

تأثیر محبوبیت شرکت بر هزینه سرمایه

وحید بخردی‌نسب^۱، فاطمه ژولانژاد^{۲*}

۱. دکتری حسابداری، گروه حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی، واحد نجف آباد، نجف آباد، ایران.
۲. دانشجوی دکتری حسابداری، گروه حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی، واحد نجف آباد، نجف آباد، ایران.

دریافت: ۱۳۹۶/۲/۱۸ پذیرش: ۱۳۹۷/۵/۲۰

The Effect of the Company Reputation on Cost of Equity

Vahid BekhradiNasab¹, Fatemeh Zholanezhad^{2*}

1. Department of accounting, Najaf Abad branch, Islamic Azad University, Najaf Abad, Iran
1. Phd Student, Department of accounting, Najaf Abad branch, Islamic Azad University, Najaf Abad, Iran

Received: 8/May/2017

Accepted: 11/August/2018

Abstract

The purpose of this study is to investigate the effect of the company's reputation on the cost of Equity in companies listed in Tehran Stock Exchange. The statistical population of this study is all companies listed in Tehran Stock Exchange during the period of 2006 to 2013 and the sample is 117 companies using systematic elimination method (Systematic Removal Method). Data were collected using modern software and data analysis was performed using the panel method based on econometric method. The result of the research suggests that, with increasing reputation in the company, the cost of Equity of companies accepted in the Tehran Stock Exchange will be significantly reduced.

Keywords: Company Reputation, Cost of Equity, Index IMI -100.

JEL Classifications: L16, M41, M21

چکیده

هدف از مطالعه حاضر بررسی تأثیر محبوبیت شرکت بر هزینه سرمایه در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد. جامعه آماری این پژوهش کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق تهران طی بازه زمانی ۱۳۸۵ تا ۱۳۹۳ بوده و حجم نمونه با استفاده از روش حذف سیستماتیک بالغ بر ۱۱۷ شرکت می‌باشد. داده‌های پژوهش با استفاده از نرم افزار ره آوردین نوین گردآوری شده و تجزیه و تحلیل داده‌ها با استفاده از روش اقتصادسنجی مبتنی بر رهیافت پانل دیتا انجام شده است. نتیجه پژوهش حاکی از آن است که با افزایش محبوبیت در شرکت، هزینه سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس تهران، به طور قابل ملاحظه‌ای کاهش می‌یابد.
واژه‌های کلیدی: محبوبیت شرکت، هزینه سرمایه، شاخص IMI-100.

طبقه بندی JEL L16, M41, M21

*Corresponding Author: Fatemeh Zholanezhad

Email: jolanejad1022@gmail.com

نویسنده مسئول: فاطمه ژولانژاد

۱. مقدمه

بسیاری از نظریه‌پردازان و پژوهشگران در توصیف ویژگی‌های فضای اقتصادی مدرن بر این باورند که شکل اقتصاد، صورتی جهانی و همه‌گیر به خود گرفته و از دارایی‌های پیچیده و نامشهود و درآمدهای نامحسوس، تغییر شکل یافته و به نحوی خاص در هم تنیده شده‌اند. با تغییر شکل اقتصاد، سازمان‌ها در حال وارد شدن به اقتصاد مبتنی بر دانش هستند. اقتصادی که در آن دانش و دارایی‌های نامشهود^۱ به عنوان مهمترین مزیت رقابتی سازمان‌ها شناخته شده است. تا جایی که امروزه نحوه استفاده از دارایی‌های نامشهود تأثیر بسیار مهمی در موفقیت و بقای شرکت‌ها دارد. این موضوع باعث به وجود آمدن حوزه مطالعاتی و تحقیقاتی جدیدی در حیطه پژوهش‌های اقتصاد صنعتی شده است. به عنوان مثال در دهه ۱۹۸۰، دارایی‌های مشهود ۸۰ درصد از ارزش بازار شرکت‌های ایالات متحده آمریکا را تشکیل می‌داد. به تدریج که اقتصاد دانش بنیان حاکم گردید، به طور بالقوه اهمیت دارایی‌های مشهود کاهش یافت و در عوض دارایی‌های نامشهود اهمیت بیشتری یافت. مطالعات بیانگر آن است که دارایی‌های نامشهود حدود ۶۰ درصد از ارزش بازار شرکت‌های انگلیسی را تشکیل می‌دهد. محبوبیت و شهرت شرکت یکی از مهمترین اجزاء دارایی‌های نامشهود شرکت است، که تأثیر مهمی بر ابعاد سرمایه دارد. از این رو شناسایی و اندازه‌گیری و مدیریت دارایی‌های نامشهود دارای اهمیت خاص است (گلدی صدقی و عابسی، ۱۳۸۹). اغلب مدیران مالی از نقش و اهمیت فزاینده حق مالکیت معنوی و دانش در سازمان‌های عصر نوین غافل بوده و از توان سنجش ارزش واقعی دارایی‌ها در محاسباتشان قاصرند. در حقیقت صورت‌های مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، در تشریح ارزش واقعی شرکت‌ها از محدودیت‌های بسیاری برخوردار هستند، چرا که روش‌های سنتی قادر به اندازه‌گیری آن‌ها نیستند. شواهد نشان داده که کاهش ارزش واقعی شرکت‌ها، هزینه‌های سرمایه را تا ۶۰ درصد افزایش می‌دهد. به عبارتی حداقل نرخ بازدهی که شرکت باید به دست آورد تا بازده مورد نظر سرمایه‌گذاران در شرکت تأمین شود (بازده مورد انتظار سهامداران)، با عدم شناسایی دارایی‌های نامشهود تا ۶۰ درصد کاهش می‌یابد. تا

سال ۲۰۰۰، سهم دارایی‌های تبیین نشده در صورت‌های مالی نظیر محبوبیت شرکت نزد عامه، تقریباً ۸۰ درصد از ارزش بازار شرکت بوده است. در شرکت‌های تولیدی عضو بورس تهران هم، روند شکل‌گیری دارایی‌های نامشهود نسبت به بازار بورس آمریکا، سیر نزولی داشته و تا جایی که مشکلات تأمین مالی و هزینه سرمایه شرکت‌ها در خصوص تأمین سرمایه طی سال‌های اخیر ۶۰ درصد افزایش یافته است. به عنوان نمونه علی رغم اینکه نسبت دارایی‌های نامشهود از ۲۲ درصد در سال ۱۳۸۵ به ۴۹ درصد در سال ۱۳۹۰ رسیده است، ولی این روند در شناسایی دارایی‌های نامشهود، با وضعیت بازارهای پیشرفته نظیر ایالات متحده، اروپا و استرالیا، با تأخیری حدوداً ۲۰ سال خود را نشان داده است. این نوع روند متأسفانه نه تنها قدرت برابری با کشورهای توسعه یافته را نداشته بلکه وضعیت جاری بازار بورس تهران با بورس مالزی بسیار مشابه است. پس به نظر می‌رسد که با تبیین محبوبیت یک شرکت در سمت راست ترازنامه، تحت عنوان دارایی نامشهود، سرمایه‌گذاران بازده مورد انتظار خود را می‌توانند برآورد کنند. بر این اساس مسئله مورد بررسی پژوهش حاضر پیرامون عدم شناسایی و افشاء محبوبیت و شهرت شرکت در صورت‌های مالی شرکت‌های تولیدی بورس تهران بوده که متعاقباً با کاهش هزینه سرمایه روبرو می‌شوند. لذا به نظر می‌رسد که چنانچه سازمان‌ها نتوانند محبوبیت شرکت را شناسایی کنند، هزینه‌های تأمین مالی افزایش می‌یابد. پس جهت بررسی اینکه محبوبیت شرکت توانایی کاهش هزینه سرمایه را دارد یا خیر، فرضیه‌ای متناسب با سوال پژوهش تبیین شد. اهمیت و ضرورت پژوهش حاضر در این است که شرکت‌ها با محبوبیت و شهرت بالاتر می‌توانند از هزینه پایین‌تر سرمایه مالکانه بنابر چندین علت بهره‌مند گردند. دلیل اول این است که محبوبیت و شهرت بالا، نشانه‌ای از کیفیت بالاتر شرکت بوده و شایستگی و هدایت شرکت را همسو با بهره‌مندی و تمایلات سهامداران نشان می‌دهد. محبوبیت و شهرت شرکت تابعی از اخلاق و مستعد، خلاقیت و نوآوری و... است. این فاکتورها دارای رابطه ارزشی با سرمایه شرکت هستند؛ اما به دشواری قابل مشاهده‌اند (چان و همکاران^۲، ۲۰۰۱). از سوی دیگر،

(نامشهود) که به عنوان دارایی‌های فکری معروف است، تقسیم می‌شود. دارایی‌های فکری (ناملموس)، شامل هر نوع دارایی غیرفیزیکی همچون علامت تجاری، اختراعات، دانش فنی، بانک اطلاعات تجاری، ایده‌ها، طرح‌های صنعتی و... است. دارایی‌های فکری، ارزشمندترین دارایی شرکت‌ها در هزاره نوین به حساب می‌آیند (یی و همکاران^۴، ۲۰۱۷). افزایش سهم دارایی‌های فکری (ناملموس) نسبت به دارایی‌های ملموس، به عنوان یکی از شاخص‌های شرکت‌های موفق دنیا به حساب می‌آید (گلدی صدقی و عابسی، ۱۳۸۹). اعتبار و شهرت تجاری در واقع اصلی‌ترین دارایی‌های یک کسب و کار و هر شرکتی است و توجه به سرمایه‌های فکری مانند شهرت، اعتبار و محبوبیت شرکت به عنوان مهم‌ترین عوامل اقتصاد جدید، روز به روز در حال افزایش است. بنابراین با درک کاستی‌های نگرش سنتی، روز به روز نقش نیروی انسانی و هوش بشری بیشتر مورد توجه قرار می‌گیرد (چان و همکاران، ۲۰۰۱). بسیاری از پژوهشگران نظیر سولیون^۵ (۲۰۰۰) محبوبیت شرکت را در پژوهش‌های خود مد نظر قرار داده‌اند. همچنین در صنایع فعال در بورس تهران، تعداد شرکت‌هایی که با به‌کارگیری و توجه به دارایی‌هایی مانند شهرت، اعتبار و محبوبیت شرکت به موفقیت‌های چشمگیری رسیده‌اند، در حال افزایش است. شهرت، اعتبار و محبوبیت به عنوان یکی از مهمترین اجزای دارایی‌های نامشهود و سرمایه‌های فکری محسوب می‌شود (ونگ و چن^۶، ۲۰۱۷). اگر در گذشته بیشتر دارایی‌های سازمان‌ها، مشهود بوده‌اند، ولی امروزه قسمت اعظم دارایی‌های سازمان‌ها نامشهود هستند. پژوهش‌های پیشین نظیر کائو و همکاران (۲۰۱۵)^۷، انگینر و همکاران^۸ (۲۰۱۱)، فرانسس و همکاران^۹ (۲۰۰۸) و کوئاری و همکاران^۹ (۲۰۰۹) نشان می‌دهند که شهرت یک شرکت برای گروه‌های حساب‌رسان، تحلیل‌گران مالی بخش فروش، بانکداران (اعتباردهندگان مالی)، سرمایه‌گذاران و کسانی که شهرت باعث ایجاد انگیزه در این افراد می‌شود، مهم است. به هر حال، منافع اقتصادی شهرت برای شرکت‌ها (بیشتر از متخصصان)

رتبه‌بندی محبوبیت و اعتبار شرکت که به عنوان نشانه‌ای از شهرت شرکت است، می‌تواند اطلاعات مرتبطی را به بازار سرمایه منتقل کرده و عدم تقارن اطلاعاتی را کاهش دهد و در نتیجه هزینه سرمایه مالکانه کاهش یابد. دلیل دوم این است که رتبه‌بندی اعتباری سازمان، آگاهی سرمایه‌گذار را از ارزش سهام شرکت بالا برده و مبنای سرمایه‌گذار را توسعه یا حفظ سهام قرار می‌دهد و کاهش هزینه معاملات را به دنبال دارد. دلیل سوم اینکه، شرکت‌هایی با محبوبیت بالاتر، گزارش‌های مالی با کیفیت بالاتری را ارائه می‌کنند (کائو و همکاران^۱، ۲۰۱۲) و کیفیت بالاتر درآمدها می‌تواند هزینه‌ها را با کاهش عدم تقارن اطلاعاتی، پایین آورد (بارث و همکاران^۲، ۲۰۱۳). این شرکت‌ها با محبوبیت بالاتر و شهرت بهتر در مقابل دیگر شرکت‌ها، هزینه پایین‌تر معاملات را تجربه می‌کنند. چون کیفیت بالاتر درآمدها، کاهش عدم تقارن اطلاعاتی را به دنبال دارد. ولی علی‌رغم اینکه تئوری‌های مالی و اقتصادی پیش‌بینی می‌کنند که محبوبیت و شهرت منجر به کاهش هزینه‌های تأمین مالی می‌شود، شواهد تجربی در این زمینه بسیار اندک هستند. در مطالعه حاضر به صورت تجربی به بررسی ارتباط محبوبیت شرکت و هزینه سرمایه پرداخته شده و در ادامه به بررسی مبانی نظری و پیشینه پژوهش پرداخته شده است. پس از بیان مبانی نظری و پیشینه پژوهش، فرضیه‌ها و روش‌شناسی پژوهش ارائه شده است. در پایان یافته‌های تجربی، تشریح شده و بخش آخر پژوهش نیز، به بیان نتیجه‌گیری و ارائه پیشنهادها اختصاص دارد.

۲. مبانی نظری

هرگاه سخن از دارایی به میان می‌آید، ناخودآگاه ذهن انسان به سمت مصادیق عینی مالکیت همچون پول، زمین، کالا و... سوق پیدا می‌کند. این در حالی است که نوع دیگری از مالکیت در دنیای امروز مورد توجه قرار گرفته است که به مراتب از دارایی‌های ملموس، پر اهمیت‌تر می‌باشد و در حال حاضر از آن به عنوان مالکیت معنوی یاد می‌شود (زاکووا و همکاران^۳، ۲۰۱۷). دارایی‌های یک شرکت به دارایی‌های ملموس یا عینی مانند زمین، ساختمان، کالا، تجهیزات و دارایی‌های ناملموس

4. Yi et al
5. Sullivan
6. Weng & Chen
7. Anginer et al
8. Francis et al
9. Kothari et al

1. Cao et al
2. Barth et al
3. Zraková et al

می‌شود. رونالد^۳ (۲۰۱۱) در پژوهش خود به بررسی شهرت شرکت و کارایی بنگاه پرداخته است. این محقق در تحقیق خود نشان داده، ایجاد شهرت قوی یکی از اساس ضروری برای شرکت هاست، که باعث شرکت بنگاه‌های تجاری در رقابت و بهبود چشم‌انداز بازار آنها و عملکرد مالی آنها می‌شود. همچنین اعتبار شرکت یک نتیجه منطقی از کیفیت حاکمیت شرکتی در یک سازمان است. سادوک و همکاران^۴ (۲۰۱۰) در پژوهشی کوشیده‌اند به این سوال پاسخ دهند که آیا وظیفه شناسی اجتماعی هزینه سرمایه را تحت تأثیر قرار می‌دهد؟ این محققین در این پژوهش به مطالعه ۱۲۹۱۵ بنگاه از بنگاه‌های ایالات متحده پرداخته‌اند. نتیجه این پژوهش حاکی از کاهش هزینه سرمایه برای بنگاه‌هایی وظیفه شناسی است. سیگل^۵ (۲۰۰۵) در پژوهش خود نشان داد آن دسته از شرکت‌های مکزیکی که محبوبیت و شهرت مناسبی در تبادلات با ایالات متحده در طی بحران اقتصادی ۱۹۹۴ داشتند، حقوق مالی بیشتر و تأمین مالی استقراری بیشتری را متعاقباً دریافت نموده‌اند. گومز^۶ (۲۰۰۰) بطور تحلیلی نشان داده است که شرکت‌ها می‌توانند فروش سهام خود را به اقلیت سهامداران در عرضه عمومی اولیه بفروشند، زیرا شهرت این شرکت‌ها به نوعی یک گارانتی برای آنان محسوب می‌شود، که آنها ثروت خود را از دست نخواهند داد.

جولایی کلی (۱۳۹۳) در پژوهشی به بررسی ارتباط بین آرم، تصویر و شهرت شرکت با رضایت مشتریان پرداخته است. نتیجه این پژوهش حاکی از معناداری شهرت شرکت و رضایت مشتریان در شرکت سیمان آبیگ قزوین می‌باشد و لوگوی یک شرکت مانند زبانی است که مستقل از اطلاعات کلامی، با مشتریان ارتباط برقرار می‌کند. داوران (۱۳۹۰) به بررسی تأثیر شهرت شرکت بر گرایش رفتار مشتریان پرداخته و پیرامون پژوهش خود بیان می‌دارد، بیشتر مدیران بازاریابی یا مدیران بازرگانی، مفهوم‌های بازاریابی از قبیل شناخت نیازهای مشتری، موضع‌یابی و فعالیت‌های ترفیعی و تبلیغی را به خوبی می‌دانند و تجربه‌ی فراوانی در اجرای آنها دارند. نتیجه این

محدود است. تحلیل‌ها نشان می‌دهند که شهرت برای بازپرداخت به موقع بایستی به وام‌گیرندگان اجازه دسترسی به تأمین مالی با هزینه کمتر را بدهد (دایموند^۱، ۱۹۸۹) و انگینر و همکاران (۲۰۱۱) با ارتباط منفی بین هزینه وام و شهرت شرکت نشان می‌دهد، که با کاهش هزینه‌های تأمین وام شرکت با افزایش شهرت سازگار است و شرکت‌هایی با محبوبیت و شهرت بالا از هزینه پایین‌تر بدهی برخوردارند. اما تأثیر محبوبیت و شهرت بر تأمین مالی از طریق افزایش سرمایه تا حد زیادی هنوز اثبات و تأیید نشده است. فرانسیس و همکاران (۲۰۰۸) معتقدند در حالی که تئوری‌ها پیشنهاد می‌کنند که افشاگری می‌تواند باعث کاهش هزینه سرمایه شود، یافته‌های تجربی این مطلب را زیاد تأیید نمی‌کند و شاید افشاگری داوطلبانه به علت کاهش عدم تقارن اطلاعات منجر به کاهش هزینه سرمایه شود. کوثاری و همکاران (۲۰۰۹) معتقدند که افشاگری که رسانه‌ها انجام می‌دهند (البته نه با اطلاع مدیران یا تحلیل‌گران)، باعث کاهش (افزایش) هزینه سرمایه می‌شود. بنابراین منبع و محتوای افشاگری در کاهش هزینه سرمایه بسیار مهم است. پس مبتنی بر پژوهش‌های صورت گرفته انتظار می‌رود که محبوبیت شرکت توانایی کاهش هزینه سرمایه را داشته باشد. در ادامه به بررسی تجربی پیشینه پژوهش پرداخته شده است.

۳. پیشینه تجربی

کائو و همکاران (۲۰۱۵) در پژوهشی به بررسی ارتباط محبوبیت شرکت و هزینه سرمایه پرداخته‌اند. این محققین محبوبیت و شهرت شرکت را مانند ابزاری که می‌تواند هزینه سرمایه را از سه مجرا کاهش دهد، در نظر گرفته‌اند. نتیجه این پژوهش اثر کاهشی محبوبیت شرکت بر هزینه سرمایه می‌باشد. به عبارتی محبوبیت شرکت تأثیر معکوس و معناداری بر هزینه سرمایه دارد. لین^۲ (۲۰۱۲) در پژوهش خود به بررسی پیشرفت تکنولوژیکی درونی و بازده مقطعی سهام پرداخته و نشان داد که هرچند سرمایه انسانی و نوآوری برای ارزش شرکت حیاتی است، مشاهده آن دشوار است و ارزیابی نادرستی از آنها توسط سرمایه‌گذاران انجام

3. Ronald
4. Sadok et al
5. Siegel
6. Gomes

1. Diamond
2. Lin

۴. روش پژوهش

پژوهش حاضر با استفاده از رویکردی پس رویدادی به دنبال تعیین تأثیر محبوبیت شرکت بر هزینه سرمایه است. پس انتظار می‌رود که محبوبیت عامه شرکت، قادر به کاهش هزینه سرمایه در بین شرکت‌های پذیرفته شده در بورس تهران باشد. لذا فرضیه این پژوهش به شرح زیر تبیین و طرح ریزی شده است.

– محبوبیت شرکت توانایی کاهش هزینه سرمایه را دارد.

با توجه به پیش بینی رفتار متغیر وابسته از طریق متغیر مستقل، از رگرسیون چند متغیره، مبتنی بر داده‌های ترکیبی و بر اساس پژوهش کائو و همکاران (۲۰۱۵) و همچنین نرم افزار Stata، استفاده شده و به بررسی تعیین تأثیر محبوبیت شرکت بر هزینه سرمایه پرداخته شده است. الگوی تحقق فرضیه پژوهش به شرح رابطه (۱) می‌باشد.

(۱)

$$\begin{aligned} \text{Cost of Equity}_{it} = & \alpha_0 + \alpha_1 \text{REPUTATION}_{it} \\ & + \alpha_2 \text{BETA}_{it} + \alpha_3 \text{LNBTM}_{it} \\ & + \alpha_4 \text{DISPERSION}_{it} \\ & + \alpha_5 \text{IND_PREM}_{it} + \alpha_6 \text{RET_VOL}_{it} \\ & + \alpha_7 \text{EPS_VOL}_{it} + \alpha_8 \text{LAG_ROA}_{it} \\ & + \alpha_9 \text{RET}_{it} + \alpha_{10} \text{LAG_RET}_{it} \\ & + \alpha_{11} \text{AGE}_{it} + \alpha_{12} \text{INSTOWEN}_{it} \\ & + \alpha_{13} \text{ACCR}_{it} + \epsilon_{it} \end{aligned}$$

با توجه به نتایج آزمون‌های آماری انجام شده بر این مدل، نسبت به رد یا تأیید فرضیه پژوهش اقدام شده است. در رابطه (۱) Cost of Equity: هزینه سرمایه، REPUTATION: محبوبیت شرکت، BETA: بتای شرکت، LNBTM: نسبت ارزش دفتری دارایی‌ها بر ارزش بازار دارایی‌ها، DISPERSION: انحراف استاندارد سود، IND-PREM: صرف ریسک صنعت، RET-VOL: انحراف استاندارد بازده‌های روزانه، EPS-VOL: انحراف استاندارد EPS سالیانه، LAC-ROA: متوسط بازده دارایی‌ها، RET: بازده مالی صنعت، LAG-RET: متوسط بازده مالی سالیانه منطبق با صنعت، AGE: سن شرکت، INS-TOWN: درصد مالکیت نهادی، ACCR: اقلام تعهدی اختیاری و ϵ_{it} : خطای مدل است. به صورت کلی متغیرهای به‌کارگرفته شده در الگوی پژوهش از قرار متغیر وابسته، مستقل و متغیرهای کنترلی می‌باشد، که نحوه سنجش هر کدام در ادامه تشریح شده است.

پژوهش حاکی از ارتباط مستقیم و معنادار بین شهرت شرکت و گرایش رفتار مشتری در بازار لوازم خانگی می‌باشد. شیر کرمی (۱۳۹۲) به بررسی تأثیر اجزای هویت بصری شرکت بر شهرت در صنعت بانکداری پرداخته است. این محقق اذعان دارد که در دنیای پر رقابت امروزی، شرکت‌ها برای رسیدن به موفقیت باید مزیت رقابتی داشته باشند تا بتوانند مشتریان بازار را به سمت خود جذب کرده و سهم عظیمی از بازار را به خود اختصاص دهند. نتایج این پژوهش حاکی از ارتباط مثبت و معنادار بصیرت شرکت بر شهرت در بانک سینا می‌باشد. رعنا ورنوسفادرازی (۱۳۹۱) به بررسی تأثیر شهرت و توجیحات مدیرعامل در خصوص عملکرد ضعیف شرکت بر قضاوت سرمایه‌گذاران در مورد عملکرد آتی پرداخته است. نتایج تحقیق نشان می‌دهد از دیدگاه دانشجویان، شهرت قبلی و توجیحات مدیرعامل برای عملکرد ضعیف شرکت با تداوم عملکرد ضعیف شرکت در سال آتی دارای ارتباط منفی و معنی‌دار و با EPS آتی شرکت، جذابیت سهام شرکت و شهرت فعلی مدیرعامل دارای ارتباط مثبت و معنی‌داری می‌باشد. زارع پور و همکاران (۱۳۸۹) به بررسی تأثیر شهرت شرکت، قیمت‌ها و هزینه‌ها بر ارزش و وفاداری مشتریان پرداخته‌اند. نتیجه این پژوهش نشان می‌دهد که شرکت‌ها و مؤسسات باید بر عواملی که موجب شهرت هر چه بیشتر آنها می‌شود تأکید کنند.

با بررسی مطالعات پیشین می‌توان دریافت که تاکنون پژوهشی در داخل کشور مشکلات ناشی از عدم افشای محبوبیت شرکت‌های پذیرفته شده در بورس را تحت عنوان دارایی‌های نامشهود به صورت کمی (نه کیفی-پرسشنامه) مورد بررسی قرار نداده و و اثر آن را بر هزینه سرمایه ارزیابی نکرده است. به عنوان مثال در پژوهش سادوک و همکاران (۲۰۱۰) از هزینه اجتماعی به عنوان نماینده شهرت شرکت، در پژوهش گومز (۲۰۰۰) از فروش سهام به اقلیت سهامداران در عرضه عمومی اولیه به عنوان شهرت شرکت استفاده نموده‌اند. همچنین در پژوهش‌های جولایی کلی (۱۳۹۳)، داوران (۱۳۹۰) و شیر کرمی (۱۳۹۲) شهرت شرکت را با استفاده از پرسشنامه ارزیابی نموده‌اند. لذا در مطالعه حاضر به صورت تجربی به بررسی تأثیر محبوبیت شرکت بر هزینه سرمایه پرداخته شده است. در ادامه در روش پژوهش تحت عنوان فرضیه، الگو یا مدل پژوهش، متغیرها و نحوه سنجش آن و جامعه آماری بیان شده است.

متغیر وابسته

هزینه سرمایه (Cost of Equity): در این پژوهش میزان هزینه سرمایه شرکت‌ها به عنوان متغیر وابسته در نظر گرفته شده است. هزینه سرمایه شرکت برابر است با میانگین موزون هزینه منابع مختلف وجوه مورد استفاده شرکت که با استفاده از منابع مورد استفاده در ساختار سرمایه همگن سازی می‌شود. به عبارتی از هر منبع نسبت به ساختار سرمایه شرکت جهت وزن دهی هزینه سرمایه استفاده شده است، که نحوه محاسبه آن به شرح رابطه (۲) می‌باشد.

(۲)

$$\text{Cost of Equity} = Ke \frac{S_i}{D_i + S_i} + Kd \frac{D_i}{D_i + S_i}$$

Cost of Equity: میانگین موزون هزینه سرمایه شرکت در

طی دوره مورد بررسی

Kd: نرخ موثر بدهی شرکت طی دوره مورد بررسی

Ke: هزینه سهام عادی شرکت طی دوره مورد بررسی

D: میانگین کل بدهی شرکت (ارزش دفتری) طی دوره مورد

بررسی

S: میانگین حقوق صاحبان سهام عادی (ارزش دفتری) شرکت

طی دوره مورد بررسی

متغیر مستقل

محبوبیت شرکت (REPUTATION): متغیر مستقل این پژوهش محبوبیت شرکت می‌باشد. در این پژوهش از نظر عملیاتی رتبه‌ای که شرکت از میان شرکت‌های برتر در لیست رتبه‌بندی ارائه شده طبق شاخص IMI-100 سازمان مدیریت صنعتی به‌دست آورده است، معادل محبوبیت شرکت بوده و مینمای سنجش شهرت و محبوبیت شرکت در نظر گرفته شده است.

متغیرهای کنترلی

بتای شرکت (BETA): ضریب بتای هر شرکت از نرم‌افزار ره‌آورد استخراج شده و برای سال پایه از t-1 استفاده شده است. نسبت ارزش بازار به دفتری (LNBTM): نسبت ارزش بازار به دفتری از تقسیم ارزش بازار سهام در انتهای سال t-1 به ارزش دفتری سهام بدست می‌آید.

انحراف معیار سود (DISPERSION): انحراف معیار سود از

انحراف استاندارد سود در انتهای سال t-1 بدست می‌آید. صرف ریسک (IND-PREM): صرف ریسک صنعت که به‌صورت میانگین برای شرکت‌های عضو هر صنعت محاسبه شده است.

انحراف استاندارد بازده‌های روزانه سهام (RET-VOL): انحراف استاندارد بازده روزانه در طی بازه زمانی پژوهش بدین صورت که، بازده روزانه سهام گردآوری و از اطلاعات یکسال شمسی بازده‌های سهام، انحراف معیار گرفته شده است.

انحراف استاندارد سود هر سهم (EPS-VOL): انحراف استاندارد EPS سالیانه در طی بازه زمانی پژوهش که با قیمت هر سهم در انتهای سال t-1 همگن شده است.

میانگین بازده دارایی (LAC-ROA): میانگین بازده دارایی معادل بازده متوسط بر دارایی‌ها در طول ۳ سال گذشته است. همچنین بازده دارایی‌ها بر اساس سود پس از کسر بهره و مالیات در سال t به جمع دارایی‌ها در انتهای سال t-1 همگن شده است.

بازده مالی صنعت (RET): بازده مالی صنعت معادل بازده مالی سالیانه بازده سهام منطبق با صنعت است.

میانگین بازده مالی صنعت (LAG-RET): میانگین بازده مالی صنعت معادل متوسط بازده مالی سالیانه منطبق با صنعت در طول سه سال گذشته می‌باشد. شایان ذکر است که مقدار بازده از نرم افزار ره آورد استخراج که فرمول احتسابی و تعریف شده در این نرم افزار به شرح رابطه (۳) می‌باشد.

(۳)

$$R_{i,t} = \frac{(1 + \alpha)P_{i,t} - P_{i,t-1} - \alpha(1000) + (1 + \alpha)D_{i,t}}{P_{i,t-1} + \alpha(1000)}$$

در این رابطه:

$R_{i,t}$: بازده واقعی سهام شرکت i در دوره t

$P_{i,t}$: قیمت سهام شرکت i در انتهای دوره

$P_{i,t-1}$: قیمت سهام شرکت i در ابتدای دوره

$D_{i,t}$: منافع مالکیت سهم شرکت i در دوره t (سود نقدی هر سهم)

α : درصد سهام جایزه شرکت

مدل، آزمون شود. یکی از فروض کلاسیک آماری همسانی واریانس باقی مانده‌ها است که از فرضیه‌های اساسی هر رابطه محسوب می‌شود. همچنین لازم است آزمون‌های آماری لازم برای تبیین نوع داده‌ها انجام گیرد تا مشخص گردد که داده‌ها به صورت تابلویی است یا تلفیقی و در صورتی که نوع داده‌ها تابلویی تشخیص داده شد، باید نوع اثرات آن مشخص گردد. برای بررسی فرض ناهمسانی واریانس در این پژوهش، از آزمون LR TEST و برای تبیین نوع داده‌ها، از آزمون چاو و برای نوع اثرات آن از آزمون هاسمن و برای خود همبستگی از آزمون وولدریج استفاده شده که نتایج آن در جدول (۱) ارائه شده است.

جدول ۱. نتایج آزمون‌های فروض کلاسیک مدل

آزمون چاو		آزمون هاسمن	
سطح معناداری	آماره آزمون	سطح معناداری	آماره آزمون
۱/۶۷	۰/۰۰	۸/۱۹	۰/۵۱۵۲
آزمون ناهمسانی واریانس		آزمون خود همبستگی	
سطح معناداری	آماره آزمون	سطح معناداری	آماره آزمون
-۷۴۶۳/۰۴	۱/۰۰۰	۰/۷۱۵	۰/۳۹۹۵

ماخذ: یافته‌های پژوهش

نتایج مندرج در جدول (۱) نشان می‌دهد که آماره احتمال محاسبه شده در آزمون ناهمسانی واریانس برای مدل پژوهش از سطح خطای ۰/۰۵ بیشتر است که نشان از همسانی واریانس بوده و روش تخمین این مدل به صورت رگرسیون حداقل مربعات معمولی می‌باشد. در ارتباط با نوع تخمین داده‌ها، نتایج آزمون F لیمر برای مدل پژوهش کمتر از سطح ۰/۰۵ می‌باشد که بر مبنای این نتایج فرض صفر آزمون مبنی بر تلفیقی بودن داده‌ها تأیید نشده و نیاز به آزمون نوع اثرات آن است که با توجه به آزمون هاسمن برای مدل پژوهش بیشتر از سطح ۰/۰۵ می‌باشد و نوع اثرات آن تصادفی می‌باشد. بنابراین، مدل پژوهشی بر روی متغیر مورد نظر بر اساس رویکرد داده‌های تابلویی با اثرات تصادفی تخمین زده شده است. همچنین با توجه به مقدار آماره وولدریج از آنجا که در مدل، احتمال این آزمون بزرگتر از ۰/۰۵ می‌باشد، لذا دلیلی برای رد فرض صفر نداشته و مدل خودهمبستگی مرتبه اول ندارد. پس مشخص شد که مدل فوق دارای خود همبستگی نمی‌باشد. در ادامه با در نظر گرفتن نتایج پیش آزمون‌های آماری به تخمین مدل اصلی پژوهش پرداخته می‌شود که نتایج آن در جدول (۲) نشان داده شده است.

(مبلغ اسمی هر سهم در ایران ۱۰۰۰ ریال است) عمر شرکت (AGE): تعداد سال‌های فعالیت شرکت در بورس اوراق بهادار تهران.

درصد مالکیت نهادی (INS-TOWN): معادل درصد مالکیت نهادی که در مجموع بیش از ۲۰ درصد کل سهام یک شرکت را به خود اختصاص می‌دهند.

اقدام تعهدی اختیاری (ACCR): معادل اقدام تعهدی اختیاری می‌باشد، که از تفاوت سود حسابداری و جریان نقد، اقدام تعهدی محاسبه شده و پس از آن جز اختیاری انتخاب‌های مدیران مبنای محاسبه این متغیر می‌باشد.

همچنین جامعه آماری پژوهش حاضر شامل شرکت‌های تولیدی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بین سال‌های ۱۳۸۵ تا ۱۳۹۲ می‌باشند، که در این سال‌ها از یکسو صورت‌های مالی خود را به سازمان بورس اوراق بهادار ارائه نموده‌اند و از سوی دیگر در لیست رتبه‌بندی ارائه شده طبق شاخص IMI-100 توسط سازمان مدیریت صنعتی قرار داشته باشند. همچنین روش نمونه‌گیری در این پژوهش به صورت حذف سیستماتیک است. به عبارتی در این روش شرکت‌هایی به عنوان نمونه انتخاب می‌گردند که علاوه بر دارا بودن شرایط گروه‌های آزمایش و کنترل واجد شرایط ذیل نیز می‌باشد:

۱. شرکت‌ها قبل از سال ۱۳۸۵ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده باشند و تا پایان سال ۱۳۹۲ از بورس اوراق بهادار تهران خارج نشده باشند.

۲. دوره مالی شرکت‌ها منتهی به پایان اسفندماه باشد.

۳. شرکت‌ها طی دوره مورد بررسی توقف معاملاتی نداشته باشند.

۴. شرکت‌ها طی دوره مورد بررسی تغییر سال مالی نداشته باشند.

۵. شرکت‌ها در لیست رتبه‌بندی ارائه شده طبق شاخص IMI توسط سازمان مدیریت صنعتی قرار داشته باشند.

۶. اطلاعات مورد نیاز در دسترس باشد.

بعد از انجام تعدیلات فوق، تعداد ۱۱۷ شرکت که دارای تمام شرایط بالا می‌باشد، به عنوان شرکت‌های نمونه در نظر گرفته شد.

۵. یافته‌های پژوهش

برای تجزیه و تحلیل داده‌ها و برآورد الگوی پژوهش، نیاز است قبل از پردازش آن‌ها و آزمون فرضیه، فروض کلاسیک

و معناداری کل رگرسیون را تأیید می‌نماید. این آزمون بیان می‌دارد که تمامی ضرایب متغیرهای مستقل مدل نمی‌توانند همزمان صفر باشند.

۶. بحث و نتیجه گیری

در دهه‌های اخیر، شرکت‌ها توجه ویژه‌ای به دارایی‌های نامشهود سازمانی، جهت تأثیرگذاری بر، طرف‌های ذینفع معطوف نموده‌اند و در پی یافتن روشی برای ارزیابی دارایی‌های ناملموس داخلی و استخراج ارزش نامحسوس در سازمان‌ها می‌باشند. شهرت و اعتبار سازمان نیز مانند هر دارایی نامشهود دیگری رویکرد جدید و نسبتاً کاملی را برای مشاهده ارزش واقعی شرکت‌ها فراهم می‌آورد و با استفاده از آن می‌توان ارزش آتی شرکت را نیز برآورد نمود. در این مطالعه، فرضیه پژوهش به دنبال ارزیابی اثر محبوبیت شرکت بر کاهش هزینه‌های سرمایه بوده و نبود رابطه معنی‌دار بین محبوبیت شرکت و هزینه سرمایه، به عنوان فرضیه صفر انتخاب شده و وجود آن (عکس فرضیه صفر) به عنوان فرضیه مقابل در نظر گرفته شد. همان‌طور که در جدول (۲) مشاهده می‌شود، سطح معناداری محاسبه‌شده برای محبوبیت شرکت برابر با (۰/۰۰۶۸) می‌باشد. در نتیجه با ۹۵٪ اطمینان می‌توان گفت محبوبیت شرکت تأثیر معناداری بر هزینه سرمایه دارد. همچنین ضریب برآورد شده برای محبوبیت شرکت برابر با (۰/۱۵-) می‌باشد. علامت این ضریب نشان می‌دهد که ارتباط معکوسی بین محبوبیت شرکت و هزینه سرمایه وجود دارد. به عبارتی شواهد حاکی از آن است که محبوبیت شرکت توانایی کاهش هزینه سرمایه را دارد. در نتیجه فرضیه صفر رد شده و فرضیه مقابل (فرضیه پژوهش) تأیید شده است. با توجه به اینکه هزینه سرمایه شرکت، حداقل بازده‌ای است که شرکت باید به دست بیاورد تا بازده مورد نظر سرمایه‌گذاران و صاحبان بدهی را تأمین کند، لذا با اعتبار و خوش نامی شرکت این امر میسر می‌گردد و در تفسیر نتیجه پژوهش می‌توان گفت با افزایش یک واحدی محبوبیت شرکت، هزینه سرمایه به میزان ۱/۱۵ برابر کاهش می‌یابد. در واقع هرگاه سایر شرایط را ثابت نگه داشته شود، اگر یک واحد بر اعتبار و شهرت شرکت افزوده شود، هزینه‌های سرمایه‌ای شرکت به میزان ۱/۱۵ کاهش می‌یابد. پس می‌توان چنین نتیجه گرفت که فرضیه پژوهش تأیید شده و بین محبوبیت شرکت و هزینه سرمایه شرکت رابطه

جدول ۲. نتایج مربوط به تخمین مدل پژوهش

متغیر	ضریب برآورد شده	آماره t	سطح معناداری
ضریب ثابت	۷/۴۲	۲	۰/۸۰۳۲
محبوبیت و شهرت	-۱/۱۵	-۲/۱۸	۰/۰۰۶۸
ضریب بتا	۱/۰۰۱	۲/۱۷	۰/۹۰
ارزش دفتری به ارزش بازار	-۳/۹۵	-۳/۵۶	۰/۰۴۰
انحراف استاندارد سود	۱/۷۳	۲/۵۲	۰/۰۰۹۳
متوسط صرف ریسک صنعت	۰/۱۵	۱/۴۸	۰/۱۳۸۲
انحراف استاندارد بازده روزانه	۱/۵۵	۲/۷۸	۰/۰۰۳
انحراف استاندارد سود هر سهم	۰/۸۸	۰/۱۰	۰/۹۱۳۳
میانگین بازده دارایی‌ها	-۰/۴۲	-۲/۲۴	۰/۰۰۳۲
بازده مالی	-۲/۱۵	-۳/۸۷	۰/۰۰۶۸
میانگین بازده سهام	-۱/۴۲	-۲/۶۵۵	۰/۰۰۰۹
عمر شرکت	-۳/۱۱	-۳/۳۴	۰/۰۰۳۴
مالکیت نهادی	-۱/۷۳	-۲/۵۲	۰/۰۲۱۳
اقدام تعهدی اختیاری	۰/۱۵	۱/۴۸	۰/۱۵۲۱
آماره		۱۸/۳۹	
نیکیویی برازش			
سطح معناداری نیکیویی برازش			۰/۰۰۰۰
ضریب تعیین		۰/۷۵	
ضریب تعیین تعدیل شده		۰/۷۱	
آزمون دوربین واتسون		۲/۰۳	

ماخذ: یافته‌های پژوهش

بر اساس نتایج مفروضات رگرسیونی مدل پژوهشی با اثرات تصادفی و واریانس ناهمسان و بدون خودهمبستگی مرتبه اول تخمین برازش شد. مقدار F رگرسیون که نشان از توان توضیح دهنده‌ی مدل است، برای مدل پژوهش، با احتمال آماره کمتر از ۰/۰۱ برابر است که می‌توان گفت در سطح اطمینان ۹۹ درصد، مدل معنادار بوده و دارای اعتبار است. براساس همین نتایج ملاحظه مقدار آماره دوربین واتسون نیز برای مدل پژوهش برابر با ۲/۰۶ و حاکی از آن است که بین اجزاء اخلاص خودهمبستگی وجود ندارد، زیرا این مقدار در فاصله ۱/۵ و ۲/۵ قرار دارد. ضریب تعیین مدل برآوردی ۰/۷۵ است و بدین معناست که ۷۵ درصد تغییرات متغیر وابسته، توسط متغیرهای مستقل حاضر در مدل توضیح داده می‌شوند. آزمون F (نیکیویی برازش) از لحاظ آماری معنادار است

شده است، لذا پژوهش حاضر، می‌تواند به عنوان نقطه عطف در جهت سنجش این سرمایه ارزشمند در پژوهش‌های آتی مورد استفاده قرار گیرد. با توجه به اینکه در این پژوهش کلیه شرکت‌های فعال در بورس به عنوان جامعه مورد آزمون قرار گرفته‌اند، توصیه می‌شود که در پژوهش‌های آتی به تفکیک صنایع مختلف مورد سنجش و آزمون قرار گرفته و رابطه آن‌ها، بررسی گردد. همچنین با توجه به اینکه شاخص عملکرد مالی در این پژوهش هزینه سرمایه می‌باشد، توصیه می‌گردد که در پژوهش‌های آتی، از سایر شاخص‌های عملکرد مالی جهت سنجش تأثیر محبوبیت شرکت بر ابعاد مالی سازمان استفاده گردد. بررسی مسایل و مشکلات مربوط به ارتقا و تقویت رتبه‌بندی در سازمان‌ها و در نهایت بررسی و استخراج صورت‌های گزارش‌دهی رتبه‌بندی بر روی بازارهای مالی جهت پژوهشگران آتی پیشنهاد می‌گردد. در پایان سنجش و اندازه‌گیری محبوبیت شرکت به عنوان مهمترین و اصلی‌ترین محدودیت پژوهش می‌باشد. در این پژوهش از نظر عملیاتی رتبه‌ای که شرکت در میان شرکت‌های برتر در لیست رتبه‌بندی ارائه شده طبق شاخص IMI-100 سازمان صنعتی به‌دست آورده است، معادل محبوبیت شرکت در نظر گرفته شده است. قدر مسلم کمی سازی این متغیر با هر معیار دیگر، با نتیجه مطالعه حاضر متفاوت است.

معنادار و معکوس وجود دارد. نتیجه فرضیه پژوهش با چارچوب و انتظارات نظری سازگاری داشته و با یافته‌های حاصل از پژوهش کائو و همکاران (۲۰۱۵) همخوانی دارد. با توجه به نتیجه به‌دست آمده و تعیین اثر منفی محبوبیت شرکت بر هزینه سرمایه، پیشنهاد می‌شود جهت تهیه، ارائه و تحلیل صورت‌های مالی شرکت‌ها و تصمیم‌های آتی سرمایه‌گذاری (در خرید سهام شرکت‌های دیگر) به رتبه‌بندی سازمانی توجه شود و باید توجه داشت که بیشتر تصمیمات خرید و فروش سهام را سهامداران خرد انجام می‌دهند. توجه به رتبه شرکت‌ها و انعکاس آن، موجب بهره‌مندی سهامداران (سرمایه‌گذاران) برای ارزیابی صحیح و واقعی از ارزش فعلی و آتی شرکت‌ها در جهت کسب بازده مالی بالاتر در آینده پیشنهاد می‌گردد. همچنین ایجاد واحدهای مجزا در شرکت‌ها، برای سنجش و مدیریت دارایی‌های نامشهود سازمان در جهت بهره‌مندی از این دارایی ناملموس، برای کسب بازده مالی بالاتر و الزام بورس اوراق بهادار تهران به شرکت‌های عضو، برای تهیه گزارش سرمایه‌فکری سالانه‌شان، جهت شفاف‌سازی اطلاعات برای تصمیمات سهامداران و سرمایه‌گذاران، پیشنهاد می‌گردد.

از آنجائی که تاکنون پژوهش تجربی و منسجمی درباره ابعاد محبوبیت شرکت‌ها در ایران انجام نشده است و تنها در بعضی از موارد به تئوری‌های مربوط به سرمایه‌فکری بسنده

منابع

(۱۳۸۹)، بررسی تأثیر شهرت شرکت، قیمت‌ها و هزینه‌ها بر ارزش و وفاداری مشتریان محصولات صوتی تصویری، اولین کنفرانس بین‌المللی مدیریت و نوآوری، شیراز.

شیر کرمی، طوبی (۱۳۹۲). بررسی تأثیر اجزای هویت بصری شرکت بر شهرت در صنعت بانکداری (مورد مطالعه بانک سینا). پایان‌نامه کارشناسی ارشد. دانشگاه الزهراء، دانشکده علوم اجتماعی و اقتصادی.

گلدی صدقی، امان و ابراهیم عابسی (۱۳۸۹). "بررسی تأثیر کارایی عناصر سرمایه‌فکری بر عملکرد مالی شرکت‌ها در بورس تهران"، فصلنامه بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، ۱۷(۲)، صص ۳۵-۴۶.

جولایی کلی، اعظم (۱۳۹۳). "بررسی ارتباط بین آرم، تصویر و شهرت شرکت با رضایت مشتریان (مطالعه موردی: شرکت سیمان آبیک قزوین)". پایان‌نامه کارشناسی ارشد. دانشگاه پیام نور استان البرز، دانشکده مدیریت و حسابداری.

داوران، طاهره (۱۳۹۰). "تأثیر شهرت شرکت بر گرایش رفتار مشتریان (مورد مطالعه بازار لوازم خانگی)". پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه الزهراء، دانشکده علوم اجتماعی و اقتصادی.

رعنا ورنوسفادانی، فرهاد (۱۳۹۱). بررسی تأثیر شهرت و توجیحات مدیرعامل در خصوص عملکرد ضعیف شرکت بر قضاوت سرمایه‌گذاران در مورد عملکرد آتی. پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه فردوسی مشهد، دانشکده علوم اداری و اقتصاد.

زارع پور، ابراهیم؛ سید حمید خداداد حسینی و حمیده رشادت جو

- Anginer D., Warburton A.J., and C. Yildizhan (2011). "Corporate Reputation and Cost of Debt". Unpublished paper, *The World Bank*, Syracuse University and University of Michigan.
- Barth M.E., Konchitchki Y. and W.R. Landsman (2013). "Cost of Capital and Earnings Transparency". *Journal of Accounting and Economics*, No. 55, pp. 206–224.
- Cao Ying, James N., Myers Linda A., Myers . Thomas C. Omer (2015). "Company Reputation and the Cost of Equity Capital". *Rev Account Stud* . 20:42–81. DOI 10.1007/s11142-014-9292-9.
- Cao Y., Myers L.A. and T.C. Omer (2012). "Does Company Reputation Matter for Financial Reporting Quality?" *Evidence from restatements*. Contemporary Accounting Research, No.29, pp.956–990.
- Chan L.K.C., Lakonishok J. and T. Sougiannis (2001). "The Stock Market Valuation of Research and Development Expenditures". *The Journal of Finance*, No. 56, pp. 2431–2456.
- Diamond D.W. (1989). "Reputation Acquisition in debt Markets". *Journal of Political Economy*, No.97, pp.828–862.
- Francis J., Nanda D. and P.M. Olsson (2008). "Voluntary Disclosure, Earnings Quality and Cost of Capital". *Journal of Accounting Research*, NO.46, pp.53–99.
- Gomes A. (2000). "Going Public without Governance: Managerial Reputation Effects". *The Journal of Finance*, No.55, pp.615–646.
- Kothari S.P., Li X. and J.E. Short (2009). "The Effect of Disclosures by Management, Analysts and Business Press on Cost of Capital, Return Volatility and Analyst Forecasts: A Study Using Content Analysis". *The Accounting Review*, No. 84, pp.1639–1670.
- Lin X. (2012). "Endogenous Technological Progress and the Cross-section of Stock Returns". *Journal of Financial Economics*, No.103, pp.411–427.
- Ronald Chibuike Iwu-Egwuonwu (2011), "Corporate Reputation & Firm Performance: Empirical Literature Evidence", *International Journal of Business and Management*, Vol. 6, No. 4.
- Sadok El Ghouli, Omrane Guedhami, Chuck C.Y. Kwok, Dev Mishra (2010). "Does Corporate Social Responsibility Affect the Cost of Capital?", *Academy of International Business Meeting*, Vol35, No. 9, pp. 2388-2406.
- Siegel J. (2005). "Can Foreign firms Bond themselves Effectively by Renting U.S. securities laws?", *Journal of Financial Economics*, No. 75, pp.319–359.
- Sullivan P.H. (2000). *Value Driven Intellectual Capital: How to Convert Intangible Corporate Assets into Market Value*. John Wiley & Sons, Inc.
- Weng Pei-Shih Wan-Yi Chen. (2017). "Doing good or choosing well? Corporate Reputation, CEO Reputation and Corporate Financial Performance". *The North American Journal of Economics and Finance*. Vol.39, pp.223-240.
- Yi Grace Ji, Cong Li, Michael North, Jiangmeng Liu. (2017). "Staking Reputation on Stakeholders: How does Stakeholders' Facebook Engagement help or ruin a Company's Reputation?" *Public Relations Review*. Vol 43, Issue1, pp. 201-210.
- Zraková Diana Milan Kubina, Gabriel Koman (2017). "Influence of Information communication System to Reputation Management of a Company". *Procedia Engineering*. Vol. 192, pp.1000-1005.