

## تأثیر ارزش شرکت بر سیاست‌های اعتبار تجاری در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

محمد خلیفه ای<sup>۱</sup>

تاریخ دریافت: ۱۴۰۱/۱۰/۰۵ تاریخ چاپ: ۱۴۰۱/۱۱/۲۶

### چکیده

مرور ادبیات قبلی بیان می‌کند سیاست‌های اعتباری شرکت‌ها از ارزش بازار شرکت‌ها تأثیر می‌پذیرد و این وضعیت می‌تواند راه‌های تأمین مالی را بین شرکت‌ها را متفاوت کند. بر این اساس، این پژوهش به بررسی تجربی تأثیر ارزش شرکت بر سیاست‌های اعتبار تجاری پرداخت. برای نیل به هدف پژوهش، از اطلاعات مالی نمونه ۱۶۳ شرکت پذیرفته در بورس اوراق بهادار تهران بر اساس روش غربالگری سیستماتیک و روش رگرسیون چندمتغیره استفاده شد. دوره زمانی این پژوهش سال‌های ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۹ است. یافته‌ها نشان داد که ارزش شرکت با معیار کیوتوبین تأثیر منفی و معناداری بر اعتبار تجاری شرکت دارد؛ به عبارت دیگر، شرکت‌های دارای ارزش بازار بالاتر، کمتر از طریق دریافت بدهی و استقراض اقدام به تأمین مالی می‌کنند. یافته‌های این پژوهش اثرات ارزش شرکت را در کشورهای در حال توسعه را به تصویر می‌کشد و ادبیات حوزه تأثیرپذیری سیاست‌های تأمین مالی از عملکرد بازار شرکت‌ها را توسعه می‌دهد. بر این اساس، به مدیران پیشنهاد می‌شود که بر بهبود ارزش شرکت تأکید داشته و سعی داشته باشند جایگاه شرکت را در بازار سرمایه بهبود ببخشند.

### واژگان کلیدی

ارزش شرکت، سیاست‌های اعتباری، تأمین مالی.

۱- کارشناسی ارشد مدیریت کسب و کار، گرایش بازاریابی، دانشگاه امیر کبیر، تهران، ایران.

(m.khalifehei2023@gmail.com)

پژوهشگاه علوم انسانی و مطالعات فرهنگی  
پرتال جامع علوم انسانی

## مقدمه

اعتبار تجاری یک راه مهم برای تأمین مالی غیررسمی است که طرفین را در شرایط متقابل قرار می‌دهد و تداوم این اعتبارها در نهایت قدرت خرید را در محیط اقتصادی بالا می‌برد (داس<sup>۱</sup> و همکاران، ۲۰۱۵). تأمین مالی غیررسمی به دلیل مدیریت متمرکز منابع و ضعف نهادی، نقش مهمی در اقتصادهای نوظهور و در حال گذار دارد (چن<sup>۲</sup> و همکاران، ۲۰۱۹). تأمین‌کنندگان اعتباری از مقررات تجاری و اعتباری برای شکل دادن به یک رابطه پایدار محصول‌بازار با شرکای تجاری دارای محدودیت مالی استفاده می‌کنند (ویلنر<sup>۳</sup>، ۲۰۰۰). نظرسنجی مقطعی فابری و کلاپر<sup>۴</sup> (۲۰۱۶) تأیید می‌کند که قدرت چانه‌زنی شرکای تجاری تأثیر زیادی بر مفاد اعتبار تجاری دارد. به گفته داریپا و نیلسن<sup>۵</sup> (۲۰۱۱) شرکای تجاری برای عملیات مالی نیاز به وام گرفتن دارند، اما یکی از طرفین قدرت چانه‌زنی بیشتری دارد. نرخ استقراض بالاتر، قدرت تأخیر تولید را ارائه می‌دهد و اثرات خارجی منفی برای طرف دیگر ایجاد می‌کند. در مقابل، پایین‌ترین نرخ وام‌گیری دارای قدرت چانه‌زنی برای یارانه دادن به طرف دیگر است (شهزاد<sup>۶</sup> و همکاران، ۲۰۲۲). ادبیات موجود تأیید می‌کند که ظرفیت مالی شرکت یکی از نیروهای عمومی در سیاست‌های اعتبار تجاری است (چنگک و پایک<sup>۷</sup>، ۲۰۰۳). اگر یک شرکت محدود به تأمین مالی از طریق انتشار سهام نباشد، ممکن است معاملات تجاری را با وام دادن به مشتریان و استقراض کمتر از تأمین‌کنندگان تأمین مالی کند (چن، ۲۰۱۵).

بسیاری از پژوهش‌ها تأثیر تأمین مالی بدهی بر سیاست‌های اعتبار تجاری شرکت را بررسی کرده‌اند و نشان دادند سیاست‌های اعتباری شرکت از تأمین مالی بدهی تأثیر می‌پذیرند (کیسی و اوتول<sup>۸</sup>، ۲۰۱۴؛ چونگ و یی<sup>۹</sup>، ۲۰۱۱؛ شنوی و ویلیامز<sup>۱۰</sup>، ۲۰۱۷؛ شهزاد و همکاران، ۲۰۲۱؛ تانگ و مورو<sup>۱۱</sup>، ۲۰۲۰). دلیل احتمالی اینکه نقش بازار سرمایه عمدتاً نادیده گرفته می‌شود، این است که اعتبارات تجاری در شرکت‌های کوچک و خصوصی به‌شدت در معرض دید قرار دارند و این شرکت‌ها در بازار سرمایه کارایی کمتری دارند (گواریگلیا<sup>۱۲</sup> و همکاران، ۲۰۱۱). پژوهش‌های کمی بر روی استراتژی‌های اعتباری شرکت‌های بزرگ و عمومی متمرکز شده‌اند (کول<sup>۱۳</sup> و همکاران، ۲۰۰۹؛ مولینا و پریوی<sup>۱۴</sup>، ۲۰۱۲؛ مورفین و نجورگی<sup>۱۵</sup>، ۲۰۱۵؛ شهزاد و همکاران، ۲۰۲۱). این شرکت‌ها در بازار سهام، به‌ویژه در اقتصادی که حقوق طلبکاران آن ضعیف اجرا می‌شود، به‌شدت در معرض دید هستند (شهزاد و همکاران، ۲۰۲۰). با پیشبرد این دیدگاه، مطالعه شانگ<sup>۱۶</sup> (۲۰۲۰) درباره پیوند بین نقدینگی سهام و سیاست‌های اعتباری، ردپای ارزشمندی برای آشکار کردن نقش بازار سهام در تأمین مالی غیررسمی فراهم می‌کند. این زمینه یک حوزه تحقیقاتی مهم است که اقتصاد را در

<sup>1</sup> Dass

<sup>2</sup> Chen

<sup>3</sup> Wilner

<sup>4</sup> Fabbri and klapper

<sup>5</sup> Daripa and Nilsen

<sup>6</sup> Shahzad

<sup>7</sup> Cheng & Pike

<sup>8</sup> Casey & O'Toole

<sup>9</sup> Chong & Yi

<sup>10</sup> Shenoy & Williams

<sup>11</sup> Tang & Moro

<sup>12</sup> Guariglia

<sup>13</sup> Cull

<sup>14</sup> Molina & Preve

<sup>15</sup> Murfin & Njoroge

<sup>16</sup> Shang

تعقیب توزیع مجدد سرمایه بهینه پیشنهاد می‌کند؛ اما چالشی که هنوز حل نشده باقی مانده است، این است که بسیاری از پژوهش‌ها تأیید کرده‌اند که ارزش شرکت تأثیر زیادی بر نقد شوندگی بالای سهام (چونگ<sup>۱</sup> و همکاران، ۲۰۱۵) دارد و حداقل هزینه شناورسازی سهام (کلاسنس و همکاران، ۲۰۱۴) دارد. این موضوع انگیزه ایجاد می‌کند تا اشتیاق سرمایه‌گذاران برای خرید سهام با بازده بالاتر را شکل دهد (گرین و جیم<sup>۲</sup>، ۲۰۱۳) و مدیران همیشه به دنبال مزیت ارزش شرکت بالاتر برای تضمین انعطاف‌پذیری مالی از طریق سیاست‌های اهرمی محافظه‌کارانه باشند (وو و الیس<sup>۳</sup>، ۲۰۱۷). مطابق با ادبیات فوق، اگر ارزش شرکت منجر به بهبود معاملات سهام شود، ممکن است بر ظرفیت شرکت‌ها برای به‌کارگیری سرمایه از طریق سیاست‌های تجاری و اعتباری تأثیر بگذارد. همچنین، ممکن است به شرکت‌ها اجازه دهد دوره وصول بدهی‌ها را تمدید کرده و دوره پرداخت طلبکاران را به دلیل قابلیت مالی از طریق معاملات سهام کوتاه کنند. در این زمینه، نقش ارزش شرکت در توزیع مجدد سرمایه برای اقتصادهای نوظهور اهمیت بسیار زیادی دارد. پژوهش‌های موجود درباره ارزش شرکت نتوانسته ارتباط بین ارزش شرکت و سیاست‌های اعتباری را به‌درستی توجیه و تبیین کند؛ بنابراین، پژوهش حاضر بررسی می‌کند که آیا ارزش شرکت بر سیاست‌های اعتباری تجاری تأثیر می‌گذارد یا خیر؟ علاوه بر این، بررسی می‌کند که چگونه ارزش شرکت ظرفیت تولید منابع اعتباری تجاری را از یک سو افزایش می‌دهد و از سوی دیگر استفاده اضافی از اعتبارات تجاری از تأمین‌کنندگان را کاهش می‌دهد. بررسی تجربی در این حوزه می‌تواند برای مدیران سودمند باشد تا از ارزش شرکت به‌عنوان یک ابزار استراتژیک برای تضمین انعطاف‌پذیری مالی و طراحی استراتژی‌های رقابتی غیر قیمتی استفاده کنند. علاوه بر این، این پژوهش می‌تواند برای منطقی کردن نقش توزیع مجدد سرمایه از بازار سهام به بخش‌های اقتصادی که از نظر مالی محدود هستند، مفید باشد.

این پژوهش در محیط اقتصادی ایران انجام شده است. در ایران اجرای قوانین ورشکستگی در رابطه با حقوق طلبکاران هنوز مبهم است و حقوق و مداخله سیاسی اغلب منجر به مشکل در بازپرداخت بدهی‌ها می‌شود. بر این اساس، لازم است که دولت ایران اصلاحات ساختار سرمایه و تقسیم سود را برای تقویت بازار سهام و تسهیل سرمایه‌گذاران خصوصی از طریق مقررات زدایی مختلف ارائه و اجرا کند. اجرای این قانون می‌تواند اطمینان حاصل کند که مقدار زیادی از سهام غیرقابل معامله آزادانه در بازار سرمایه معامله شوند. این اصلاحات، معامله سهام در بازار را تسهیل کرده و تضاد منافع مدیران با سرمایه‌گذاران را کاهش می‌دهد (هو<sup>۴</sup> و همکاران، ۲۰۱۲) و در نهایت ارزش شرکت را بهبود می‌بخشد.

با توجه به اهداف موردبررسی در این پژوهش، می‌توان نوآوری را به شرح زیر بیان کرد. ادبیات قبلی فقط به بررسی رابطه بین بازار بدهی و استراتژی‌های اعتباری شرکت‌ها می‌پرداختند؛ اما در این پژوهش با استفاده از اطلاعات مربوط به ارزش شرکت، از این رفتار یک‌بُعدی فاصله گرفته و هدف این است که نقش بازار سهام را از طریق بررسی رابطه بین ارزش شرکت و سیاست‌های اعتباری نشان داده شود. پژوهش‌های قبلی به بررسی و شناسایی عوامل تعیین‌کننده سیاست‌های اعتباری کمک می‌کند. این پژوهش‌ها ارزش شرکت را به‌عنوان پیش‌بینی‌کننده مهم سیاست‌های اعتباری شرکت‌ها معرفی کرده‌اند. یافته این پژوهش‌ها حاکی از کمک مهمی به ادبیات تئوری غیر نقدی تأمین مالی است. این

<sup>1</sup> Cheung

<sup>2</sup> Green & Jame

<sup>3</sup> Vo & Ellis

<sup>4</sup> Hou

پژوهش با پیروی از ادبیات قبلی که ارتباط بین ارزش شرکت و عملکرد مالی شرکت را مورد بحث قرار داده‌اند (پاندا و نادا<sup>۱</sup>، ۲۰۱۸؛ شیو<sup>۲</sup>، ۲۰۱۳) استراتژی‌های اعتباری را به‌عنوان یکی دیگر از سیاست‌های مهمی که ممکن است شرکت‌ها آن را بر اساس ارزش شرکت تنظیم کنند، شناسایی می‌کند. با توجه به ادبیات قبلی که تأیید کرده‌اند شرکت‌های غیرمالی، بانکداری غیررسمی را برای توزیع مجدد سرمایه از طریق مقررات اعتباری بکار می‌گیرند (گاریسا و مونتوریول<sup>۳</sup>، ۲۰۱۳؛ شهزاد و همکاران، ۲۰۲۱)، پژوهش حاضر اهمیت ارزش شرکت را به‌عنوان یک محرک مهم برای شکل‌دهی یک سیستم بازتوزیع سرمایه مؤثر در محیط کلی اقتصادی برجسته می‌کند.

ادامه این پژوهش بدین شرح تدوین شده است. بخش ۲ چارچوب نظری برای این پژوهش ارائه می‌کند. بخش ۳ روش پژوهش را مورد بحث قرار می‌دهد. بخش ۴ یافته‌ها را ارائه کرده و بخش ۵ به نتیجه‌گیری و بحث درباره یافته‌ها می‌پردازد.

## ۲- مبانی نظری

تأمین مالی اعتباری دارای مزیتی در بازپس‌گیری ارزش از دارایی‌های موجود است که در نهایت قدرت چانه‌زنی را برای شرکای تجاری ارائه می‌دهد (تئوری مزیت رقابتی مالی<sup>۴</sup>؛ شوارتز<sup>۵</sup>، ۱۹۷۴). اولاً، تعهدات معتبر طرفین را در منافع متقابلی که به‌طور متقارن توزیع می‌شوند ایفا می‌کند (هیل و جونز<sup>۶</sup>، ۱۹۹۲) و بنابراین، اگر مدیران قیمت‌ها را پایین بیاورند، در این صورت تأمین‌کنندگان جهت مصون‌سازی در برابر این ریسک، خواستار توافق قبلی مشابهی هستند. ثانیاً، اگر تأمین‌کنندگان عملیاتی در مضیقه مالی باشند، حداقل تقاضای اعتبار تجاری بحران‌ها را کاهش می‌دهد (نظریه درماندگی مالی<sup>۷</sup>؛ گوردون<sup>۸</sup>، ۱۹۷۱). تئوری تبعیض قیمتی<sup>۹</sup> پیش‌بینی می‌کند که شرکت‌ها می‌توانند با ایجاد مفاد اعتباری بالا برای بدهکاران، مزیت رقابتی قوی ایجاد کنند (ناراسیمهان<sup>۱۰</sup>، ۱۹۸۴). در این زمینه ظرفیت شرکت‌ها برای تولید اعتبارات تجاری بیشتر شده و حداقل استفاده از آن‌ها می‌تواند قدرت چانه‌زنی قوی و متقابل را بین شرکای تجاری شکل دهد.

ظرفیت مالی شرکت بر استراتژی‌های اعتباری تأثیر می‌گذارد (شوارتز، ۱۹۷۴) و بسیاری از پژوهش‌ها نقش بازار اعتبار را در به‌کارگیری سرمایه از طریق رابطه بین تأمین مالی بدهی و مفاد اعتباری را تأیید کرده‌اند (کیسی و اوتول، ۲۰۱۴؛ چونگ و یی، ۲۰۱۱؛ کول و همکاران، ۲۰۰۹؛ لین و چو، ۲۰۱۵؛ نیلسن، ۲۰۰۲). ادبیات موجود بر روی سیاست‌های اعتبار تجاری شرکت‌های عمومی و بزرگ تمرکز دارند (عبداله و همکاران، ۲۰۱۷؛ مولینا و پریو، ۲۰۰۹؛ مورفین و نجوروج، ۲۰۱۵؛ شهزاد و همکاران، ۲۰۲۱؛ شنوی و ویلیامز، ۲۰۱۷). این شرکت‌ها در توزیع جریان نقدی به‌عنوان سود سهام (مایکلی و رابرتز، ۲۰۱۲) مبتکرانه عمل می‌کنند و دسترسی ارزان‌تر به تأمین مالی خارجی به آن‌ها اجازه می‌دهد از سهام بیشتر و بدهی کمتر استفاده کنند (براو<sup>۱۱</sup>، ۲۰۰۹). ادبیات قبلی رابطه بین فهرست بندی بازار سهام و مفاد اعتبار

<sup>1</sup> Panda & Nanda

<sup>2</sup> Shyu

<sup>3</sup> Garcia & Montoriol

<sup>4</sup> The Competitive Advantage Theory of Finance

<sup>5</sup> Schwartz

<sup>6</sup> Hill & Jones

<sup>7</sup> the theory of financial distress

<sup>8</sup> Gordon

<sup>9</sup> The price discrimination theory

<sup>10</sup> Narasimhan

<sup>11</sup> Brav

تجاری را تأیید کرده‌اند (عبداله و همکاران، ۲۰۲۰؛ لیولن<sup>۱</sup> و همکاران، ۱۹۸۰). با این حال، این یافته‌ها پیامدها را به خوبی بررسی نکرده‌اند. مطالعه اخیر شانگ (۲۰۲۰) نقش بازار سرمایه را از طریق رابطه بین نقد شوندگی سهام و سیاست‌های اعتبار تجاری را اثبات کردند. نقد شوندگی سهام، ارزش سهام را بهبود می‌بخشد و بنابراین به شرکت‌ها اجازه می‌دهد تا عرضه‌های اعتبار تجاری بیشتری داشته باشند و تقاضای اعتبار تجاری را کاهش دهند. با پیشبرد این دیدگاه که احساسات سرمایه‌گذاران وابستگی زیادی به ارزش شرکت دارد، ایجاد ارزش توسط سرمایه‌گذاران ظرفیت شرکت‌ها را در معاملات سهام افزایش می‌دهد (دیلانگ و والیری<sup>۲</sup>، ۲۰۲۰). با وجود شواهد رو به رشد برای تأثیر ارزش شرکت بر انتخاب‌های مالی شرکت‌ها (لین و چانگ، ۲۰۱۱؛ مارکیکا و مورا، ۲۰۱۰)، پژوهش‌های قبلی به بررسی این موضوع نپرداخته است که آیا ارزش شرکت نقش مهمی در توزیع مجدد سرمایه از طریق مفاد اعتبار تجاری دارد یا خیر.

### ارزش شرکت و سیاست‌های اعتبار تجاری

افزایش ارزش سهام می‌تواند یک انتخاب پرهزینه همانند هزینه‌های انتخاب نامطلوب، به‌ویژه در اقتصادهای نوظهور باشد (سِرکو و وانپی<sup>۳</sup>، ۲۰۰۷). ارزش شرکت وابستگی زیادی به نقد شوندگی سهام دارد (چونگ و همکاران، ۲۰۱۵) که در نهایت هزینه شناورسازی سهام را کاهش می‌دهد (عاصم<sup>۴</sup> و همکاران، ۲۰۱۶). دفاع از حقوق سهامداران و پرداخت سود سهام، اصطکاک مالی را کاهش می‌دهد و در نهایت هزینه شناورسازی سهام نهایی را کنترل می‌کند (کلاسنس<sup>۵</sup> و همکاران، ۲۰۱۴؛ هاکبارث<sup>۶</sup> و همکاران، ۲۰۰۷). ارزش شرکت تأثیر زیادی بر اشتیاق سرمایه‌گذاران برای سرمایه‌گذاری بیشتر در سهامی دارد که می‌تواند نسبت‌های ارزش‌گذاری بالایی ایجاد کنند (گرین و جیم<sup>۷</sup>، ۲۰۱۳). ارزش شرکت نقش ضروری در بهبود کیفیت افشای اطلاعات دارد و ریسک‌های تأمین مالی سهام را کنترل می‌کند (باچو<sup>۸</sup> و همکاران، ۲۰۱۳؛ لامبرت<sup>۹</sup> و همکاران، ۲۰۰۷). از طرف دیگر، ارتباط بین ارزش شرکت و سیاست‌های اهرم محافظه‌کارانه در پژوهش‌های متعددی تأیید شده است (ملیک و یانگ<sup>۱۰</sup>، ۲۰۱۱؛ مارچیکا و مورا<sup>۱۱</sup>، ۲۰۱۰؛ وو و الیس، ۲۰۱۷). انتظار بر این است که شرکت‌هایی که ارزش سهام آن‌ها در بازار بالاتری است، معمولاً بدهی‌های کمتری دارند؛ زیرا شرکت‌های دارای ارزش بیشتر در بازار، با هزینه کمتر و راحت‌تر می‌توانند از طریق انتشار سهام تأمین مالی کنند و بنابراین، کمتر به سمت استقراض روی می‌آورند. یافته‌های شهزاد و همکاران (۲۰۲۲) نیز این استدلال را پشتیبانی می‌کند؛ زیرا یافته‌های آن‌ها بیانگر این بود که هرچه نسبت کیوتوین شرکت‌ها (معیار ارزش شرکت) بالاتر باشد، بدهی‌های شرکت در سال‌های بعدی کمتر خواهد بود و این رویه در طول سال‌ها در محیط اقتصادی چین ثابت مانده است. در محیط اقتصادی ایران این موضوع بررسی نشده است. پژوهش‌های مشابهی وجود دارند که تأثیر تأمین مالی را بر ارزش شرکت بررسی کرده‌اند و از بررسی متقابل یا تأثیر ارزش شرکت بر سیاست‌های تأمین مالی و اعتبار تجاری خودداری کرده‌اند. در این

<sup>1</sup> Lewellen

<sup>2</sup> de Lange & Valliere

<sup>3</sup> Sercu & Vanpee

<sup>4</sup> Asem

<sup>5</sup> Claessens

<sup>6</sup> Hackbarth

<sup>7</sup> Green & Jame

<sup>8</sup> Bachoo

<sup>9</sup> Lambert

<sup>10</sup> Mallick & Yang

<sup>11</sup> Marchica & Mura

خصوصاً، رضایی و سیاری (۱۳۹۴) در پژوهشی نشان داده‌اند که تأمین مالی داخلی و تأمین مالی خارجی با بازده شرکت‌های با رشد دارایی بالا (پایین)، منفی (مثبت) و معنی‌دار است اما رابطه تأمین مالی بانکی و تأمین مالی از طریق بازار سرمایه با بازده شرکت‌های با رشد دارایی بالا (پایین)، مثبت (منفی) و معنی‌دار است. همچنین، سلطانی (۱۳۹۲) بیان کرد که تأمین مالی از طریق حقوق مالکانه و افزایش سرمایه، تأثیر بیشتری بر ارزش شرکت داشته است. علاوه بر این، رحمانی نوروباباد و همکاران (۱۳۹۹) نشان دادند که بازده دارایی‌ها و اندازه شرکت تأثیر منفی بر تأمین مالی از طریق بازار بدهی دارد. با بررسی این پژوهش‌ها، می‌توان گفت که خلأ بررسی تأثیر ارزش شرکت بر سیاست‌های اعتبار تجاری حس می‌شود و پژوهش حاضر در نظر دارد که پر کردن این شکاف پردازد. به‌رحال، مطابق با پیش‌بینی‌های قبلی ظرفیت مالی شرکت انگیزه قوی برای استفاده و تأمین مالی اعتبار تجاری را ایجاد می‌کند (شوارتز، ۱۹۷۴). باین‌حال، اگر ارزش شرکت با افزایش حقوق صاحبان سهام در ارتباط باشد، کاهش دوره بازپرداخت به طلبکاران را امکان‌پذیر می‌کند. بر این اساس، انتظار بر این است که هرچه قدر ارزش بازار شرکت بیشتر باشد، نسبت‌های بدهی شرکت‌ها کاهش داشته و شرکت‌ها بهتر می‌توانند از طریق بازار سهام تأمین مالی کنند. به‌عبارت‌دیگر، انتظار بر این است در ایران با توجه به اینکه هزینه دریافت بدهی و استقراض بالاتر از تأمین مالی از طریق بازار سرمایه است، با بالا رفتن ارزش بازار شرکت، سیاست‌های اعتباری تجاری شرکت به سمت دریافت و تأمین مالی کمتر از طریق بازار بدهی کاهش پیدا می‌کند. با توجه به مطالب بیان‌شده، فرضیه پژوهش به شرح زیر است:

**فرضیه:** بین ارزش شرکت و سیاست‌های اعتبار تجاری شرکت‌ها رابطه معناداری وجود دارد.

### روش پژوهش

در این پژوهش از هر دو روش کتابخانه‌ای و همبستگی به‌صورت آمیخته استفاده می‌شود. روش کتابخانه بیشتر برای استفاده از منابع علمی پژوهش و نیز مطالعه اسناد، مدارک، گزارش‌ها و مکتوباتی است که می‌توان داده‌های اولیه موردنیاز محقق را فراهم آورد. در روش کتابخانه از رویکرد اسناد کاوی و به‌کارگیری نرم‌افزارهای رایانه‌ای برای سرعت بخشیدن در کار یا حتی به‌عنوان منبع حاوی داده‌ها استفاده وسیعی می‌شود. روش همبستگی برای گردآوری داده‌های کمی استفاده می‌شود که در این پژوهش برای شناسایی و گردآوری اطلاعات مربوط به داده‌های متغیرهای پژوهش با استفاده از صورت‌های مالی منتشرشده توسط شرکت‌ها در سامانه جامع اطلاع‌رسانی ناشران (کدال)، جمع‌آوری خواهد شد. پس از جمع‌آوری داده‌های اولیه، داده‌های ثانویه با استفاده از نرم‌افزار اکسل نسخه ۲۰۱۹، محاسبه و تلخیص می‌شود. در ادامه، برای آزمون فرضیه‌های پژوهش از روش برآورد رگرسیون چندمتغیره در نرم‌افزار ایویوز نسخه ۱۲ استفاده می‌شود.

### جامعه آماری و نمونه پژوهش

جامعه آماری این پژوهش را کلیه شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران را در برمی‌گیرد. قلمرو زمانی این پژوهش، از سال ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۹ است. به‌منظور دستیابی به نمونه‌ای همگن و یکنواخت از شرکت‌ها و همچنین جلوگیری از تحریف نتایج، شرکت‌هایی که دارای ویژگی‌های زیر باشند به‌عنوان نمونه انتخاب می‌شوند:

۱. شرکت‌هایی که قبل از سال ۱۳۹۰ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته‌شده باشند و تا پایان سال ۱۳۹۹ از تابلو بورس خارج نشده باشند.

۲. سال مالی شرکت منتهی به پایان اسفندماه باشد و سال مالی طی دوره‌ی پژوهش تغییر نکرده باشد.

۳. شرکت موردنظر طی دوره پژوهش، فعالیت مستمر داشته و دچار وقفه معاملاتی بیشتر از ۶ ماه نشده باشد دلیل اعمال شرط سوم این است که، اگر نماد معاملاتی شرکتی برای یک مدت طولانی بسته شده و سهام آن مورد معامله قرار نگیرد، پارامترهای مربوط به آن سهم قابلیت مقایسه با سهامی را که به طور مداوم مورد معامله قرار گرفته ندارد.

۴. به دلیل متفاوت بودن ماهیت فعالیت اقتصادی شرکت‌ها، جزء شرکت‌های سرمایه‌گذاری، هلدینگ، لیزینگ، بیمه و بانک‌ها نباشند، زیرا افشاهای مالی و ساختارهای حاکمیت شرکتی در آن‌ها متفاوت از سایر شرکت‌ها است. بعد از اعمال محدودیت‌های فوق، تعداد ۱۶۳ شرکت بورسی (۱۶۳۰ شرکت - سال) به عنوان نمونه انتخاب شدند.

### مدل‌ها و متغیرهای پژوهش

برای آزمون فرضیه اول پژوهش، از مدل ۱ با پیروی از شهزاد و همکاران (۲۰۲۲) به شرح زیر استفاده می‌شود. ضریب بتا ۱ نشان‌دهنده تأیید یاد رد فرضیه اول خواهد بود.

مدل ۱

$$SPD_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 TBQ_{i,t-1} + \beta_2 Size_{i,t-1} + \beta_3 AGE_{i,t-1} + \beta_4 SG_{i,t-1} + \beta_5 MB_{i,t-1} + \beta_6 ROA_{i,t-1} + \beta_7 LEV_{i,t-1} + \beta_8 CR_{i,t-1} + \beta_9 Tang_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t}$$

در این مدل‌ها تعریف متغیرها به شرح جدول ۱ می‌باشند.

جدول (۱): تعریف عملیاتی متغیرهای پژوهش

| متغیر       | نام متغیر                | تعریف  |
|-------------|--------------------------|--|
| <i>SPD</i>  | اعتبار تجاری             | در این پژوهش با پیروی از پژوهش شهزاد و همکاران (۲۰۲۲)، شانگ (۲۰۲۰) و طالب‌نیا و مهدوی (۱۳۹۴) اعتبار تجاری از طریق نسبت مجموع بدهی‌های بلندمدت و کوتاه‌مدت به خالص دارایی‌های شرکت (حقوق مالکانه) اندازه‌گیری خواهد شد. |
| <i>TBQ</i>  | کیو تو بین               | ارزش بازار حقوق صاحبان سهام به اضافه ارزش دفتری بدهی‌ها تقسیم بر مجموع دارایی‌ها (بیلو <sup>۱</sup> و همکاران، ۲۰۲۲؛ شهزاد و همکاران، ۲۰۲۲).   |
| <i>Size</i> | اندازه شرکت              | لگاریتم طبیعی مجموع دارایی‌ها (نیسکانن <sup>۲</sup> و نیسکانن، ۲۰۰۶؛ شهزاد و همکاران، ۲۰۲۲).   |
| <i>Age</i>  | سن شرکت                  | لگاریتم طبیعی سن شرکت از تاریخ ورود به بورس (شهزاد و همکاران، ۲۰۲۲).   |
| <i>SG</i>   | رشد فروش                 | تفاوت فروش سال جاری نسبت به سال قبل تقسیم بر فروش سال قبل (فرانکو و میلر <sup>۳</sup> ، ۲۰۱۳؛ شهزاد و همکاران، ۲۰۲۲).  |
| <i>MB</i>   | نسبت ارزش بازار به دفتری | نسبت ارزش بازار سهام شرکت به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام (مارتینز <sup>۴</sup> و همکاران، ۲۰۱۳؛ شهزاد و همکاران، ۲۰۲۲).  |
| <i>ROA</i>  | بازده دارایی‌ها          | نسبت سود عملیاتی به مجموع دارایی‌ها (یزدانفر و اوهمان <sup>۵</sup> ، ۲۰۱۶؛ شهزاد و همکاران، ۲۰۲۲).   |
| <i>LEV</i>  | اهرم مالی                | مجموع بدهی به مجموع دارایی‌ها (کای <sup>۶</sup> و همکاران، ۲۰۱۴؛ شهزاد و همکاران، ۲۰۲۲).   |
| <i>CR</i>   | نسبت نقدینگی             | نسبت وجه نقد و سرمایه‌گذاری‌های کوتاه‌مدت به مجموع دارایی‌ها (شئوی و ویلیامز، ۲۰۱۷؛ شهزاد و همکاران، ۲۰۲۲).  |
| <i>Tang</i> | دارایی مشهود             | نسبت اموال، ماشین‌آلات و تجهیزات به مجموع دارایی‌ها (چن و همکاران، ۲۰۱۹؛ شهزاد و همکاران، ۲۰۲۲).   |

<sup>1</sup> Belo

<sup>2</sup> Niskanen

<sup>3</sup> Ferrando & Mulier

<sup>4</sup> Martínez

<sup>5</sup> Yazdanfar & Öhman

<sup>6</sup> Cai

## یافته‌های پژوهش

### آمار توصیفی

آمار توصیفی متغیرهای پژوهش در جدول ۲ ارائه شده است. آمار توصیفی، نتایج مربوط به متغیرهای پژوهش را که شامل برخی شاخص‌های مرکزی و پراکندگی است، نشان می‌دهد. میانگین اعتبار تجاری ۱/۷۲۰ است که این عدد بیانگر فزونی بدهی‌ها بر حقوق صاحبان سهام است. این عدد تمایل شرکت‌های عضو نمونه پژوهش به دریافت بدهی را بیشتر از تأمین مالی از طریق صدور سهام نشان می‌دهد. میانگین نسبت کیوتوین که بیانگر ارزش شرکت است، ۲/۲۸۹ می‌باشد و این عدد تفاوت بین ارزش دفتری و ارزش بازار شرکت را نشان می‌دهد. این ادعا را می‌توان بر اساس نسبت ارزش بازار به دفتری نیز مشاهده کرد؛ جاییکه میانگین این نسبت ۵/۸۹۳ است و به صورت واقعی‌تر این ادعا را اثبات می‌کند و نشان می‌دهد که حدوداً ارزش بازار شرکت‌ها ۵/۸ برابر ارزش دفتری آن‌ها است و این موضوع هشدار برای ریسک موجود در بازار سهام است. آمار توصیفی سایر متغیرها نیز به شرح جدول زیر است. در اینجا میانگین اهرم مالی شرکت قابل توجه است؛ زیرا تأیید دوباره‌ای بر سیاست اعتبار تجاری شرکت است و نشان می‌دهد که تقریباً بیش از نصف سمت چپ صورت وضعیت مالی شرکت‌ها (ساختار سرمایه) از بدهی تشکیل شده است. میانگین نسبت نقدینگی (۰/۰۶۶) بیانگر نگهداشت پایین وجه نقد و معادل وجه نقد در شرکت‌های عضو نمونه پژوهش است.

جدول (۲) آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

| متغیر                    | اختصار | میانگین | میانه  | حداکثر | حداقل  | انحراف معیار |
|--------------------------|--------|---------|--------|--------|--------|--------------|
| اعتبار تجاری             | SPD    | ۱/۷۲۰   | ۱/۲۶۱  | ۵/۲۹۳  | ۰/۱۷۱  | ۱/۳۸۸        |
| کیوتوین                  | TBQ    | ۲/۲۸۹   | ۱/۸۳۲  | ۱۱/۸۹۱ | ۰/۹۷۶  | ۲/۷۵۰        |
| اندازه شرکت              | Size   | ۱۴/۲۷۱  | ۱۴/۰۸۸ | ۲۰/۱۸۳ | ۱۰/۱۶۶ | ۱/۵۸۱        |
| سن شرکت                  | Age    | ۲/۷۶۷   | ۲/۸۳۳  | ۴/۱۴۳  | ۰/۶۳۹  | ۰/۴۸۶        |
| رشد فروش                 | SG     | ۰/۲۱۲   | ۰/۱۸۲  | ۰/۹۵۱  | -۰/۳۷۸ | ۰/۲۷۹        |
| نسبت ارزش بازار به دفتری | MB     | ۵/۸۹۳   | ۳/۱۹۲  | ۲۸/۳۷۶ | ۰/۷۹۹  | ۶/۹۲۰        |
| بازده دارایی‌ها          | ROA    | ۰/۱۴۸   | ۰/۱۲۷  | ۰/۶۳۹  | -۰/۳۲۱ | ۰/۱۳۱        |
| اهرم مالی                | LEV    | ۰/۵۷۵   | ۰/۵۸۵  | ۲/۰۷۷  | ۰/۰۱۲  | ۰/۲۱۱        |
| نسبت نقدینگی             | CR     | ۰/۰۶۶   | ۰/۰۳۹  | ۰/۵۹۹  | ۰/۰۰۰۲ | ۰/۰۷۹        |
| دارایی مشهود             | Tang   | ۰/۲۵۲   | ۰/۲۱۰  | ۰/۸۵۷  | ۰/۰۰۰۱ | ۰/۱۷۵        |

منبع: یافته‌های پژوهش

### آزمون مانایی متغیرهای پژوهش

یکی از فرض‌های اولیه مدل‌های رگرسیون چند متغیره، پایایی متغیرهای پژوهش است. در این پژوهش، از آزمون لین، لوین و چو جهت بررسی پایایی متغیرهای پژوهش استفاده شده است. جدول (۳) نتایج این آزمون را نشان می‌دهد. همان‌طور که مشاهده می‌شود، در کلیه متغیرهای پژوهش، سطح معناداری در آزمون ریشه واحد، کوچک‌تر از ۰/۰۵ به‌دست آمده که نشان می‌دهد متغیرها پایا هستند و استفاده از این متغیرها در مدل پژوهش باعث به‌وجود آمدن رگرسیون کاذب نمی‌شود.



جدول (۳). نتایج آزمون لین، لوین و جو برای متغیرهای پژوهش

| متغیر                    | نماد | آماره   | سطح معناداری |
|--------------------------|------|---------|--------------|
| اعتبار تجاری             | SPD  | -۱۹/۳۰۷ | ۰/۰۰۰        |
| کیو توپین                | TBQ  | -۹/۱۳۳  | ۰/۰۰۰        |
| اندازه شرکت              | Size | -۵/۰۶۹  | ۰/۰۰۰        |
| سن شرکت                  | Age  | -۴۵/۴۳۳ | ۰/۰۰۰        |
| رشد فروش                 | SG   | -۲۸/۳۶۶ | ۰/۰۰۰        |
| نسبت ارزش بازار به دفتری | MB   | -۱۴/۲۲۰ | ۰/۰۰۰        |
| بازده دارایی‌ها          | ROA  | -۱۴/۵۴۳ | ۰/۰۰۰        |
| اهرم مالی                | LEV  | -۱۲/۷۹۱ | ۰/۰۰۰        |
| نسبت نقدینگی             | CR   | -۲۲/۹۶۴ | ۰/۰۰۰        |
| دارایی مشهود             | Tang | -۸/۷۴۷  | ۰/۰۰۰        |

## نتایج آزمون فرضیه پژوهش

نتایج مربوط به آزمون فرضیه پژوهش، در جدول (۴) آمده است. ضریب تعیین این مدل ۰/۶۲۵ است و بیان می‌کند که ۶۲ درصد از تغییرات در متغیر وابسته، توسط تغییرات در متغیرها مستقل و توضیحی، توضیح داده می‌شود. آماره  $F$  ۱۲/۱۶۲ است و با توجه به سطح معناداری آن، می‌توان گفت مدل در سطح کلی معنادار است. آماره دوربین واتسون ۱/۵۷۳ است و بیانگر عدم وجود خودهمبستگی سریالی بین اجزای اخلاقی است. بر اساس سطح معناداری آماره لیمبر برای برآورد مدل از روش داده‌های ترکیبی استفاده شد. همچنین، بر اساس آماره هاسمن از روش اثرات ثابت استفاده شد. علاوه بر این، با توجه به عامل تورم واریانس برای متغیرهای مدل که کمتر از ۱۰ است، می‌توان گفت که بیم متغیرها همخطی وجود ندارد. با این حال، با توجه به معنادار شدن آماره واریانس ناهمسانی، یافته‌های نشان‌دهنده وجود واریانس ناهمسانی بوده و برای رفع این مشکل آزمون تصحیح وایت استفاده شد.

در این مدل ضریب و سطح خطای متغیر مستقل (نسبت کیوتوپین) که شاخص ارزش شرکت است، به ترتیب ۰/۰۹۶- و ۰/۰۰۸ است. این یافته‌ها نشان می‌دهد که ارزش شرکت تأثیر منفی و معناداری بر سیاست اعتبار تجاری شرکت دارد. یافته‌های حاصل از این آزمون، بیانگر این موضوع است که هرچه قدر ارزش بازار شرکت‌ها بالاتر باشد، این شرکت‌ها راحت‌تر از طریق صدور سهام می‌توانند منابع مالی خود را تأمین کرده و تأمین مالی از طریق بدهی را کاهش می‌دهند. به این معنا که ارزش شرکت می‌تواند ریسک خرید سهام شرکت را در بازار کاهش داده و این موضوع هزینه تأمین مالی شرکت از طریق سهام را کاهش می‌دهد. بر اساس این یافته‌ها نمی‌توان فرضیه پژوهش را رد کرد.

جدول (۴). نتایج آزمون فرضیه پژوهش

| متغیر                    | نماد | ضریب   | انحراف معیار | آماره  | سطح معناداری | همخطی |
|--------------------------|------|--------|--------------|--------|--------------|-------|
| کیو توپین                | TBQ  | -۰/۰۹۶ | ۰/۰۲۸        | -۳/۳۸۲ | ۰/۰۰۸        | ۶/۳۱۴ |
| اندازه شرکت              | Size | ۰/۰۴۰  | ۰/۰۹۸        | ۰/۴۱۶  | ۰/۶۸۶        | ۱/۰۴۷ |
| سن شرکت                  | Age  | -۰/۲۱۳ | ۰/۱۴۵        | -۱/۴۷۲ | ۰/۱۷۵        | ۱/۰۹۱ |
| رشد فروش                 | SG   | -۰/۰۹۲ | ۰/۱۱۳        | -۰/۸۱۵ | ۰/۴۳۵        | ۱/۲۴۷ |
| نسبت ارزش بازار به دفتری | MB   | ۰/۰۱۸  | ۰/۰۰۸        | ۲/۰۵۹  | ۰/۰۶۹        | ۵/۸۵۷ |
| بازده دارایی‌ها          | ROA  | -۰/۰۰۸ | ۰/۳۸۹        | -۰/۰۲۱ | ۰/۹۸۳        | ۱/۵۳۹ |

| متغیر                | نماد | ضریب    | انحراف معیار | آماره  | سطح معناداری | همخطی |
|----------------------|------|---------|--------------|--------|--------------|-------|
| اهرم مالی            | LEV  | ۱/۶۳۴   | ۰/۴۲۰        | ۳/۸۸۶  | ۰/۰۰۳        | ۱/۵۸۰ |
| نسبت نقدینگی         | CR   | -۰/۶۹۴  | ۰/۳۹۲        | -۱/۷۶۷ | ۰/۱۱۰        | ۱/۱۴۰ |
| دارایی مشهود         | Tang | -۰/۰۴۰  | ۰/۴۰۳        | -۰/۱۰۱ | ۰/۹۲۱        | ۱/۰۶۷ |
| ضریب تعیین           |      | ۰/۶۲۵   |              |        |              |       |
| ضریب تعیین تعدیل شده |      | ۰/۵۷۷   |              |        |              |       |
| آماره دوربین واتسون  |      | ۱/۵۷۳   |              |        |              |       |
| آماره F              |      | ۱۲/۱۶۲  |              |        |              |       |
| لیمر                 |      | ۴/۱۶۶   |              |        |              |       |
| هاسمن                |      | ۱۶۲/۲۹۴ |              |        |              |       |
| واریانس ناهمسانی     |      | ۴۲/۰۴۴  |              |        |              |       |

### نتیجه گیری

این پژوهش به بررسی رابطه بین ارزش شرکت و سیاست‌های اعتبار تجاری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخت. یافته‌ها تأیید می‌کند که ارزش شرکت به طور قابل توجهی بر سیاست‌های اعتبار تجاری تأثیر می‌گذارد. این تأثیرگذاری منفی است. به این معنا که شرکت‌های دارای ارزش بازار بالاتر کمتر تمایل دارند که از طریق بدهی و استقراض به تأمین منابع مالی بپردازند. این شرایط واقعیت بازار سرمایه را نشان می‌دهد. بدین صورت که در سطح بازار مشاهده می‌شود که شرکت‌های دارای عملکرد بهتر و توجه سرمایه‌گذاران در بازار به این وضعیت، باعث می‌شود که اعتماد بیشتری به خرید سهام این شرکت داشته و اگر شرکت نیاز به تأمین مالی داشته باشد، از طریق افزایش سرمایه و صدور سهام مجدد بتواند منابع مالی را کسب کند؛ زیرا اعتماد شکل گرفته باعث شده سرمایه‌گذاران از خرید سهم این شرکت ریسک کمتری احساس کرده و تقاضا برای آن به وجود بیاید. با این روش شرکت‌ها می‌توانند با هزینه کمتری تأمین مالی کنند. بدین صورت شرکت‌ها دارای ارزش شرکت بالاتر، می‌توانند سیاست‌های اعتبار تجاری خود را به نحوی تنظیم کنند که با توجه به جایگاه آن‌ها در بازار کمتر مجبور باشند که به استقراض با هزینه بالاتر روی بیاورند و بنابراین، میزان بدهی‌های آن‌ها در شرکت کاهش پیدا کند. باین وجود، نباید از این موضوع غافل شده اکثر شرکت‌های ایرانی اهرم مالی بالایی دارند. این وضعیت را می‌توان به وجود روابط سیاسی و توانایی برخی شرکت‌ها برای دریافت بدهی و استقراض مربوط دانست. این نتایج با یافته‌های شهزاد و همکاران (۲۰۲۲) در تضاد است؛ زیرا یافته‌های آنان نشان داد که شرکت‌های دارای ارزش بازار بالاتر، نسبت بدهی بالاتری دارند. آنان برای یافته‌های خود استدلال کردند که شرکت‌های دارای ارزش بازار بالاتر به خاطر وضع مالی بهتر، دوره پرداخت به طلبکاران شرکت را کاهش داده و بنابراین، اعتباردهندگان با ریسک کمتری به آن‌ها منابع مالی بدهند. البته نباید از این نکته غافل شد که محیط‌های اقتصادی تفاوت زیادی با همدیگر دارند. به عنوان مثال، در کشور ایران که یک اقتصاد نوظهور است و معمولاً نظارت بر اجرای قوانین شدید نیست، همواره ریسک اعتباری شرکت‌ها بالا بوده و بنابراین، در این محیط عموماً روابط موجود و بخصوص روابط سیاسی مدیران می‌تواند راه دریافت بدهی و تأمین مالی از این طریق را آسان کند. مطابق با تئوری مبتنی بر منابع شرکت (بارنی، ۱۹۹۶) رابطه مذکور بین سیاست‌های اعتبار تجاری و ارزش شرکت به شدت در شرکت‌های دولتی قابل مشاهده و مثبت است و این موضوع استدلال فوق را تأیید می‌کند که روابط سیاسی می‌تواند رابطه منفی اثبات شده در این پژوهش را برعکس و تعدیل کند؛ بنابراین، پیشنهاد می‌شود در پژوهش‌های آتی این موضوع در محیط

اقتصادی ایران بررسی شود. علاوه بر این، پیشنهاد می‌شود که مدیران بر بهبود ارزش شرکت تأکید کنند و تلاش کنند ارزش شرکت را در بازار بهبود ببخشند؛ زیرا با توجه به یافته‌های پژوهش، می‌توان گفت شرکت‌های دارای ارزش بالاتر در بازار، با هزینه کمتری می‌توانند منابع مالی مورد نیاز خود را کسب کنند. همچنین، ارزش بالای شرکت در بازار می‌تواند به مدیران این امکان را بدهد که یک استراتژی رقابتی را از طریق سیاست‌های اعتبار تجاری در برابر آن دسته از رقیبانی که ارزش شرکت آن‌ها برابر یا بالاتر است، شکل دهند. همان‌طور که گفته شد، محیط اقتصادی ایران در حال توسعه است و بر این اساس به پژوهشگران توصیه می‌شود که روی این جنبه‌ها تمرکز کنند تا نقش بازار سهام و توزیع مجدد سرمایه از طریق روش‌های مختلف را بررسی کنند.

### منابع

رحمانی نوروزآباد؛ سامان؛ انواری رستمی، علی اصغر؛ خلیلی، کرم و محمدی، اسفندیار. (۱۳۹۹). استراتژی‌های تأمین مالی شرکت‌ها در شرایط عادی و بحران: شواهدی از بورس اوراق بهادار تهران. *مدیریت دارایی و تأمین مالی*، ۸(۲)، ۳۰-۱۳.

رضایی، فرزین و سیاری، محمد صادق. (۱۳۹۴). نقش منابع تأمین مالی بر رابطه بین رشد دارایی‌ها و بازده سهام شرکت‌ها. *پژوهش‌های تجربی حسابداری*، ۵(۳)، ۹۵-۱۱۸.

سلطانی، سودا. (۱۳۹۲). بررسی روش‌های تأمین مالی بر ارزش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پایان‌نامه برای دریافت درجه ارشد ارشد. دانشگاه تهران.

طالب نیا، قدرت اله و مهدوی، مریم. (۱۳۹۳). بررسی اثر اعتبار تجاری و عمق مالی بر میزان نگهداشت وجه نقد. *دانش حسابداری و حسابرسی مدیریت*، ۴(۱۳)، ۴۱-۵۴.

Abdulla, Y., Dang, V. A., & Khurshed, A. (2017). Stock market listing and the use of trade credit: Evidence from public and private firms. *Journal of Corporate Finance*, 46, 391-410.

Abdulla, Y., Dang, V. A., & Khurshed, A. (2020). Suppliers' listing status and trade credit provision. *Journal of Corporate Finance*, 60, 101535.

Asem, E., Chung, J., Cui, X., & Tian, G. Y. (2016). Liquidity, investor sentiment and price discount of SEOs in Australia. *International Journal of Managerial Finance*, 12(1), 25-51.

Bachoo, K., Tan, R., & Wilson, M. (2013). Firm value and the quality of sustainability reporting in Australia. *Australian Accounting Review*, 23(1), 67-87.

Barney, J. B. (1996). The resource-based theory of the firm. *Organization Science*, 7(5), 469.

Belo, F., Gala, V., Salomao, J., & Vitorino, M. A. (2022). Decomposing firm value. *Journal of Financial Economics*, 143(2), 619-639.

Brav, O. (2009). Access to capital, capital structure, and the funding of the firm. *The Journal of Finance*, 64(1), 263-308.

Cai, G., Chen, X., & Xiao, Z. (2014). The roles of bank and trade credits: Theoretical analysis and empirical evidence. *Production and Operations Management*, 23(4), 583-598.

Casey, E., & O'Toole, C. M. (2014). Bank lending constraints, trade credit and alternative financing during the financial crisis: Evidence from European SMEs. *Journal of Corporate Finance*, 27, 173-193.

Chen, X. (2015). A model of trade credit in a capital-constrained distribution channel. *International Journal of Production Economics*, 159, 347-357.

Chen, X., Arnoldi, J., & Chen, X. (2019). Chinese culture, materialism and corporate supply of trade credit. *China Finance Review International*, 10(2), 197-212.

- Cheng, N. S., & Pike, R. (2003). The trade credit decision: Evidence of UK firms. *Managerial and Decision Economics*, 24(6-7), 419-438.
- Cheung, W. M., Chung, R., & Fung, S. (2015). The effects of stock liquidity on firm value and corporate governance: Endogeneity and the REIT experiment. *Journal of Corporate Finance*, 35, 211-231.
- Chong, B.-U., & Yi, H.-C. (2011). Bank loans, trade credits, and borrower characteristics: Theory and empirical analysis. *Asia-Pacific Journal of Financial Studies*, 40(1), 37-68.
- Claessens, S., Ueda, K., & Yafeh, Y. (2014). Institutions and financial frictions: Estimating with structural restrictions on firm value and investment. *Journal of Development Economics*, 110, 107-122.
- Cull, R., Xu, L. C., & Zhu, T. (2009). Formal finance and trade credit during China's transition. *Journal of Financial Intermediation*, 18(2), 173-192.
- Daripa, A., & Nilsen, J. (2011). Ensuring sales: A theory of inter-firm credit. *American Economic Journal: Microeconomics*, 3(1), 245-279
- Dass, N., Kale, J. R., & Nanda, V. (2015). Trade credit, relationship-specific investment, and product market power. *Review of Finance*, 19(5), 1867-1923.
- de Lange, D., & Valliere, D. (2020). Investor preferences between the sharing economy and incumbent firms. *Journal of Business Research*, 116, 37-47.
- Fabbri, D., & Klapper, L. F. (2016). Bargaining power and trade credit. *Journal of Corporate Finance*, 41, 66-80.
- Ferrando, A., & Mulier, K. (2013). Do firms use the trade credit channel to manage growth? *Journal of Banking and Finance*, 37(8), 3035-3046.
- Garcia-Appendini, E., & Montoriol-Garriga, J. (2013). Firms as liquidity providers: Evidence from the 2007-2008 financial crisis. *Journal of Financial Economics*, 109(1), 272-291.
- Gordon, M. J. (1971). Towards a theory of financial distress. *The Journal of Finance*, 26(2), 347-356.
- Green, T. C., & Jame, R. (2013). Company name fluency, investor recognition, and firm value. *Journal of Financial Economics*, 109(3), 813-834.
- Guariglia, A., Liu, X., & Song, L. (2011). Internal finance and growth: Microeconomic evidence on Chinese firms. *Journal of Development Economics*, 96(1), 79-94.
- Hackbarth, D., Hennessy, C. A., & Leland, H. E. (2007). Can the trade-off theory explain debt structure? *The Review of Financial Studies*, 20(5), 1389-1428.
- Hill, C. W. L., & Jones, T. M. (1992). Stakeholder-agency theory. *Journal of Management Studies*, 29(2), 131-154.
- Hou, W., Kuo, J. M., & Lee, E. (2012). The impact of state ownership on share price informativeness: The case of the split share structure reform in China. *British Accounting Review*, 44(4), 248-261.
- Lambert, R., Leuz, C., & Verrecchia, R. E. (2007). Accounting information, disclosure, and the cost of capital. *Journal of Accounting Research*, 45(2), 385-420.
- Lewellen, W. G., McConnell, J. J., & Scott, J. A. (1980). Capital market influences on trade credit policies. *Journal of Financial Research*, 3(2), 105-113.
- Lin, T. T., & Chou, J. H. (2015). Trade credit and bank loan: Evidence from Chinese firms. *International Review of Economics and Finance*, 36, 17-29.
- Mallick, S., & Yang, Y. (2011). Sources of financing, profitability and productivity: First evidence from matched firms. *Financial Markets, Institutions & Instruments*, 20(5), 221-252.
- Marchica, M.-T., & Mura, R. (2010). Financial flexibility, investment ability, and firm value: Evidence from firms with spare debt capacity. *Financial Management*, 39(4), 1339-1365.
- Martínez-Sola, C., García-Teruel, P. J., & Martínez-Solano, P. (2013). Trade credit policy and firm value. *Accounting & Finance*, 53(3), 791-808.

- Michaely, R., & Roberts, M. R. (2012). Corporate dividend policies: Lessons from private firms. *The Review of Financial Studies*, 25(3), 711–746.
- Molina, C. A., & Preve, L. A. (2009). Trade receivables policy of distressed firms and its effect on the costs of financial distress. *Financial Management*, 38(3), 663–686.
- Molina, C. A., & Preve, L. A. (2012). An empirical analysis of the effect of financial distress on trade credit. *Financial Management*, 41(1), 187–205.
- Murfin, J., & Njoroge, K. (2015). The implicit costs of trade credit borrowing by large firms. *The Review of Financial Studies*, 28(1), 112–145.
- Narasimhan, C. (1984). A price discrimination theory of coupons. *Marketing Science*, 3(2), 128–147. Retrieved from <http://www.jstor.org/stable/183747>.
- Nilsen, J. H. (2002). Trade credit and the bank lending channel. *Journal of Money, Credit, and Banking*, 34(1), 226–253.
- Niskanen, J., & Niskanen, M. (2006). The determinants of corporate trade credit policies in a bank-dominated financial environment: The case of Finnish small firms. *European Financial Management*, 12(1), 81–102.
- Panda, A. K., & Nanda, S. (2018). Working capital financing and corporate profitability of Indian manufacturing firms. *Management Decision*, 56(2), 441–457.
- Schwartz, R. A. (1974). An economic model of trade credit. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 9(4), 643.
- Sercu, P., & Vanpee, R. (2007). Home bias in international equity portfolios: A review. Available at SSRN 1025806. <https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1025806>.
- Shahzad U, Ali A, & Zhao L. (2021). The nexus of debt financing and corporate innovation by exploring market competition's moderating and enterprise maturity's influential role: evidence from China. *Spanish Journal of Finance and Accounting / Revista Española de Financiación y Contabilidad*, 1–27.
- Shahzad U, Liu J, and Luo F. (2022). Stock Liquidity and Corporate Trade Credit Strategies: Evidence from China. *Journal of Business Economics and Management*, 23 (1), 40–59. doi:10.3846/jbem.2021.15655.
- Shahzad U, Luo F, Pang T, Liu J, and Nawaz T. (2021). Managerial equity incentives portfolio and the moral hazard of technology investment. *Technology Analysis & Strategic Management*, 33 (12), 1435–1449. 10.1080/09537325.2021.1876223.
- Shahzad, U., Fukai, L., Mahmood, F., Jing, L., & Ahmad, Z. (2020). Reliable and advanced predictors for corporate financial choices in Pakistan. *The Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 7(7), 73–84.
- Shahzad, U., Zhao, L., Liu, J., & Luo, F. (2022). Corporate value and trade-credit policies: evidence from China. *Journal of Applied Economics*, 25(1), 412–432.
- Shang, C. (2020). Trade credit and stock liquidity. *Journal of Corporate Finance*, 62, 101586.
- Shenoy, J., & Williams, R. (2017). Trade credit and the joint effects of supplier and customer financial characteristics. *Journal of Financial Intermediation*, 29, 68–80.
- Shenoy, J., & Williams, R. (2017). Trade credit and the joint effects of supplier and customer financial characteristics. *Journal of Financial Intermediation*, 29, 68–80.
- Shyu, J. (2013). Ownership structure, capital structure, and performance of group affiliation: Evidence from Taiwanese group-affiliated firms. *Managerial Finance*, 39(4), 404–420.
- Tang, Y., & Moro, A. (2020). Trade credit in China: Exploring the link between short term debt and payables. *Pacific Basin Finance Journal*, 59, 101240.
- Vo, X. V., & Ellis, C. (2017). An empirical investigation of capital structure and firm value in Vietnam. *Finance Research Letters*, 22, 90–94.
- Wilner, B. S. (2000). The exploitation of relationships in financial distress: The case of trade credit. *Journal of Finance*, 55(1), 153–178.

## The Effect of Firm Value on Business Credit Policies

Date of Receipt: 2022/12/26 Date of Issue: 2023/02/14

---

### Abstract

A review of previous literature suggests that corporate credit policies affect the market value of firms, and this situation can vary the ways of financing between firms. Accordingly, this study investigated the effect of the effect of firm value on business credit policies. To achieve the purpose of the study, the financial information of 163 companies listed on the Tehran Stock Exchange (TSE) based on systematic screening method and multivariate regression method was used. The period of this research is 2012 to 2021. Findings showed that the value of the firm with TBQ criterion has a negative and significant effect on the firm's business reputation. In other words, firms with higher market value are less likely to finance debt and borrowing. The findings of this study illustrate the effects of corporate value in developing countries, and the literature develops the area of influence of financing policies on corporate market performance. Accordingly, managers are advised to focus on improving the value of the company and try to improve the firm's position in the capital market.

### Keywords

Firm value, Credit policies, Financing.

---

