳۰۸	۰/۸۷۵	۰/۰۱۳	۰/۱۹۳
امتیاز شهرت شرکت	REP	۰/۶۰	۰/۶۰	۰/۹۵	۰/۲۰	۰/۱۲
بازده دارایی‌ها	ROA	۰/۱۴۹	۰/۱۲۴	۰/۷۶۴	-۰/۵۶۲	۰/۱۵۶
اعتبار تجاری	TC	۰/۳۱۵	۰/۲۶۶	۰/۹۴۴	۰/۰۱	۰/۲۰۲
کیو توبین	QT	۲/۶۶	۱/۸۸	۳۲/۷۰	۰/۱۸۳	۲/۵۸
ارزش بازار به دفتری	MtB	۴/۲۲۸۰	۳/۱۶۷۰	۲۰/۲۹۷۶	-۶/۹۸۷۱	۳/۶۳۳۷
متغیر	نماد	فراوانی ۱	درصد فراوانی ۱	فراوانی ۰	درصد فراوانی ۱	
گروه	GROUP	۹۳۰	۴۴/۵۴٪	۱۱۵۸	۵۵/۴۵٪	
شهرت شرکت	REP	۴۴۲	۲۱/۱۶٪	۱۶۴۶	۷۸/۸۳٪	

منبع: محاسبات پژوهش

### آزمون‌های تشخیصی و فروض کلاسیک رگرسیون

قبل از اقدام به برازش مدل‌ها، به منظور بررسی فروض کلاسیک رگرسیون (شامل عدم خودهمبستگی، همسانی واریانس‌ها، و عدم هم‌خطی) و آزمون‌های تشخیصی برای انتخاب رویکرد ارجح برازش مدل‌ها، آزمون‌های مربوطه انجام شدند.

#### جدول ۲. آزمون فروض کلاسیک رگرسیون

مدل	معناداری آزمون خودهمبستگی	نتیجه	معناداری آزمون همسانی واریانس	نتیجه
مدل (۱)	۰/۰۰۰	وجود خودهمبستگی	۰/۰۰۰	ناهمسانی واریانس
مدل (۲)	۰/۰۰۰	وجود خودهمبستگی	۰/۰۰۰	ناهمسانی واریانس

منبع: محاسبات پژوهش

نتایج آزمون‌های فروض کلاسیک بیانگر وجود ناهمسانی واریانس است (آزمون ویگینز-پوی) و مدل (۱) نیز دچار خودهمبستگی سریالی است (آزمون براش-گادفری). بنابراین برای تخمین مدل (۱) بایستی اقدام به افزودن وقفه جهت رفع خودهمبستگی سریالی نمود. بدلیل وجود ناهمسانی واریانس نیز در هنگام محاسبه ضرایب رگرسیونی متغیرها از خطای استاندارد مقاوم استفاده شده است (افلاطونی، ۱۴۰۱).

#### جدول ۳. آزمون‌های تشخیصی لیمر و هاسمن

مدل	معناداری آزمون لیمر	نتیجه	معناداری آزمون هاسمن	نتیجه
مدل (۱)	۰/۰۰۰	ارجحیت داده‌های تابلویی	۰/۰۰۰	ارجحیت اثرات ثابت
مدل (۲)	۰/۰۰۰	ارجحیت داده‌های تابلویی	۰/۰۰۰	ارجحیت اثرات ثابت

منبع: محاسبات پژوهش

نتایج آزمون‌های تشخیصی نیز بیانگر ارجحیت رویکرد داده‌های تابلویی اثرات ثابت در همه مدل‌ها است. نتایج تخمین نهایی مدل‌ها و آزمون فرضیه‌ها در ادامه توصیف شده است.

#### برازش مدل‌ها و آزمون فرضیه‌ها

#### جدول ۴. برازش مدل (۱) - رویکرد حداقل مربعات

متغیر	متغیر مستقل: امتیاز شهرت شرکت			متغیر مستقل: رتبه‌بندی ۱۰۰ شرکت برتر		
	ضریب	آماره T	معناداری	ضریب	آماره T	معناداری
Rep	۰/۰۶۳۸	۴/۴۰	۰/۰۰۱۳	۰/۰۴۶۱	۵/۲۹	۰/۰۰۰۳
ROA	-۰/۱۴۹۱	-۱۴/۲۳	۰/۰۰۰۰	-۰/۲۶۰۶	-۱۸/۸۳	۰/۰۰۰۰
Size	-۰/۰۱۹۱	-۵/۷۰	۰/۰۰۰۲	-۰/۰۲۶۱	-۱۲/۳۳	۰/۰۰۰۰
Cash	-۰/۰۱۵۸	-۱/۳۵	۰/۲۰۵۳	-۰/۰۰۷۱	-۰/۵۶	۰/۵۸۴۸
Group	-۰/۰۱۳۰	-۱/۸۶	۰/۰۹۲۳	-۰/۰۱۴۵	-۳/۴۳	۰/۰۰۵۶
MtB	۰/۰۰۱۲	۲/۱۵	۰/۰۵۶۶	۰/۰۰۱۳	۲/۰۸	۰/۰۶۳۸

متغیر مستقل: رتبه‌بندی ۱۰۰ شرکت برتر			متغیر مستقل: امتیاز شهرت شرکت		
۰/۰۰۰۰	۱۹/۷۶	۰/۶۴۹۱	۰/۰۰۰۰	۱۱/۸۹	۰/۵۵۹۲
۰/۰۰۰۰	۲۱/۷۳	۰/۶۰۰۵	۰/۰۰۰۰	۲۱/۰۸	۰/۵۹۹۶
۰/۶۱۸			۰/۶۷۶		
۰/۰۰۰۰			۰/۰۰۰۰		

منبع: محاسبات پژوهش

نتایج برازش مدل (۱) که با توجه به نحوه اندازه‌گیری متغیر مستقل در دو حالت مجزا انجام شده است با توجه به احتمال محاسبه شده آماره  $F$ ، بیانگر معناداری هر دو حالت است. ضرایب تعیین تعدیل شده در دو حالت به ترتیب  $۰/۶۷۶$  و  $۰/۶۱۸$  است. لازم به ذکر است مقادیر عامل تورم واریانس (VIF) برای متغیرهای توضیحی محاسبه شدند که ارقام بدست آمده بیانگر عدم هم‌خطی شدید بین متغیرهای توضیحی در تمامی مدل‌ها بوده است. برای قضاوت درباره فرضیه‌ها از آزمون  $T$  استیودنت بر متغیر مستقل استفاده شد. نتایج برآورد مدل رگرسیون نشان می‌دهد سطح معناداری متغیر مستقل فرضیه اول پژوهش (شهرت شرکت) به ترتیب برابر با  $۰/۰۰۱۳$  و  $۰/۰۰۰۳$  است که حاکی از معنادار بودن مدل در سطح  $۹۹\%$  است. بنابراین می‌توان بیان نمود فرضیه صفر آزمون مدل اول پژوهش مبنی بر عدم وجود ارتباط معنادار بین دو متغیر در هر دو حالت رد می‌شود و فرضیه مقابل که نشان‌دهنده وجود رابطه معنادار بین دو متغیر است تأیید می‌گردد که به معنای عدم رد فرضیه ۱ است. با توجه به علامت مثبت ضریب رگرسیونی متغیر مستقل می‌توان نتیجه گرفت نوع ارتباط بین دو متغیر مستقیم است. به عبارتی دیگر بین شهرت شرکت و اهرم مالی رابطه مستقیم و معناداری وجود دارد و با افزایش امتیاز شهرت شرکت، میزان اهرم مالی شرکت نیز افزایش می‌یابد. این نتایج حاکی از آن است که شهرت به عنوان یک علامت مثبت عمل نموده و شرکتی که برای ارتقای شهرت خود اقدام می‌کند، از طرف سرمایه‌گذاران و اعتباردهندگان با تأمین مالی بیشتری حمایت می‌شود. در بین متغیرهای کنترلی نیز ارتباط بین اندازه، بازده دارایی‌ها، عضویت در گروه‌های تجاری و ارزش دفتری با متغیر وابسته معنادار هستند. متغیر وجه نقد به عنوان یکی از متغیرهای توضیحی رابطه معناداری با متغیر وابسته (امتیاز شهرت شرکت - رتبه‌بندی ۱۰۰ شرکت برتر) ندارد. این موضوع نشان می‌دهد که در شرکت‌های نمونه این پژوهش رابطه وجه نقد با اهرم مالی منفی است. به عبارت دیگر شرکت‌های با وضعیت نقدینگی مطلوب، تأمین مالی کمتری اتخاذ کرده‌اند.

#### جدول ۵. برازش مدل (۲) - رویکرد حداقل مربعات

متغیر مستقل: رتبه‌بندی ۱۰۰ شرکت برتر			متغیر مستقل: امتیاز شهرت شرکت		
معناداری	آماره T	ضریب	معناداری	آماره T	ضریب
۰/۰۰۰۰	-۸/۸۸	-۰/۲۲۹۲	۰/۰۰۰۳	-۵/۴۶	-۰/۰۹۲۵
۰/۰۰۰۲	-۵/۵۵	-۰/۱۱۵۳	۰/۰۰۴۵	-۳/۶۴	-۰/۰۸۵۱
۰/۰۴۸۲	-۲/۲۵	-۰/۰۰۷۷	۰/۱۴۷۶	-۱/۵۷	-۰/۰۰۵۳
۰/۱۵۶۰	۱/۵۳	۰/۰۲۷۳	۰/۴۶۳۴	۰/۷۶	۰/۰۱۲۸

متغیر مستقل: رتبه‌بندی ۱۰۰ شرکت برتر			متغیر مستقل: امتیاز شهرت شرکت			
۰/۲۳۰۰	۱/۲۸	۰/۰۰۸۶	۰/۱۵۰۶	۱/۵۶	۰/۰۱۰۰	Group
۰/۰۱۹۶	۲/۷۷	۰/۰۰۰۹	۰/۰۲۷۷	۲/۵۷	۰/۰۰۰۸	MtB
۰/۰۰۰۳	-۵/۳۶	-۰/۰۰۷۲	۰/۰۰۰۳	-۵/۳۹	-۰/۰۰۷۶	WC
۰/۰۰۰۰	۶/۹۳	۰/۳۵۵۶	۰/۰۰۰۰	۸/۰۴	۰/۳۶۹۵	عرض از مبدا
۰/۰۰۰۰	۱۲/۰۰	۰/۴۸۶۰	۰/۰۰۰۰	۱۲/۶۱	۰/۴۷۹۹	AR (1)
۰/۶۰۴			۰/۶۳۶			R <sup>2</sup> تعدیل شده
۰/۰۰۰۰			۰/۰۰۰۰			معناداری آماره F

منبع: محاسبات پژوهش

با توجه به نتایج برازش مدل (۲) در دو حالت مجزا و بر اساس اینکه سطح معناداری آماره F در هر دو حالت برازش کمتر از ۵٪ است، بنابراین مدل کلی رگرسیون معنادار است. ضریب تعیین تعدیل شده مدل در دو حالت برازش به ترتیب ۰/۶۳۶ و ۰/۶۰۴ است که به معنای قدرت توضیحی تقریباً ۶۰ درصدی متغیرهای توضیحی در توضیح تغییرات متغیر وابسته است. نتایج برآورد مدل رگرسیون نشان می‌دهد سطح معناداری متغیر مستقل فرضیه دوم پژوهش (شهرت شرکت) به ترتیب برابر با ۰/۰۰۰۳ و ۰/۰۰۰۰ است که حاکی از معنادار بودن مدل در سطح ۰/۰۰۱ است. بنابراین می‌توان بیان کرد که فرضیه صفر آزمون مدل دوم پژوهش مبنی بر عدم وجود ارتباط معنادار بین دو متغیر در هر دو حالت رد می‌شود و فرضیه مقابل که نشان‌دهنده وجود رابطه معنادار بین دو متغیر است تایید می‌گردد که به معنای عدم رد فرضیه دوم است. ضریب رگرسیونی منفی متغیر مستقل فرضیه دوم پژوهش نشان از وجود رابطه معکوس بین دو متغیر است. به عبارت دیگر می‌توان بیان کرد با افزایش امتیاز شهرت شرکت، میزان اعتبار تجاری کاهش می‌یابد. در بین متغیرهای کنترلی نیز ارتباط بین بازده دارایی‌ها و ارزش دفتری با متغیر وابسته معنادار هستند. متغیر توضیحی اندازه شرکت ارتباط معناداری با اعتبار تجاری ندارد. این موضوع حاکی از آن است شرکت‌هایی که از لحاظ دارایی (جاری و غیرجاری) وضعیت مناسبی دارند، نیاز کمتری به تأمین مالی کوتاه‌مدت دارند. متغیر کنترلی وجه نقد تأثیر معناداری بر اعتبار تجاری ندارد. با این حال در شرکت‌های نمونه این پژوهش رابطه وجه نقد با اعتبار تجاری مثبت است. به عبارت دیگر شرکت‌های با وضعیت نقدینگی مطلوب، تأمین مالی بیشتری اتخاذ کرده‌اند. متغیر کنترلی گروه نیز تأثیر معناداری بر اعتبار تجاری ندارد. این نتیجه نشان می‌دهد شرکت‌های عضو گروه تجاری می‌تواند از شرکت‌های عضو منابع لازم را تأمین نماید و حساسیت نسبت به اعتبار تجاری نداشته باشد.

#### آزمون تکمیلی

به منظور سنجش استحکام نتایج حاصل از رویکرد اصلی حداقل مربعات، مدل‌های (۱) و (۲) با رویکرد داده‌های تابلویی پویا و افزودن وقفه متغیر وابسته به عنوان متغیر توضیحی، با استفاده از روش گشتاورهای تعمیم یافته برازش شدند که نتایج در ادامه ذکر شده‌اند.



**جدول ۶. برازش مدل (۱)- رویکرد گشتاورهای تعمیم یافته**

متغیر مستقل: رتبه‌بندی ۱۰۰ شرکت برتر			متغیر مستقل: امتیاز شهرت شرکت			متغیر
معناداری	آماره T	ضریب	معناداری	آماره T	ضریب	
۰/۰۰۰۰	۳۵/۲۲	۰/۷۵۶۳	۰/۰۰۰۰	۳۶/۰۶	۰/۷۵۰۳	DR <sub>t-1</sub>
۰/۰۰۰۰	۴/۹۱	۰/۰۷۲۵	۰/۰۰۷۰	۲/۷۳	۰/۰۸۰۲	Rep
۰/۰۰۰۰	-۷/۷۵	-۰/۱۹۷۰	۰/۰۰۰۰	-۶/۹۲	-۰/۱۷۶۹	ROA
۰/۰۲۲۶	-۲/۳۰	-۰/۰۲۳۶	۰/۰۰۹۷	-۲/۶۱	-۰/۰۲۷۰	Size
۰/۴۷۳۵	۰/۷۲	۰/۰۱۷۰	۰/۹۲۲۶	-۰/۱۰	-۰/۰۰۲۳	Cash
۰/۴۶۰۹	۰/۷۴	۰/۰۰۹۰	۰/۴۷۰۹	۰/۷۲	۰/۰۰۸۶	Group
۰/۰۰۰۰	۶/۵۲	۰/۰۰۴۲	۰/۰۰۰۰	۶/۳۲	۰/۰۰۴۱	MtB
۰/۰۰۰۰	۴/۴۴	۰/۰۲۸۳	۰/۰۰۰۰	۴/۱۶	۰/۰۲۷۹	عرض از مبدا
۵۷/۸۱			۵۷/۸۲			آماره سارگان
۰/۳۳۶۴			۰/۳۳۵۹			سطح معناداری آماره سارگان
۰/۰۰۰۰			۰/۰۰۰۰			سطح معناداری آرلانو بوند وقفه اول
۰/۱۷۰۲			۰/۱۶۵۳			سطح معناداری آرلانو بوند وقفه دوم

منبع: محاسبات پژوهش

نتایج برازش مدل (۱) در هر دو حالت حاکی از آن است که مقدار آماره سارگان (۳۳۵۹/ و ۳۳۶۴/۰) بیش از ۵٪ است (عدم معناداری) و نشان می‌دهد ابزارهای مورد استفاده مناسب هستند. نتایج آزمون عدم خودهمبستگی سریالی آرلانو بوند در وقفه‌های اول و دوم نیز نشان از وجود خودهمبستگی مرتبه اول و عدم وجود خودهمبستگی سریالی در وقفه دوم و معتبر بودن نتایج است. با توجه به سطح معناداری متغیر شهرت در دو حالت برازش مدل که ۰/۰۰۷۰ و ۰/۰۰۰۰ است و کمتر از ۵٪ است، فرض صفر آزمون رد و فرض مقابل رد نمی‌شود که به معنای عدم رد فرضیه پژوهشی است. با توجه به مثبت بودن ضریب رگرسیونی متغیر مستقل، نوع ارتباط بین دو متغیر مستقیم است. نتایج رویکرد گشتاورهای تعمیم یافته موید نتایج رویکرد حداقل مربعات است و استحکام نتایج را تقویت می‌کند.

**جدول ۷. برازش مدل (۲)- رویکرد گشتاورهای تعمیم یافته**

متغیر مستقل: رتبه‌بندی ۱۰۰ شرکت برتر			متغیر مستقل: امتیاز شهرت شرکت			متغیر
معناداری	آماره T	ضریب	معناداری	آماره T	ضریب	
۰/۰۰۰۰	۵/۸۰	۰/۳۵۴۲	۰/۰۰۰۰	۵/۸۱	۰/۳۵۹۶	TC <sub>t-1</sub>
۰/۰۰۰۰	-۴/۳۶	-۰/۱۳۰۱	۰/۰۰۰۰	-۴/۹۳	-۰/۱۵۱۴	Rep
۰/۰۰۰۰	-۷/۵۸	-۰/۱۷۱۰	۰/۰۰۰۰	-۴/۸۲	-۰/۱۲۴۵	ROA
۰/۰۰۰۰	-۶/۰۸	-۰/۰۶۷۰	۰/۰۰۰۰	-۵/۹۱	-۰/۰۶۳۰	Size
۰/۸۱۱۷	-۰/۲۴	-۰/۰۰۵۹	۰/۴۳۳۶	-۰/۷۸	-۰/۰۲۰۴	Cash
۰/۵۳۱۴	۰/۶۳	۰/۰۱۰۳	۰/۴۲۵۱	۰/۸۰	۰/۰۱۳۰	Group
۰/۶۲۰۲	۰/۵۰	۰/۰۰۰۵	۰/۸۶۶۳	۰/۱۷	۰/۰۰۰۲	MtB
۰/۰۰۳۷	-۲/۹۴	-۰/۰۰۶۳	۰/۰۰۴۲	-۲/۹۰	-۰/۰۰۷۱	WC
۰/۰۰۰۰	۴/۳۳	۰/۰۱۹۷	۰/۰۰۰۰	۴/۲۲	۰/۰۱۹۸	عرض از مبدا
۴۹/۹۲۲			۴۹/۷۷			آماره سارگان

متغیر مستقل: امتیاز شهرت شرکت	متغیر مستقل: رتبه‌بندی ۱۰۰ شرکت برتر	
۰/۶۳۸۰	۰/۶۳۲۳	سطح معناداری آماره سارگان
۰/۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰	سطح معناداری آرانو بوند وقفه اول
۰/۳۹۹۱	۰/۴۵۸۴	سطح معناداری آرانو بوند وقفه دوم

منبع: محاسبات پژوهش

نتایج برازش مدل (۲) در هر دو حالت حاکی از آن است که آماره سارگان (۰/۴۵۸۴ و ۰/۳۹۹۱) بیش از ۵٪ است (عدم معناداری) و نشان می‌دهد ابزارهای مورد استفاده مناسب هستند. نتایج آزمون عدم خودهمبستگی سریالی آرانو بوند در وقفه‌های اول و دوم نیز بیانگر وجود خودهمبستگی سریالی مرتبه اول و عدم خودهمبستگی سریالی در وقفه دوم و معتبر بودن نتایج است. با توجه به سطح معناداری متغیر شهرت در دو حالت برازش مدل که ۰/۰۰۰۰ و ۰/۰۰۰۰ است و کمتر از ۵٪ است، فرض صفر آزمون رد و فرض مقابل رد نمی‌شود که به معنای عدم رد فرضیه پژوهشی است. با توجه به منفی بودن ضریب رگرسیونی متغیر مستقل، نوع ارتباط بین دو متغیر معکوس است. نتایج رویکرد گشتاورهای تعمیم یافته برای فرضیه دوم پژوهش مؤید نتایج رویکرد حداقل مربعات است و استحکام نتایج اولیه را تقویت می‌نماید.

### بحث و نتیجه‌گیری

در سال‌های اخیر، شهرت شرکت به عنوان مفهومی نوین در ادبیات بازاریابی، مدیریت و مالی مطرح شده و مورد توجه پژوهشگران، سرمایه‌گذاران، رقبا و ذینفعان قرار گرفته است. شهرت شرکت تصویری از عملکرد گذشته شرکت در زمینه‌های مختلف است که تأثیر بسزایی بر عملکرد فعلی و آتی شرکت‌ها دارد (لی و روح، ۲۰۱۲). در پژوهش‌های اخیر اثرات شهرت شرکت بر سودآوری مورد بررسی قرار گرفته است؛ از این رو ضرورت بررسی تأثیر آن بر تصمیم‌های تأمین مالی و سرمایه‌گذاری نیز احساس می‌گردد. در این پژوهش ارتباط بین شهرت شرکت با تأمین مالی کوتاه‌مدت (با استفاده از اعتبار تجاری) و بلندمدت (با استفاده از اهرم مالی) شرکت‌ها بررسی شد. یافته‌های حاصل از آزمون فرضیه‌های پژوهش نشان داد در مجموع شهرت شرکت تأثیر معناداری بر تصمیم‌های تأمین مالی شامل اهرم مالی و اعتبار تجاری دارد. نتایج بدست آمده از آزمون فرضیه‌ها همسو با یافته‌های آنگینر و همکاران (۲۰۱۵)، سبحانی و همکاران (۲۰۲۲) و مختاری و جعفری (۱۴۰۰) است و تضادی با سایر یافته‌ها ندارد. طبق نتایج بدست آمده، شهرت شرکت عاملی اثرگذار در تصمیم‌های تأمین مالی به شمار می‌رود به طوری که هر چه شهرت شرکت بیشتر باشد، میزان اهرم مالی مورد استفاده شرکت نیز افزایش یافته و میزان استفاده از اعتبار تجاری برای تأمین مالی کاهش می‌یابد. یافته‌ها حاکی از آن است که شرکت‌های مشهور، با ریسک‌های کمتری مواجه هستند و تأمین‌کنندگان منابع مالی با تمایل و انعطاف‌پذیری بیشتری به منظور اعطای اعتبار با این گونه شرکت‌ها تعامل می‌نمایند. نتایج بدست آمده با توضیح ارائه شده توسط میلگروم و رابرتز (۱۹۸۲) مبتنی بر نظریه بازی‌ها همخوانی دارد؛ یعنی شرکت‌ها ابتدا اقدام به کسب شهرت می‌نمایند تا در آینده از منافع آن مانند تأمین مالی کم‌هزینه بهره ببرند. همچنین نتایج بدست آمده با نظریه علامت‌دهی همخوانی دارد.

با توجه به نتایج بدست آمده توصیه می‌شود شهرت به عنوان یک عامل استراتژیک مدنظر شرکت‌ها و به‌ویژه مدیران آنها قرار گیرد؛ زیرا شهرت دارای منافع آتی زیادی از جمله کاهش هزینه تأمین مالی، افزایش سودآوری و علامت مثبت برای سرمایه‌گذاران است. به سرمایه‌گذاران و سایر ذی‌نفعان از جمله اعتباردهندگان توصیه می‌شود شهرت شرکت را در تصمیم‌های مرتبط لحاظ نمایند و از رتبه‌بندی شرکت‌های برتر سازمان مدیریت صنعتی به عنوان اطلاعاتی قابل اتکاء در این زمینه استفاده کنند تا شهرت و اعتبار شرکت را به خوبی سنجیده و سپس اقدام به تصمیم‌گیری نمایند. سازمان مدیریت صنعتی نیز به عنوان یکی از نهادهای رتبه‌بندی شرکت‌های برتر ایران می‌تواند از نتایج پژوهش حاضر در راستای رسالت سازمان با فراهم نمودن آمار و اطلاعات شفاف و مفید در مورد بنگاه‌های اقتصادی کشور، فضای روشن‌تری از کسب و کار اقتصادی کشور ارایه دهد و به مدیران بنگاه‌های اقتصادی، سیاست‌گذاران و پژوهشگران، یاری رساند تا شناخت و درک دقیق‌تری از مقیاس، ساختار مالی و اقتصادی صنایع و بنگاه‌های اقتصادی بزرگ کشور به‌دست آورند. در این راستا نهادهای اعتبارسنجی در کشور مانند بانک مرکزی و نیز شرکت مشاوره رتبه‌بندی اعتباری ایران نیز می‌توانند از سنجش شهرت شرکت به‌ویژه برای شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار که خط اعتباری و تسهیلات مالی کلان از شبکه بانکی دریافت می‌کنند، استفاده نمایند. در راستای این پژوهش، پیشنهاد می‌شود رابطه شهرت شرکت و هزینه حقوق صاحبان سهام مورد مطالعه و بررسی قرار گیرد. به پژوهشگران آتی توصیه می‌شود که رابطه بین شهرت شرکت و عملکرد مالی و درماندگی مالی را مورد مطالعه قرار دهند. پژوهشگران آتی همچنین می‌توانند رابطه بین شهرت شرکت و عدم تقارن اطلاعاتی را نیز مورد مطالعه قرار دهند. همچنین پژوهش‌های آتی می‌توانند ارتباط بین ویژگی‌های هیئت مدیره و توانایی مدیریت و مدیرعامل را با شهرت شرکت مورد مطالعه قرار دهند. با توجه به این که شهرت شرکت می‌تواند کاهنده ریسک باشد، بنابراین پژوهشگران آتی می‌توانند رابطه شهرت شرکت را با گزارشگری ریسک و بازده و نیز ریسک سقوط سهام مورد مطالعه قرار دهند. بررسی نقش تعدیلی ارتباطات سیاسی بر رابطه شهرت و تصمیمات مالی نیز می‌تواند در پژوهش‌های آتی مورد مطالعه قرار گیرد. پژوهشگران آتی می‌توانند، رابطه معکوس متغیرهای این پژوهش، یعنی تأثیر تصمیمات تأمین مالی بر شهرت شرکت را نیز مورد مطالعه قرار دهند.

### ملاحظات اخلاقی

حامی مالی: مقاله حامی مالی ندارد.

مشارکت نویسندگان: تمام نویسندگان در آماده‌سازی مقاله مشارکت داشته‌اند.

تعارض منافع: بنا بر اظهار نویسندگان در این مقاله هیچگونه تعارض منافی وجود ندارد.

تعهد کپی‌رایت: طبق تعهد نویسندگان حق کپی‌رایت رعایت شده است.

## References

- Aflatooni, A. (2022). *Econometrics in Accounting and Finance Using Eviews*. 2nd ed, Termeh, Tehran [In Persian].
- Anginer, D; Mansi, S; Warburten, J. A, & Yildizhan, C. (2015). Firm Reputation and the Cost of Debt Capital. *MPRA working paper No. 64965*, <https://mpr.aub.uni-muenchen.de/64965/>.
- Arab, R; Hosseini, S. Z; & Gholamrezapoor, M. (2021). An Investigation into the Relationship between CEO Power and Corporate Financial Leverage. *Financial Management Strategy*, 9(3), 123-140. (In Persian)
- Azhdari, A; Nazemi Ardakani, M; & Taghian omani, E. (2023). Exploring the Relationship between Corporate Reputation, Employer Branding, and Corporate Social Responsibility. *Empirical Research in Accounting*, 13(4), 221-244 [In Persian]. doi: 10.22051/jera.2023.44319.3149
- Bank, S; Yazar, E. E; & Sivri, U. (2019). Can social media marketing lead to abnormal portfolio returns? *European Research on Management and Business Economics*, 25 (2), 54–62. doi: 10.1016/j.i.edeen.2019.04.006.
- Batrancea, L. M; Nichita, A; & Cocis, A. D. (2022). Financial performance and sustainable corporate reputation: Empirical evidence from the airline business. *Sustainability*, 14(20), 13567. <https://doi.org/10.3390/su142013567>.
- Cao, Y; Myers, J; Myers, L; & Omer, T. (2014). Company reputation and the cost of equity capital. *Review of Accounting Studies*, 20(1), 42–81. <https://doi.org/10.1007/s11142-014-9292-9>
- Chun, R. (2005). Corporate reputation: Meaning and measurement. *International Journal of Management Reviews*, 7(2), 91–109. <http://doi.org/10.1111/j.1468-2370.2005.00109.x>
- Cocis, A. D; Batrancea, L; & Tulai, H. (2021). The Link between Corporate Reputation and Financial Performance and Equilibrium within the Airline Industry. *Mathematics*, 9, 2150. <https://doi.org/10.3390/math9172150>.
- Diamond, D. (1989). Reputation acquisition in debt markets. *Journal of Political Economy*, 97, 828-862. <http://dx.doi.org/10.1086/261630>
- Diamond, D. (1991). Monitoring and reputation: The choice between bank loans and directly placed debt. *Journal of Political Economy*, 99, 689-721. <http://dx.doi.org/10.1086/261775>
- Fakhari, H; & Asadzadeh, A. (2018). The Effect of Leverage and Free Cash Flow on the Cash Holding. *Financial Management Strategy*, 5(4), 1-23. (In Persian)
- Febra, L; Costa, M; & Pereira, F. (2023). Reputation, return and risk: A new approach. *European research on management and business economics*, 29, 1-8. <https://doi.org/10.1016/j.i.edeen.2022.100207>
- Fombrun, C; & Shanley, M. (1990). What's in a Name? Reputation Building and Corporate Strategy. *Academy of Management Journal*, 33(2), 233–258. <http://doi.org/10.2307/256324>.
- Fombrun, C; & van Riel, C. (1997). The Reputational Landscape. *Corporate Reputation Review*, 1, 5–13. <http://doi.org/10.1057/palgrave.crr.1540024>.





- Gois, A. D; DeLuca M. M. M; DeLima, G. A. S; & Medeiros, J. T. (2020). Corporate Reputation and Bankruptcy Risk. *Brazilian Administration Review*, 17 (2), 1-22. <https://doi.org/10.1590/1807-7692bar2020180159>
- Grgić, D. (2008). The theoretical frame of the corporate reputation. *Ekonomski pregleđ*, 59 (5-6), 266-288. <https://hrcak.srce.hr/25658>
- Hall, R. (1992). The strategic analysis of intangible resources. *Strategic management journal*, 13 (2), 135-144. <https://doi.org/10.1002/smj.4250130205>
- Hammond, S. A; & Slocum, J. W. J. (1996). The Impact of Prior Firm Financial Performance on Subsequent Corporate Reputation. *Journal of Business Ethics*, 15(2), 159- 165. <http://dx.doi.org/10.1007/BF00705584>
- Hosayni, S. R; Ganji, H; eskandari, G; & SoltanPour, H. (2021). The Effects of Enterprise Risk Management (ERM) and Audit Committee Characteristics on the Firms' Reputation. *Empirical Research in Accounting*, 11(2), 99-136 [In Persian]. doi: 10.22051/jera.2021.34510.2782
- Kannadhasan, M; & Aramvalarthan, S. (2011). Relationships among business strategy, environmental uncertainty and performance of firms operating in transport equipment industry in India. *Journal of Emerging Financial Market*, 2(2), 39-50.
- Kartawinata, B. R; & Maharani, D. (2022). Corporate Reputation on Financial Performance (Study on Member of the Indonesian Chamber of Commerce for West Java). *Proceedings of the International Conference on Industrial Engineering and Operations Management*, Nsukka, Nigeria.
- Kaur, A; & Singh, B. (2018). Measuring the immeasurable corporate reputation. *Metamorphosis*, 17(1), 53-64. <https://doi.org/10.1177/0972622518778210>
- Krueger, T; & Wrolstad, M. (2016). Impact of the Reputation Quotient on Investment Performance. *Corporate Reputation Review*, 19, 140-151. 10.1057\_crr.2016.5
- Lee, J; & Roh, J. (2012). Revisiting corporate reputation and firm performance link. *Benchmarking: An International Journal*, 19(4-5), 649-664. <https://doi.org/10.1108/14635771211258061>
- Limbunan, T; & Daromes, F. E. (2022). Testing the Determinants of Corporate Reputation and Their Impact on Market Valuation. *Jurnal Akuntansi*, 26 (2), 263-279. <https://doi.org/10.24912/ja.v26i2.934>
- Milgrom, P; Roberts, J. (1982). Predation, reputation, and entry deterrence. *Journal of Economic Theory*, 27, 280-312. [https://doi.org/10.1016/0022-0531\(82\)90031-X](https://doi.org/10.1016/0022-0531(82)90031-X)
- Mokhtari, B; Jafari, A. (2021). Investigating the effect of company reputation on the cost of capital of companies listed on the Tehran Stock Exchange. *Journal of Capital Market Analysis*, 1 (2), 109-135 [In Persian]. 20.1001.1.27833488.1400.1.2.5.5
- Neely, A; Adams, C; & Kennerley, M. (2002). *The Performance Prism: The Scorecard for Measuring and Managing Business Success*; Prentice Hall: Hoboken, NJ, USA.
- OuYang, Z; Xu, J; Wei, J; & Liu, Y. (2017). Information asymmetry and investor reaction to corporate crisis: Media Reputation as a Stock Market Signal. *Journal of Media Economics*, 30(2), 82-95. 10.1080/08997764.2017.1364256
- Pfister, B; Schwaiger, M; & Morath, T. (2020). Corporate reputation and the future cost of equity. *Business Research*, 13, 343-384. 10.1007/s40685-019-0092-8

Ponzi, L. J; Fombrun, C. J; & Gardberg, N. A. (2011). RepTrak pulse: Conceptualizing and validating a short-form measure of corporate reputation. *Corporate Reputation Review*, 14(1), 15–35. <https://psycnet.apa.org/doi/10.1057/crr.2011.5>

Rindova, V. P; Williamson, I. O; & Petkova, A. P. (2010). Reputation as an intangible asset: Reflections on theory and methods in two empirical studies of business school reputations. *Journal of Management*, 36(3), 610–619. <http://dx.doi.org/10.1177/0149206309343208>

Roberts, P. W; & Dowling, G. R. (2002). Corporate reputation and sustained superior financial performance. *Strategic Management Journal*, 23(12), 1077–1093. <http://doi.org/10.1002/smj.274>.

Schwaiger, M. (2004). Components and parameters of corporate reputation – an empirical study. *Schmalenbach Business Review*, 56 (1), 46-71. <http://doi.org/10.1007/BF03396685>

Subhani, B. H; Wei, W; Ahmed, J; & Farooq, U. (2022). Impact of Firm Reputation on Firm Financing Decision: Evidence from Non-Financial Sector of Pakistan. *Journal of Finance and Accounting Research*, 4 (2), 53-74. <http://dx.doi.org/10.29145/jfar.42.03>

Tahmasebi, S; Eivani, F; Ardeshiri, J. (2021). An investigation of the interaction relationship between Corporate reputation and Financial Performance by the simultaneous equation method (3SLS). *Management Research in Iran*, 22(1), 119-141 [In Persian]. 20.1001.1.2322200.1397.22.1.6.5.

Trotta, A; Cavallaro, G. (2012) Measuring corporate reputation: A framework for Italian banks. *International Journal of Economics & Finance Studies*, 4(1), 21–30. <https://www.acarindex.com/pdfs/1333078>

Vergin, R. C; & Qoronfleh, M. W. (1998). Corporate Reputation and the Stock Market. *Business Horizons*, 41(1), 19–26. [https://doi.org/10.1016/S0007-6813\(98\)90060-X](https://doi.org/10.1016/S0007-6813(98)90060-X)

Walker, K. (2010). A systematic review of the corporate reputation literature: Definition, measurement, and theory. *Corporate Reputation Review*, 12(4), 357–387. <https://doi.org/10.1057/crr.2009.26>

Wang, Y. J. (2008). Applying FMCDM to evaluate financial performance of domestic airlines in Taiwan. *Expert Systems with Applications*, 34(3), 1837-1845. <http://dx.doi.org/10.1016/j.eswa.2007.02.029>

Weigelt, K; & Camerer, C. (1988). Reputation and corporate strategy: A review of recent theory and applications. *Strategic Management Journal*, 9(5), 443–454. <https://doi.org/10.1002/smj.4250090505>

## COPYRIGHTS



This license allows others to download the works and share them with others as long as they credit them, but they can't change them in any way or use them commercially.

