

بررسی تاثیر سطح افشای ارزش مشتریان در وب سایت شرکتهای بورسی بر هزینه حقوق صاحبان سهام

ابراهیم عباسی^۱

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

چکیده

هدف این پژوهش بررسی تاثیر میزان افشای اینترنتی شرکتهای بورسی درخصوص ارزشی که برای مشتریانشان قایلند بر روی هزینه حقوق صاحبان سهام این شرکتهای 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 شرکتهای برای اندازه گیری میزان افشا استفاده شده است. هزینه حقوق صاحبان سهام براساس مدل گود و موهانرام (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 مربعات با استفاده از داده های مقطعی مورد آزمون قرار گرفته اند. نتایج این تحقیق نشان می دهد که افشای ارزش مشتریان (براساس آیتم های کمی و کیفی) بر هزینه حقوق صاحبان سهام شرکت های مورد مطالعه، تاثیر معنی داری ندارد. همچنین افشای ارزش مشتریان (براساس آیتم های کمی و کیفی) در صنایع رقابتی تاثیری بر هزینه حقوق صاحبان سهام این شرکت ها نداشته است.^۲

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

^۱ دانشیار گروه مدیریت، واحد علی آباد کتول، دانشگاه آزاد اسلامی، علی آباد کتول، ایران (نویسنده مسئول)
abbasiebrahim2000@yahoo.com

^۲ مقاله حاضر بر اساس طرح مصوب معاونت پژوهشی دانشگاه آزاد اسلامی واحد علی آباد کتول تحت عنوان " بررسی تاثیر سطح افشای 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 افشای ارزش قائل شده شرکت برای مشتریان 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 این رو، شرکت‌ها دارای انگیزه‌هایی برای افزایش افشای داوطلبانه ارزش روابط مشتری‌های خویش 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، محرک اصلی برای فرایند خلق ارزش است (ایتنر و لارکر، ۱۹۹۸) و افشای چنین منابعی ممکن است ریسک ارزیابی را کاهش دهد (برری و برون، ۱۹۸۵)، بنیان و اساس کار سرمایه‌گذار را افزایش دهد (مرتین، 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 افشای ارزش قائل شده شرکت برای مشتریان 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 افشای 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^۱ (۱۹۹۶) چارچوب ارزیابی متوازن را طراحی کرده‌اند که شاخص‌های مالی و غیر مالی را در یک سیستم سنجش جامع عملکرد ادغام کرده است. چهار دیدگاه برای سنجش عملکرد مطرح شده است: یادگیری و رشد، فرایند کسب و کار داخلی، ارزشی که شرکت برای مشتری قائل شده است (ارزش مشتری)^۲ 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

^۱ . Kaplan and Norton

^۲ . 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 افشای اطلاعات با هزینه حقوق صاحبان سهام رابطه منفی دارد، چرا که افشای اطلاعات موجب کاهش عدم تقارن اطلاعاتی می‌شود. بنابراین سوال اصلی این است که تاثیر رفتاری میزان افشای اینترنتی شرکتهای بورسی درخصوص ارزشی که برای مشتریان 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 پیش بینی سود مدیر با خطای پایین، دقت بالا و ارائه به موقع دارای محتوای اطلاعاتی است که توان کاهش بی‌اعتمادی سرمایه‌گذاران در بازار را دارد. جذب اعتماد سرمایه‌گذاران 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 فرصت‌های جدید سرمایه‌گذاری برای شرکت می‌شود، که این نیز اعتبار شرکت در بازار را افزایش داده و اعتماد سرمایه‌گذاران را به همراه آورده است و حلقه رشد مداوم برای شرکت ثمره آن است. جذب اعتماد سرمایه‌گذاران در بازار خود محرکی 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 افشای اطلاعات با هزینه حقوق صاحبان سهام رابطه منفی دارد، چرا که افشای 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 کلیدواژه در بسیاری از عناوین 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).

پژوهش های قبل ارتباط بین ارزش مشتری و ایجاد ارزش را تأیید کرده اند. 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، اندازه گیری شده) را نشان می دهد (اسمیت و رایت، ۲۰۰۴ و گاپتا و زیتمال، ۲۰۰۶). مطالعات دیگر به بررسی واکنش سرمایه گذار بر ارزش مشتری را نشان می دهد، به عنوان مثال رضایت مشتری ارتباط مثبت با ارزش سهام (اندرسون و همکار، ۲۰۰۴) و با بازده سهام (فومل و همکار ۲۰۰۶) و جاکوبسن و میزیک (۲۰۰۹) دارد.

تحقیقات پیشین ارتباط منفی بین هزینه حقوق صاحبان سهام و میزان افشا را تأیید کردند (هابل، ۲۰۰۲، فرانسیس و همکار ۲۰۰۵)، دهاویل و همکار (۲۰۱۱)، اگر چه آنها به صراحت ارزش مشتری را در نظر نگرفتند. افشای 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 افشای ارزش مشتری وجود داشته باشد.

اثربخشی افشای ارزش مشتری در تغییر برداشت سرمایه گذاران، به طور قابل توجهی ممکن است نه تنها به میزان افشای 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 افشای ارزش مشتری و هزینه حقوق صاحبان سهام می تواند 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 می دهد (سایدرز و همکاران، ۲۰۰۵)، که باعث افزایش نوسانات جریان های نقدی مورد انتظار می شود. علاوه بر این هزینه حفظ مشتریان در محیط رقابتی کمتر قابل پیش بینی است (اسریو استوا و همکاران، ۱۹۹۸).

آقایی و کاظم پور (۱۳۹۵) در پژوهشی به بررسی تأثیر مسئولیت پذیری اجتماعی و تنوع پذیری محصولات بر عملکرد شرکت های پردانند. برای اندازه گیری تنوع پذیری محصولات از معیار آنتروپی استفاده شده است و مسئولیت پذیری اجتماعی هم با استفاده از جدول ارائه شده که دارای شش بُعد مسائل محیطی، محصولات و خدمات، منابع انسانی، مشتریان، مسئولیت های اجتماعی و انرژی است، اندازه گیری و برای سنجش عملکرد از نرخ بازده دارایی ها 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 تحلیل های آماری، نتایج

حاکمی 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 ۲۷۶ سال - شرکت عضو بورس اوراق بهادار تهران برای دوره‌ی زمانی بین سال‌های ۱۳۹۲ تا ۱۳۹۴ مورد بررسی قرار گرفت. به منظور تجزیه و تحلیل داده‌ها، از آزمون معنی‌داری 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 محافظه‌کاری حسابرس بر هزینه‌های ضمنی حقوق صاحبان سهام شرکت‌ها می‌پردازند. نمونه‌ها در برگیرنده ۱۰۴ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی ۶ ساله (۱۳۸۸-۱۳۹۳) می‌باشد. فرضیه‌ها با استفاده از مدل رگرسیون خطی در سطح خطای ۵٪ آزمون شدند. نتایج پژوهش نشان می‌دهد در حالت استفاده از معیار اندازه‌گیری نوع موسسه حسابرسی به عنوان محافظه‌کاری حسابرسی، فرضیه اول یعنی رابطه معنادار بین افشای شرکت و هزینه‌های ضمنی حقوق صاحبان سهام رد می‌شود. ولی در حالت استفاده از معیار اندازه‌گیری کیفیت اقلام تعهدی اختیاری به عنوان محافظه‌کاری حسابرسی، رابطه معنادار بین افشای شرکت و هزینه‌های ضمنی حقوق صاحبان سهام تأیید می‌شود. همچنین نتایج نشان داد در حالت استفاده از معیار اندازه‌گیری نوع موسسه حسابرسی به عنوان محافظه‌کاری حسابرسی، با در نظر گرفتن نقش محافظه‌کاری حسابرس بین افشای 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 افشای نهایی با هزینه حقوق صاحبان سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌پردازند. نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌های مطرح شده نشان دهنده آن است که بین متغیرهای قابلیت اتکای افشاء، به موقع بودن افشاء و افشای نهایی با هزینه حقوق صاحبان سهام در گروه صنایع با فراوانی بیشتر رابطه معناداری دیده می‌شود.

مشایخی و همکار (۱۳۹۲)، در پژوهشی، به بررسی تاثیر اندازه شرکت در تعدیل رابطه بین کیفیت افشا و هزینه حقوق صاحبان سهام می پردازند. نتایج بدست آمده از پژوهش نشان می دهد که رابطه منفی و معنی داری بین کیفیت افشا و هزینه حقوق صاحبان سهام، برای گروه شرکت های بزرگ وجود دارد، اما همچنین رابطه ای برای شرکت های کوچکتر از میانگین قابل مشاهده نیست.

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

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

داهویل و همکاران (۲۰۱۱) در پژوهشی منافع بالقوه کاهش در هزینه سرمایه شرکت مرتبط با افشاء داوطلبانه مسئولیت اجتماعی شرکتی را مورد بررسی قرار می دهند. نتایج نشان می دهد که شرکت هایی 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 شرکت های 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 می دهد که چگونه تصمیمات افشاء دواطلبانه، توسط رقابت موجود در بازار محصول کاهش می یابد. با استفاده از معیارهای جداگانه برای به دست آوردن ابعاد متفاوت رقابت، در این پژوهش نشان داده می شود که رقابت از جانب رقبای بالقوه، کمیت افشاء را افزایش می دهد در حالیکه رقابت از جانب رقبای موجود، کمیت افشاء را پایین می آورد.

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 کرده افشاء به شدت با هزینه های سرمایه شرکت های برزلی در ارتباط است. براساس پیشینه پژوهش داخلی و خارجی، تاکنون پژوهشی در ایران که به بررسی مبانی نظری افشای ارزش قایل شده شرکت برای مشتریان 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 افشای ارزش قایل شده شرکت برای مشتریان (ارزش مشتری) بر هزینه حقوق صاحبان سهام شرکت تاثیر دارد.

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

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

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

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

فرضیه فرعی ۲-۲: افشای 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 آورد 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 شرکتهایی که پایان سال مالی آنها منتهی به ۱۲/۲۹ نمی باشد.
(۸۴)	تعداد شرکتهایی که در بازه زمانی پژوهش، سهام آنها مورد معامله نشده است.
(۱۰)	تعداد شرکتهایی که در بازه زمانی پژوهش، تغییر سال مالی داشتند.
(۵۸)	تعداد شرکتهایی که در بازه زمانی پژوهش، از بورس خارج شده اند.
(۸۰)	تعداد شرکتهایی که در بازه زمانی (۱۳۹۴-۱۳۹۱)، اطلاعات مالی آنها در دسترس نبود.
۳۷۴	تعداد شرکت های حذف شده از نمونه پژوهش
۹۷	تعداد شرکت های مورد بررسی در پژوهش

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

$$1) COE_{i,t} = b_0 + b_1 CUS_T_{i,t} + b_2 COM_{i,t} + b_3 CUS_T_{i,t} \times COM_{i,t} + b_4 SIZE_{i,t} + b_5 MTB_{i,t} + b_6 ROA_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

$$2) COE_{i,t} = b_0 + b_1 CUS_QL_{i,t} + b_2 CUS_Qn_{i,t} + b_3 COM_{i,t} + b_4 CUS_QL_{i,t} \times COM_{i,t} + b_5 CUS_Qn_{i,t} \times COM_{i,t} + b_6 SIZE_{i,t} + b_7 MTB_{i,t} + b_8 ROA_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

در این مدل ها؛

COE بیانگر هزینه حقوق صاحبان سهام،

CUS_T نشان دهنده ارزش مشتری،

COM نشان دهنده سطح رقابت در صنعت،

CUS_Ql نشان دهنده افشای ارزش مشتری (کیفی)،

CUS_Qn نشان دهنده افشای 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 موهانرام^۱ (۲۰۰۳) محاسبه می شود. به دلیل انتظار مشاهده اثر میزان افشای ارزش مشتری بر هزینه حقوق صاحبان سهام در دوره آتی و اثر افشای ارزش مشتری بر ریسک ارزیابی سرمایه گذاران و در نهایت معاملات سهام از مدل مذکور که نیاز به متغیرهای پیش بینی دارد استفاده شده است که مدل مذکور به صورت زیر است (بدری 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 می شود:

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

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

که در این مدل

g_2 : نرخ رشد کوتاه مدت،

P_t : قیمت هر سهم عادی در سال t ،

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

$FDPS_{t+i}$ سود تقسیمی پیش بینی شده هر سهم برای i سال بعد سال t (سال ۱۳۹۱). ما

فرض می کنیم: $FDPS_{t+i} = FEPS_{t+i} \times k$

k نسبت سود تقسیمی موردانتظار که برابر است با DPS/ EPS .

r_{rf} : نرخ بدون ریسک که برابر است با نرخ بهره اوراق مشارکت در سال

۰.۰۳ به منظور نشان دادن اثرات تورم،

$y-1$ نرخ رشد ثابت شرکت که مساوی $r_{rf}-0.03$

و rgm : هزینه حقوق مالکانه

^۱. Gode and Mohanram

متغیر های مستقل:

CUS_Ti,t : ارزش مشتری برای شرکت i در سال t

برای اجرای این تحلیل یک شاخص افشای 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 افشای 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 افشای در وب سایت ها در قالب فایل های pdf) هر کدام از آیتم های افشاء بسته به کمی ($CUS_Qn_{i,t}$) یا کیفی ($CUS_Ql_{i,t}$) 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) خطا / بازگشت، ۴. قیمت محصولات، ۵. زمان تحویل (تاخیر در تحویل 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. جوایز اهدائی به مشتریان، ۱۳. خدمات اینترنتی، ۱۴. فروش اینترنتی، ۱۵. بهره 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 در صد 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 فرانسیس 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

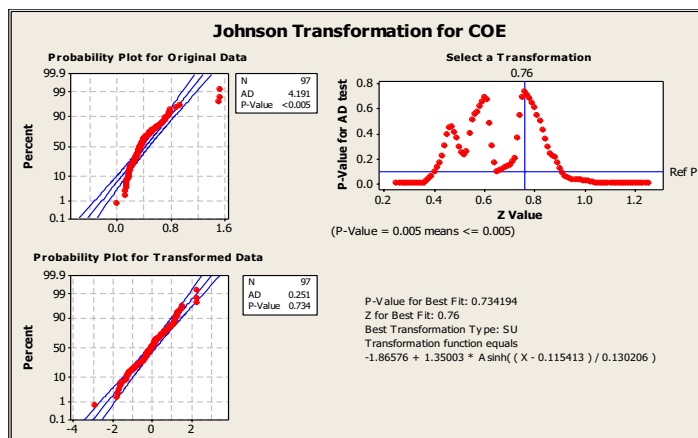
ROA i,t : بازده دارایی ها برای شرکت i که بصورت نسبت سود خالص بر مجموع دارایی ها محاسبه می شود.

۵- یافته های پژوهش:

فرضیات زیربنایی مدل که عبارتند از بررسی نرمالیتی از آزمون کولموگروف اسمیرنف، بررسی عدم وجود خود همبستگی در باقیمانده ها از آماره دوربین-واتسن، برای تعیین همسانی واریانس های (پراکنش همگن) خطاها از آماره بروش-پاگان و برای بررسی عدم وجود هم خطی بین متغیرهای مستقل از آماره VIF استفاده می شود. به دلیل نرمال نبودن متغیر وابسته از تبدیل جانسن^۱ 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 جانسون (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.

¹ Johnson Transformation.

نگاره ۱. بررسی نرمال بودن متغیر وابسته



ماخذ: یافته های پژوهش

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

جدول (۱). نتایج رگرسیون

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

ماخذ: یافته های پژوهش

براساس نتایج بدست آمده در جدول (۱)؛ میزان ضریب تعیین تعدیل شده برابر با ۰.۱۵۱ است. یعنی در حدود ۱۵ درصد از تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای مستقل بیان میگردد. احتمال آماره F کمتر از ۰.۰۵ می باشد 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 می باشند. مقدار احتمال مربوط به آزمون کولموگروف اسمیرنوف برابر ۰/۸۴۸ می باشد، بنابراین با اطمینان ۹۵٪ نرمال بودن باقیمانده ها مورد تایید قرار می گیرد. مقدار آماره دوربین-واتسون برابر ۲/۲۷۱ می باشد، لذا می توانیم استقلال باقیمانده ها در مدل برازش شده را بپذیریم. مقدار آماره بروش-پاگان برابر ۱/۰۷۸ می باشد و مقدار احتمال آن برابر ۰/۳۸۱ است که بیشتر از ۵ درصد می باشد، در نتیجه فرض وجود همسانی واریانس ها بین باقیمانده ها تایید می شود. سطح احتمال متغیر مستقل افشای ارزش مشتریان (۰.۵۲۵) که بیشتر از ۰/۰۵ است و فرضیه اول پژوهش رد می شود و در نتیجه افشای ارزش مشتری بر هزینه حقوق صاحبان سهام شرکت ها تاثیر ندارد. براساس نتایج بدست آمده در جدول (۱)، سطح احتمال متغیر افشای ارزش مشتری در صنایع رقابتی (۰.۹۹۵) که بیشتر از ۰/۰۵ است و فرضیه دوم پژوهش نیز رد می شود و در نتیجه افشای 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

متغیر مستقل	ضریب	مقدار احتمال	آماره t	آماره VIF
عرض از مبدا	-۷.۷۸۱	۰.۰۰۰	-۳.۴۸۳	
افشای ارزش مشتری (کیفی)	۰.۰۳۷	۰.۵۴۷	۰.۶۰۴	۱.۵۲
افشای ارزش مشتری (کمی)	۰.۰۰۶	۰.۹۴۹	۰.۰۶۳	۱.۵۴
سطح رقابت در صنعت	-۰.۱۳۴	۰.۸۵۳	-۰.۱۸۴	۶.۳۳
افشای ارزش مشتری (کیفی) در صنایع رقابتی	۰.۰۰۰	۰.۹۹۵	۰.۰۰۵	۷.۴۱
افشای ارزش مشتری (کمی) در صنایع رقابتی	-۰.۰۳۰	۰.۹۲۴	-۰.۰۹۵	۱.۴۸
اندازه شرکت	۰.۲۷۸	۰.۰۰۱	۳.۳۳۵	۱.۸۳
نسبت ارزش بازار به دفتری	۰.۰۱۶	۰.۰۳۱	۲.۱۹۱	۱.۰۹
بازده دارایی ها	-۰.۶۹۷	۰.۲۵	-۱.۱۵۶	۱.۱۶
ضریب تعیین تعدیل شده	۰.۲۰	آماره F (احتمال)	۲.۸۳۶ (۰.۰۰۷)	
احتمال آزمون کولموگروف اسمیرنوف	۰.۸۷۴	آماره دوربین-واتسون	۲.۲۷۲	
آماره بروش-پاگان	۰.۸۴۱	احتمال بروش پاگان	۰.۵۶۸	

براساس نتایج بدست آمده در جدول (۲)؛ میزان ضریب تعیین تعدیل شده برابر با ۰.۲۰ است. یعنی در حدود ۲۰ درصد از تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای مستقل بیان می گردد. احتمال آماره F اگر کمتر از ۰.۰۵ می باشد 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 می باشند. مقدار احتمال مربوط به آزمون کولموگروف اسمیرنوف برابر ۰/۸۷۴ می باشد، بنابراین با اطمینان ۹۵٪ نرمال بودن باقیمانده ها مورد تایید قرار می گیرد. مقدار آماره دوربین-واتسون برابر ۲/۲۷۲ می باشد، لذا می توانیم استقلال باقیمانده ها در مدل برازش شده را بپذیریم. مقدار آماره بروش-پاگان برابر ۰.۸۴۱ می باشد و مقدار احتمال آن برابر ۰.۵۳۶ است که بیشتر از ۵ درصد می باشد، در نتیجه فرض وجود همسانی واریانس ها بین باقیمانده ها تایید می شود. سطح احتمال متغیر مستقل افشای ارزش مشتری (کیفی) (۰.۵۴۷) است که بیشتر از ۰/۰۵ است و فرضیه فرعی ۱-۱ پژوهش رد می شود و افشای ارزش مشتری (کیفی) بر هزینه حقوق صاحبان سهام شرکت ها تاثیر ندارد. براساس نتایج بدست آمده در جدول (۲)، سطح احتمال متغیر افشای ارزش مشتری (کمی) (۰.۹۴۹) که بیشتر از ۰/۰۵ است و فرضیه فرعی ۱-۲ پژوهش مبنی بر تاثیر افشای ارزش مشتری (کمی) بر هزینه حقوق صاحبان سهام شرکت ها رد می شود. سطح احتمال متغیر افشای ارزش مشتری (کیفی) در صنایع رقابتی (۰.۹۹۵) و که بیشتر از ۰/۰۵ است در نتیجه فرضیه فرعی ۲-۱ افشای ارزش مشتری (کیفی) در صنایع رقابتی بر هزینه حقوق صاحبان سهام شرکت ها تاثیر دارد، نیز رد می شود. سطح احتمال متغیر افشای ارزش مشتری (کمی) در صنایع رقابتی (۰.۹۲۴) که بیشتر از ۰/۰۵ است در نتیجه فرضیه فرعی ۲-۲، افشای ارزش مشتری (کمی) در صنایع رقابتی بر هزینه حقوق صاحبان سهام شرکت ها تاثیر دارد، نیز رد می شود.

۶- نتیجه گیری و بحث:

این پژوهش اثر میزان افشای ارزش مشتریان در وب سایت شرکت بر هزینه حقوق صاحبان سهام را مورد بررسی قرار می دهد. ارتباطات با مشتری، یک دارایی نامشهود و مهم شرکت است، اما این دارایی ها در صورت های 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 پیش بینی می شود که افزایش افشا باعث بازده پایین تر نسبت به سرمایه سهام داران و سرمایه گذاران می شود و ارتباط بین افشای ارزش مشتری و هزینه حقوق صاحبان سهام می تواند توسط میزان رقابت در بازار تحت تأثیر قرار گیرد. عدم تقارن اطلاعات درباره ارزش روابط مشتری یک شرکت می تواند به نحوی قابل توجه با انتقال دادن اطلاعات، در مورد رضایت مشتری

یا مشخصه‌های محصولات، کاهش یابد. پژوهش‌های انجام شده نشان می‌دهد که افزایش افشا توان کاهش هزینه سرمایه راه از طریق کاهش ریسک یا افزایش قدرت نقدینگی دارد. افشا در قالب پیش بینی 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. در این پژوهش نتایج آزمون فرضیه‌ها نشان می‌دهد که افشای ارزش مشتریان شامل افشای 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)، دارایی و همکاران (۱۳۹۵)، کرمی و همکاران (۱۳۹۲)، مجتهد زاده و همکاران (۱۳۸۷)، رزالی و همکاران (۲۰۱۶)، لی (۲۰۱۰) و دهاویل و همکاران (۲۰۱۱) ناسازگار است. همچنین افشای ارزش مشتریان شامل افشای موارد کمی و کیفی در صنایع رقابتی بر هزینه حقوق صاحبان تاثیر ندارد. دلیل رد این فرضیه هم می‌تواند این مورد باشد که رقابت در صنایع نیز نمی‌تواند بر الزام شرکتها مبنی بر افشای 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 لویز و همکار (۲۰۱۰) ناسازگار است. با تحلیل نتایج پژوهش که میزان افشای ارزش مشتریان شامل (افشای موارد کمی و کیفی) بر هزینه حقوق صاحبان سهام تاثیر ندارد به هیئت مدیره شرکت‌ها توصیه می‌شود به افشای ارتباطات با مشتریان در گزارش‌های شرکت‌ها توجه داشته باشند و همچنین براساس یافته‌های پژوهش که میزان افشای ارزش قائل شده شرکت برای مشتریان (شامل افشای موارد کمی و کیفی) در صنایع رقابتی بر هزینه حقوق صاحبان سهام تاثیر ندارد، پیشنهاد می‌شود که سیاست گذاران سازمان بورس اوراق بهادار کشور، با توجه به اهمیت افشای 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. میرزائی، مهدی. (۱۳۹۴). تاثیر ویژگی‌های مراحل چرخه عمر شرکت بر عدم تقارن زمانی جریان نقدی عملیاتی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، دانش حسابرسی، سال پانزدهم، شماره ۵۹، صص ۵۷-۷۶.

- حاجیه‌ها، 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، محمدجواد. 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.