

دو فصلنامه حسابداری ارزشی و رفتاری- سال دوم، شماره سوم، بهار و تابستان ۱۳۹۶، صفحه ۲۱۵-۲۳۲

## بررسی تاثیر سطح افشاری ارزش مشتریان در وب سایت شرکتهاي بورسي بر هزینه حقوق صاحبان سهام

ابراهيم عباسی<sup>۱</sup>

تاریخ دریافت: ۹۶/۰۴/۰۵ تاریخ پذیرش: ۹۶/۰۳/۰۲

### چکیده

هدف این پژوهش بررسی تاثیر میزان افشاری اینترنتی شرکتهاي بورسی درخصوص ارزشی که برای مشتریان قابلند بر روی هزینه حقوق صاحبان سهام این شرکتها می باشد. میزان ارزش قائل شدن برای مشتریان از جنبه های کمی و کیفی مختلف نظیر کیفیت محصولاتی که شرکت عرضه می کند، تلاش برای کاهش و رسیدگی به شکایات مشتریان و... قابل سنجش است. در این تحقیق از یک شاخص وزنی مبتنی بر اطلاعات کمی و کیفی منتشر شده وب سایت شرکتها برای اندازه گیری میزان این افشا استفاده شده است. هزینه حقوق صاحبان سهام براساس مدل گود و موهارام (۲۰۰۳) محاسبه شده است. اندازه شرکت، نسبت ارزش بازار به دفتری حقوق صاحبان سهام، بازده دارایی ها نیز به عنوان متغیرهای کنترل در نظر گرفته شده اند. نمونه تحقیق شامل ۹۷ شرکت بورسی طی سال های ۱۳۹۱ تا ۱۳۹۴ می باشد. فرضیه های تحقیق بر اساس مدل رگرسیون چندگانه حداقل مربوطات با استفاده از داده های مقطعی مورد آزمون قرار گرفته اند. نتایج این تحقیق نشان می دهد که افشاری ارزش مشتریان (براساس آیتم های کمی و کیفی) بر هزینه حقوق صاحبان سهام شرکت های مورد مطالعه، تاثیر معنی داری ندارد. همچنین افشاری ارزش مشتریان (براساس آیتم های کمی و کیفی) در صنایع رقابتی تاثیری بر هزینه حقوق صاحبان سهام این شرکت ها نداشته است.<sup>۲</sup>.

**واژه های کلیدی:** ارزش مشتری، هزینه حقوق صاحبان سهام، افشاء، گزارشگری مالی، اینترنت (وب سایت).

<sup>۱</sup>دانشیار گروه مدیریت، واحد علی آباد کتول، دانشگاه آزاد اسلامی، علی آباد کتول ، ایران (تویینده مسئول)  
abbasiebrahim2000@yahoo.com

<sup>۲</sup>مقاله حاضر بر اساس طرح مصوب معاونت پژوهشی دانشگاه آزاد اسلامی واحد علی آباد کتول تحت عنوان "بررسی تاثیر سطح افشاری ارزش مشتریان در وب سایت بر هزینه حقوق صاحبان سهام در بورس تهران " در سال ۱۳۹۳ انجام یافته است، تدوین و ارائه گردیده است.

## ۱- مقدمه

این پژوهش، تاثیر رفتاری میزان افشاری ارزش قائل شده شرکت برای مشتریانش را بر هزینه حقوق صاحبان سهام شرکت مورد بررسی قرار می‌دهد. ادبیات پیشین در این زمینه مدعی هستند که، ارتباطات با مشتری، یک دارایی نامشهود و مهم شرکت است، اما این دارایی‌ها در صورت های مالی سنتی به طور شفاف بیان نشده است (گاپتا و همکاران، ۲۰۰۴). از این‌رو، شرکت‌ها دارای انگیزه‌هایی برای افزایش افشاری داوطلبانه ارزش روابط مشتری‌های خوبی هستند تا از این طریق برای سرمایه‌گذاران این امکان را فراهم آورند که بتوانند بر عملکرد شرکت نظارت کنند و ثابت کنند که چگونه این دارایی‌های نامشهود می‌تواند برای سهامداران خلق ارزش نماید (لو و همکاران، ۲۰۱۰). عدم تقارن اطلاعات درباره ارزش روابط مشتری یک شرکت می‌تواند به نحوی قابل توجه با انتقال دادن اطلاعات، در مورد رضایت مشتری یا مشخصه‌های محصولات، کاهش یابد. منابع مشتری یک شرکت، محرك اصلی برای فرایند خلق ارزش است (ایتنر و لارکر، ۱۹۹۸) و افشاری چنین منابعی ممکن است ریسک ارزیابی را کاهش دهد (بروی و برون، ۱۹۸۵)، بنیان و اساس کار سرمایه‌گذار را افزایش دهد (مرتن، ۱۹۸۷) و در نهایت معاملات سهام را افزایش دهد (دیاموند و ورچینا، ۱۹۹۱) و بدین ترتیب هزینه حقوق صاحبان سهام تنزل پیدا کرده و پایین می‌آید. مشابه نظر کورمیر و همکاران (۲۰۰۹) در این تحقیق نیز میزان افشاری ارزش قائل شده شرکت برای مشتریانش از طریق کدگذاری صحت اطلاعات گزارش شده (یعنی اطلاعات ارزش مشتری کمی در مقابل اطلاعات ارزش مشتری کیفی) تفکیک شده، است. زیرا محتوای اطلاعاتی، میزان و یا نمره‌های افشا را افزایش داده و بصیرت و دانش نسبت به ماهیت ارتباط بین افشاری داوطلبانه و هزینه حقوق صاحبان را بهبود می‌بخشد. همچنین این تحقیق به بررسی اینکه آیا رقابت صنعتی ارتباط بین میزان و دقت اطلاعات افشا شده و هزینه حقوق صاحبان سهام را تضعیف می‌کند یا نه می‌پردازد.

برای تشخیص و فهم اهمیت دارایی غیر مالی در فرایند خلق ارزش شرکت‌ها، کاپلان و نورتون<sup>۱</sup> (۱۹۹۶) چارچوب ارزیابی متوازن را طراحی کرده‌اند که شخص‌های مالی و غیر مالی را در یک سیستم سنجش جامع عملکرد ادغام کرده است. چهار دیدگاه برای سنجش عملکرد مطرح شده است: پادگیری و رشد، فرایند کسب و کار داخلی، ارزشی که شرکت برای مشتری قائل شده است (ارزش مشتری) آ و عملکرد مالی. این دیدگاه‌ها، به طور جداگانه و ترکیبی، به مدیریت این امکان را می‌دهد تا اعمال کوتاه مدت را با اهداف استراتژیک بلند مدت تولید ارزش در یک نقشه استراتژیک پیوند دهد. در این پژوهش ما بر روی چشم انداز اصلی چارچوب ارزیابی متوازن یعنی

<sup>1</sup>. Kaplan and Norton

<sup>2</sup>. customers value

ارزش مشتری تمرکز می‌کنیم. توسعه مقیاس‌هایی برای سنجش ارزش مشتری، هدف بسیاری از تحقیقات اخیر بوده است و سنجش ارزش دوره حیات مشتری به عنوان مولد جریان درآمد، به موضوعی کلیدی در توسعه و حفظ روابط طولانی مدت به مشتریان سودآور، تبدیل شده است که نقش مهمی در اکتساب و حفظ مشتری دارد (برگر و نصر، ۱۹۹۸).

به طور کلی افشاری اطلاعات با هزینه حقوق صاحبان سهام رابطه منفی دارد، چرا که افشاری اطلاعات موجب کاهش عدم تقارن اطلاعاتی می‌شود. بنابراین سوال اصلی این است که تاثیر رفتاری میزان افشاری اینترنتی شرکتهای بررسی درخصوص ارزشی که برای مشتریانشان قایلند بر روی هزینه حقوق صاحبان سهام این شرکتها چگونه است؟

## ۲-مبانی نظری و پیشینه پژوهش

هزینه سرمایه به طور اعم و هزینه حقوق صاحبان سهام به طور اخص، از مباحث اساسی است که به دلیل کاربردهای وسیع آن در ادبیات مالی از اهمیت ویژه‌ای برخوردار می‌باشد. پژوهش‌های انجام شده نشان می‌دهد که افزایش افشا، توان کاهش هزینه سرمایه را از طریق کاهش ریسک یا افزایش قدرت نقدینگی دارد. افشا در قالب پیش‌بینی سود مدیر با خطای پایین، دقت بالا و ارائه به موقع دارای محتوای اطلاعاتی است که توان کاهش بی اعتمادی سرمایه گذاران در بازار را دارد. جذب اعتماد سرمایه گذاران به بازار، باعث افزایش قیمت پیشنهادی سهام شرکت‌ها شده است که این بر کاهش هزینه سرمایه و سهولت جذب سرمایه موثر است. نقدینگی بالا در شرکت باعث جذب فرستهای جدید سرمایه گذاری برای شرکت می‌شود، که این نیز اعتبار شرکت در بازار را افزایش داده و اعتماد سرمایه گذاران را به همراه آورده است و حلقه رشد مداوم برای شرکت ثمره آن است. جذب اعتماد سرمایه گذاران در بازار خود محركی برای ارائه و افشا اطلاعات با کیفیت بالا و به موقع می‌شود که این شرایط هم به نفع سهامداران است و هم به نفع مدیران شرکت‌ها. از این رو هر دو طرف به ادامه این روند علاقه مند می‌باشند (سلیمانی و همکاران، ۱۳۹۰). نظریه‌های اقتصادی نشان می‌دهد، به طور کلی افشاری اطلاعات با هزینه حقوق صاحبان سهام رابطه منفی دارد، چرا که افشاری اطلاعات موجب کاهش عدم تقارن اطلاعاتی می‌شود (راکو، ۲۰۱۰). ارزش، اساس تمام فعالیتهای بازاریابی بوده و تمام نقش آفرینان و فعالان بازار، در مبادلات خود با سایرین انتظارات کسب ارزش را دارند (هولبروک، ۱۹۹۴). بطوری که، این کلید واژه در بسیاری از عنوانین تحقیقات دانشگاهی و غیر دانشگاهی سالهای اخیر به چشم می‌خورد و خصوصاً در دو دهه اخیر، در کانون توجه بسیاری از محققین واقع شده است (مولر و ترونن، ۲۰۰۳)، گاپتا و همکاران (۲۰۰۴).

پژوهش‌های قبل ارتباط بین ارزش مشتری و ایجاد ارزش را تأیید کرده‌اند. به عنوان مثال تأثیر رضایت مشتری یا وفاداری مشتری بر عملکرد مالی کوتاه مدت (که از طریق بازده سرمایه گذاری و یا رشد جریان نقدی، اندازه‌گیری شده) را نشان می‌دهد (اسمیت و رایت، ۲۰۰۴ و گاپتا و زیتمال، ۲۰۰۶). مطالعات دیگر به بررسی واکنش سرمایه‌گذار بر ارزش مشتری را نشان می‌دهد، به عنوان مثال رضایت مشتری ارتباط مثبت با ارزش سهام (اندرسون و همکار، ۲۰۰۴) و با بازده سهام (فولم و همکار ۲۰۰۶) و جاکوبسن و میزیک (۲۰۰۹) دارد.

تحقیقات پیشین ارتباط منفی بین هزینه حقوق صاحبان سهام و میزان افشا را تأیید کردنده (هایل، ۲۰۰۲، فرانسیس و همکار ۲۰۰۵)، دهاویل و همکار (۲۰۱۱)، اگر چه آنها به صراحت ارزش مشتری را در نظر نگرفتند. افشاری ارزش مشتری ممکن است به طور مستقیم عدم تقارن اطلاعات را تحت تأثیر قرار دهد، ما انتظار داریم که یک رابطه معکوس بین هزینه حقوق صاحبان سهام و میزان افشاری ارزش مشتری وجود داشته باشد.

اثربخشی افشاری ارزش مشتری در تغییر برداشت سرمایه گذاران، به طور قابل توجهی ممکن است نه تنها به میزان افشاری اطلاعات، بلکه به ماهیت اطلاعات افشا شده وابسته باشد. اطلاعات کمی ممکن است با اعتبارتر از اطلاعات کیفی باشد، اگر اطلاعات افشاء شده، اثبات پذیری اطلاعات پیشین را افزایش دهد (هاتن و همکاران، ۲۰۰۳).

ارتباط بین افشاری ارزش مشتری و هزینه حقوق صاحبان سهام می‌تواند توسط میزان رقابت در بازار تحت تأثیر قرار گیرد. عدم اطمینان سرمایه گذاران درباره عملکرد آینده شرکت در صنایع رقابتی تر بالاتر است که در آن رقابت بین اعضای یک صنعت وجود دارد و حفظ مشتریان کار سخت تری است (اندرسون و همکاران، ۲۰۰۴ و لو و همکاران، ۲۰۱۰). رقابت، احتمال تداوم روابط با مشتریان را کاهش می‌دهد (سایدرز و همکاران، ۲۰۰۵)، که باعث افزایش نوسانات جریان‌های نقدی مورد انتظار می‌شود. علاوه بر این هزینه حفظ مشتریان در محیط رقابتی کمتر قابل پیش‌بینی است (اسریو استوا و همکاران، ۱۹۹۸).

آفایی و کاظم پور (۱۳۹۵) در پژوهشی به بررسی تأثیر مسئولیت‌پذیری اجتماعی و تنوع‌پذیری محصولات بر عملکرد شرکت‌های پردازند. برای اندازه‌گیری تنوع‌پذیری محصولات از معیار آنتروپویی استفاده شده است و مسئولیت‌پذیری اجتماعی هم با استفاده از جدول ارائه شده که دارای شش بُعد مسائل محیطی، محصولات و خدمات، منابع انسانی، مشتریان، مسئولیت‌های اجتماعی و انرژی است، اندازه‌گیری و برای سنجش عملکرد از نرخ بازده دارایی‌ها استفاده شده است. هم‌چنین، نمونه آماری پژوهش حاضر ۸۰ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در بازه زمانی ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۳ (۴۸۰ سال-شرکت) است. پس از تجزیه و تحلیل‌های آماری، نتایج

حاکی از آن بودند که بین مسئولیت‌پذیری اجتماعی و عملکرد شرکت رابطه مثبت و معنادار و بین تنوع‌پذیری محصولات و عملکرد شرکت رابطه منفی و معناداری وجود دارد.

دارابی و همکاران (۱۳۹۵)، در پژوهشی به بررسی ارتباط گزارشگری مسئولیت اجتماعی و ابعاد آن شامل محیط زیست، رفاه کارکنان، فعالیت اجتماعی و مصرف انرژی با ارزش و ریسک شرکت است. بدین منظور داده‌های مربوط به سال ۲۰۲۶-شرکت عضو بورس اوراق بهادر تهران برای دوره‌ی زمانی بین سال‌های ۱۳۹۲ تا ۱۳۹۴ مورد بررسی قرار گرفت. به منظور تعزیز و تحلیل داده‌ها، از آزمون معنی داری F در رگرسیون چند گانه به وسیله نرم افزار Eviews 8 استفاده شده است. نتایج این پژوهش نشان داد که بین گزارشگری مسئولیت اجتماعی با ریسک و ارزش شرکت رابطه‌ی معناداری وجود دارد.

ابراهیمی و همکار (۱۳۹۵)، در پژوهشی به بررسی تاثیر افشا و محافظه کاری حسابرس بر هزینه‌های ضمنی حقوق صاحبان سهام شرکت‌ها می‌پردازن. نمونه‌ها در بر گیرنده ۱۰۴ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادر تهران طی دوره زمانی ۶ ساله (۱۳۹۳-۱۳۸۸) می‌باشد. فرضیه‌ها با استفاده از مدل رگرسیون خطی در سطح خطای ۵٪ آزمون شدند. نتایج پژوهش نشان می‌دهد در حالت استفاده از معیار اندازه گیری نوع موسسه حسابرسی به عنوان محافظه کاری حسابرسی، فرضیه اول یعنی رابطه معنادار بین افشاء‌کاری شرکت و هزینه‌های ضمنی حقوق صاحبان سهام رد می‌شود. ولی در حالت استفاده از معیار اندازه گیری کیفیت اقلام تعهدی اختیاری به عنوان محافظه کاری حسابرسی، رابطه معنادار بین افشاء‌کاری شرکت و هزینه‌های ضمنی حقوق صاحبان سهام تأیید می‌شود. همچنین نتایج نشان داد در حالت استفاده از معیار اندازه گیری نوع موسسه حسابرسی به عنوان محافظه کاری حسابرسی، با در نظر گرفتن نقش محافظه کاری حسابرس بین افشاء‌کاری شرکت و هزینه‌های ضمنی حقوق صاحبان سهام رابطه معناداری وجود دارد. ولی در حالت استفاده از معیار اندازه گیری کیفیت اقلام تعهدی اختیاری به عنوان محافظه کاری حسابرسی، با در نظر گرفتن نقش محافظه کاری حسابرس بین افشاء‌کاری شرکت و هزینه‌های ضمنی حقوق صاحبان سهام رابطه معناداری وجود ندارد.

کرمی و همکاران (۱۳۹۲) در پژوهشی به بررسی رابطه بین سطح افشاء شامل سه متغیر قابلیت اتکای افشاء، به موقع بودن افشاء و افشاء‌نهایی با هزینه حقوق صاحبان سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادر تهران می‌پردازن. نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌های مطرح شده نشان دهنده آن است که بین متغیرهای قابلیت اتکای افشاء، به موقع بودن افشاء و افشاء‌نهایی با هزینه حقوق صاحبان سهام در گروه صنایع با فراوانی بیشتر رابطه معناداری دیده می‌شود.

مشايخی و همکار (۱۳۹۲)، در پژوهشی، به بررسی تاثیر اندازه شرکت در تعديل رابطه بین کیفیت افشا و هزینه حقوق صاحبان سهام می‌پردازند. نتایج بدست آمده از پژوهش نشان می‌دهد که رابطه منفی و معنی داری بین کیفیت افشا و هزینه حقوق صاحبان سهام، برای گروه شرکت‌های بزرگ وجود دارد، اما همچین رابطه ای برای شرکت‌های کوچکتر از میانگین قابل مشاهده نیست.

مجتهد زاده و همکاران (۱۳۸۷)، در تحقیقی به بررسی رابطه افشا (درسه سطح کل، سالانه و میان دوره ای) و هزینه حقوق صاحبان سهام مورد انتظار می‌پردازند. نتایج بدست آمده بیانگر وجود رابطه معکوس معنی دار بین نمره افشا کل و سالانه با هزینه حقوق صاحبان سهام است. رزآلی و همکاران (۲۰۱۶) به بررسی تاثیر افشا اطلاعات بر هزینه حقوق صاحبان سهام می‌پردازند. با استفاده از نمونه ای از کلیه شرکت‌های مالزی به استثنای شرکت‌های مالی و خدماتی، طی سال‌های ۲۰۱۰ تا ۲۰۱۲ و با استفاده از رگرسیون ترکیبی، نتایج پژوهش نشان می‌دهد که افشا بیشتری از اطلاعات، باعث کاهش هزینه حقوق صاحبان سهام می‌شود.

امبورگ و همکاران (۲۰۱۲) در پژوهشی به بررسی این مطلب می‌پردازند که آیا شرکت‌های بزرگ‌تر در قیاس با شرکت‌های کوچکتر، از افشاء بیشتر منفعت بیشتری می‌برند یا نه. این پژوهش اندازه شرکت را به عنوان متغیر تعديل کننده برای بررسی رابطه میان افشاء و هزینه حقوق صاحبان سهام تلقی می‌کند. نتایج نشان می‌دهند که ارتباط منفی قابل توجهی میان افشاء و هزینه صاحبان سهام برای شرکت‌های بزرگ وجود دارد، اما این امر برای شرکت‌های کوچک قابل ملاحظه نیست.

داهاویل و همکاران (۲۰۱۱) در پژوهشی منافع بالقوه کاهش در هزینه سرمایه شرکت مرتبط با افشاء داوطلبانه مسئولیت اجتماعی شرکتی را مورد بررسی قرار می‌دهند. نتایج نشان می‌دهد که شرکت‌هایی با هزینه بالای سرمایه در سال گذشته تمایل به این امر داشتند تا دست به افشاء مسئولیت اجتماعی شرکتی در سال جاری بزنند و اینکه شرکت‌های دست به کار شده با عملکرد مسئولیت پذیری اجتماعی بالا، از کاهش متعاقب در هزینه سرمایه برخوردار شدند.

لی (۲۰۱۰) در پژوهشی این مطلب را مورد بررسی قرار می‌دهد که چگونه تصمیمات افشاء دواطلبانه، توسط رقابت موجود در بازار محصول کاهش می‌یابد. با استفاده از معیارهای جداگانه برای به دست آوردن ابعاد متفاوت رقابت، در این پژوهش نشان داده می‌شود که رقابت از جانب رقبای بالقوه، کمیت افشاء را افزایش می‌دهد در حالیکه رقابت از جانب رقبای موجود، کمیت افشاء را پایین می‌آورد.

لوپز و همکار (۲۰۱۰) در پژوهشی چنین فرض می شود که ارتباط ضعیف میان افشاء و هزینه سرمایه می تواند به دلیل افشاء شرکت های بزرگی باشد که وجود دارد. نتایج ما این فرضیه را تأیید کرد که افشاء به شدت با هزینه های سرمایه شرکت های بزرگی در ارتباط است. براساس پیشینه پژوهش داخلی و خارجی، تاکنون پژوهشی در ایران که به بررسی مبانی نظری افشاء ارزش قابل شده شرکت برای مشتریانش با آیتم های ذکر شده نپرداخته است. بررسی این موضوع می تواند به دانش موجود در این زمینه بیفزاید.

### ۳- فرضیه های پژوهش:

**فرضیه ۱:** میزان افشاء ارزش قابل شده شرکت برای مشتریانش(ارزش مشتری) بر هزینه حقوق صاحبان سهام شرکت تاثیر دارد.

**فرضیه ۲:** میزان افشاء ارزش مشتری در صنایع رقابتی بر هزینه حقوق صاحبان سهام شرکت ها تاثیر دارد.

**فرضیه فرعی ۱-۱:** افشاء ارزش مشتری (کیفی) بر هزینه حقوق صاحبان سهام شرکت ها تاثیر دارد.

**فرضیه فرعی ۱-۲:** افشاء ارزش مشتری (کمی) بر هزینه حقوق صاحبان سهام شرکت ها تاثیر دارد.

**فرضیه فرعی ۲-۱:** افشاء ارزش مشتری (کیفی) در صنایع رقابتی بر هزینه حقوق صاحبان سهام شرکت ها تاثیر دارد.

**فرضیه فرعی ۲-۲:** افشاء ارزش مشتری (کمی) در صنایع رقابتی بر هزینه حقوق صاحبان سهام شرکت ها تاثیر دارد.

### ۴- روش شناسی پژوهش:

جامعه آماری تحقیق، کلیه شرکت های پذیرفته شده در سازمان بورس اوراق بهادار تهران می باشد. سال های ۱۳۹۱ تا ۱۳۹۴ مورد بررسی می باشد، تعداد نمونه مورد مطالعه در این تحقیق با توجه به معیارهای زیر انتخاب می گردد:

۱. جزء شرکت های مالی و سرمایه گذاری نباشند.
۲. پایان سال مالی شرکت های مورد مطالعه ۲۹ اسفند ماه باشد .
۳. تعداد شرکت هایی که در بازه زمانی پژوهش، سهام آنها مورد معامله نشده است.
۴. تعداد شرکت هایی که در بازه زمانی پژوهش، تغییر سال مالی داشتند.
۵. تعداد شرکت هایی که در بازه زمانی پژوهش، از بورس خارج شده اند.

۶. داده های موردنظر هر یک از شرکت ها مورد مطالعه موجود باشد .  
 داده های مربوط به متغیر مستقل از وب سایت شرکتهای بورسی، داده های متغیر وابسته و  
 داده ای مربوط به متغیرهای کنترل، با استفاده از صورت های مالی حسابرسی شده، یادداشت های  
 همراه صورت های مالی، گزارش های هیئت مدیره به مجمع عمومی صاحبان سهام و سایر  
 گزارش های موجود در بانک های اطلاعاتی نرم افزار ره آوردن نوین ۳ استخراج شده است. با اعمال  
 شرایط فوق تعداد اعضای نمونه این پژوهش شامل ۹۷ شرکت است.

جدول (۱): شیوه انتخاب نمونه آماری پژوهش

۴۷۱	تعداد شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در سال ۱۳۹۱
(۵۹)	تعداد شرکت های سرمایه گذاری، بانکها و واسطه گری مالی، هلدینگها، لیزینگها و بیمه ها
(۸۳)	تعداد شرکت هایی که پایان سال مالی آن ها منتهی به ۱۲/۲۹ نمی باشد.
(۸۴)	تعداد شرکت هایی که در بازه زمانی پژوهش، سهام آنها مورد معامله نشده است.
(۱۰)	تعداد شرکت هایی که در بازه زمانی پژوهش، تغییر سال مالی داشتند.
(۵۸)	تعداد شرکت هایی که در بازه زمانی پژوهش، از بورس خارج شده اند.
(۸۰)	تعداد شرکت هایی که در بازه زمانی (۱۳۹۱-۱۳۹۴)، اطلاعات مالی آن ها در دسترس نبود.
۳۷۴	تعداد شرکت های حذف شده از نمونه پژوهش
۹۷	تعداد شرکت های موردنرسی در پژوهش

مدل آزمون فرضیه ها به صورت زیر می باشد (ورنس و همکاران، ۲۰۱۳):

- 1)  $COE_{i,t} = b_0 + b_1 CUS\_T_{i,t} + b_2 COM_{i,t} \times COM_{i,t}$   
 $+ b_4 SIZE_{i,t} + b_5 MTB_{i,t} + b_6 ROA_{i,t} + \epsilon_{i,t}$
- 2)  $COE_{i,t} = b_0 + b_1 CUS\_QL_{i,t} + b_2 CUS\_Qn_{i,t} + b_3 COM_{i,t} +$   
 $b_4 CUS\_QL_{i,t} \times COM_{i,t} + b_5 CUS\_QN_{i,t} \times COM_{i,t} + b_6$   
 $SIZE_{i,t} + b_7 MTB_{i,t} + b_8 ROA_{i,t} + \epsilon_{i,t}$

در این مدل ها؛

$COE$  بیانگر هزینه حقوق صاحبان سهام،

$CUS\_T$  نشان دهنده ارزش مشتری،

$COM$  نشان دهنده سطح رقابت در صنعت،

$CUS\_Q1$  نشان دهنده افشاری ارزش مشتری (کیفی)،

$CUS\_Qn$  نشان دهنده افشاری ارزش مشتری (کمی)،

$Size$  اندازه شرکت،

$MTB$  نسبت ارزش بازار به دفتری

و  $ROA$  بازده دارایی ها می باشد.

روش محاسبه متغیرها به شرح زیر است:

**متغیر وابسته:**

هزینه حقوق صاحبان سهام است که براساس مدل گود و موهارام<sup>۱</sup> (۲۰۰۳) محاسبه می‌شود. به دلیل انتظار مشاهده اثر میزان افشاری ارزش مشتری بر هزینه حقوق صاحبان سهام در دوره آتی و اثر افشاری ارزش مشتری بر ریسک ارزیابی سرمایه‌گذاران و در نهایت معاملات سهام از مدل مذکور که نیاز به متغیرهای پیش‌بینی دارد استفاده شده است که مدل مذکور به صورت زیر است (بدرجی و همکار، ۱۳۹۱):

$$rgm = A + \sqrt{A^2 + \frac{FEPS_{t+1}}{P_t} (g_2 - (r_{rf} - 0/03))}$$

که در این مدل  $A$  و  $g_2$  به صورت زیر محاسبه می‌شود:

$$A = \frac{1}{2} \left( (y - 1) + \frac{FDPS_{t+1}}{P_t} \right)$$

$$g_2 = \frac{(FEPS_{t+2} - FEPS_{t+1})}{FEPS_{t+1}}$$

که در این مدل  
 $g_2$ : نرخ رشد کوتاه مدت،  
 $P_t$ : قیمت هر سهم عادی در سال  $t$ ,

$FEPS_{t+1}$  سود پیش‌بینی شده هر سهم برای سال بعد سال  $t$  و برای سال دوم به بعد از این رابطه استفاده شده است ( $FEPS_{t+1} = FEPS_{t+1} \times (1 + LTG)$  که در این فرمول  $LTG$  میانگین هندسی نرخ رشد فروش شرکت در دوره مورد بررسی است).

$FDPS_{t+i}$  سود تقسیمی پیش‌بینی شده هر سهم برای  $i$  سال بعد سال  $t$  (سال ۱۳۹۱). ما فرض می‌کنیم:

$DPS / EPS$ : نسبت سود تقسیمی موردنظر که برابر است با

$r_{rf}$ : نرخ بدون ریسک که برابر است با نرخ بهره اوراق مشارکت در سال  $t$  به منظور نشان دادن اثرات تورم،

$r_{rf} = 0.03$  نرخ رشد ثابت شرکت که مساوی

$rgm$  و هزینه حقوق مالکانه

<sup>1</sup>. Gode and Mohanram

### متغیر های مستقل:

$CUS_{Ti,t}$ : ارزش مشتری برای شرکت  $i$  در سال  $t$

برای اجرای این تحلیل یک شاخص افشاری ارزش مشتری بیان گردید. با توجه به یافته های ایتلر و لارکر، ۱۹۹۸ و اندرسون و همکاران، ۲۰۰۴ که ارتباط معنادار بین معیارهای ارزش مشتری (به عنوان مثال رضایت مشتری و وفاداری) با ارزش شرکت دست یافتند و کورمیر (۲۰۰۳) بیان کرد که افشاری اطلاعات کمی نسبت به اطلاعات کیفی تاثیر بیشتری بر عملکرد شرکت دارد، شاخص ها بیان شده اند.

با بررسی هر یک از آیتم های شاخص ارزش مشتری افشاء شده در وب سایت ها (به استثنای افشاری در وب سایت ها در قالب فایل های pdf) هر کدام از آیتم های افشاء بسته به کمی ( $i,t$ ) یا کیفی ( $CUS_{Qi,t}$ ) و وزن داده شده اند. برای هر یک از آیتم های کمی وزن ۲ و آیتم های کیفی وزن ۱ اختصاص داده می شود.

آیتم های ارزش مشتری افشاء شده در وب سایت ها:

۱. شرح محصولات (توضیحات)، ۲. کیفیت/ به روز شدن تکنولوژی (فناوری)، ۳. قابلیت اطمینان کاربران (اعتماد) خطأ / بازگشت، ۴. قیمت محصولات، ۵. زمان تحويل ( تاخیر در تحويل محصولات)، ۶. افتخارات (جوایز) مربوط به محصولات، ۷. بخش مشخصات مشتری، سهم از بازار، ۸. پشتیبانی از پیش فروش : اطلاعات، مشاوره و پیگیری، ۹. خدمات پس از فروش، ۱۰. جلب رضایت مشتری (رسیدگی به شکایات)، ۱۱. وفاداری مشتری ( استمرار در خرید مشتریان)، ۱۲. جوايز اهدائي به مشتریان، ۱۳. خدمات اینترنتی، ۱۴. فروش اینترنتی، ۱۵. بهروه وری اینترنتی (نسبت هزینه دسترسی به اطلاعات اینترنتی/ سرعت دسترسی به اطلاعات)، ۱۶. تعداد کاربران یا بازدید کنندگان.

سطح رقابت در صنعت برای شرکت  $i$  در سال  $t$  ( $COM_{i,t}$ ): که به عنوان یک متغیر مجازی تعریف شده که اگر شرکت متعلق به صنعت رقابتی باشد کد ۱ و در غیر اینصورت کد ۰ می گیرد (صنایع مورد بررسی شامل فلزات اساسی، محصولات شیمیایی، خودرو و ساخت قطعات، محصولات دارویی و سیمان و گچ می باشند). هر یک از شرکت ها براساس طبقه بندی نوع صنایع در بورس در طبقه صنعت مورد نظر قرار گرفته و بعد شرکت های صنایع براساس درصد سهم از بازار (میزان فروش) چهار شرکت بزرگ در یک صنعت، به دو دسته رقابتی و غیر رقابتی تقسیم بندی می شوند. اگر میزان فروش شرکتی بالاتر از میانگین فروش چهار شرکت بزرگ در یک صنعت نباشد صنعت رقابتی محسوب شده و کد ۱ می گیرد و در غیر اینصورت صنعت غیر رقابتی محسوب و کد ۰ می گیرد (هریس، ۱۹۹۸).

### متغیرهای کنترل:

با توجه به اینکه در پژوهش هایل (۲۰۰۲) که یک رابطه منفی بین اندازه شرکت و هزینه حقوق صاحبان سهام دست یافته، پژوهش هایل و لویز (۲۰۰۶) که یک رابطه منفی بین ارزش بازار به دفتری حقوق صاحبان سهام و پژوهش فرانیس و همکاران (۲۰۰۵) که به وجود رابطه منفی بین بازده دارایی و هزینه حقوق صاحبان سهام دست یافته، متغیرهای زیر به عنوان متغیر کنترل در نظر گرفته شده اند.

$Size_{i,t}$ : اندازه شرکت: لگاریتم طبیعی مجموع دارایی های شرکت  $i$  در سال  $t$

$MTB_{i,t}$ : نسبت ارزش بازار به دفتری حقوق صاحبان سهام  $i$  در سال  $t$

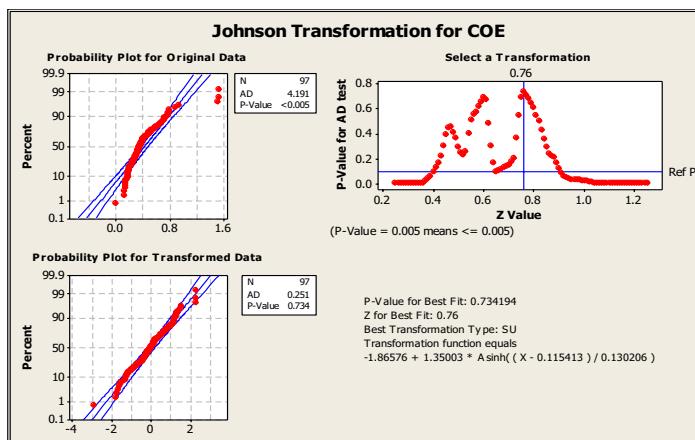
$ROA_{i,t}$ : بازده دارایی ها برای شرکت  $i$  که بصورت نسبت سود خالص بر مجموع دارایی ها محاسبه می شود.

### ۵- یافته های پژوهش:

فرضیات زیربنایی مدل که عبارتند از بررسی نرمالیتی از آزمون کولموگروف اسمیرنف، بررسی عدم وجود خود همبستگی در باقیماندها از آماره دوربین-واتسن، برای تعیین همسانی واریانس های (پراکنش همگن) خطاهای از آماره بروش-پاگان و برای بررسی عدم وجود همخطی بین متغیرهای مستقل از آماره VIF استفاده می شود. به دلیل نرمال نبودن متغیر وابسته از تبدیل جانسن<sup>۱</sup> جهت نرمال سازی متغیر وابسته استفاده شده است. همانطور که در نگاره ۱ مشاهده می شود احتمال آماره داده های اولیه کمتر از ۰.۰۵ است که حاکی از نرمال نبودن متغیر وابسته است. برای نرمال سازی متغیر وابسته از تبدیل جانسن (Johnson) در نرم افزار minitab استفاده شده است که تابع تبدیل نیز در نگاره ۱ ارائه شده است. با نرمال سازی توسط نرم افزار minitab و تبدیل مذکور احتمال به ۰.۷۶ افزایش یافت. در نتیجه فرضیه  $H_0$  مبنی بر نرمال بودن متغیر وابسته پذیرفته می شود.

<sup>1</sup> Johnson Transformation.

### نگاره ۱. بررسی نرمال بودن متغیر وابسته



مأخذ: یافته های پژوهش

در جدول (۱) نتایج تجزیه و تحلیل آماری مدل شماره یک ارائه شده است.

جدول (۱). نتایج رگرسیون

VIF	آماره	t	آماره	مقدار احتمال	ضریب	متغیر مستقل
		- ۳.۵۵۷		۰.۰۰۰	- ۷.۷۰۳	عرض از مبداء
۱.۳۶۴		۰.۶۳۷		۰.۵۲۵	۰.۰۲۷	افشاری ارزش مشتری
۵.۸۶۸		- ۰.۱۹۶		۰.۸۴۴	- ۰.۱۳۵	سطح رقابت در صنعت
۶.۵۹۶		۰.۰۰۶		۰.۹۹۵	۰.۰۰۰	افشاری ارزش مشتری در صنایع رقابتی
۱.۷۸۱		۳.۳۹۰		۰.۰۰۱	۰.۲۷۶	اندازه شرکت
۱.۰۵		۲.۳۰۴		۰.۰۲۳	۰.۰۱۷	نسبت ارزش بازار به دفتری
۱.۱۵۲		- ۱.۱۶۶		۰.۲۴۶	- ۰.۶۹۲	بازدۀ دارایی ها
۳.۸۵ (۰.۰۱)	آماره F(احتمال)		آماره	۰.۱۵۱	ضریب تعیین تغییل شده	
۲.۲۷۱	آماره دوربین-واتسون			۰.۸۴۸	احتمال آزمون کولموگروف اسمیرنف	
۰.۳۸۱	احتمال بروش پاگان		احتمال بروش پاگان	۱.۰۷۸	آماره (احتمال) بروش-پاگان	

مأخذ: یافته های پژوهش

براساس نتایج بدست آمده در جدول (۱)، میزان ضریب تعیین تعدیل شده برابر با  $-0.151$  است. یعنی در حدود  $15$  درصد از تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای مستقل بیان میگردد. احتمال آماره  $F$  کمتر از  $0.05$  می باشد و قابلیت تعیین نتایج نمونه به جامعه آماری امکان دارد. مقادیر آماره  $VIF$  در آخرین خروجی مقادیر این آماره محاسبه و آورده شده که همگی کمتر از  $10$  می باشند. مقدار احتمال مربوط به آزمون کولموگروف اسمیرنف برابر  $0.848$  می باشد، بنابراین با اطمینان  $95\%$  نرمال بودن باقیماندها مورد تایید قرار می گیرد. مقدار آماره دوربین-واتسون برابر  $2/271$  می باشد، لذا می توانیم استقلال باقیماندها در مدل برآش شده را بپذیریم. مقدار آماره بروش-پاگان برابر  $10.078$  می باشد و مقدار احتمال آن برابر  $0.0381$  است که بیشتر از  $5$  درصد می باشد، در نتیجه فرض وجود همسانی واریانس‌ها بین باقیماندها تایید می شود. سطح احتمال متغیر مستقل افشاری ارزش مشتریان ( $0.0525$ ) که بیشتر از  $0.05$  است و فرضیه اول پژوهش رد می شود و در نتیجه افشاری ارزش مشتری بر هزینه حقوق صاحبان سهام شرکت ها تاثیر ندارد. براساس نتایج بدست آمده در جدول (۱)، سطح احتمال متغیر افشاری ارزش مشتری در صنایع رقابتی ( $0.0995$ ) که بیشتر از  $0.05$  است و فرضیه دوم پژوهش نیز رد می شود و در نتیجه افشاری ارزش مشتری در صنایع رقابتی بر هزینه حقوق صاحبان سهام شرکت ها تاثیر ندارد. در جدول (۲) نتایج تجزیه و تحلیل آماری مدل شماره دو ارائه شده است:

جدول (۲). نتایج رگرسیون

VIF	آماره t	آماره	مقدار احتمال	ضریب	متغیر مستقل
	-۳.۴۸۳	...	...	-۰.۷۷۸۱	عرض از مبداء
۱.۵۲	۰.۶۰۴	۰.۵۴۷	۰.۰۳۷		افشاری ارزش مشتری (کیفی)
۱.۵۴	۰.۰۶۳	۰.۹۴۹	۰.۰۰۶		افشاری ارزش مشتری (كمی)
۶.۳۳	-۰.۱۸۴	۰.۸۵۳	-۰.۱۳۴		سطح رقابت در صنعت
۷.۴۱	۰.۰۰۵	۰.۹۹۵	۰.۰۰۰		افشاری ارزش مشتری (کیفی) در صنایع رقابتی
۱.۴۸	-۰.۰۹۵	۰.۹۲۴	-۰.۰۰۳۰		افشاری ارزش مشتری (کمی) در صنایع رقابتی
۱.۸۳	۳.۳۳۵	۰.۰۰۱	۰.۲۷۸		اندازه شرکت
۱.۰۹	۲.۱۹۱	۰.۰۳۱	۰.۰۱۶		نسبت ارزش بازار به دفتری
۱.۱۶	-۱.۱۵۶	۰.۲۵	-۰.۶۹۷		بازدید دارایی ها
۲.۸۳۶(۰.۰۰۷)		آماره F(احتمال)	۰.۲۰		ضریب تعیین تعدیل شده
۲.۲۷۲		آماره دوربین-واتسون	۰.۸۷۴		احتمال آزمون کولموگروف اسمیرنف
۰.۵۶۸		احتمال بروش-پاگان	۰.۸۴۱		آماره بروش-پاگان

براساس نتایج بدست آمده در جدول (۲)، میزان ضریب تعیین تعديل شده برابر با ۰.۲۰ است. یعنی در حدود ۲۰ درصد از تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای مستقل بیان می‌گردد. احتمال آماره F اگرکمتر از ۰.۰۵ می‌باشد و قابلیت تعمیم نتایج نمونه به جامعه آماری امکان دارد. مقادیر آماره VIF در آخرین خروجی مقادیر این آماره محاسبه و آورده شده که همگی کمتر از ۱۰ می‌باشند. مقدار احتمال مربوط به آزمون کولموگروف اسمیرنف برابر ۰/۸۷۴ می‌باشد، بنابراین با اطمینان ۹۵٪ نرمال بودن باقیماندها مورد تایید قرار می‌گیرد. مقدار آماره دوربین-واتسون برابر ۲/۲۷۲ می‌باشد، لذا می‌توانیم استقلال باقیماندها در مدل برآش شده را بپذیریم. مقدار آماره بروش-پاگان برابر ۰.۸۴۱ می‌باشد و مقدار احتمال آن برابر ۰.۵۳۶ است که بیشتر از ۵ درصد می‌باشد، در نتیجه فرض وجود همسانی واریانس‌ها بین باقیماندها تایید می‌شود.

سطح احتمال متغیر مستقل افشاری ارزش مشتری (کیفی) (۰.۵۴۷) است که بیشتر از ۰/۰۵ است و فرضیه فرعی ۱-۱ پژوهش رد می‌شود و افشاری ارزش مشتری (کیفی) بر هزینه حقوق صاحبان سهام شرکت‌ها تاثیر ندارد. براساس نتایج بدست آمده در جدول (۲)، سطح احتمال متغیر افشاری ارزش مشتری (کمی) (۰.۹۴۹) که بیشتر از ۰/۰۵ است و فرضیه فرعی ۲-۱ پژوهش مبنی بر تاثیر افشاری ارزش مشتری (کمی) بر هزینه حقوق صاحبان سهام شرکت‌ها رد می‌شود. سطح احتمال متغیر افشاری ارزش مشتری (کیفی) در صنایع رقابتی (۰.۹۹۵) و که بیشتر از ۰/۰۵ است در نتیجه فرضیه فرعی ۱-۲ افشاری ارزش مشتری (کیفی) در صنایع رقابتی بر هزینه حقوق صاحبان سهام شرکت‌ها تاثیر دارد، نیز رد می‌شود. سطح احتمال متغیر افشاری ارزش مشتری (کمی) در صنایع رقابتی (۰.۹۲۴) که بیشتر از ۰/۰۵ است در نتیجه فرضیه فرعی ۲-۲، افشاری ارزش مشتری (کمی) در صنایع رقابتی بر هزینه حقوق صاحبان سهام شرکت‌ها تاثیر دارد، نیز رد می‌شود.

#### ۶-نتیجه گیری و بحث:

این پژوهش اثر میزان افشاری ارزش مشتریان در وب سایت شرکت بر هزینه حقوق صاحبان سهام را مورد بررسی قرار می‌دهد. ارتباطات با مشتری، یک دارایی نامشهود و مهم شرکت است، اما این دارایی‌ها در صورت‌های مالی سنتی به طور شفاف بیان نشده است. با نگاهی گذرا به مبانی نظری پژوهش تأثیر رضایت مشتری یا وفاداری مشتری بر عملکرد مالی کوتاه مدت را بیان شده و پیش‌بینی می‌شود که افزایش افشا باعث بازده پایین تر نسبت به سرمایه سهام داران و سرمایه‌گذاران می‌شود و ارتباط بین افشاری ارزش مشتری و هزینه حقوق صاحبان سهام می‌تواند توسط میزان رقابت در بازار تحت تأثیر قرار گیرد. عدم تقارن اطلاعات درباره ارزش روابط مشتری یک شرکت می‌تواند به نحوی قابل توجه با انتقال دادن اطلاعات، در مورد رضایت مشتری

با مشخصه‌های محصولات، کاهش یابد. پژوهش‌های انجام شده نشان می‌دهد که افزایش افشا توان کاهش هزینه سرمایه را، از طریق کاهش رسیک یا افزایش قدرت نقدینگی دارد. افشا در قالب پیش‌بینی سود مدیر با خطای پایین، دقت بالا و ارائه به موقع دارای محتوای اطلاعاتی است که توان کاهش بی‌اعتمادی سرمایه گذاران در بازار را دارد. جذب اعتماد سرمایه گذاران به بازار، باعث افزایش قیمت پیشنهادی سهام شرکت‌ها شده است که این بر کاهش هزینه سرمایه و سهولت جذب سرمایه موثر است. در این پژوهش نتایج آزمون فرضیه‌ها نشان می‌دهد که افشاری ارزش مشتریان شامل افشاری موارد کمی و کیفی بر هزینه حقوق صاحبان سهام تاثیر ندارد. دلیل این امر می‌تواند این مورد باشد که ارتباطات با مشتری، یک دارایی نامشهود و مهم شرکت است، اما وب سایت شرکت‌ها در ایران برای سهامداران، سرمایه گذاران، تحلیلگران و واسطه گران مالی به عنوان یک وسیله انتقال اطلاعات در تصمیمات مربوطه، اهمیت چندانی ندارد. این نتیجه‌ها، با پژوهش‌های پژوهش‌های آقایی و کاظم پور (۱۳۹۵)، دارابی و همکاران (۱۳۹۵)، کرمی و همکاران (۱۳۹۲)، مجتهد زاده و همکاران (۱۳۸۷)، رزالی و همکاران (۲۰۱۶)، لی (۲۰۱۰) و داهاویل و همکاران (۱۱) ناسازگار است. همچنین افشاری ارزش مشتریان شامل افشاری موارد کمی و کیفی در صنایع رقابتی بر هزینه حقوق صاحبان تاثیر ندارد. دلیل رد این فرضیه هم می‌تواند این مورد باشد که رقبای در صنایع نیز نمی‌توانند بر الزام شرکتها مبنی بر افشاری ارتباط با مشتری و توان کاهش هزینه سرمایه تاثیر داشته باشد. این نتیجه‌ها، با پژوهش‌های پژوهش‌های ابراهیمی و همکار (۱۳۹۵)، مشایخی و همکار (۱۳۹۲)، امبورگ و همکاران (۲۰۱۲) و لوپز و همکار (۲۰۱۰) ناسازگار است. با تحلیل نتایج پژوهش که میزان افشاری ارزش مشتریان شامل (افشاری موارد کمی و کیفی) بر هزینه حقوق صاحبان سهام تاثیر ندارد به هیئت مدیره شرکت‌ها توصیه می‌شود به افشاری ارتباطات با مشتریان در گزارش‌های شرکت‌ها توجه داشته باشند و همچنین براساس یافته‌های پژوهش که میزان افشاری ارزش قائل شده شرکت برای مشتریانش (شامل افشاری موارد کمی و کیفی) در صنایع رقابتی بر هزینه حقوق صاحبان سهام تاثیر ندارد، پیشنهاد می‌شود که سیاست گذاران سازمان بورس اوراق بهادر کشور، با توجه به اهمیت افشاری ارتباطات با مشتریان، تدوین الزامات گزارشگری در وب سایت‌ها شرکت‌ها در صنایع مختلف را مورد توجه قرار دهند.

### فهرست منابع

- ایزدی نیا، ناصر. کیانی، علامحسین. میرزاei، مهدی. (۱۳۹۴). تاثیر ویژگی‌های مراحل چرخه عمر شرکت بر عدم تقارن زمانی جریان نقدی عملیاتی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادر تهران، دانش حسابرسی، سال پانزدهم، شماره ۵۹، صص ۵۷-۷۶.

- حجیه، زهره. چناری بوکت، حسن. (۱۳۹۵). مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکتی و چولگی بازده سهام، دستاوردهای حسابداری ارزشی و رفتاری، دوره یکم، شماره ۱، صص ۷۷-۹۸.
- حیدرپور، فرزانه. رجب دری، حسین. خلیفه شریفی، علی. (۱۳۹۵). ارتباط بین چرخه عمر شرکت و خطر سقوط قیمت سهام، پژوهش حسابداری، دوره ششم، شماره ۳، صص ۱-۲۲.
- خدارحمی، بهروز. فروع نژاد، حیدر. شریفی، محمد جواد. طالبی، علیرضا. (۱۳۹۵). تأثیر عدم تقارن اطلاعاتی بر ریسک سقوط آتی قیمت سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، مدیریت دارایی و تامین مالی، دوره چهارم، شماره ۳، صص ۳۹-۵۸.
- عباسی، ابراهیم. شهرتی، علی. قدک فروشان. مریم. (۱۳۹۳). بررسی تأثیر محافظه‌کاری حسابداری بر خطر ریزش قیمت سهام در شرایط عدم تقارن اطلاعاتی در بورس اوراق بهادار تهران، دانش حسابداری، دوره پنجم، شماره ۱۹، صص ۱۴۱-۱۶۲.
- فروغی، داریوش. میرزایی، منوچهر. (۱۳۹۱). تأثیر محافظه‌کاری شرطی حسابداری بر ریسک سقوط آتی، پیشرفت‌های حسابداری، دوره ۴، شماره ۲، صص ۷۷-۱۱۷.
- Andreou, P.C., Antoniou, C., Horton, J., Louca, C. (2013). Corporate Governance and Firm-Specific Stock Price Crashes. SSRN Working paper.
- Anthony, J.H., and K. Ramesh. (1992). Association between accounting performance measures and stock prices: a test of the life cycle hypothesis. *Journal of Accounting and Economics* 15 (2-3): 203-227.
- Barclay, M., and C. Smith, Jr. (2005). The capital structure puzzle: The evidence revisited. *Journal of Applied Corporate Finance* 17 (1): 8-17.
- Black, E.L. (1998). Life-cycle impacts on the incremental value-relevance of earnings and cash flow measures. *Journal of Financial Statement Analysis* 4 (1): 40-56.
- Bleck, A., and X. Liu. (2007). Market transparency and the accounting regime. *Journal of Accounting Research* 45 (2): 229-256.
- Callen, J.L., Fang, X. (2015). Short interest and stock price crash risk, *Journal of Banking & Finance* 60, (November ): 181-194.
- Chen, J., H. Hong, and J.C. Stein. (2001). Forecasting crashes: trading volume, past returns, and conditional skewness in returns. *Journal of Financial Economics* 61 (3): 345-381.
- DeAngelo, H., L. DeAngelo, and R.M. Stulz. (2006). Dividend policy and the earned/contributed capital mix: a test of the life-cycle theory. *Journal of Financial Economics* 81 (2): 227-254.

- Dickinson, V. (2011). Cash flow patterns as a proxy for firm life cycle. *The Accounting Review* 86 (6): 1969-1994.
- Hamers, L., Renders, A., Vorst, P. (2016). Firm Life Cycle and Stock Price Crash Risk, <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2711170>.
- Hasan, M. M., Hossain, M., Cheung, A., Habib, A. (2015). Corporate life cycle and cost of equity capital. *Journal of Contemporary Accounting & Economics* 11 (1): 46–60.
- Hong, H., and J.C. Stein. (2003). Differences of opinion, short-sales constraints, and market crashes. *The Review of Financial Studies* 16 (2): 487-525.
- Hribar, P., and N. Yehuda. (2015). The mispricing of cash flows and accruals at different life-cycle stages. *Contemporary Accounting Research* 32 (3): 1053-1072.
- Hutton, A.P., A.J. Marcus, and H. Tehranian. (2009). Opaque financial reports, R2, and crash risk. *Journal of Financial Economics* 94 (1): 67-86.
- Jawahar, I.M., and G.L. McLaughlin. (2001). Toward a descriptive stakeholder theory: an organizational life cycle approach. *The Academy of Management Review* 26 (3): 397-414.
- Jensen, M. (1986). The agency costs of free cash flows, corporate finance, and takeovers. *American Economic Review* 76 (2): 323–329.
- Jin, L., and S.C. Myers. (2006). R2 around the world: new theory and new tests. *Journal of Financial Economics* 79 (2): 257-292.
- Joseph, K., & Wintoki, M.B. (2013). Advertising investments, information asymmetry, and insider gains. *Journal of Empirical Finance* 22 (1): 1-15.
- Jovanovic, B. (1982). Selection and the evolution of industry. *Econometrica* 50 (3): 649–670.
- Kim, J.-B., Y. Li, and L. Zhang. (2011a). Corporate tax avoidance and stock price crash risk: firm-level analysis. *Journal of Financial Economics* 100 (3): 639-662.
- Kim, J.-B., Zhang, L. (2015). Accounting conservatism and stock price crash risk: firm-level evidence. *Contemporary Accounting Research*, forthcoming.
- Kothari, S.P., S. Shu, and P.D. Wysocki. (2009). Do managers withhold bad news? *Journal of Accounting Research* 47 (1): 241-276.

- Lev, B., and P. Zarowin. (1999). The boundaries of financial reporting and how to extend them. *Journal of Accounting Research* 37 (2): 353-385.
- Myers, S.C. (1977). Determinants of corporate borrowing. *Journal of Financial Economics* 5: 147-175.
- Robin A. J., Zhang, H. (2015). Do Industry-Specialist Auditors Influence Stock Price Crash Risk?. *AUDITING: A Journal of Practice & Theory*, 34 (3): 47-79.
- Spence, M. (1981). The learning curve and competition. *Bell Journal of Economics* 12 (1): 49–70.
- Thanatawee, Y. (2011). Life-cycle theory and free cash flow hypothesis: Evidence from dividend policy in Thailand. *International Journal of Financial Research* 2 (2): 52-60
- Wernerfelt, B. 1985. The dynamics of prices and market shares over the product life cycle. *Management Science* 31 (8): 928–939.