

Copyright: © 2024 by the authors. Submitted for possible open access publication under the terms and conditions of the Creative Commons Attribution (CC BY) license (<https://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>)

## Firm Reputation, Risk, and Stock Return

Mohsen Khotanlou<sup>\*</sup>, Mahdi Kazemiloum<sup>\*\*</sup>, Ali Souezi<sup>\*\*\*</sup>

### Abstract

**Purpose:** In recent years, corporate reputation has become a crucial factor for efficient and productive business operations, effectively managing stakeholder behavior. According to signaling theory, corporate reputation indicates risk, with higher reputation levels suggesting lower risk. From a resource-based perspective, corporate reputation is considered a strategic asset and a valuable resource that contributes to sustainable performance and competitive advantage. As such, corporate reputation is an intangible asset that accumulates over time, potentially generating value and wealth for the company while enhancing overall performance. This study examines the impact of corporate reputation on various dimensions of risk, including total company risk, systematic risk, financial distress risk, and stock returns.

**Method:** The study tests its hypotheses using data from 156 companies listed on the Tehran Stock Exchange over 11 years from 2013 to 2024. Corporate reputation was measured through principal component analysis and supplemented by the Industrial Management Organization rankings. Regression models were applied using a dynamic panel approach and the generalized method of moments estimator.

**Results:** Statistical testing of the research hypotheses revealed several critical results. First, both reputation measures indicated a significant and direct relationship between corporate reputation and total risk. Second, a negative and significant relationship was found between corporate reputation and systematic risk. Third, when reputation was defined based on principal component analysis, a negative and significant association was identified between corporate reputation and financial distress risk. Fourth, a positive and significant relationship was observed between corporate reputation and abnormal stock returns across both definitions of reputation.

**Conclusion:** Corporate reputation shapes companies' strategic responses to environmental threats. A high corporate reputation within a competitive landscape is critical for business success. Reputable companies generally enjoy easier and more cost-effective access to financial resources, which can help alleviate financial and investment constraints during financial stress. Consequently, these companies will likely face lower financial distress risks and deliver superior performance to stakeholders. High-reputation firms attract greater

---

\* Assistant Prof., Department of Accounting, Faculty of Economics and Social Science, Bu-Ali Sina University, Hamedan, Iran. (Corresponding Author), **Email:** mkhotanlou@basu.ac.ir

\*\* Assistant Professor, Department of Accounting, Faculty of Economics and Social Science, Bu-Ali Sina University, Hamedan, Iran.

\*\*\* MSc, Department of Accounting, Alvand Institute of Higher Education, Hamedan, Iran.

attention from shareholders, leading to enhanced financial stability and reduced risk. This research offers theoretical and practical insights for policymakers within the stock exchange and shareholders alike. The findings support policymakers in recognizing the importance of corporate reputation and ranking systems. Additionally, these results may assist shareholders in making effective investment decisions and contribute to expanding and developing empirical research foundations in corporate reputation.

**Keywords: Bankruptcy Risk; Abnormal Stock Return; Firm Reputation; Systematic Risk, Total Risk.**

شاپای چاپی: ۴۶۳۷ - ۲۶۴۵

شاپای الکترونیکی: ۴۶۴۵ - ۲۶۴۵

ناشر: دانشگاه شهید بهشتی

نشریه چشم‌انداز مدیریت مالی

۱۴۰۳ دوره ۱۴ شماره ۴۸ صص ۵۴-۳۴

Copyright: © 2024 by the authors. Submitted for possible open access publication under the terms and conditions of the Creative Commons Attribution (CC BY) license (<https://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>)

## شهرت شرکت، ریسک و بازدهی سهام

محسن ختن‌لو\*، مهدی کاظمی علوم\*\*، علی سوییزی\*\*\*

### چکیده

**هدف:** در سال‌های اخیر شهرت شرکت به عنوان انگیزه‌ای برای عملیات تجاری کارآمد و مولد مطرح شده و ابزار موثری در مدیریت رفتار ذی‌نفعان است. بر اساس نظریه علامت‌دهی، شهرت شرکت علامت ریسک است، به طوری که شهرت بالاتر به معنای ریسک کمتر است. همچنین طبق دیدگاه مبتنی بر منابع، شهرت شرکت یک منبع در اختیار شرکت و یک دارایی حیاتی است که منجر به عملکرد پایدار و مزیت رقابتی می‌شود. بنابراین شهرت شرکت، دارایی نامشهودی است که به مرور زمان ایجاد شده و می‌تواند باعث خلق ارزش و ثروت و بهبود عملکرد شرکت گردد. بر این اساس هدف پژوهش حاضر بررسی تأثیر شهرت شرکت بر ابعاد ریسک شامل ریسک کلی شرکت، ریسک سیستماتیک و ریسک ورشکستگی مالی و همچنین بازدهی سهام است.

**روش:** آزمون فرضیه‌ها با استفاده از اطلاعات ۱۵۶ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی ۱۱ ساله ۱۳۹۲ تا ۱۴۰۲ انجام شده است. برای سنجش شهرت از روش تحلیل مؤلفه‌های اصلی استفاده شده است و از رتبه‌بندی سازمان مدیریت صنعتی نیز به عنوان معیار مکمل استفاده شد. برای آزمون فرضیه‌ها مدل‌های رگرسیونی نیز با رویکرد پانل پویا و برآوردگر گشتاورهای تعمیم یافته برازش شدند.

**یافته‌ها:** آزمون آماری فرضیه‌های پژوهش نشان داد اول، بین شهرت شرکت و ریسک کل ارتباط مستقیم و معناداری با استفاده از هر دو سنجه شهرت شرکت وجود دارد. دوم، بین شهرت شرکت و ریسک سیستماتیک ارتباط معکوس و معناداری یافت شد. سوم، ارتباط معکوس و معناداری بین شهرت شرکت و ریسک ورشکستگی مالی با استفاده از تعریف شهرت بر مبنای تحلیل مؤلفه اصلی بدست آمد. چهارم، بین شهرت شرکت و بازدهی غیرعادی سهام ارتباط مستقیم و معناداری با هر دو تعریف از شهرت شرکت مشاهده شد.

**نتیجه‌گیری:** شهرت نقش مهمی در پاسخ‌های راهبردی شرکت‌ها به تهدیدات محیطی ایفاء می‌کند. شهرت شرکت و حفظ آن در فضای رقابتی عامل مهمی برای موفقیت واحد تجاری است. شرکت‌های با شهرت بالا عموماً دسترسی آسان‌تر و کم‌هزینه‌تری به منابع مالی دارند و در مواقع محدودیت مالی می‌توانند از این طریق مشکلات مالی و سرمایه‌گذاری را مرتفع

\* استادیار گروه حسابداری، دانشکده علوم اقتصادی و اجتماعی، دانشگاه بوعلی سینا، همدان، ایران. (نویسنده مسئول).

E-mail: mkhotanlou@basu.ac.ir

\*\* استادیار گروه حسابداری، دانشکده علوم اقتصادی و اجتماعی، دانشگاه بوعلی سینا، همدان، ایران.

\*\*\* کارشناسی ارشد، گروه حسابداری، موسسه آموزش عالی الوند، همدان، ایران.

نمایند. در نتیجه این شرکت‌ها با ریسک ورشکستگی کمتری روبرو خواهند بود و عملکرد بهتری را برای ذینفعان خواهند داشت. شرکت‌های با شهرت بالاتر بیشتر مورد توجه سهامداران قرار گرفته و این موضوع منجر به استحکام مالی و در نتیجه کاهش ریسک شرکت می‌گردد. این پژوهش دارای مفاهیم نظری و عملی برای تدوین‌کنندگان الزامات در بورس اوراق بهادار و سهامداران است. یافته‌های پژوهش حاضر به تدوین‌کنندگان الزامات بورس اوراق بهادار کمک می‌نماید که موضوع شهرت شرکت‌ها و به‌ویژه رتبه‌بندی آنان را مد نظر قرار دهند. همچنین نتایج پژوهش حاضر می‌تواند به تصمیم‌گیری اثربخش سهامداران در زمینه انتخاب شرکت‌ها جهت سرمایه‌گذاری یاری رساند. یافته‌های پژوهش حاضر می‌تواند منجر به بسط و توسعه مبانی تجربی پژوهش‌های حوزه شهرت شرکت گردد.

## کلیدواژه‌ها: بازدهی غیرعادی سهام؛ ریسک کل؛ ریسک سیستماتیک؛ ریسک ورشکستگی؛ شهرت شرکت.

### ۱. مقدمه

شهرت شرکت به عنوان یک دارایی نام‌شهود و استراتژیک قادر است به خلق، افزایش و حفظ ارزش شرکت در بلندمدت کمک کند [۲۹، ۶۳] و همچنین سیگنالی در مورد نحوه اداره شرکت توسط مدیران است [۳۶، ۷۰]. شرکت‌ها از شهرت مثبت مزایای زیادی مانند ایجاد اعتماد برای شرکت‌ها و ایجاد روابط نزدیک‌تر با سهامداران را کسب می‌کنند [۸۱]. نقش شهرت در مواجهه با محیط رقابتی و پیچیده امروزی در حال افزایش است. رایتل و شوایگر (۲۰۱۵) [۶۱] دریافته‌اند که شهرت باعث ایجاد رفاه برای سهامداران به شکل بازده غیرعادی مثبت در بلندمدت می‌شود. با این حال، پژوهش رز و تامسن (۲۰۰۴) [۶۴] نتایج متناقضی را نشان می‌دهد. آنها دریافته‌اند شهرت شرکت بر ارزش شرکت تأثیر نمی‌گذارد. شرکت‌ها برای ایجاد شهرت خوب در مقابل ذی‌نفعان به زمان و تلاش نیاز دارند. عملکرد مالی خوب به سیگنالی برای ذی‌نفعان تبدیل می‌شود تا باور کنند که عملکرد شرکت مثبت است. ذی‌نفعان سطح بالایی از انتظارات نسبت به شرکت دارند و مدیریت باید نتایج مالی رضایت‌بخشی را ارائه دهد. برای برآوردن این انتظارات، شرکت باید برای پاسخ‌گویی به انتظارات سهامداران، سود ایجاد کند [۳۱]. بنابراین کسب شهرت و حفظ آن عامل مهمی برای شرکت‌ها در دنیای تجارت امروزی است. بر این اساس بررسی عوامل موثر بر افزایش و کاهش شهرت و همچنین بررسی تأثیر شهرت بر این عوامل از جمله موضوعاتی است که اهمیت فراوانی برای شرکت‌ها، مدیران، سرمایه‌گذاران، دولت‌ها و سایر ذی‌نفعان دارد.

پژوهشگران به طور گسترده ارتباط بین شهرت و عملکرد شرکت را بررسی نموده‌اند. اتفاق نظر بر این است که شهرت بالاتر منجر به عملکرد بهتر شرکت می‌شود [۱۶، ۲۷، ۳۹]. با این حال و علیرغم اهمیت مقوله ریسک به عنوان منبع اطلاعات برای تصمیم‌گیری [۴۴]، مطالعات اندکی به رابطه بین شهرت و ابعاد ریسک به ویژه در کشورهای در حال توسعه توجه نموده‌اند [۱۵]. گرگوری (۱۹۹۸) [۳۰] و جونز و همکاران (۲۰۰۰) [۴۰] تأثیر قدرت برند و شهرت شرکت بر قیمت سهام را بررسی نموده‌اند. کروگر و همکاران (۲۰۱۰) [۴۷] و دلگادو گارسیا و همکاران (۲۰۱۳) [۱۵] تأثیر تغییر شهرت را بر ریسک کل، ریسک سیستماتیک و ریسک غیر سیستماتیک مطالعه کردند. کروگر و ورولستاد (۲۰۱۶) [۴۶] رابطه بین شهرت را با بازدهی و ریسک مورد مطالعه قرار دادند. رهنمای رودپشتی و همکاران (۲۰۱۸) [۶۰] مدیریت ریسک شهرت در مؤسسات مالی در بازار سرمایه ایران را مورد مطالعه قرار دادند. طهماسبی خورنه و سهیلی (۱۳۹۴) [۷۴] تنها پژوهش داخلی است که ارتباط بین شهرت شرکت و ریسک (سیستماتیک و غیرسیستماتیک) را بررسی نموده است. اما هیچ یک از مطالعات مورد اشاره ارتباط بین شهرت با ابعاد ریسک و بازدهی سهام را به صورت جامع و همزمان بررسی نکرده‌اند و یا از سنجش‌های متفاوتی برای اندازه‌گیری

شهرت شرکت استفاده نموده‌اند. تحلیل ارتباط بین شهرت و ریسک اهمیت زیادی دارد، زیرا ریسک شرکت یک عنصر مرکزی در مدیریت استراتژیک است [۳۵، ۵۹، ۶۶]. همچنین، عملکرد اقتصادی تنها به بازده مالی بالا بستگی ندارد، بلکه به ریسک پایین نیز وابسته است. احتمال این که شهرت شرکت نیز بر ریسک شرکت تأثیر بگذارد، می‌تواند رابطه بین شهرت شرکت و عملکرد اقتصادی شرکت را تحت تأثیر قرار دهد. بنابراین، بررسی پیامدهای شهرت شرکت بدون بررسی تأثیرات آن بر ریسک شرکت ممکن است ناقص باشد [۱۵]. پژوهش‌گران به طور سنتی فرض کرده‌اند که شهرت خوب شرکت، ریسک را کاهش می‌دهد، اما شهرت شرکت ممکن است بسته به نوع ریسکی که تحلیل می‌شود، تأثیرات متفاوتی داشته باشد. پژوهش‌های پیشین نشان می‌دهد که چندین انتخاب استراتژیک می‌توانند بسته به نوع ریسک تحلیل شده، تأثیرات متفاوتی بر ریسک داشته باشند [۱، ۱۵، ۴۹]. این تأثیرات متفاوت ممکن است در مورد یک دارایی استراتژیک مانند شهرت شرکت نیز رخ دهد. بنابراین مساله اصلی پژوهش حاضر این است که آیا شهرت شرکت تأثیری بر انواع ریسک شرکت (شامل ریسک سیستماتیک، ریسک کل و ریسک ورشکستگی مالی) و بازدهی غیرعادی سهام دارد؟ یافته‌های این پژوهش به بسط ادبیات موضوع در این حوزه به ویژه در کشورهای در حال توسعه مثل ایران می‌افزاید و به تدوین‌کنندگان الزامات بورس اوراق بهادار کمک می‌نماید که موضوع شهرت شرکت‌ها و به‌ویژه رتبه‌بندی آنان را مد نظر قرار دهند. همچنین نتایج پژوهش حاضر می‌تواند به تصمیم‌گیری اثربخش سهامداران در زمینه انتخاب شرکت‌ها جهت سرمایه‌گذاری یاری رساند.

فرایند پژوهش حاضر در ادامه بدین صورت است که ابتدا مبانی نظری و پیشینه پژوهش به تفصیل بحث شده است؛ سپس روش پژوهش و ابعاد آن ارائه شده و در ادامه یافته‌های پژوهش توصیف و در بخش پایانی نیز نتیجه‌گیری و بحث انجام شده است.

## ۲. مبانی نظری و پیشینه پژوهش

شهرت شرکت طی سالیان متمادی توسط پژوهشگران مختلفی مورد مطالعه و بررسی قرار گرفته است [۲۲، ۶۳، ۸۱، ۱۰، ۱۹]. نتایج این مطالعات حاکی از آن است که شهرت نقش مهمی در پاسخ‌های استراتژیک شرکت‌ها به تهدیدهای محیطی ایفاء می‌کند. شهرت به عنوان دارایی ناشی از اقدامات گذشته شرکت تعریف شده است، یعنی از شاخص‌های عملکرد مالی گذشته شرکت منتج می‌شود [۷۹]. این رابطه یک طرفه نیست زیرا شهرت ممکن است بر عملکرد مالی آینده شرکت تأثیر بگذارد. شرکت‌هایی با استانداردهای شهرت بالاتر، در مقایسه با رقبای خود عملکرد بهتری دارند [۶۳]. شواهد کارتاویناتا و ماهارانی (۲۰۲۲) [۴۲] در کشور اندونزی حاکی از تأثیر شهرت شرکت بر عملکرد مالی آن است که در این پژوهش از شاخص‌های متعددی برای سنجش متغیر شهرت شرکت استفاده شده است و همه شاخص‌ها بر عملکرد مالی تأثیر معناداری دارند. همچنین، تقلید و کپی شهرت دشوار است به طوری که توسط برخی از پژوهشگران از جمله هلم (۲۰۰۷) [۳۴]، به عنوان با ارزش‌ترین دارایی نام شهود در نظر گرفته شده است [۱۹]. در یک بررسی در ادبیات که توسط چان (۲۰۰۵) [۱۴] انجام شد، شهرت به عنوان ابزاری موثر در مدیریت رفتار ذی‌نفعان (مانند حفظ کارکنان، رضایت و وفاداری مشتریان و جذب کارکنان کارآمد) نسبت به یک شرکت توصیف شده است. پژوهش‌هایی در زمینه شهرت توسط پژوهشگران متعددی در علوم مختلف، از جمله مالی، حسابداری، اقتصاد، بازاریابی، جامعه‌شناسی و نظریه سازمان انجام گرفته است [۲۸]. با این حال، اجماع قابل قبولی در مورد پیامدهای شهرت وجود ندارد. بدون مدیریت یا حاکمیت مؤثر بر شهرت به عنوان یکی از منابع مهم شرکت، سیگنال‌هایی در مورد سوءمدیریت به ذی‌نفعان ارسال می‌شود که در نتیجه آن ریسک شرکت در ابعاد مختلف ممکن است افزایش یابد [۲۸، ۳۲]. بحث و مطالعه در مورد تأثیر شهرت بر ریسک کمتر مورد توجه پژوهشگران قرار گرفته است [۱۵، ۲۵، ۲۹، ۲۸، ۳۵]. در این مطالعه، رابطه بین شهرت و ریسک با استفاده از نظریه علامت‌دهی و دیدگاه مبتنی بر منابع تبیین می‌شود.

طبق نظریه علامت‌دهی، شهرت یک سیگنال ریسک است، به طوری که شهرت بالاتر به معنای ریسک کمتر است [۳۳، ۷۱، ۸۳]. دیدگاه مبتنی بر منابع، شهرت را به عنوان یک منبع در اختیار شرکت و یک دارایی حیاتی می‌داند که منجر به عملکرد پایدار و مزیت رقابتی می‌شود [۸۱]. این دیدگاه استدلال می‌کند که شهرت یک منبع ناملموس ارزشمند است زیرا تقلید از آن دشوار است. از آنجا که تقلید علی‌الآن دشوار است، شهرت خوب می‌تواند مزایای مثبت قابل توجهی را برای شرکت به همراه داشته باشد. شهرت می‌تواند ریسک یا عدم قطعیت‌ها را کاهش دهد [۶۲، ۱۵]، به دستیابی عملکرد مالی بالا و حفظ آن کمک کند [۲۶، ۶۳، ۷۵] و مزیت رقابتی برای شرکت ایجاد کند [۵، ۳۸]. ماردیانا و همکاران (۲۰۲۱) [۵۰] نتیجه گرفتند شهرت شرکت تأثیر معناداری بر کیفیت سود ندارد؛ اما در عین حال ارتباط معکوس و معناداری بین شهرت شرکت و هزینه سرمایه سهام‌گزارش نمودند. در یک بازار کارا، شهرت به عنوان حفاظی برای احساسات بیش از حد عمل می‌کند. پژوهش‌های پیشین نقش شهرت را به عنوان یک دارایی ارزشمند و این که شهرت چگونه احساسات نوسان در بازار را هدایت می‌کند، نشان داده‌اند [۴، ۹، ۵۵، ۷۲]. یک شرکت با شهرت بالا به دلیل اعتماد و اطمینان سهامداران در مقایسه با شرکتی با شهرت پایین، انگیزه‌هایی برای داشتن نو سانات کمتر دارد [۱۵]. شهرت شرکت، وجود واکنش سرمایه‌گذار و نو سانات نسبت به جابجایی مدیر عامل [۷۲]، رسوایی‌های مالی [۴۱]، اصلاح سیاست‌های شرکتی [۴۸] و اقدامات شرکت [۶۵] را توضیح می‌دهد. به عبارت دیگر، شهرت در دیکته کردن رفتار ریسک یک شرکت مهم است. بر این اساس فرضیه اول پژوهش به شکل زیر تدوین می‌گردد:

**فرضیه ۱:** بین شهرت شرکت و ریسک کل شرکت ارتباط معناداری وجود دارد.

شارپ (۱۹۶۴) [۶۹] بازده مورد انتظار را تابعی از معکوس ریسک سیستماتیک تو صیف کرد. کروگر و ورولاستاد (۲۰۱۶) [۴۷] رابطه بین شهرت و بازده و ریسک را با استفاده از ۱۰ شرکت برتر با بالاترین امتیاز شهرت در رتبه‌بندی شهرت مجله فورچون در مقایسه با تعداد مساوی از شرکت‌هایی با امتیاز شهرت کمتر به مدت ۱۴ سال (۲۰۰۰ تا ۲۰۱۴) مورد مطالعه قرار دادند. آنها به این نتیجه رسیدند شرکت‌هایی که بالاترین امتیاز شهرت را دارند، تمایل به ریسک سیستماتیک و ریسک کل کمتری دارند. شواهد بدست آمده از مطالعه طهما سبی خورنه و سهیلی (۱۳۹۴) [۷۴] موید این بود بین شهرت شرکت (اندازه‌گیری شده از طریق رتبه‌بندی سازمان مدیریت صنعتی) و ریسک شرکت (ریسک سیستماتیک و ریسک غیرسیستماتیک) ارتباط معناداری وجود دارد. با توجه به دیدگاه هونگ و ساکار (۲۰۰۷) [۳۷]، نو سانات بیشتر قیمت سهام به معنای ریسک سیستماتیک بالاتر است و بر اساس نتایج پژوهش براوو (۲۰۱۶) [۱۲]، شهرت بالاتر به معنای نو سانات کمتر در قیمت سهام است. بنابراین، با توجه به نتایج پژوهش‌های پیشین [۱۰، ۴۶، ۴۷] انتظار می‌رود شرکت‌هایی با سطح شهرت بالا، ریسک سیستماتیک کمتری را تجربه کنند. بنابراین فرضیه دوم پژوهش به صورت زیر طرح می‌گردد:

**فرضیه ۲:** بین شهرت شرکت و ریسک سیستماتیک شرکت ارتباط معناداری وجود دارد.

همانطور که توسط دلگادو-گارسیا و همکاران (۲۰۱۳) [۱۵] اشاره شد، از آنجا که شهرت شرکت به عنوان یک سیگنال اطلاعاتی از رفتار بالقوه شرکت در آینده عمل می‌کند، تأثیر آن بر ریسک شرکت ممکن است در شرکت‌هایی قوی‌تر باشد که سهامداران اطلاعات کامل‌تری در مورد شرکت دارند. ریسک و رشکستگی مالی نشان دهنده تمایل شرکت به شکست است، که عمدتاً به دلیل مدیریت ناکارآمد منابع است [۲]. در این زمینه، شهرت می‌تواند اعتماد بازار را تضمین کند، استعدادها و مشتریان جدید را جذب کند و قدرت چانه‌زنی بهتری با تامین‌کنندگان فراهم کند [۲۰] و به شرکت‌ها مزیت رقابتی بدهد و احتمال ورشکستگی مالی آنها را کاهش دهد [۱۳]. گوپس و همکاران (۲۰۲۰) [۲۸] ارتباط بین شهرت شرکت و ریسک ورشکستگی مالی را بررسی نمودند. نتایج نشان داد شهرت شرکت تأثیر معکوس بر ریسک ورشکستگی دارد. شرکت‌های مشهور (شهرت بالا) پایدار هستند، کمتر مستعد ورشکستگی

مالی هستند و در مواقع بحران انعطاف‌پذیرتر هستند [۲۱]. بر این اساس فرضیه سوم پژوهش به شکل زیر تدوین شده است:

**فرضیه ۳:** بین شهرت شرکت و ریسک ورشکستگی مالی شرکت ارتباط معناداری وجود دارد.

بر اساس نظریه علامت‌دهی، زمانی که یک شرکت از شهرت بالایی برخوردار باشد، این نشانه‌ای است که مدیریت شرکت کارآمد است، کیفیت محصولات بالا است و ریسک سرمایه‌گذاری کمتر است، در نتیجه، سرمایه‌گذاران تمایل بیشتری به خرید سهام چنین شرکت‌هایی دارند، که می‌تواند منجر به افزایش قیمت سهام و بازدهی غیرعادی مثبت شود [۸۴]. باید توجه شود که، رابطه بین شهرت شرکت و بازده غیرعادی سهام پیچیده و به شرایط بازار وابسته است. یافته‌های پژوهش فبرا و همکاران (۲۰۲۳) [۱۹] با استفاده از نمونه‌ای متشکل از ۱۵۶ شرکت سهامی عام ایالات متحده آمریکا، شامل ۸۲ شرکت بورسی عضو رتبه‌بندی شهرت مجله فورچون و ۷۴ شرکت غیربورسی، نشان داد بین شرکت‌های بورسی و غیر بورسی در ضریب شهرت در رابطه با بازده غیرعادی شرکت‌ها و ریسک سیستماتیک شرکت‌ها تفاوت معناداری وجود ندارد. ساجیارتو و همکاران (۲۰۲۱) [۶۷] مطالعه‌ای را با هدف بررسی این که آیا اطلاعات آینده‌نگر مالی و شهرت شرکت می‌تواند نو سانات بازده سهام را کاهش دهد یا خیر انجام دادند. یافته‌های پژوهش آنها نشان داد افشای اطلاعات آینده‌نگر مالی می‌تواند عدم تقارن اطلاعاتی را کاهش داده و نو سانات بازده سهام را کاهش دهد؛ در حالی که شهرت شرکت تأثیر معناداری در کاهش نو سانات بازده سهام نشان نداد. صالح و همکاران (۲۰۱۰) [۶۸] در پژوهشی نشان دادند شرکت‌های معتبر به دلیل جذب سرمایه‌گذاران نهادی و ایجاد اطمینان، بازده موردانتظار بالاتری ایجاد می‌کنند. تیشر و هیلدبرانت (۲۰۱۴) [۷۷] مطالعه‌ای رویدادی را با هدف بررسی تأثیر تغییرات شهرت بر قیمت سهام در بورس اوراق بهادار فرانکفورت انجام دادند. نتایج آنها نشان داد که تغییرات اعلامی بر ارزش سهامداران تأثیر داشته است. مطالعه فخاری و اردشیری (۱۳۹۸) [۱۸] در بورس تهران نشان داد شهرت شرکت نوسان‌پذیری بازده سهام را افزایش می‌دهد، که می‌تواند به دلیل رفتار هیجانی سرمایه‌گذاران در واکنش به اخبار مرتبط با شهرت باشد. برامر و همکاران (۲۰۰۴) [۱۱] در پژوهشی به بررسی رابطه بین شهرت شرکت و بازدهی غیرعادی سهام پرداخته‌اند. در این پژوهش که در یک دوره ۱۰ ساله با داده‌های نظر سنجی در شرکت‌های بریتانیایی صورت گرفت، نتایج بیانگر آن بود که سرمایه‌گذارانی که سهام شرکت‌هایی با شهرت رو به رشد را خریداری می‌کنند، ممکن است بازدهی غیرعادی کسب کنند در این پژوهش شرکت‌های فهرست‌شده در رتبه‌بندی‌های شهرت مثل فهرست "تحسین‌شده‌ترین شرکت‌ها" پس از اعلام رتبه، بازده غیرعادی مثبت داشتند. بر اساس این مبانی نظری و تجربی ذکر شده فرضیه چهارم پژوهش به شکل زیر طرح می‌گردد:

**فرضیه ۴:** بین شهرت شرکت و بازدهی غیرعادی سهام شرکت ارتباط معناداری وجود دارد.

در پژوهش‌های داخلی شهرت شرکت کمتر مورد توجه پژوهش‌گران بوده است. رهنمای رودپشتی و همکاران (۲۰۱۸) [۶۰] با بررسی مدیریت ریسک شرکت در چارچوب مدیریت ریسک سازمانی دریافتند که ریسک شهرت برای مؤسسات مالی در سطح پایینی قرار دارد. نظریان و امیری هنزآ (۱۴۰۲) [۵۷] نقش میانجی شهرت شرکت بر رابطه بین افشای مسئولیت‌پذیری اجتماعی و عملکرد شرکت را در نمونه‌ای متشکل از ۱۶۳ شرکت عضو بورس اوراق بهادار تهران بررسی نمودند. یافته‌ها مؤید این بود بین افشای مسئولیت‌پذیری اجتماعی و عملکرد شرکت ارتباط معناداری وجود ندارد و شهرت شرکت نیز نقش میانجی در این ارتباط ندارد. یافته‌های مختاری و جعفری (۱۴۰۰) [۵۴] نشان می‌دهد شهرت شرکت بر هزینه سرمایه تأثیر معکوس و معناداری دارد؛ بدین معنی که هر چه شهرت شرکت کاهش یابد نیاز شرکت به تامین مالی بیشتر می‌شود. طهماسبی خورنه و همکاران (۱۳۹۷) [۷۳] روابط متقابل شهرت شرکت و عملکرد مالی را با سیستم معادلات همزمان بررسی نمودند. یافته‌ها نشان داد بین شهرت شرکت و

عملکرد مالی رابطه متقابل و مثبتی وجود دارد. در پایان این بخش، جدول (۱) خلاصه ای از مطالعات تجربی به کار رفته در توسعه فرضیات را نشان می دهد:

جدول ۱: خلاصه مبانی تجربی پژوهش

پژوهشگر/ (سال)	عنوان پژوهش	نتایج
[۱۱]	بررسی رابطه بین شهرت شرکت و بازدهی غیرعادی سهام	نتایج نشان داد سرمایه‌گذارانی که سهام شرکت‌هایی با شهرت رو به رشد را خریداری می‌کنند، بازدهی غیرعادی کسب می‌کنند
[۲۱]	ریسک عملیاتی و شهرت در صنعت مالی	شهرت بالاتر منجر به عملکرد بهتر شرکت‌ها می‌شود. نشان داد شرکت‌های معتبر به دلیل جذب سرمایه‌گذاران نهادی و ایجاد اطمینان، بازده موردانتظار بالاتری ایجاد می‌کنند.
[۶۸]		
[۶۲]	تأثیر ادراک عموم از شهرت شرکت بر ارزش سهامداران	شهرت باعث ایجاد رفاه برای سهامداران به شکل بازده غیرعادی مثبت در بلندمدت می‌شود.
[۷۴]	بررسی تأثیر شهرت شرکت بر ریسک شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران	شواهد بدست آمده از مطالعه آنان نشان داد بین شهرت شرکت و ریسک شرکت (ریسک سیستماتیک و ریسک غیرسیستماتیک) ارتباط معناداری وجود دارد.
[۱۲]	افشای آینده نگر و شهرت شرکت به عنوان سازوکارهایی برای کاهش نوسانات بازده سهام	شهرت بالاتر شرکت‌ها منجر به نوسانات کمتر در قیمت سهام آنها می‌شود.
[۴۶]	تأثیر ضریب شهرت بر عملکرد سرمایه‌گذاری	آنها به این نتیجه رسیدند شرکت‌هایی که بالاترین امتیاز شهرت را دارند، تمایل به ریسک سیستماتیک و ریسک کل کمتری دارند.
[۶۰]	مدیریت ریسک شرکت در چارچوب مدیریت ریسک سازمانی	آنها دریافتند که ریسک شهرت برای مؤسسات مالی در سطح پایینی قرار دارد.
[۱۸]		آنها دریافتند شهرت شرکت نوسان‌پذیری بازده سهام را افزایش می‌دهد.
[۱۰]	آیا شهرت تأثیری بر ریسک شرکت در کشورهای در حال توسعه دارد؟	شرکت‌هایی با سطح شهرت بالا، ریسک سیستماتیک کمتری را تجربه کنند
[۲۸]	ارتباط بین شهرت شرکت و ریسک ورشکستگی مالی	نتایج نشان داد شهرت شرکت تأثیر معکوس بر ریسک ورشکستگی دارد.
[۵۰]	تأثیر شهرت شرکت بر هزینه حقوق صاحبان سهام با نقش تعدیل‌گری کیفیت سود	آنها دریافتند شهرت شرکت تأثیر معناداری بر کیفیت سود ندارد؛ ولی ارتباط معکوس و معناداری با هزینه سرمایه سهام دارد.
[۶۷]	افشای آینده نگر و شهرت شرکت در میانه همه‌گیری به عنوان سازوکارهایی برای کاهش نوسانات بازده سهام	یافته‌های پژوهش آنها نشان داد افشای اطلاعات آینده‌نگر مالی می‌تواند عدم تقارن اطلاعاتی را کاهش داده و نوسانات بازده سهام را کاهش دهد؛ در حالی که شهرت شرکت تأثیر معناداری در کاهش نوسانات بازده سهام نشان نداد.
[۵۴]	بررسی تأثیر شهرت شرکت بر هزینه سرمایه در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران	نتایج آنها نشان داد شهرت شرکت بر هزینه سرمایه تأثیر معکوس و معناداری دارد.
[۱۹]	شهرت، بازده و ریسک: رویکرد نوین	نتایج آنان نشان داد بین شرکت‌های بورسی و غیر بورسی در ضریب شهرت در رابطه با بازده غیرعادی شرکت‌ها و ریسک سیستماتیک شرکت‌ها تفاوت معناداری وجود ندارد.



پژوهش‌های پیشین ارتباط بین شهرت و عملکرد شرکت را بررسی نموده و دریافتند که شهرت بالاتر منجر به عملکرد بهتر شرکت می‌شود. با این حال مطالعات اندکی به رابطه بین شهرت و ابعاد ریسک و بازده مازاد غیرعادی توجه نموده‌اند. هیچ یک از مطالعات مورد اشاره در جدول مبانی تجربی پژوهش ارتباط بین شهرت با ابعاد ریسک و بازدهی سهام را به صورت جامع و همزمان بررسی نکرده‌اند و یا از سنجه‌های متفاوتی برای اندازه‌گیری شهرت شرکت استفاده نموده‌اند. از آنجا که بررسی رابطه بین شهرت و ریسک اهمیت زیادی دارد و عملکرد اقتصادی شرکت فقط تحت تاثیر بازده نیست، بلکه به ریسک کم هم وابسته است، بنابراین احتمال دارد شهرت بر ریسک شرکت تأثیر بگذارد و این موضوع رابطه بین شهرت و عملکرد اقتصادی شرکت را تغییر دهد.

### ۳. روش‌شناسی پژوهش

پژوهش حاضر از لحاظ نتیجه اجرا، از نوع کاربردی، از نظر فرآیند اجرا، کمی، از نظر هدف، توصیفی و از نظر بعد زمانی، طولی است. جامعه آماری در پژوهش حاضر تمامی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۸۷-۱۴۰۲ به مدت ۱۶ سال هستند. نمونه آماری شامل کل شرکت‌های جامعه است که حائز این شرایط باشند: ۱- داشتن سال مالی منتهی به پایان اسفند هر سال، ۲- عدم تغییر سال مالی طی بازه زمانی پژوهش، ۳- عدم فعالیت در صنایع واسطه‌گری مالی (سرمایه‌گذاری، بانک، بیمه، هلدینگ، لیزینگ و غیره) و ۴- در دسترس بودن اطلاعات مورد نیاز محاسبه متغیرهای پژوهش. دلیل استفاده از روش مزبور و تعریف چنین شرایطی همگون نمودن جامعه آماری است. لازم به ذکر است در این پژوهش عملاً نمونه‌گیری صورت پذیرفته است زیرا تمامی شرکت‌های عضو جامعه آماری هدف یعنی ۱۵۶ شرکت مورد تجزیه و تحلیل آماری قرار گرفتند. جدول (۲) تفکیک این شرکت‌ها را در صنایع نشان می‌دهد:

جدول ۲: شرکت‌ها به تفکیک صنایع

تعداد شرکت	نوع صنعت	تعداد شرکت	نوع صنعت	تعداد شرکت	نوع صنعت
۸	ماشین‌آلات و تجهیزات	۱۵	غذایی	۱۰	استخراج زغال سنگ و سایر معادن
۲۱	محصولات فلزی و فلزات اساسی	۲۶	فرآورده‌های نفتی و شیمیایی	۲۶	خودرو و قطعات
۲۱	محصولات دارویی	۱۳	کاشی و سرامیک و کانی غیر فلزی	۱۶	سیمان آهک گچ

مدل‌های اقتصادسنجی آزمون فرضیه‌ها در این پژوهش به پیروی از برهمانا و همکاران (۲۰۲۰) و دلگادو-گارسیا و همکاران (۲۰۱۳) [۱۵، ۱۰] به صورت قیاسی از مدل پایه تا مدل کامل ساخته شده است. با وجود این که در تعداد زیادی از مطالعات انجام شده درباره شهرت [۲۴، ۵۱، ۵۳] روابط پویا و حل مشکل درون‌زایی لحاظ نشده است، اما در این پژوهش استدلال می‌شود که ریسک و بازدهی شرکت تابعی از ریسک و بازده سال‌های قبل است. بنابراین از رویکرد وینتوکی و همکاران (۲۰۱۲) [۸۲] با استفاده از روش گشتاورهای تعمیم یافته (GMM) برای رفع این مشکل استفاده شد که در آن سیستم GMM ریسک و بازده سال قبل را (به عنوان ابزار) به مدل‌ها اضافه می‌کند. این رویکرد مشخصات تجربی را ارائه می‌کند که با یک رگرسیون پویا مطابقت دارد. بنابراین تخمین پارامترها با وجود این که برخی از مفروضات مورد نیاز مدل استاندارد رگرسیون به طور دقیق در داده‌ها وجود نداشته باشد تفسیری قابل فهم بدست می‌دهد. با توضیحات ارائه شده برای آزمون فرضیه‌های اول تا چهارم به ترتیب از مدل‌های (۱) تا (۴) استفاده خواهد شد:

$$\text{TotalRisk}_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 \text{TotalRisk}_{i,t-1} + \alpha_2 \text{Reputation}_{i,t} + \alpha_3 \text{Size}_{i,t} + \alpha_4 \text{Lev}_{i,t} + \alpha_5 \text{ROA}_{i,t} + \alpha_6 \text{Age}_{i,t} + \alpha_7 \text{CGQ}_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (۱)$$

$$\text{SysRisk}_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 \text{SysRisk}_{i,t-1} + \alpha_2 \text{Reputation}_{i,t} + \alpha_3 \text{Size}_{i,t} + \alpha_4 \text{Lev}_{i,t} + \alpha_5 \text{ROA}_{i,t} + \alpha_6 \text{Age}_{i,t} + \alpha_7 \text{CGQ}_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (۲)$$

$$\text{DefaultRisk}_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 \text{DefaultRisk}_{i,t-1} + \alpha_2 \text{Reputation}_{i,t} + \alpha_3 \text{Size}_{i,t} + \alpha_4 \text{Lev}_{i,t} + \alpha_5 \text{ROA}_{i,t} + \alpha_6 \text{Age}_{i,t} + \alpha_7 \text{CGQ}_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad \text{مدل (۳)}$$

$$\text{Ret}_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 \text{Ret}_{i,t-1} + \alpha_2 \text{Reputation}_{i,t} + \alpha_3 \text{Size}_{i,t} + \alpha_4 \text{Lev}_{i,t} + \alpha_5 \text{ROA}_{i,t} + \alpha_6 \text{Age}_{i,t} + \alpha_7 \text{CGQ}_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad \text{مدل (۴)}$$

متغیر مستقل: شهرت شرکت: شهرت شرکت نشان‌دهنده دارایی نامشهودی است که تقلید یا کپی کردن آن بسیار دشوار است و بر اساس رویدادها و فعالیت‌های قبلی شرکت‌ها ایجاد شده است و چیزی که درک شرکت را در عموم ایجاد می‌کند [۲۱]. متغیر مستقل این پژوهش شهرت شرکت است و با استفاده از شش شاخص که در چهار بعد اصلی شهرت شرکت شامل شهرت مالی، آگاهی مشتری از برند، شهرت داخلی در محل کار و شهرت بازار اندازه‌گیری شده است. اول، شهرت مالی از طریق استفاده از دو نسبت عملکرد مالی ارزیابی می‌شود. بازده دارایی‌ها (ROA) و بازده حقوق صاحبان سهام (ROE). عملکرد مالی یکی از ابعاد کلیدی است که شهرت یک شرکت را شکل می‌دهد. به عنوان مثال، مطالعه باترانکا و همکاران (۲۰۲۲) [۷] تنها بر شاخص‌های مالی برای رتبه‌بندی شهرت شرکت تکیه داشت. دوم، آگاهی برند - مشتری با استفاده از نسبت سهم بازار اندازه‌گیری می‌شود. پژوهش‌های پیشین که از سهم بازار به عنوان معیاری برای سنجش شهرت شرکت استفاده کرده‌اند، توضیح می‌دهد که سهم بازار بالا نشان می‌دهد که شهرت شرکت به اندازه کافی خوب است تا مشتریان را حفظ کند [۵۶]. سوم، مطابق با پژوهش باروتا و پاندا (۲۰۲۰) [۶]، مطالعه حاضر از نسبت کارایی سرمایه انسانی (HCE) به عنوان نماینده‌ای برای شهرت داخلی محل کار استفاده می‌کند. این به دلیل درک بسیاری از سهامداران است که شرکتی با شهرت خوب بهتر می‌تواند کارمندان با استعداد را جذب و حفظ کند. در نهایت، این مطالعه از نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری و نسبت قیمت به سود هر سهم برای اندازه‌گیری شهرت بازار استفاده کرد. پژوهشگران شکاف بین ارزش بازار و ارزش دفتری دارایی‌های شرکت را در این واقعیت توضیح دادند که سرمایه‌گذاران به دلیل شهرت شرکت مایلند برای دارایی‌های شرکت بهای بیشتری بپردازند، بنابراین ارزش شهرت شرکت برابر با این تغییر خواهد بود [۸]. از سوی دیگر، پژوهشگرانی که از نسبت P/E به عنوان معیاری برای شهرت یک شرکت در بازار مالی استفاده کرده‌اند، استدلال می‌کنند که نسبت P/E پیش‌بینی‌ای را برای سرمایه‌گذاران در مورد رشد و امنیت سرمایه‌گذاری ارائه می‌کند [۴۳]. با این حال، با استفاده از این شاخص‌ها در این پژوهش یک معیار کلی برای شهرت شرکت از طریق تجزیه و تحلیل مؤلفه اصلی (PCA) ایجاد شد. هدف این رویکرد کاهش ابعاد مجموعه متغیرها به تعداد کمتری از متغیرها به نام عوامل است. جدول (۳) مؤلفه‌های سنجش شهرت شرکت را ارائه کرده است:

جدول ۳: مؤلفه‌های سنجش شهرت شرکت

بعد	مؤلفه	نحوه اندازه‌گیری
شهرت مالی	بازده دارایی‌ها (ROA)	سود خالص تقسیم بر جمع دارایی‌ها
	بازده حقوق صاحبان سهام (ROE)	سود خالص تقسیم بر ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام
آگاهی مشتری از برند	سهم بازار (MarketShare)	درصد سهم بازار شرکت از فروش صنعت
شهرت داخلی	کارایی سرمایه انسانی (HCE)	تعداد کارکنان تقسیم بر فروش
شهرت بازار	نسبت قیمت به سود (P/E)	قیمت هر سهم تقسیم بر سود هر سهم
	نسبت ارزش بازار به دفتری (MTB)	ارزش بازار تقسیم بر ارزش دفتری سهام

به عنوان روشی مکمل، در این پژوهش برای اندازه‌گیری شهرت به پیروی از پژوهش‌های پیشین [۵۴، ۷۳] از رتبه‌بندی ۱۰۰ شرکت برتر کشور که از سال ۱۳۸۶ هر ساله توسط سازمان مدیریت صنعتی منتشر می‌شود نیز استفاده شد؛ به طوری که اگر شرکت در بین ۱۰۰ شرکت برتر بوده باشد این متغیر مقدار یک و در غیر این صورت

مقدار صفر را می‌گیرد. در این رتبه‌بندی عواملی مانند حجم فروش، اندازه و رشد شرکت، سودآوری و عملکرد، صادرات، نقدینگی، بدهی و شاخص‌های بازار استفاده می‌شود.

**متغیر وابسته: ریسک کل شرکت:** ریسک کلی شرکت، که به عنوان نوسانات بازده سهام نیز نامیده می‌شود، عدم اطمینان مالی است که سرمایه‌گذار دارنده سهم در یک شرکت خاص با آن روبرو است. این ریسک ناشی از هر دو عوامل خاص شرکت (ریسک غیرسیستماتیک) و ریسک سیستماتیک سهام است [۱۹]. برای اندازه‌گیری ریسک کل شرکت به پیروی از پژوهش‌های پیشین [۱۰، ۱۹] از انحراف استاندارد بازدهی سالانه سهام طی پنج سال اخیر استفاده شده است.

**متغیر وابسته: ریسک سیستماتیک:** ریسک سیستماتیک، ریسکی است که مربوط به کل بازار است و غیرقابل حذف است. این ریسک بر کل بازار تأثیر می‌گذارد. این ریسک غیرقابل پیش‌بینی بوده و اجتناب کامل از آن امکان‌پذیر نیست [۱۵]. در این مطالعه ریسک سیستماتیک از طریق ضریب بتای سهام از نرم افزار ره آورد نوین استخراج شده است که مبنای آن سالیانه و محاسبه آن بر اساس رابطه (۱) بوده است:

$$\beta_{i,t} = \frac{COV(R_{i,t}, R_{m,t})}{VAR(R_{m,t})} \quad \text{رابطه (۱)}$$

که در آن  $R_{i,t}$  بازده سالیانه شرکت  $i$  در سال  $t$  و  $R_{m,t}$  برابر با بازده سالیانه بازار در سال  $t$  است.

**متغیر وابسته: ریسک ورشکستگی مالی:** ریسک ورشکستگی مالی ناشی از بکارگیری بدهی در ساختار سرمایه شرکت است. هر چه بدهی‌های شرکت بیشتر باشد ریسک ورشکستگی مالی نیز به دلیل وجود ریسک ناتوانی در پرداخت اصل و فرع بدهی و ورشکستگی بیشتر خواهد بود [۱۰]. برای سنجش ریسک ورشکستگی مالی به پیروی از پژوهش‌های پیشین [۱۰، ۲۸] از شاخص  $Z$  آلتمن تعدیل شده استفاده شده است. کردستانی و همکاران (۱۳۹۳) [۴۵] شاخص تعدیل شده  $Z$  آلتمن (۲۰۰۶) [۳] را متناسب با مختصات بومی بازار سرمایه ایران به شرح مدل ۵ ارائه کرده‌اند:

$$ZA_{i,t} = 0.291 \times \left( \frac{WC_{i,t}}{TA_{i,t}} \right) + 2.458 \times \left( \frac{RE_{i,t}}{TA_{i,t}} \right) - 0.301 \times \left( \frac{EBIT_{i,t}}{TA_{i,t}} \right) - 0.079 \times \left( \frac{BV_{i,t}}{TL_{i,t}} \right) - 0.05 \times \left( \frac{S_{i,t}}{TA_{i,t}} \right) \quad \text{مدل (۵)}$$

پس از محاسبه شاخص تعدیل شده  $Z$  آلتمن طبق مدل (۵)، نحوه قضاوت بدین صورت است که اگر مقدار شاخص کمتر از  $-0.14$  باشد احتمال ورشکستگی خیلی بالا است (۹۵٪)، در صورتی که شاخص بین  $-0.14$  و  $0.02$  باشد شرکت در مرحله درماندگی کامل قرار دارد، اگر مقدار شاخص بین  $0.02$  و  $0.36$  باشد؛ آن‌گاه شرکت در مرحله کسری وجه نقد و عدم توان پرداخت بدهی قرار دارد و در صورتی که شاخص بزرگتر از  $0.36$  باشد شرکت دارای سلامت مالی است. متغیر ریسک ورشکستگی مالی به صورت مجازی تعریف شده است. بدین صورت که اگر مقدار شاخص  $Z$  تعدیل شده آلتمن کمتر از  $0.02$  باشد این متغیر مقدار یک را می‌گیرد و در غیر این صورت مقدار آن صفر خواهد بود [۴۵].

**متغیر وابسته: بازدهی غیرعادی سهام:** بازدهی غیرعادی سهام از طریق تفاوت بین بازدهی سالانه سهام شرکت و بازدهی سالانه بازار محاسبه شده است. بازدهی سالانه بازار نیز از طریق تفاوت بین شاخص کل قیمت در انتها و ابتدای هر سال محاسبه شده است [۵۸].

**متغیرهای کنترلی:** در این پژوهش، متغیرهای کنترلی اندازه شرکت، اهرم مالی، سودآوری، عمر شرکت و شاخص حاکمیت شرکتی در مدل‌ها لحاظ شده‌اند. اندازه شرکت (Size) در این پژوهش از طریق لگاریتم طبیعی جمع کل دارایی‌ها محاسبه گردید. اهرم مالی (Lev) از طریق نسبت بدهی یعنی جمع کل بدهی‌های بهره‌دار (وام‌ها و اسناد پرداختنی بلندمدت به اضافه حصة جاری تسهیلات مالی پرداختنی) تقسیم بر جمع کل دارایی محاسبه شد. بازده دارایی‌ها (ROA) از طریق سود خالص تقسیم بر جمع دارایی‌ها اندازه‌گیری شد. عمر شرکت (Age) از طریق لگاریتم طبیعی تعداد سال‌های فعالیت شرکت از زمان تاسیس اندازه‌گیری شد. شاخص حاکمیت شرکتی (CGQ) به پیروی از پژوهش‌های داخلی [۵۲، ۸۱]، از طریق امتیازدهی ترکیبی بر مبنای پنج ویژگی مالکیت نهادی، استقلال هیئت مدیره، دوره تصدی مدیر عامل، اندازه کمیته حسابرسی و تخصص اعضای هیئت مدیره استفاده شده است. بدین صورت که بر مبنای هر یک از ویژگی‌ها به ترتیب از کوچک به بزرگ رتبه‌بندی شده و به پنجک ابتدایی عدد یک، پنجک دوم عدد دو و به همین ترتیب پنجک پنجم عدد پنج اختصاص می‌یابد. سپس امتیاز هر سال شرکت از این ویژگی‌ها با یکدیگر جمع شده و بر عدد ۲۵ (حداکثر امتیاز ممکن) تقسیم می‌شود تا امتیاز حاکمیت شرکتی محاسبه شود.

#### ۴. تحلیل داده‌ها و یافته‌ها

**آماره‌های توصیفی:** در جدول (۴) آمار توصیفی متغیرهای پژوهش برای ۱۵۶ شرکت نمونه (متشکل از ۲۴۹۶ سال-شرکت) ارائه شده است. با توجه به آمار توصیفی ارائه شده، کیفیت حاکمیت شرکتی در جامعه مورد بررسی ۴۶٪ بوده است که مقدار پایینی تلقی می‌شود؛ اما با توجه به این که حاکمیت شرکتی و سازوکارهای آن در ایران غالباً نوپا هستند انتظار می‌رود در آینده نزدیک این سازوکارها به سمت بهینه اصلاح شوند تا کیفیت حاکمیت شرکتی در شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران بهبود یابد. میانگین عمر شرکت‌های مورد بررسی تقریباً ۴۰ سال بوده است در حالی که کمینه و بیشینه آن به ترتیب ۱۰ و ۷۱ سال بوده است. لازم به ذکر است در مورد متغیر عمر شرکت مقادیر آمار توصیفی مورد اشاره از مقادیر اولیه (قبل از لگاریتم گرفتن) محاسبه شده‌اند. متغیر شهرت شرکت با استفاده از رتبه‌بندی ۱۰۰ شرکت برتر سازمان مدیریت صنعتی دارای میانگین ۰/۲۲ است که نشان می‌دهد ۲۲٪ شرکت‌های نمونه در فهرست ۱۰۰ شرکت برتر رتبه‌بندی سازمان مدیریت صنعتی بوده‌اند. متوسط امتیاز ریسک ورشکستگی مالی آلتمن تعدیل شده بومی شده توسط کردستانی و همکاران (۱۳۹۳) مقدار ۰/۸۳ بوده است و ۱۹٪ مشاهدات دارای ریسک ورشکستگی مالی بالایی هستند. متوسط بازدهی غیرعادی سهام در بازه زمانی پژوهش ۸۲٪ بوده است که مقدار بالایی محسوب می‌شود و با توجه به رشد شارپی بازار سرمایه در سال‌های ۱۳۹۷ تا ۱۳۹۹ معقول و منطقی بنظر می‌رسد به طوری که بیشینه این متغیر بالغ بر ۲۴۴۸٪ در این سال‌ها اتفاق افتاده است. ریسک سیستماتیک بنا نیز دارای متوسط ۰/۸۳ است که نشان می‌دهد همبستگی سهام با پرتفوی بازار قابل توجه است. ریسک کل نیز با میانگین ۱/۸۳ نشان می‌دهد نوسان بازدهی سهام پنج سال اخیر شرکت‌های مورد بررسی حدود ۱۸۳٪ بوده است که میزان بالایی تلقی می‌شود.

جدول ۴: آماره‌های توصیفی متغیرهای پژوهش (سالانه)

متغیر	نماد	میانگین	میانه	بیشینه	کمینه	انحراف استاندارد
عمر شرکت	Age	۳/۶۴	۳/۱۷	۴/۲۷	۲/۳۹	۰/۳۷
حاکمیت شرکتی	CGQ	۰/۴۶	۰/۴۰	۱/۰۰	۰/۰۰	۰/۱۹
ریسک ورشکستگی ملی	DefaultRisk	۰/۱۹	۰/۰۰	۱/۰۰	۰/۰۰	۰/۳۹
اهرم مالی	Lev	۰/۲۱	۰/۱۸	۰/۹۵	۰/۰۰	۰/۱۶
شهرت شرکت (۱)	Reputation-PCA	۰/۱۶	۰/۱۶	۰/۶۱	۰/۰۶	۰/۱۵
شهرت شرکت (۲)	Reputation	۰/۲۲	۰/۰۰	۱/۰۰	۰/۰۰	۰/۴۱
بازده غیرعادی سهام	Ret	۰/۸۲	-۰/۰۱	۲۴/۴۸	-۲/۰۶	۲/۵۲
بازده دارایی‌ها	ROA	۰/۱۶	۰/۱۳	۰/۷۶	-۰/۵۶	۰/۱۶
ریسک سیستماتیک	SysRisk	۰/۸۳	۰/۷۵	۲۴/۱۹	-۴/۲۳	۰/۹۵
ریسک کل	TotalRisk	۱/۸۳	۱/۳۴	۱۳/۳۹	۰/۰۴	۱/۷۵

قبل از اقدام به برآزش نهایی مدل‌ها، شاخص شهرت شرکت با استفاده از رویکرد تحلیل مؤلفه‌های اصلی محاسبه شد. با استفاده از این روش می‌توان از بین تعدادی مؤلفه برای اندازه‌گیری یک متغیر اقدام به انتخاب بهترین مؤلفه‌ها نمود. به عبارت دیگر این روش از جمله روش‌های آماری چندمتغیره است که می‌توان برای کاهش تعداد متغیرها و تفسیر بهتر اطلاعات استفاده کرد. با اعمال این روش متغیرهای ورودی اولیه به مؤلفه‌های جدید بدون همبستگی تبدیل می‌شوند؛ به طوری که مؤلفه‌های ایجاد شده ترکیبی خطی از متغیرهای ورودی‌اند. همچنین به علت این که در تشکیل مؤلفه‌ها از تمام متغیرها استفاده می‌گردد، متغیرهای اولیه با کمترین تلفات به و سیله مؤلفه‌های حاصل ارائه می‌شود و باعث از دست دادن جنبه‌های اطلاعاتی داده‌های اصلی نمی‌شود [۸۰]. به منظور انجام تحلیل مؤلفه‌های اصلی، در مرحله اول باید از این مسئله اطمینان حاصل شود که می‌توان داده‌های موجود را برای تحلیل مورد استفاده قرار داد. به عبارت دیگر، آیا تعداد داده‌های مورد نظر (اندازه نمونه و رابطه بین متغیرها) برای تحلیل مناسب هستند یا خیر. بدین منظور از شاخص کایزر-میر-اولکین (KMO) استفاده می‌شود. نتایج آزمون KMO در جدول (۵) ارائه شده است.

جدول ۵: نتایج آزمون KMO و آزمون بارتلت

اندازه‌گیری کفایت نمونه کایزر-میر-اولکین	آماره کای دو	آزمون کرویت بارتلت
۰/۶۰۹	۲۳۳۷/۱۲	۰/۰۰۰
سطح معناداری		

مقادیر آماره KMO بین صفر تا یک هستند و در صورتی که این مقدار بزرگتر از ۰/۵ باشد نشان‌دهنده مناسب بودن تحلیل مؤلفه اصلی است [۷۶]. با توجه به این که آماره KMO مقداری بیش از ۰/۵ است (۰/۶۰۹)، پس می‌توان به این نتیجه دست یافت که متغیرها برای تحلیل مؤلفه اصلی مناسب هستند. همچنین با توجه به معناداری آماره بارتلت، فرض استقلال متغیرها رد شده و فرض مخالف به معنی همبستگی بین متغیرها تایید می‌شود که به معنای مناسب بودن متغیرها برای تحلیل مؤلفه‌های اصلی است. در مرحله دوم بایستی مؤلفه‌ها استخراج شوند. نتایج نهایی تحلیل مؤلفه‌های اصلی در جدول (۶) ارائه شده است.

جدول ۶: نتایج تحلیل مؤلفه‌های اصلی برای قدرت توضیحی شش متغیر شهرت شرکت

مؤلفه	مقادیر ویژه	درصد واریانس	درصد واریانس تجمعی
ROA	۲/۱۶۴	۳۶/۰۷۳	۳۶/۰۷۳
ROE	۱/۲۰۰	۱۹/۹۹۷	۵۶/۰۶۹
HCE	۱/۰۳۰	۱۷/۱۷۵	۷۳/۲۴۴
MTB	۰/۷۵۳	۱۲/۵۴۳	۸۵/۷۸۷
PE	۰/۶۴۴	۱۰/۷۳۴	۹۶/۵۲۱
MarketShare	۰/۲۰۹	۳/۴۷۹	۱۰۰

معیارهای انتخاب مؤلفه‌ها عبارتند از: (۱) مقادیر ویژه بزرگتر از یک (۲) به طور مجزا متغیر قادر به توضیح حداقل ۱۰٪ واریانس کلی باشد و (۳) جمع متغیرهای منتخب بطور مشترک قادر به توضیح حداقل ۶۰٪ واریانس کلی باشند [۱۷]. با توضیحات ارائه شده سه مؤلفه اول (بازده دارایی‌ها، بازده حقوق صاحبان سهام و کارایی سرمایه انسانی) شروط مورد نظر را دارند و به عنوان مؤلفه‌های اصلی انتخاب می‌شوند و رابطه بدست آمده به فرم رابطه (۲) است:

$$\text{Reputation-PCA} = ۰/۴۹۲۵ * \text{ROA} + ۰/۲۷۳۰ * \text{ROE} + ۰/۲۳۴۵ * \text{HCE} \quad \text{رابطه (۲)}$$

لازم به ذکر است ضرایب رابطه فوق بر مبنای درصد واریانس توضیحی هر متغیر نسبت به جمع تجمعی واریانس توضیح داده شده توسط سه متغیر (۷۳/۲۴۴) محاسبه شده است. با استفاده از رابطه (۲) متغیر شهرت برای هر سال - شرکت محاسبه شده است. اکنون می‌توان مدل‌ها را برازش نموده و به قضاوت فرضیه‌ها پرداخت.

**آزمون فرضیه ۱:** به منظور قضاوت درباره فرضیه ۱ پژوهش از نتایج برازش مدل (۱) استفاده شد. با توجه به این که متغیر شهرت با استفاده از دو روش اندازه‌گیری شده است، مدل (۱) دوبار برازش شده است. نتایج برازش این مدل در جدول (۷) ارائه شده است:

جدول ۷: نتایج برازش مدل (۱) - متغیر وابسته: ریسک کلی

متغیر	ضریب رگرسیون	خطای استاندارد	آماره t	معناداری آماره t	آماره VIF
TotalRisk <sub>t-1</sub>	۰/۸۶۴	۰/۰۰۴	۱۸۴/۲۸	۰/۰۰۰	۱/۰۲۹
Reputation-PCA (Reputation) Size	۰/۴۷۵	۰/۱۰۰	۴/۷۲	۰/۰۰۰	۱/۱۳۸
Lev	(۰/۷۹۲)	(۰/۲۴۰)	(۳/۳۰)	(۰/۰۰۱۲)	(۱/۲۱۸)
ROA	۰/۱۸۴	۰/۰۵۷	۳/۲۰	۰/۰۰۱۷	۱/۱۲۸
Age	-۰/۴۷۳	۰/۲۳۶	-۲/۰۰	-۰/۴۷۳	۱/۰۶۴
CGQ	-۰/۱۴۷	۰/۲۷۴	-۰/۵۴	-۰/۵۹۲۵	۱/۷۹۴
عرض از مبدا	۱/۲۸۳	۰/۸۳۶	۱/۵۳	۰/۱۲۷۰	۱/۱۵۱
آماره سارگان	۰/۰۳۴	۰/۱۱۹	۰/۲۸	-۰/۷۷۸۱	۱/۴۰۷
معناداری آرانو بوند	-۰/۶۲۶	۰/۰۵۲	-۶/۵۷	۰/۰۰۰	-
وقفه اول	۴۸/۰۶	(۴۹/۸۵)	معناداری آماره سارگان	۰/۱۱۴	(۰/۱۱۷)
وقفه دوم	۰/۰۰۰	(/۰۰۰۰)	معناداری آرانو بوند	۰/۲۶۵۱	(۰/۲۵۹۱)

نتایج برازش مدل (۱) با استفاده از هر دو تعریف شهرت شرکت بیانگر عدم معناداری آماره سارگان (۰/۱۱۴) و (۰/۱۱۷) است که نشان می‌دهد ابزارهای مورد استفاده مناسب هستند. نتایج آزمون عدم خودهمبستگی سریالی آرانو بوند در وقفه‌های اول و دوم نیز در هر دو حالت برازش نشان از وجود خودهمبستگی مرتبه اول (شرط لازم) و عدم وجود خودهمبستگی سریالی در وقفه دوم (شرط لازم) و معتبر بودن نتایج است. مقادیر آماره VIF مدل (۱) نیز با توجه به این که همگی کمتر از ۵ هستند، نشان دهنده عدم وجود هم‌خطی شدید بین متغیرهای توضیحی است. در فرضیه ۱ با توجه به سطح معناداری آماره t برای متغیر مستقل شهرت شرکت که از ۰/۰۵ کمتر است، فرض صفر آزمون مبنی بر عدم وجود رابطه معنادار بین دو متغیر رد می‌شود که به معنای عدم رد فرضیه اول است. به عبارت دیگر بین شهرت شرکت و ریسک کل شرکت ارتباط معناداری وجود دارد و با توجه به مثبت بودن علامت ضریب رگرسیون می‌توان گفت نوع ارتباط بین دو متغیر مستقیم است. از بین متغیرهای کنترلی نیز معناداری متغیرهای اندازه شرکت و اهرم مالی تایید می‌شود. نتایج برازش مدل (۱) با استفاده از روش دوم سنجش شهرت شرکت که برای متغیر شهرت در جدول (۵) داخل پرانتز ارائه شده است نیز بیانگر نتایج مشابهی است؛ یعنی ارتباط مستقیم بین شهرت شرکت و ریسک کل شرکت تایید می‌شود.

آزمون فرضیه ۲: فرضیه ۲ با استفاده از نتایج برازش مدل (۲) مورد آزمون قرار گرفته است. نتایج برازش مدل (۲) در جدول (۸) ارائه شده است:

جدول ۸: نتایج برازش مدل (۲) - متغیر وابسته: ریسک سیستماتیک

متغیر	ضریب رگرسیون	خطای استاندارد	آماره t	معناداری آماره t	آماره VIF
SysRisk <sub>t-1</sub>	۰/۱۳۷	۰/۰۳۹	۳/۴۵	۰/۰۰۰۷	۱/۰۶۱
Reputation-PCA (Reputation)	-۰/۳۳۹	۰/۱۰۵	-۳/۲۳	۰/۰۰۱۱	۱/۰۹۰
Size	-۰/۰۹۶	۰/۰۴۵	-۲/۱۳	۰/۰۰۰۶	(۱/۳۴۲)
Lev	-۰/۰۹۷	۰/۱۷۳	-۰/۵۶	۰/۵۷۶۰	۱/۰۹۹
ROA	۰/۹۸۱	۰/۲۶۳	۳/۷۳	۰/۰۰۰۳	۱/۸۰۱
Age	۰/۵۹۳	۰/۹۵۴	۰/۶۲	۰/۵۳۵۳	۱/۱۲۲
CGQ	-۰/۱۹۲	۰/۱۰۳	۱/۸۶	۰/۰۶۴۴	۱/۳۲۳
عرض از مبدا	۰/۲۲۵	۰/۰۵۶	۴/۰۲	۰/۰۰۰۱	-
آماره سارگان	۵۷/۰۷		معناداری آماره	۰/۰۸۹	
	(۵۸/۱۰)	سارگان		(۰/۰۸۴)	
معناداری آرلانو بوند	۰/۰۰۰۰	معناداری آرلانو		۰/۷۷۸۲	
وقفه اول	(/۰۰۰۰)	بوند وقفه دوم		(۰/۲۶۶۲)	

طبق نتایج برازش مدل (۲) با استفاده از هر دو تعریف متغیر شهرت شرکت، عدم معناداری آماره سارگان (۰/۰۸۹ و ۰/۰۸۴) نشان می‌دهد ابزارهای مورد استفاده مناسب هستند. نتایج آزمون عدم خودهمبستگی سریالی آرلانو بوند در وقفه‌های اول و دوم نیز در هر دو حالت برازش نشان از وجود خودهمبستگی مرتبه اول و عدم وجود خودهمبستگی سریالی در وقفه دوم و معتبر بودن نتایج است. مقادیر آماره VIF مدل (۲) نیز با توجه به اینکه همگی کمتر از ۵ هستند، نشان دهنده عدم وجود همخطی شدید بین متغیرهای توضیحی است. در فرضیه ۲ متغیر مستقل شهرت شرکت است. سطح معناداری آماره t متناسب با متغیر مذکور کمتر از ۰/۰۵ است. در نتیجه فرض صفر آزمون رد می‌شود که به معنای عدم رد فرضیه ۲ است. به عبارت دیگر بین شهرت شرکت و ریسک سیستماتیک شرکت ارتباط معناداری وجود دارد و با توجه به منفی بودن علامت ضریب، نوع ارتباط معکوس است. از بین متغیرهای کنترلی نیز معناداری متغیرهای اندازه شرکت و بازده دارایی‌ها تایید می‌شود. نتایج برازش مدل (۲) با روش دوم سنجش شهرت شرکت که برای متغیر شهرت در جدول (۶) داخل پرانتز ارائه شده است نیز بیانگر نتایج مشابهی است؛ یعنی ارتباط معکوس بین شهرت و ریسک سیستماتیک شرکت تایید می‌شود.

آزمون فرضیه ۳: نتایج برازش مدل (۳) جهت قضاوت فرضیه سوم در جدول (۹) ارائه شده است:

جدول ۹: نتایج برازش مدل (۳) - متغیر وابسته: ریسک ورشکستگی مالی

متغیر	ضریب رگرسیون	خطای استاندارد	آماره t	معناداری آماره t	آماره VIF
DefaultRisk <sub>t-1</sub>	۰/۲۹۸	۰/۰۳۹	۷/۷۲	۰/۰۰۰۰	۱/۱۱۳
Reputation-PCA (Reputation)	-۰/۳۰۷	۰/۱۴۲	-۲/۱۶	۰/۰۳۲۰	۱/۰۶۶
Size	-۰/۰۶۳	۰/۰۳۰	-۲/۰۷	۰/۰۴۰۴	(۱/۳۲۲)
Lev	-۰/۲۰۵	۰/۰۷۹	-۲/۵۹	۰/۰۱۰۴	۱/۰۸۸
ROA	۱/۹۰۹	۰/۱۳۴	۱۴/۲۷	۰/۰۰۰۰	۱/۷۴۴
Age	-۰/۲۵۳	۰/۲۰۲	۱/۲۵	۰/۲۱۱۶	۱/۱۳۰
CGQ	-۰/۰۲۶	۰/۰۳۰	۰/۸۸	۰/۳۸۲۱	۱/۳۰۲
عرض از مبدا	۰/۰۵۳	۰/۰۱۵	۳/۴۲	۰/۰۰۰۸	-
آماره سارگان	۵۲/۶۴		معناداری آماره	۰/۱۷۴	
	(۵۳/۲۸)	سارگان		(۰/۱۵۹)	

معناداری آرلانو بوند	۰/۰۰۰۲	معناداری آرلانو بوند	۰/۳۸۴۷
وقفه اول	(/۰۰۰۲)	وقفه دوم	(۰/۳۸۸۷)

طبق نتایج برازش مدل (۳) با استفاده از هر دو تعریف متغیر شهرت شرکت، بیانگر عدم معناداری آماره سارگان (۰/۱۷۴ و ۰/۱۵۹) است که نشان می‌دهد ابزارهای مورد استفاده مناسب هستند. نتایج آزمون عدم خودهمبستگی سریالی آرلانو بوند در وقفه‌های اول و دوم نیز در هر دو حالت برازش نشان از وجود خودهمبستگی مرتبه اول و عدم وجود خودهمبستگی سریالی در وقفه دوم و معتبر بودن نتایج است. مقادیر آماره VIF مدل (۳) نیز نشان دهنده عدم وجود همخطی شدید بین متغیرهای توضیحی است. در فرضیه ۳ نیز متغیر مستقل شهرت شرکت است. سطح معناداری آماره t متناسب با متغیر مذکور ۰/۰۳۲۰ است که از ۰/۰۵ کمتر است. در نتیجه فرض صفر آزمون مبنی بر عدم وجود رابطه معنادار بین دو متغیر رد می‌شود که به معنای عدم رد فرضیه ۳ است. به عبارت دیگر بین شهرت شرکت و ریسک ورشکستگی مالی شرکت ارتباط معناداری وجود دارد و با توجه به منفی بودن علامت ضریب رگرسیون می‌توان گفت نوع ارتباط بین دو متغیر معکوس است. از بین متغیرهای کنترلی نیز معناداری متغیرهای اندازه شرکت و بازده دارایی‌ها تایید می‌شود. نتایج برازش مدل (۳) با استفاده از روش دوم سنجش شهرت شرکت که برای متغیر شهرت در جدول (۷) داخل پرانتز ارائه شده است، بیانگر نتایج متناقضی است؛ یعنی ارتباط بین شهرت شرکت و ریسک ورشکستگی مالی طبق این روش معنادار نیست.

آزمون فرضیه ۴: فرضیه ۴ با استفاده از نتایج برازش مدل (۴) آزمون شده است. نتایج برازش این مدل در جدول (۱۰) ارائه شده است:

جدول ۱۰. نتایج برازش مدل (۴) - متغیر وابسته: بازده غیرعادی سهام

متغیر	ضریب رگرسیون	خطای استاندارد	آماره t	معناداری آماره t	آماره VIF
Ret t-1	۰/۱۱۳	۰/۰۰۶	۱۹/۱۶	۰/۰۰۰۰	۱/۱۰۴
Reputation-PCA (Reputation)	۰/۸۷۶	۰/۲۹۶	۲/۹۶	۰/۰۰۴۱	۱/۰۸۰
Size	۰/۹۷۲	۰/۱۱۲	۸/۶۷	۰/۰۰۰۰	(۱/۳۶۳)
Lev	-۱/۷۲۱	۰/۶۰۱	-۲/۸۶	۰/۰۰۴۸	۱/۱۹۹
ROA	-۰/۹۳۵	۰/۷۲۴	-۱/۲۹	۰/۱۹۸۲	۱/۶۶۲
Age	۵/۴۵۹	۱/۷۶۶	۳/۰۹	۰/۰۰۲۴	۱/۱۳۵
CGQ	-۰/۴۷۲	۰/۲۶۸	-۱/۷۶	۰/۰۸۰۵	۱/۳۶۶
عرض از مبدا	۰/۷۶۹	۰/۰۷۶	۱۰/۰۹	۰/۰۰۰۰	-
آماره سارگان	۵۲/۹۳		معناداری آماره	۰/۱۶۵	
	(۵۹/۰۸)		سارگان	(۰/۱۱۴)	
معناداری آرلانو بوند	۰/۰۰۰۰		معناداری آرلانو	۰/۹۶۸۲	
وقفه اول	(/۰۰۰۰)		بوند وقفه دوم	(۰/۷۲۵۵)	

طبق نتایج برازش مدل (۴) با استفاده از هر دو تعریف متغیر شهرت شرکت بیانگر عدم معناداری آماره سارگان (۰/۱۶۵ و ۰/۱۱۴) است که نشان می‌دهد ابزارهای مورد استفاده مناسب هستند. نتایج آزمون عدم خودهمبستگی سریالی آرلانو بوند در وقفه‌های اول و دوم نیز در هر دو حالت برازش نشان از وجود خودهمبستگی مرتبه اول و عدم وجود خودهمبستگی سریالی در وقفه دوم و معتبر بودن نتایج است. مقادیر آماره VIF مدل (۴) نیز نشان دهنده عدم وجود همخطی شدید بین متغیرهای توضیحی است. در فرضیه ۴ نیز متغیر مستقل شهرت شرکت است. سطح معناداری آماره t متناسب با متغیر مذکور ۰/۰۰۴۱ است که از ۰/۰۵ کمتر است. در نتیجه فرض صفر آزمون مبنی بر عدم وجود رابطه معنادار بین دو متغیر رد شده که به معنای عدم رد فرضیه ۴ است. در بین متغیرهای کنترلی نیز اندازه، اهرم مالی و عمر شرکت معنادار بوده‌اند. نتایج



برازش مدل (۴) با روش دوم سنجش شهرت شرکت که برای متغیر شهرت در جدول (۸) داخل پراتز ارائه شده است بیانگر نتایج مشابهی است؛ یعنی ارتباط بین شهرت شرکت و بازده غیرعادی سهام طبق این روش نیز مستقیم و معنادار است.

## ۵. بحث و نتیجه‌گیری

در این پژوهش تأثیر شهرت شرکت بر برخی از ابعاد ریسک شامل ریسک کل، ریسک سیستماتیک، و ریسک ورشکستگی مالی و همچنین بازدهی غیرعادی سهام بررسی شد. یافته‌های حاصل از آزمون آماری فرضیه‌ها نشان داد در مجموع افزایش شهرت شرکت باعث کاهش ریسک سیستماتیک و ریسک ورشکستگی مالی می‌شود؛ در حالی که ریسک کل شرکت (خاص شرکت) را افزایش می‌دهد و همچنین باعث افزایش بازدهی غیرعادی سهام می‌شود. در این خصوص می‌توان بیان نمود که شرکت‌های با شهرت بالا عموماً دسترسی آسان‌تر و کم‌هزینه‌تری به منابع مالی دارند و در مواقع محدودیت مالی می‌توانند از این طریق مشکلات مالی و سرمایه‌گذاری را مرتفع نمایند. در نتیجه این شرکت‌ها با ریسک ورشکستگی مالی کمتری روبرو خواهند بود. بر این اساس شهرت بالا نشان‌دهنده عملکرد قوی و مدیریت کارآمد است، بنابراین سرمایه‌گذاران کمتر تحت تأثیر نوسانات کوتاه‌مدت بازار قرار می‌گیرند. و ریسک سیستماتیک کاهش می‌یابد. همچنین سهام شرکت‌های معتبر معمولاً تقاضای بیشتری دارد، که باعث کاهش نوسان‌های شدید قیمتی می‌شود و ریسک سیستماتیک را کم می‌کند. به طور کلی شهرت شرکت به عنوان یک عامل حفاظتی عمل می‌کند و باعث می‌شود سهام آن کمتر تحت تأثیر نوسانات کلان اقتصادی قرار گیرد و ریسک سیستماتیک کاهش یابد.

سرمایه‌گذاران و مشتریان انتظارات زیادی از شرکت‌های مشهور دارند و به اطلاعات مخبره شده از سوی این شرکت‌ها اطمینان زیادی دارند. شرکت‌های شناخته شده‌تر در معرض توجه بیشتری از سوی رسانه‌ها و سرمایه‌گذاران قرار دارند. در صورتی که عملکرد شرکت با انتظارات مطابقت نداشته باشد، و از شرکت اخبار خوب یا بد غیرمنتظره منتشر شود واکنش‌های بازار شدید خواهد بود و باعث نوسان‌های بزرگ در ارزش سهام و ریسک بالاتر می‌شود. از سوی دیگر، بازدهی غیرعادی سهام در شرکت‌های با شهرت بالا معمولاً بیشتر است، زیرا سرمایه‌گذاران تمایل دارند سهام این شرکت‌ها را با قیمت‌های بالاتر خریداری کنند، که می‌تواند منجر به بازدهی غیرعادی مثبت شود. نتایج بدست آمده در این پژوهش با پژوهش‌های قبلی [۱۹، ۲۸، ۴۶، ۷۴، ۷۷] همسو بوده و تنها با نتایج ساجیارتو و همکاران (۲۰۲۱) [۶۶] در تضاد است. دلیل تضاد نتایج نیز به احتمال زیاد بررسی تأثیر شهرت شرکت‌ها بر ریسک در دوره فراگیری ویروس کرونا بوده است. نتایج آزمون فرضیه‌ها نشان داد شهرت شرکت باعث می‌شود ریسک سیستماتیک و ریسک ورشکستگی مالی کاهش یابند؛ در نتیجه به هیئت مدیره شرکت‌ها و مجامع عمومی صاحبان سهام توصیه می‌شود در راستای افزایش شهرت از طریق روابط مناسب با کارکنان و مشتریان و سایر راه‌های ممکن حرکت نمایند و از شهرت کسب شده در راستای کاهش ریسک‌ها استفاده نمایند تا موجبات افزایش ارزش شرکت و ثروت سهامداران را فراهم بیاورند.

مطابق با نتایج پژوهش حاضر و محدودیت‌های پژوهش، در پژوهش‌های آتی می‌توان تأثیر شهرت شرکت بر سایر ابعاد ریسک مانند ریسک نقدینگی، ریسک اعتباری، ریسک قوانین و مقررات ریسک فناوری و ریسک سایبری را بررسی نمود و همچنین تأثیر تعدیل‌گری برخی عوامل مرتبط مانند ویژگی‌های حاکمیت شرکتی، ساختار مالکیت، کیفیت گزارشگری مالی و چرخه عمر را بر ارتباط بین شهرت شرکت و ابعاد ریسک بررسی نمود. همچنین تحلیل پویای رابطه بین شهرت و بازدهی در دوره‌های بی‌ثباتی اقتصادی یا بحران مالی می‌تواند صورت پذیرد. پژوهش‌های آینده می‌توانند تأثیر بحران‌هایی مانند پاندمی کووید-۱۹ را نیز بر رابطه بین شهرت و بازده سهام بررسی کنند. بررسی تأثیر شهرت منفی شرکت بر ارزش شرکت نیز موضوع قابل توجهی است چرا که بیشتر پژوهش‌ها بر شهرت مثبت

تمرکز دارند، در حالی که مطالعات آتی می‌توانند به پیامدهای شهرت منفی مانند رسوایی‌های مالی یا محیط‌زیستی بپردازند.

## Reference

1. Aaker, D. A., & Jacobson, R. (1987). The role of risk in explaining differences in profitability. *Academy of Management Journal*, 30, 277–296.
2. Altman, E. I. (1968). Financial ratios, discriminant analysis and the prediction of corporate bankruptcy. *The Journal of Finance*, 23(4), 589-609.
3. Altman, E.I., (2006). *Corporate Financial Distress and Bankruptcy*. John Wiley & Sons, Inc. Third Edition.
4. Baker, M., & Wurgler, J. (2007). Investor sentiment in the stock market. *Journal of Economic Perspectives*, 21(2), 129–152.
5. Barney, J. (1991). Firm resources and sustained competitive advantage. *Journal of Management*, 17(1), 99-120.
6. Baruah, L., & Panda, N. M. (2020). Measuring corporate reputation: A comprehensive model with enhanced objectivity. *Asia Pacific Journal of Business Administration*, 12 (2), 139–161.
7. 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.
8. Blajer-Gołębiewska, A., & Arkadiusz, K. (2016). Financial determinants of corporate reputation: A short-term approach. *Managerial Economics*, 17 (2), 179-201.
9. Bohl, M. T., Goodfellow, C., & Bialkowski, J. (2010). Individual investors surpass their reputation: Trading behaviour on the Polish futures market. *Economic Systems*, 34(4), 480–492.
10. Brahmana, R. K., You, H. W., & Lau, E. (2020). Does reputation matter for firm risk in developing country? *International Journal of Finance and Economics*, 27 (2), 2110-2123.
11. Brammer, S. J., Brooks, C., & Pavelin, S. (2004). Corporate reputation and stock returns: are good firms good for investors? Available at SSRN 637122.
12. Bravo, F. (2016). Forward-looking disclosure and corporate reputation as mechanisms to reduce stock return volatility. *Revista de Contabilidad – Spanish Accounting Review*, 19(1), 122–131.
13. Casado, A. M., Yáñez, E. R., & Peláez, A. (2017). The value of corporate reputation in the bankruptcy risk. *Journal of Systemics, Cybernetics and Informatics*, 15(1), 38-43.
14. Chun, R. (2005). Corporate reputation: Meaning and measurement. *International Journal of Management Reviews*, 7(2), 91–109.
15. Delgado-García, J. B., Quevedo-Puente, E., & Díez-Esteban, J. M. (2013). The impact of corporate reputation on firm risk: A panel data analysis of Spanish quoted firms. *British Journal of Management*, 24(1), 1-20.
16. Dunbar, R. L., & Schwalbach, J. (2000). Corporate reputation and performance in Germany. *Corporate Reputation Review*, 3(2), 115–123.
17. Eriqat, I. O. A., Tahir, M., & Zulkafli, A. H. (2023). Do Corporate Governance Mechanisms Matter to the Reputation of Financial Firms? Evidence of Emerging Markets. *Cogent Business & Management*, 10 (1), 1-22.
18. Fakhari, H., & Ardeshiri, M. J. (2019). The impact of corporate reputation on stock return volatility. *Proceedings of the 6th National Conference on Management and Accounting of Iran*, Hamedan. Retrieved from <https://civilica.com/doc/979878>. (In Persian)
19. Febra, L., Costa, M., & Pereira, F. (2023). Reputation, return and risk: A new approach. *European research on management and business economics*, 29, 1-8.
20. Feldman, P. M., Bahamonde, R. A., & Bellido, I. V. (2014). A new approach for measuring corporate reputation. *Revista de Administração de Empresas*, 54(1), 53-66.

21. Fombrun, C. J., Gardberg, N. A., & Sever, J. M. (2000). The Reputation Quotient SM: A Multistakeholder Measure of Corporate Reputation. *Journal of Brand Management*, 7(4), 241-255.
22. Fombrun, C., & Shanley, M. (1990). What's in a Name? Reputation Building and Corporate Strategy. *Academy of Management Journal*, 33(2), 233-258.
23. Fombrun, C., & Van Riel, C. B. M. (1997). The reputational landscape. *Corporate Reputation Review*, 1(1/2), 5-13.
24. Frey, V., & Van De Rijt, A. (2016). Arbitrary inequality in reputation systems. *Scientific Reports*, 6 (1), 38304.
25. Gangi, F., Daniele, L. M., & Varrone, N. (2020). How do corporate environmental policy and corporate reputation affect riskadjusted financial performance? *Business Strategy and the Environment*, 29, 1975-1991.
26. Gatzert, N. (2015). The impact of corporate reputation and reputation damaging events on financial performance: Empirical evidence from the literature. *European Management Journal*, 33, 485-499.
27. Gillet, R., Hübner, G., & Plunus, S. (2010). Operational risk and reputation in the financial industry. *Journal of Banking & Finance*, 34(1), 224-235.
28. 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.
29. Gonzalez Sanchez, M., & Morales de Vega, M. E. (2018). Corporate reputation and firms' performance: Evidence from Spain. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 25 (6), 1231-1245.
30. Gregory, J. (1998). Does Corporate Reputation Provide a Cushion to Companies Facing Market Volatility? Some Supportive Evidence. *Corporate Reputation Review*, 1(3), 288-290.
31. Hammond, S. A., & Slocum, J. W. (1996). The Impact of Prior Firm Financial Performance on Subsequent Corporate Reputation. *Journal of Business Ethics*, 15(2), 159-165.
32. Heidinger, D., & Gatzert, N. (2018). Awareness, determinants and value of reputation risk management: Empirical evidence from the banking and insurance industry. *Journal of Banking & Finance*, 91, 106-118.
33. Heinberg, M., Ozkaya, H. E., & Taube, M. (2018). Do corporate image and reputation drive brand equity in India and China? Similarities and differences. *Journal of Business Research*, 86, 259-268.
34. Helm, S. (2007). One reputation or many? Comparing stakeholders' perceptions of corporate reputation. *Corporate Communications: An International Journal*, 12(3), 238-254.
35. Henkel, J. (2009). The risk-return paradox for strategic management: Disentangling true and spurious effects. *Strategic Management Journal*, 30(3), 287-303.
36. Herbig, P., & Milewicz, J. (1995). The relationship of reputation and credibility to brand success. *Journal of Consumer Marketing*, 12(4), 5-11.
37. Hong, G., & Sakar, S. (2007). Equity systematic risk (beta) and its determinants. *Contemporary Accounting Research*, 24(2), 423-466.
38. Hosseini, S., Morshedlou, N., Ivanov, D., Sarder, M. D., Barker, K., & Al Khaled, A. (2019). Resilient supplier selection and optimal order allocation under disruption risks. *International Journal of Production Economics*, 213, 124-137.
39. Inglis, R., Morley, C., & Sammut, P. (2006). Corporate reputation and organizational performance: An Australian study. *Managerial Auditing Journal*, 21(9), 934-947.
40. Jones, G., Jones, B., & Little, P. (2000). Reputation as a reservoir: Buffering against loss in times of economic crisis. *Corporate Reputation Review*, 3, 21-29.
41. Jory, S. R., Ngo, T. N., Wang, D., & Saha, A. (2015). The market response to corporate scandals involving CEOs. *Applied Economics*, 47(17), 1723-1738.
42. Kartawinata, B. R., & Maharani, D. (2022). Corporate Reputation on Financial Performance. *Proceedings of the International Conference on Industrial Engineering and Operations Management*, Nsukka, Nigeria.

43. Kaur, A., & Singh, B. (2018). Measuring the immeasurable corporate reputation. *Metamorphosis*, 17(1), 53–64.
44. Khotanlou, M., Bolo, G., & Tagavi fard, S. M. T. (2022). A Model for Corporate Risk Reporting Evaluation in Iran. *Journal of Accounting Knowledge*, 13(2), 1-29. (In Persian)
45. Kordestani, G., Tatli, R., & Kosari Far, H. (2014). The Evaluate ability of Altman adjusted Model to Prediction Stages of Financial Distress Newton and Bankruptcy. *Journal of Investment Knowledge*, 3(1), 83-100. (In Persian)
46. Krueger, T., & Wrolstad, M. (2016). Impact of the Reputation Quotient on Investment Performance. *Corporate Reputation Review*, 19, 140–151.
47. Krueger, T., Wrolstad, M., & Van Dalsem, S. (2010). Contemporaneous relationship between corporate reputation and return. *Managerial Finance*, 36(6), 482–490.
48. Kutan, A., & Sudjana, B. (2003). Investor reaction to IMF actions in the Indonesian financial crisis. *Policy Reform*, 6(3), 181–190.
49. Lubatkin, M., & Chatterjee, S. (1994). Extending modern portfolio theory into the domain of corporate diversification: does it apply? *Academy of Management Journal*, 37, 109–136.
50. Mardiana, A., Jao, R., Tangke, P., & Holly, A. (2021). The Impact of Corporate Reputation on the Cost of Equity as Mediated by Earnings Quality. *Atestasi:JurnalIlmiah Akuntansi*, 4 (2), 217-229.
51. McNamara, J. M., & Doodson, P. (2015). Reputation can enhance or suppress cooperation through positive feedback. *Nature Communications*, 6(1), 1–7.
52. Mehrani, K., & Safarzadeh, M. H. (2011). Explaining the Relationship between Corporate Governance and Earnings Quality in Iran. *Journal of Accounting Knowledge*, 2(7), 69-98. (In Persian)
53. Milinski, M., Semmann, D., & Krambeck, H. J. (2002). Reputation helps solve the ‘tragedy of the commons. *Nature*, 24(68-70), 424–426.
54. Mokhtari, B., & Jafari, A. (2022). Review the impact of firm reputation on cost of capital in companies listed on Tehran Stock Exchange. *Journal of Capital Market Analysis*, 1(2), 109-135. (In Persian)
55. Morck, R., Yeung, B., & Yu, W. (2000). The information content of stock markets: Why do emerging markets have synchronous stock price movements? *Journal of Financial Economics*, 58 (1–2), 215–260.
56. Navarro-García, J., Carlos, M., Ramón-Llorens, C., & García-Meca, E. (2020). Female directors and corporate reputation. *BRQ Business Research Quarterly*, 25 (4), 352-365.
57. Nazarian, R., & Amiri Hanza, F. (2023). The effect of the mediating role of company reputation on the relationship between social responsibility disclosure and company performance. *New research approaches in management and accounting*, 7(24), 1319-1336. (In Persian)
58. Nikbakht, M., & Mohammadi, H. (2017). The Effect of Changes in Non - current Operating Assets in Future Abnormal Stock Returns of Companies Listed in Tehran Stock Exchange. *Journal of Financial Management Perspective*, 7(19), 99-114. (In Persian)
59. Noy, E. & Ellis, S. (2003). Corporate risk strategy: does it vary across business activities? *European Management Journal*, 21, 119–128.
60. Rahnamay Roodposhti, F., Askari Firoozjaei, E. and Rostami Noroozabad, M. (2018). Reputation Risk Management in the Framework of Enterprise Risk Management: Evidences from an Active Financial Institution in the Capital Market of Iran. *International Journal of Finance & Managerial Accounting*, 3(10), 1-13.
61. Raithel, S., & Schwaiger, M. (2015). The Effects of Corporate Reputation Perceptions of the General Public On Shareholder Value. *Strategic Management Journal*, 36(6), 945–956.
62. Rindova, V. P., Williamson, I. O., Petkova, A. P., & Sever, J. M. (2005). Being good or being known: An empirical examination of the dimensions, antecedents, and consequences of organizational reputation. *Academy of Management Journal*, 48(6), 1033–1049.
63. Roberts, P. W., & Dowling, G. R. (2002). Corporate reputation and sustained superior financial performance. *Strategic Management Journal*, 23(12), 1077–1093.

64. Rose, C., & Thomsen, S. (2004). The impact of corporate reputation on performance: Some Danish evidence. *European Management Journal*, 22(2), 201-210.
65. Rosen, R. J. (2006). Merger momentum and investor sentiment: The stock market reaction to merger announcements. *The Journal of Business*, 79(2), 987-1017.
66. Ruefli, T. W., Collins, J. M., & Lacugna, J. R. (1999). Risk measures in strategic management research: Auld lang syne? *Strategic Management Journal*, 20, 167-194.
67. Sadjiarto, A., Gunawan, G. I., & Wibisono, G. K. (2021). Forward-Looking Disclosure and Corporate Reputation in the Middle of Pandemic as Mechanisms to Reduce Stock Return Volatility. *Advances in Economics, Business and Management Research*, 197, 322-327.
68. Saleh, M., Zulkifli, N., & Muhamad, R. (2010). Corporate social responsibility disclosure and its relation on institutional ownership: Evidence from public listed companies in Malaysia. *Managerial auditing journal*, 25(6), 591-613.
69. Sharpe, W. F. (1964). Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk. *The Journal of Finance*, 19(3), 425-442.
70. Silver, I. M., & Shaw, A. (2018). Pint-sized public relations: The development of reputation management. *Trends in Cognitive Sciences*, 22(4), 277-279.
71. Smith, K. T., Smith, M., & Wang, K. (2010). Does brand management of corporate reputation translate into higher market value? *Journal of Strategic Marketing*, 18(3), 201-221.
72. Srivastav, A., Keasey, K., Mollah, S., & Vallascas, F. (2017). CEO turnover in large banks: Does tail risk matter? *Journal of Accounting and Economics*, 64(1), 37-55.
73. 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)
74. Tahmasebi, S., Soheyli, K. (2015). Review the Impact of Company Reputation on risk of firms accepted in Tehran Stock Exchange. *Journal of Development in Monetary & Banking Management*, 3(3), 133-151. (In Persian)
75. Ter Huurne, M., Ronteltap, A., Guo, C., Corten, R., & Buskens, V. (2018). Reputation effects in socially driven sharing economy transactions. *Sustainability*, 10(8), 2674.
76. Thai-Ha, L., Chuc, A. T., & Taghizadeh-Hesary, F. (2019). Financial inclusion and its impact on financial efficiency and sustainability: Empirical evidence from Asia. *Borsa Istanbul Review*, 19(4), 310-322.
77. Tischer, S., & Hildebrandt, L. (2014). Linking corporate reputation and shareholder value using the publication of reputation rankings. *Journal of Business Research*, 67 (5), 1007-1017.
78. Valizadeh Larjani, A., Hosseini, S. A., & Tahmasebi Ashtiyani, M. (2020). The Interaction Impact of Accruals Quality and Corporate Governance Quality on Performance Variability. *Accounting and Auditing Review*, 27(3), 454-472. (In Persian)
79. Vergin, R. C., & Qoronfleh, M. W. (1998). Corporate Reputation and the Stock Market. *Business Horizons*, 41(1), 19-26.
80. Vermunt, J. K. & Magidson, J. (2005). Factor Analysis with Categorical Indicators: A Comparison between Traditional and Latent Class Approaches. *Methodology and Statistics*, 41-62. Mahwah: Erlbaum.
81. Walker, K. (2010). A systematic review of the corporate reputation literature: Definition, measurement, and theory. *Corporate Reputation Review*, 12(4), 357-387.
82. Wintoki, M. B., Linck, J. S., & Netter, J. M. (2012). Endogeneity and the dynamics of internal corporate governance. *Journal of Financial Economics*, 105(3), 581-606.
83. Wu, C. H. J., Liao, H. C., Hung, K. P., & Ho, Y. H. (2012). Service guarantees in the hotel industry: Their effects on consumer risk and service quality perceptions. *International Journal of Hospitality Management*, 31(3), 757-763.
84. Yasar, B., Martin, T., & Kiessling, T. (2020). An empirical test of signalling theory. *Management Research Review*, 43(11), 1309-1335.