

## بررسی تأثیر ریسک تمرکز مشتری بر هزینه سرمایه صاحبان سهام شرکت‌ها

دکتر کریم نعمتی<sup>۱</sup>، دکتر علی امیری<sup>۲</sup>، مهرانوش کوه کن<sup>۳</sup>

<sup>۱</sup> استادیار گروه حسابداری، واحد مرودشت، دانشگاه آزاد اسلامی ایران

<sup>۲</sup> استادیار گروه حسابداری، واحد بندرعباس، دانشگاه آزاد اسلامی، بندرعباس، ایران

<sup>۳</sup> کارشناسی ارشد گروه حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی واحد بستک

### چکیده

هدف پژوهش حاضر، بررسی تأثیر ریسک تمرکز مشتری بر هزینه سرمایه صاحبان سهام شرکت‌ها می باشد. فرضیه کلی این پژوهش عبارت است از این که ریسک تمرکز مشتری بر هزینه سرمایه صاحبان سهام شرکت‌ها تأثیرگذار است. این پژوهش از نوع مطالعه کتابخانه‌ای و تحلیلی- علی بوده و مبتنی بر تحلیل داده‌های تابلویی (پانل دیتا) است. در این پژوهش اطلاعات مالی ۱۰۵ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در طی دوره زمانی ۱۳۸۹ تا ۱۳۹۴ بررسی شده است (۶۳۰ شرکت - سال). برای تجزیه و تحلیل نتایج به دست آمده پژوهش از نرم‌افزارهای ۲۲ Spss، ۸،۱ Eviews و Minitab ۱۷،۱، استفاده شده است. نتایج تحقیق در ارتباط با تأیید فرضیه پژوهش نشان از آن داشت که ریسک تمرکز مشتری بر هزینه سرمایه صاحبان سهام شرکت‌ها تأثیرگذار است.

واژگان کلیدی: ریسک تمرکز مشتری، هزینه سرمایه، سهامداران

## مقدمه

شفافیت و کیفیت مطلوب اطلاعات مالی در ارتباط با میزان فروش‌های شرکت، که پایه و اساس تصمیم‌گیری‌های بهینه اقتصادی سرمایه‌گذاران، اعتباردهندگان و به طور اعم استفاده‌کنندگان از اطلاعات است، از اهمیت ویژه‌ای برخوردار می‌باشد و با افشای اطلاعات فروش واقعی، ریسک تمرکز مشتری کاهش پیدا خواهد کرد. استفاده‌کنندگان از گزارش‌های مالی هنگامی می‌توانند به اطلاعات مالی منعکس شده در گزارش‌های مالی اتکاء کنند که این گزارش‌ها حاوی اطلاعات شفاف و قابل اتکاء باشند. حسابرسی فروش‌های شرکت مکانیزمی کارا برای فراهم کردن اطلاعات شفاف و قابل اتکاء در ارتباط با میزان فروش شرکت می‌باشد (باتاچاریا و همکاران<sup>۱</sup>، ۲۰۱۲). انتظار می‌رود اطلاعات با کیفیت بالاتر در ارتباط با فروش‌های شرکت اثر مطلوبی بر انتظارات سرمایه‌گذاران از بازده مورد انتظار (هزینه سرمایه) داشته باشد. هزینه سرمایه یکی از متغیرهای مؤثر در مدل‌های تصمیم‌گیری است و به عنوان بازده مورد انتظار سهامداران تعریف می‌شود (داهلیوال و همکاران<sup>۲</sup>، ۲۰۱۶). به عبارت دیگر هزینه سرمایه به حداقل نرخ بازدهی که شرکت باید بدست آورد تا بازده موردنظر سرمایه‌گذاران در شرکت تأمین شود گفته می‌شود (کامپلو و همکاران<sup>۳</sup>، ۲۰۱۲).

## بیان مسأله

هزینه سرمایه از نظر مفهومی در ارتباط با بازده مورد انتظار تعریف می‌شود. به عبارت دیگر هزینه سرمایه به حداقل نرخ بازده مورد انتظار گفته می‌شود (داهلیوال و همکاران<sup>۴</sup>، ۲۰۱۶). در صورتی که بازده مورد انتظار از هزینه سرمایه کمتر باشد ارزش واحد اقتصادی کاهش خواهد یافت و در نهایت نرخ رشد فروش نیز نوسانات منفی را تجربه خواهد کرده و ریسک تمرکز مشتری افزایش پیدا خواهد کرد (فانگ و همکاران<sup>۵</sup>، ۲۰۱۴). بنابراین مدیریت برای حفظ ارزش واحد اقتصادی باید تلاش کند بازده مورد انتظار را حداقل به سطح هزینه سرمایه برساند. در این میان کلید موفقیت کاهش هزینه سرمایه است. در صورتی که مدیریت موفق شود هزینه سرمایه را کاهش دهد، بازده مورد انتظار مازاد ناشی از پروژهای سودآوری که برای واحد اقتصادی رقیب با هزینه سرمایه بالاتر مقرون به صرفه نیست، بر ارزش واحد اقتصادی خواهد افزود (گارملی و ماتسا<sup>۶</sup>، ۲۰۱۴). هزینه سرمایه شرکت نرخ بازده مورد انتظار سرمایه‌گذاران است، بنابراین زمانی که سرمایه‌گذاران در شرکت سرمایه‌گذاری می‌کنند به دنبال افزایش سود قابل اکتساب خود می‌باشند (داهلیوال و همکاران<sup>۷</sup>، ۲۰۱۶). به بیانی دیگر هزینه سرمایه از مبادله بین ریسک و بازده و نوسانات فروش به دست می‌آید. این یک واقعیت مهم است که توسط مدیران در نظر گرفته شود که ریسک تمرکز مشتری بر نرخ بازده مورد انتظار سرمایه‌گذاران مؤثر است و ممکن است هزینه سرمایه شرکت‌ها را کاهش دهد (تیلور و ورسچیا<sup>۸</sup>، ۲۰۱۴). ریسک تمرکز مشتری به میزان دقت و افشای اطلاعات در ارتباط میزان مشتریان جذب شده در دوره‌های متوالی بستگی دارد (کاستلو<sup>۹</sup>، ۲۰۱۳). از آن جایی که شرکت‌ها به دنبال کاهش هزینه سرمایه خود و افزایش ثروت سهامداران خود می‌باشد، مدیران شرکت‌ها می‌توانند با ارائه صورت‌های مالی با کیفیت و افشای کامل اطلاعات مرتبط با

<sup>۱</sup> - Bhattacharya, N et al

<sup>۲</sup> - Dhaliwal et al

<sup>۳</sup> - Campbell, J.L et al

<sup>۴</sup> - Dhaliwal et al

<sup>۵</sup> - Fang, V et al

<sup>۶</sup> - Gormley, T.A., Matsa, D.A

<sup>۷</sup> - Dhaliwal et al

<sup>۸</sup> - Taylor, D.J., Verrecchia R.E

<sup>۹</sup> - Costello, A

<http://MaJournal.ir>

میزان فروش‌های شرکت به این هدف برسند (گلدمن و و همکاران<sup>۱۰</sup>، ۲۰۱۳). در واقع اگر نرخ بازده سرمایه گذاری یک شرکت از هزینه سرمایه‌اش بیشتر باشد ثروت سهامداران افزایش خواهد یافت (الیس و همکاران<sup>۱۱</sup>، ۲۰۱۲). بنابراین در صورتی که شرکت‌ها هزینه سرمایه پایین‌تری را تجربه کنند، می‌توانند پروژه‌های سرمایه‌گذاری بیشتری را بپذیرند و میزان فروش خود را افزایش داده و ریسک تمرکز مشتری را کاهش دهند (والتا<sup>۱۲</sup>، ۲۰۱۲). از آنجا که شفافیت اطلاعات منتشر شده در ارتباط با میزان فروش، از جمله عوامل مؤثر بر کیفیت اطلاعات حسابداری است، لذا می‌توان نتیجه گرفت که با افزایش میزان شفافیت اطلاعات منتشر شده در ارتباط با میزان فروش، هزینه سرمایه کاهش می‌یابد. در صورتی که مدیریت موفق شود هزینه سرمایه را کاهش دهد، بازده مورد انتظار مازاد ناشی از پروژه‌های سودآوری که برای واحد اقتصادی رقیب با هزینه سرمایه بالاتر مقرون به صرفه نیست، بر ارزش واحد اقتصادی خواهد افزود. بنابراین با توجه به مطالب مطرح شده مساله اصلی این پژوهش بررسی تأثیر ریسک تمرکز مشتری بر هزینه سرمایه صاحبان سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد و به دنبال این هدف مبانی کاربردی برای بازیگران بازار سرمایه شامل سرمایه‌گذاران بالقوه و بالفعل و... فراهم خواهد نمود. بدیهی است که به دنبال انجام هر تحقیقی تلاش بر این است نتایج به‌دست آمده مورد استفاده علاقه‌مندان قرار بگیرد تا در اتخاذ تصمیمات مؤثر کارا و مفید باشد، لذا این تحقیق نیز مستثنی از این امر نخواهد بود. از طرف دیگر نتایج تحقیقات برای خود مدیران شرکت‌ها نیز قابل توجه خواهد بود تا نتایج مثبت بیشتری را رقم بزنند.

### متغیرهای اصلی پژوهش

ریسک تمرکز مشتری<sup>۱۳</sup>: ریسک تمرکز مشتری برابر است با مجموع نسبت میانگین نرخ رشد فروش در سه سال متوالی بر نرخ رشد فروش در سال جاری به توان دو. ریسک تمرکز مشتری نشان دهنده میزان تمرکز مشتری بر روی محصولات تولیدی و یا خدمات ارائه شده می‌باشد و در صورت کاهش نرخ مزبور، میزان ریسک عدم فروش کالاها و خدمات شرکت افزایش پیدا خواهد کرد (داهلیوال و همکاران<sup>۱۴</sup>، ۲۰۱۶).

هزینه سرمایه<sup>۱۵</sup>: عبارت است از میزان هزینه محاسبه شده برای هر واحد سهم در قبال تغییرات افزایشی ایجاد شده در حقوق صاحبان سهام. به عبارت دیگر هزینه سرمایه به حداقل نرخ بازدهی که شرکت باید بدست آورد تا بازده مورد نظر سرمایه‌گذاران در شرکت تأمین شود گفته می‌شود (البوقورق و همکاران<sup>۱۶</sup>، ۲۰۱۴).

در ادامه به برخی از تحقیقات خارجی و داخلی انجام شده در زمینه این پژوهش اشاره خواهد شد.

### مروری بر تحقیقات انجام شده

داهلیوال و همکاران<sup>۱۷</sup> (۲۰۱۶)، در تحقیقی تحت عنوان "ریسک تمرکز مشتری و هزینه سرمایه صاحبان سهام" به بررسی روابط بین متغیرهای فوق پرداختند. نتایج تحقیق آن‌ها نشان داد که در شرکت‌هایی که تمرکز مشتری وجود دارد در بلندمدت باعث افزایش هزینه شرکت‌ها خواهد شد. همچنین نتایج تحقیق آن‌ها نشان داد که هزینه سرمایه از عوامل دیگری

<sup>۱۰</sup> - Goldman,E et al.

<sup>۱۱</sup> - Ellis,J et al

<sup>۱۲</sup> - Valta,P

<sup>۱۳</sup> - Customer concentration risk

<sup>۱۴</sup> - Dhaliwal et al.

<sup>۱۵</sup> - cost of equity capital

<sup>۱۶</sup> - Albuquerque, A et al

<sup>۱۷</sup> - Dhaliwal et al

مانند ریسک اقلام غیرمترقبه، نسبت اهرم مالی، بازده دارایی‌ها و شاخص صنعت مورد فعالیت تأثیر می‌پذیرد. در نهایت نتایج تحقیق آن‌ها حاکی از این بود که با در نظر گرفتن تأثیر عواملی مانند ریسک اقلام غیرمترقبه، نسبت اهرم مالی، بازده دارایی‌ها و شاخص صنعت مورد فعالیت، شاخص هزینه سرمایه شرکت‌ها در کوتاه مدت ممکن است نوسانات منفی را نیز تجربه کند. احمید و همکاران<sup>۱۸</sup> (۲۰۱۵)، به بررسی تأثیر پاداش مازاد حسابرس و نرخ رشد فروش بر هزینه سرمایه در سطح کشورهای جهان برای دوره ۲۰۰۲ الی ۲۰۱۳ در ۱۴ کشور پرداختند. آنها ارتباط میان حق‌الزحمه مازاد حسابرس و نرخ بازده مورد نیاز ضمنی بر هزینه سرمایه در بازارهای جهانی را مورد بررسی قرار دادند. نتایج تحقیق آنها بیانگر این است که کشورهایی که در حفظ سرمایه‌گذاری‌هایشان قوی‌تر عمل کرده‌اند، نقش برجسته‌تری در تهیه صورت‌های مالی حسابرسی شده برای تصمیم‌گیری سرمایه‌گذارانشان داشته‌اند. و از این رو از هزینه سرمایه پایین‌تری نسبت به سایر کشورهایی که عملکرد ضعیف‌تری در این زمینه داشته‌اند برخوردارند. آزیکانی و همکاران<sup>۱۹</sup> (۲۰۱۵) در تحقیقی با عنوان کیفیت حسابرسی، مکانیسم‌های نظارتی جایگزین افزایش نرخ رشد فروش و هزینه سرمایه برای سالهای ۱۹۹۹ الی ۲۰۰۵ در بازار سهام تگزاس آمریکا میان ۸۷۴۰ سال - شرکت انجام دادند. آنها بیان می‌کنند که در نتایج تحقیقات انجام شده پیشین، شرکت‌هایی که از حسابرسان بزرگ<sup>۲۰</sup> استفاده کرده‌اند، هزینه سرمایه پایین‌تری نسبت به دیگر شرکت‌هایی که از حسابرسان بزرگ استفاده نکرده‌اند را نشان می‌دهند. استفاده از حسابرسان متخصص صنعت منجر به کاهش هزینه سرمایه می‌شود و نتایج نشان داد که شرکت‌هایی که از حسابرسان دارای تخصص در صنعت استفاده کرده‌اند به طور چشمگیری هزینه سرمایه و هزینه بدهی پایین‌تری را نسبت به سایر شرکت‌های نمونه نشان می‌دهند. آنها همچنین در تحقیق خود تفاوت منافع استفاده از حسابرسان متخصص در صنعت را با انسجام مکانیسم‌های نظارتی جایگزین مورد توجه قرار داده‌اند. بحران مالی جهانی در سال ۲۰۰۸ تا به حال تأثیر مثبتی بر هزینه سرمایه سهام و هزینه بدهی داشته است. همچنین هزینه حقوق صاحبان سهام به طور منفی با شرکت‌هایی که توسط چهار سازمان بزرگ حسابرسی مورد حسابرسی قرار گرفته‌اند در ارتباط است. بالسون و همکاران<sup>۲۱</sup> (۲۰۱۴) در پژوهشی نشان دادند که نرخ رشد فروش هزینه سرمایه شرکت‌ها را کاهش می‌دهد. ایزلی و همکاران<sup>۲۲</sup> در پژوهشی نشان دادند که کیفیت حسابرسی بر هزینه سرمایه با تأثیرات شهرت حسابرس که منعکس کننده نقش بیمه‌ای و اطمینان بخشی است، در ارتباط است. شنگ ته چوآ و چیا هسیانگ چانگ<sup>۲۳</sup> (۲۰۱۳)، در پژوهشی اهمیت تخصص حسابرس در صنعت را زمانی که مکانیسم‌های نظارتی جایگزین وجود دارد را مورد بررسی قرار دادند و نتایج استفاده از یک حسابرس متخصص صنعت زمانی که مکانیسم‌های نظارتی جایگزین همچون هیات مدیره یا سرمایه‌گذاران نهادی را تبیین کرد. تاثیر نسبتاً ضعیفی بر هزینه سرمایه دارد. هوپی و همکاران<sup>۲۴</sup> (۲۰۱۱)، در تحقیقی به بررسی تاثیر کیفیت حسابرسی بر مدیریت سود و هزینه حقوق صاحبان سهام در بازار سهام چین برای دوره ۲۰۰۱ الی ۲۰۰۹ میان ۳۳۱۰ سال - شرکت پرداختند. در این تحقیق بررسی موضوع فوق میان دو گروه از شرکت‌های چینی شامل شرکت‌هایی با مالکیت دولتی و شرکت‌هایی با مالکیت خصوصی انجام شده است. گروه‌های انتخاب شده فوق از لحاظ مالکیت، ارتباطات نمایندگی و ریسک ورشکستگی با یکدیگر تفاوت دارند، که منجر به تفاوت‌هایی در تأثیر حسابرسی در کاهش خطاهای گزارشگری مالی و قیمت‌گذاری سرمایه‌گذاران، با توجه به خطر اطلاعاتی می‌شود. نتایج بیانگر تأثیرات قوی‌تر کیفیت حسابرسی بر مدیریت سود و هزینه حقوق صاحبان سهام برای

<sup>۱۸</sup> - Ahmed et al

<sup>۱۹</sup> - Azizkhani et al

<sup>۲۰</sup> - Big

<sup>۲۱</sup> - Balsam et al

<sup>۲۲</sup> - Easley et al

<sup>۲۳</sup> - Sheng et al.

<sup>۲۴</sup> - Hope et al

شرکت‌هایی با مالکیت خصوصی نسبت به شرکت‌هایی با مالکیت دولتی است. محمد نصیریپور (۱۳۹۵) در تحقیق خود با عنوان بررسی تأثیر اندازه شرکت بر هزینه سرمایه در شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران، برای دوره ۹۰ الی ۹۴ با استفاده از دو روش آمار توصیفی و استنباطی تأثیر اندازه شرکت را بر هزینه سرمایه در شرکت‌های بورس مورد بررسی قرار داد. یافته‌های تحقیق نشان می‌دهد که هیچ رابطه معنی‌داری بین اندازه شرکت و هزینه سرمایه آن در شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران وجود ندارد. رحیمی و کردستانی (۱۳۹۵)، در تحقیقی با عنوان بررسی رابطه بین کیفیت حسابرسی با هزینه سرمایه سهام عادی و مدیریت سود به بررسی اثر کیفیت حسابرسی بر هزینه سرمایه و مدیریت سود به بررسی اطلاعات صورت‌های مالی و قیمت‌های سهام ۱۰۱ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی ۸۹ تا ۹۴ پرداختند. تحقیق آنها از شاخه تحقیقات شبه تجربی و نوع پس رویدادی (با استفاده از اطلاعات گذشته) است که براساس اطلاعات واقعی بازار سهام و صورت‌های مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران انجام گرفته است. یافته‌های حاصل از آزمون فرضیه‌ها رابطه بین کیفیت حسابرسی با هزینه سرمایه سهام عادی و مدیریت سود را تأیید نمی‌کند. نوروش و مجیدی (۱۳۹۴)، در تحقیقی رابطه‌ی، نرخ رشد فروش، کیفیت سود و هزینه‌ی سرمایه را در شرکت‌های بورسی ایران بررسی کردند. نتایج تحقیق نشان داد که در دوره‌ی مورد آزمون (۱۳۸۲-۱۳۷۸) به استثنای سال ۱۳۷۹ رابطه معکوسی بین کیفیت سود و هزینه سرمایه وجود دارد. مجیدی (۱۳۹۴)، در پژوهشی رابطه بین ویژگی‌های کیفی سود، نوسانات فروش و هزینه سرمایه سهام عادی را بررسی نمودند. نتایج پژوهش، وجود رابطه معکوس بین ویژگی‌های کیفی سود، شامل پایداری سود، قابلیت پیش بینی سود، مربوط بودن سود به ارزش سهام، به موقع بودن و هزینه سرمایه سهام عادی را تأیید می‌کند. ابراهیم کردلر و همکاران (۱۳۹۳)، در پژوهشی تحت عنوان "بررسی رابطه بین مؤلفه‌های کیفیت حسابرسی و هزینه سرمایه در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران" با استفاده از اطلاعات مالی ۹۶ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۸۲ تا ۱۳۸۹ به بررسی روابط بین این متغیرها پرداختند. تعداد نمونه تحقیق آن‌ها شامل ۷۶۸ شرکت-سال می‌باشد. یافته‌های تحقیق بیانگر عدم وجود رابطه معنادار میان مؤلفه‌های مختلف کیفیت حسابرسی و هزینه سرمایه می‌باشد. ولی پور و همکاران (۱۳۹۰)، در پژوهشی تحت عنوان "بررسی رابطه میان ساختار سرمایه، میانگین موزون هزینه سرمایه و روند تغییرات آن‌ها" با استفاده از اطلاعات مالی ۳۸ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۷۹ تا ۱۳۸۸ به بررسی روابط بین این متغیرها پرداختند. تعداد نمونه تحقیق آن‌ها شامل ۳۸۰ شرکت-سال می‌باشد. نتایج تحقیق نشان از آن داشت که روند تغییرات نسبت بدهی دارای یک دوند افزایش نمی‌باشد و همچنین روند تغییرات میانگین موزون هزینه سرمایه دارای یک دوند کاهشی نیست. همچنین رابطه‌ی معنی‌داری بین ساختار سرمایه و میانگین موزون هزینه سرمایه یافت نشد. کردستانی و علوی (۱۳۹۰)، در پژوهشی تحت عنوان "بررسی شفافیت سود حسابداری بر هزینه سرمایه سهام عادی" با استفاده از اطلاعات مالی ۹۰ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۸۳ تا ۱۳۸۷ به بررسی روابط بین این متغیرها پرداختند. تعداد نمونه تحقیق آن‌ها شامل ۴۵۰ شرکت-سال می‌باشد. یافته‌های تحقیق نشان می‌دهد شرکت‌هایی که شفافیت سود بالاتری دارند هزینه سرمایه سهام عادی کمتری را تجربه می‌کنند.

### فرضیه تحقیق

با توجه به مبانی نظری و تحقیقات انجام شده فرضیه این تحقیق به صورت زیر ارائه می‌شود:  
ریسک تمرکز مشتری بر هزینه سرمایه صاحبان سهام شرکت‌ها تأثیرگذار است.

## روش تحقیق

این تحقیق از نوع تحقیقات همبستگی و از لحاظ هدف نیز از نوع تحقیقات کاربردی است. همچنین طرح پژوهش از نوع نیمه تجربی است، زیرا از داده‌های تاریخی استفاده می‌شود. جامعه آماری این پژوهش کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی ۱۳۸۹ لغایت ۱۳۹۴ است و نمونه تحقیق شامل شرکت‌هایی است که تا پایان سال ۱۳۸۸ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده باشند، دوره مالی آنها منتهی به پایان اسفند ماه باشد، طی دوره زمانی تحقیق تغییر سال مالی نداده باشند و داده‌های مورد نیاز برای انجام این تحقیق در دسترس باشد. بر اساس محدودیت‌های در نظر گرفته شده تعداد ۱۰۵ شرکت (شرکت در تمام سال‌ها) به عنوان نمونه نهایی تحقیق انتخاب شد. اطلاعات و داده‌های مورد نیاز برای انجام تحقیق از طریق سایت‌های رسمی بورس اوراق بهادار تهران از جمله سایت مدیریت پژوهش توسعه و مطالعات اسلامی (Rdis)، شرکت اطلاع رسانی بورس و نرم‌افزار ره آورد نوین گردآوری و محاسبات اولیه مورد نیاز در صفحه گسترده اکسل انجام شد. سپس تجزیه و تحلیل نهایی با استفاده از نرم‌افزارهای Eviews ۷ و Spss ۲۰ و Minitab ۱۶ صورت گرفت. برای آزمون فرضیه‌های تحقیق نیز از الگوی رگرسیونی چندگانه و روش آماری پانل دیتا استفاده شده است. مدل‌های پژوهش برگرفته از پژوهش داهلیوال و همکاران<sup>۲۵</sup> (۲۰۱۶) به صورت زیر برآورد شده‌اند:

مدل مربوط به فرضیه‌های پژوهش:

$$\text{Costofequity}_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1(\text{CustomerConcentration})_{i,t} + \beta_2 \text{Log}(\text{Market})_{i,t} + \beta_3 \text{Idoosy}_{i,t} + \beta_4 \text{BTM}_{i,t} + \beta_5 \text{BookLev}_{i,t} + \beta_6 \text{GrowthRate}_{i,t} + \beta_7 \text{ROA}_{i,t} + \beta_8 \text{FixedEffects}_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

## نتایج آزمون فرضیه

هدف از آزمون فرضیه تحقیق بررسی تأثیر ریسک تمرکز مشتری بر هزینه سرمایه صاحبان سهام شرکت‌ها می‌باشد و فرضیه آماری آن به صورت زیر تعریف می‌شود:

$$H_0: \text{ریسک تمرکز مشتری بر هزینه سرمایه صاحبان سهام شرکت‌ها، تأثیر معناداری وجود ندارد.}$$

$$H_1: \text{ریسک تمرکز مشتری بر هزینه سرمایه صاحبان سهام شرکت‌ها، تأثیر معناداری وجود دارد.}$$

این فرضیه با استفاده از مدل (۱) به صورت داده‌های پانل برآورد می‌شود و در صورتی که ضریب  $\beta_1$  در سطح اطمینان ۹۵٪ معنی‌دار باشد مورد تأیید قرار خواهد گرفت.

$$\text{Costofequity}_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1(\text{CustomerConcentration})_{i,t} + \beta_2 \text{Log}(\text{Market})_{i,t} + \beta_3 \text{Idoosy}_{i,t} + \beta_4 \text{BTM}_{i,t} + \beta_5 \text{BookLev}_{i,t} + \beta_6 \text{GrowthRate}_{i,t} + \beta_7 \text{ROA}_{i,t} + \beta_8 \text{FixedEffects}_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

(۱)

$$\begin{cases} H_0 : \beta_1 = 0 \\ H_1 : \beta_1 \neq 0 \end{cases}$$

برای این‌که بتوان مشخص نمود که آیا استفاده از روش داده‌های پانل در برآورد مدل مورد نظر کارآمد خواهد بود یا نه، از آزمون چاو یا F مقید و به منظور این‌که مشخص گردد کدام روش (اثرات ثابت و یا اثرات تصادفی) جهت برآورد مناسب‌تر

است (تشخیص ثابت یا تصادفی بودن تفاوت‌های واحدهای مقطعی) از آزمون هاسمن استفاده می‌شود. نتایج حاصل از این آزمون‌ها در جدول شماره ۱ ارائه شده است.

جدول شماره ۱: نتایج آزمون چاو و هاسمن برای مدل (۱)

آزمون	تعداد	آماره	مقدار آماره	درجه آزادی	P-Value
چاو	۶۳۰	$F$	۱/۹۹۰۵	(۱۰۴،۵۱۴)	۰/۰۰۰۰
هاسمن	۶۳۰	$\chi^2$	۱۰/۷۰۲۳	۸	۰/۰۱۹۱

با توجه به نتایج آزمون چاو و  $P-Value$  آن (۰/۰۰۰۰)، فرضیه  $H_0$  آزمون در سطح اطمینان ۹۵٪ رد شده و بیان‌گر این است که می‌توان از روش داده‌های پانل استفاده نمود. همچنین با توجه به نتایج آزمون هاسمن و  $P-Value$  آن (۰/۰۱۹۱) که کمتر از ۰/۰۵ می‌باشد، فرضیه  $H_0$  آزمون در سطح اطمینان ۹۵٪ رد شده و فرضیه  $H_1$  پذیرفته می‌شود. لذا لازم است مدل با استفاده از روش اثرات ثابت برآورد شود. برای سنجش اعتبار مدل و بررسی مفروضات رگرسیون کلاسیک لازم است علاوه بر بررسی عدم وجود هم‌خطی بین متغیرهای مستقل وارد شده در مدل، آزمون‌هایی در ارتباط با نرمال بودن باقیمانده‌ها، همسانی واریانس‌ها، استقلال باقیمانده‌ها و عدم وجود خطای تصریح مدل (خطی بودن مدل) نیز انجام شود. برای آزمون نرمال بودن جملات خطا از آزمون‌های مختلفی می‌توان استفاده کرد. یکی از این آزمون‌ها، آزمون جارکیو- برا می‌باشد که در این تحقیق نیز از این آزمون استفاده شده است. نتایج آزمون جارکیو- برا حاکی از این است که باقیمانده‌های حاصل از برآورد مدل تحقیق در سطح اطمینان ۹۵٪ از توزیع نرمال برخوردار هستند، به طوری که احتمال مربوط به این آزمون (۰/۴۸۷۵) بزرگ‌تر از ۰/۰۵ می‌باشد. یکی دیگر از مفروضات آماری رگرسیون کلاسیک همسانی واریانس باقیمانده‌ها می‌باشد. در صورتی که واریانس‌ها ناهمسان باشند برآورد کننده خطی نارایب نبوده و کم‌ترین واریانس را نخواهد داشت. در این مطالعه برای بررسی همسانی واریانس‌ها از آزمون برش پاگان استفاده شده است. با توجه به سطح اهمیت این آزمون که کوچک‌تر از ۰/۰۵ می‌باشد (۰/۰۲۲۷)، فرضیه صفر مبنی بر وجود همسانی واریانس رد شده و می‌توان گفت مدل دارای مشکل ناهمسانی واریانس می‌باشد. در این مطالعه برای رفع این مشکل در برآورد از روش حداقل مربعات تعمیم یافته (GLS) استفاده شده است. همچنین در این مطالعه برای آزمون همبسته نبودن باقیمانده‌ها که یکی از مفروضات تجزیه و تحلیل و تحلیل رگرسیون می‌باشد و خود همبستگی نامیده می‌شود از آزمون دوربین واتسون (D-W) استفاده شده است. با توجه به نتایج اولیه برآورد مدل مقدار آماره دوربین واتسون برابر با ۲/۱۹ بوده و از آنجایی که مابین ۱/۵ و ۲/۵ می‌باشد می‌توان نتیجه گرفت باقیمانده‌ها مستقل از هم می‌باشند. علاوه بر این، برای آزمون این که مدل دارای رابطه خطی است و این که آیا مدل مورد نظر تحقیق از نظر رابطه خطی بودن و یا غیر خطی بودن درست تبیین شده است یا خیر از آزمون رمزی استفاده گردیده است. با توجه به این که سطح اهمیت آزمون رمزی (۰/۵۳۵۶) بزرگ‌تر از ۰/۰۵ می‌باشد، بنابراین فرضیه صفر این آزمون مبنی بر خطی بودن مدل تأیید شده و مدل دارای خطای تصریح نمی‌باشد. خلاصه نتایج آزمون‌های فوق در جداول با شماره‌های ۲ تا ۵ ارائه شده است.

جدول شماره ۲: نتایج آماره جارکو-برا برای مدل (۱)

سری باقیمانده‌های استاندارد (۱)		
نتایج آزمون اثرات ثابت بر مبنای مقطع - زمان		
اثرات ثابت	$\chi^2$	سطح معنی داری
آماره جارکو-برا	۱/۶۵۲۲	۰/۴۸۷۵

جدول ۳: نتایج آماره برش- پاگان برای مدل (۱)

آزمون اثرات ثابت		
سطح: واحد - مقطع		
اثرات ثابت	$F$	سطح معنی داری
آماره برش- پاگان	۲/۲۴۸۳	۰/۰۲۲۷

جدول شماره ۴: نتایج آماره دوربین- واتسون برای مدل (۱)

آزمون اثرات ثابت		
سطح: واحد - مقطع		
نتایج آزمون اثرات ثابت بر مبنای مقطع - زمان		
اثرات ثابت	$D$	سطح معنی داری
آماره D-W	۲/۱۹	۲/۱۹

جدول شماره ۵: نتایج آماره رمزی برای مدل (۱)

آزمون اثرات ثابت		
سطح: واحد - مقطع		
نتایج آزمون اثرات ثابت بر مبنای مقطع - زمان		
اثرات ثابت	$F$	سطح معنی داری
آماره رمزی	۲/۶۲۵۰	۰/۵۳۵۶



با توجه به نتایج حاصل از آزمون‌های چاو و هاسمن و همچنین نتایج آزمون مفروضات آماری رگرسیون کلاسیک، مدل (۱) تحقیق با استفاده از روش داده‌های پانل و به صورت اثرات ثابت برآورد می‌شود. نتایج برآورد مدل در جدول شماره ۶ ارائه شده است. شکل برآورد شده مدل با استفاده از نرم‌افزار *Eviews ۷* به صورت زیر خواهد بود:

$$Costofequity_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 (CustomerConcentration)_{i,t} + \beta_2 Log(Market)_{i,t} + \beta_3 Idoosy_{i,t} + \beta_4 BTM_{i,t} + \beta_5 BookLev_{i,t} + \beta_6 GrowthRate_{i,t} + \beta_7 ROA_{i,t} + \beta_8 FixedEffects_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

جدول شماره ۶: نتایج آزمون فرضیه تحقیق با استفاده از روش اثرات ثابت

متغیر وابسته: هزینه سرمایه صاحبان سهام تعداد مشاهدات: ۶۳۰ سال - شرکت روش آماری برآوردی: پانل دیتا - اثرات ثابت GLS سال مورد بررسی: ۱۳۸۹-۱۳۹۴					
عنوان متغیر	علامت متغیر	ضریب	آماره t	سطح معنی داری	رابطه
جزء ثابت	$\alpha_0$	-۰/۰۳۸۰	-۰/۵۲۱۰	۰/۶۰۲۶	بی معنی
ریسک تمرکز مشتری	$(CustomerConcentration)_{i,t}$	-۰/۰۴۷۱	-۴/۴۰۴۷	۰/۰۰۰۷	منفی
لگاریتم ارزش بازار سهام	$Log(Market)_{i,t}$	۰/۰۳۷۷	۳/۲۴۰۸	۰/۰۰۱۳	مثبت
نسبت اقلام غیرمترقبه	$Idoosy_{i,t}$	۰/۰۲۲۲	۲/۸۴۰۸	۰/۰۲۰۸	مثبت
فرصت‌های رشد	$BTM_{i,t}$	-۲۲۶/۶۹۲۳	-۳/۵۸۴۲	۰/۰۰۳۷	منفی
ارزش دفتری اهرم مالی	$BookLev_{i,t}$	۰/۰۲۶۸	۲/۸۴۸۲	۰/۰۱۶۷	مثبت
نرخ رشد	$GrowthRate_{i,t}$	۰/۰۳۸۳	۰/۷۰۰۸	۰/۰۴۸۳	معنی دار
نسبت بازده دارایی‌ها	$ROA_{i,t}$	-۰/۰۰۲۲	-۵/۴۹۳۳	۰/۰۰۰۰	منفی
اثرات صنعت مورد فعالیت	$FixedEffects_{i,t}$	۲۳۹/۶۶۳۰	۳/۵۸۴۸	۰/۰۰۳۶	مثبت
ضریب تعیین مدل					۰/۶۵۴۹
آماره $F$					۲/۲۰۸۸
سطح معنی داری					۰/۰۰۰۰

با توجه به نتایج حاصل از آزمون‌های چاو و هاسمن و همچنین نتایج آزمون مفروضات آماری رگرسیون کلاسیک، مدل (۱) تحقیق با استفاده از روش داده‌های پانل و به صورت اثرات ثابت برآورد می‌شود. نتایج برآورد مدل در جدول شماره ۶ ارائه شده است. شکل برآورد شده مدل با استفاده از نرم‌افزار *Eviews ۷* به صورت زیر خواهد بود:

$$Costofequity_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 (CustomerConcentration)_{i,t} + \beta_2 Log(Market)_{i,t} + \beta_3 Idoosy_{i,t} + \beta_4 BTM_{i,t} + \beta_5 BookLev_{i,t} + \beta_6 GrowthRate_{i,t} + \beta_7 ROA_{i,t} + \beta_8 FixedEffects_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

در بررسی معنی دار بودن کل مدل با توجه به این که مقدار احتمال آماره  $F$  از ۰/۰۵ کوچک‌تر می‌باشد (۰/۰۰۰۰) با اطمینان ۹۵٪ معنی دار بودن کل مدل تأیید می‌شود. ضریب تعیین مدل نیز گویای آن است که ۶۵/۴۹ درصد از هزینه سرمایه

صاحبان سهام شرکت‌ها توسط متغیرهای وارد شده در مدل تبیین می‌گردد. در بررسی معنی‌داری ضرایب با توجه نتایج ارائه شده در جدول شماره ۶، از آنجایی احتمال آماره  $t$  برای ضریب متغیر ریسک تمرکز مشتری کوچک‌تر از  $0/05$  می‌باشد ( $0/0007$ )، در نتیجه وجود تأثیر معنی‌داری ریسک تمرکز مشتری بر هزینه سرمایه صاحبان سهام در سطح اطمینان ۹۵ درصد مورد تأیید قرار می‌گیرد. بنابراین فرضیه تحقیق پذیرفته شده و با اطمینان ۹۵ درصد می‌توان گفت ریسک تمرکز مشتری بر هزینه سرمایه صاحبان سهام شرکت‌ها، تأثیر معنی‌داری وجود دارد. منفی بودن ضریب این متغیر ( $-0/0471$ ) حاکی از وجود تأثیر معکوس ریسک تمرکز مشتری بر هزینه سرمایه صاحبان سهام شرکت‌ها می‌باشد به طوری که با افزایش ۱ واحدی ریسک تمرکز مشتری بر هزینه سرمایه صاحبان سهام شرکت‌ها نیز به میزان  $0/0471$  واحد کاهش می‌یابد. بنابراین با توجه به تجزیه و تحلیل‌های صورت گرفته در ارتباط با تأیید فرضیه اول پژوهش می‌توان نتیجه گرفت که ریسک تمرکز مشتری بر هزینه سرمایه صاحبان سهام شرکت‌ها تأثیرگذار است.

### نتیجه‌گیری و بحث

هزینه سرمایه شرکت نرخ بازده مورد انتظار سرمایه‌گذاران است، بنابراین زمانی که سرمایه‌گذاران در شرکت سرمایه‌گذاری می‌کنند به دنبال افزایش سود قابل اکتساب خود می‌باشند (داهلیوال و همکاران<sup>۲۶</sup>، ۲۰۱۶). به بیانی دیگر هزینه سرمایه از مبادله بین ریسک و بازده و نوسانات فروش به دست می‌آید. این یک واقعیت مهم است که توسط مدیران در نظر گرفته شود که ریسک تمرکز مشتری بر نرخ بازده مورد انتظار سرمایه‌گذاران مؤثر است و ممکن است هزینه سرمایه شرکت‌ها را کاهش دهد (تیلور و ورسچیا<sup>۲۷</sup>، ۲۰۱۴). ریسک تمرکز مشتری به میزان دقت و افشای اطلاعات در ارتباط میزان مشتریان جذب شده در دوره‌های متوالی بستگی دارد (کاستلو<sup>۲۸</sup>، ۲۰۱۳). از آنجایی که شرکت‌ها بدنبال کاهش هزینه سرمایه خود و افزایش ثروت سهامداران خود می‌باشند، مدیران شرکت‌ها می‌توانند با ارائه صورت‌های مالی با کیفیت و افشای کامل اطلاعات مرتبط با میزان فروش‌های شرکت به این هدف برسند (گلدمن و و همکاران<sup>۲۹</sup>، ۲۰۱۳). شفافیت و کیفیت مطلوب اطلاعات مالی در ارتباط با میزان فروش‌های شرکت، که پایه و اساس تصمیم‌گیری‌های بهینه اقتصادی سرمایه‌گذاران، اعتباردهندگان و به طور اعم استفاده‌کنندگان از اطلاعات است، از اهمیت ویژه‌ای برخوردار می‌باشد و با افشای اطلاعات فروش واقعی، ریسک تمرکز مشتری کاهش پیدا خواهد کرد. استفاده‌کنندگان از گزارش‌های مالی هنگامی می‌توانند به اطلاعات مالی منعکس شده در گزارش‌های مالی اتکاء کنند که این گزارش‌ها حاوی اطلاعات شفاف و قابل اتکاء باشند. حسابرسی فروش‌های شرکت مکانیزمی کارا برای فراهم کردن اطلاعات شفاف و قابل اتکاء در ارتباط با میزان فروش شرکت می‌باشد (باتاچاریا و همکاران<sup>۳۰</sup>، ۲۰۱۲).

در این پژوهش ابتدا خلاصه آمار توصیفی متغیرهای تحقیق نشان داده شد. در ادامه به ارائه آمار استنباطی پرداخته شد و مدل‌های تحقیق در قالب آمار استنباطی فرضیه‌ها ارائه شد. برای آزمون مدل‌های ابتدا از آزمون چاو استفاده شد تا مشخص گردد که آیا از روش پانل باید استفاده کرد یا روش ترکیبی و در ادامه از آزمون هاسمن برای استفاده از روش پانل اثرات تصادفی یا اثرات ثابت استفاده شد. در نهایت برازش مدل ارائه و نتایج حاصل از مفروضات رگرسیون کلاسیک برای مدل‌های تحقیق بیان گردید. در این تحقیق یک فرضیه اصلی مورد بررسی قرار گرفت. در فرضیه اصلی تأثیر ریسک تمرکز مشتری بر

<sup>۲۶</sup> - Dhaliwal et al

<sup>۲۷</sup> - Taylor, D.J., Verrecchia R.E

<sup>۲۸</sup> - Costello, A

<sup>۲۹</sup> - Goldman, E et al

<sup>۳۰</sup> - Bhattacharya, N et al

هزینه سرمایه صاحبان سهام شرکت‌ها بررسی شد. نتیجه حاصل از آزمون این فرضیه نشان داد که ریسک تمرکز مشتری بر هزینه سرمایه صاحبان سهام شرکت‌ها تأثیرگذار است. نتایج فرضیه تحقیق با بعضی از تحقیقات گذشته از جمله پرساکیس و آرتیدیس<sup>۳۱</sup> (۲۰۱۵)، ایزلی و همکاران<sup>۳۲</sup> (۲۰۱۴) و شنگ ته چوآ و چیا هسیانگ چانگ<sup>۳۳</sup> (۲۰۱۳) مطابقت داشته و با نتایج تحقیق الیس و همکاران<sup>۳۴</sup> (۲۰۱۲) و هوپی و همکاران<sup>۳۵</sup> (۲۰۱۱) در تضاد است.

### پیشنهادات

- ۱- سازمان بورس اوراق بهادار می‌تواند با توجه به نتایج این تحقیق و تحقیقات مشابه اطلاعات جامع‌تری را در خصوص هزینه سرمایه صاحبان سهام برای سهامداران منتشر نماید.
- ۲- توصیه مراجع تدوین استانداردهای حسابداری به افشای اختیاری اطلاعات جامع در خصوص میزان و سطح ریسک تمرکز مشتری و هزینه سرمایه صاحبان سهام شرکت‌ها.
- ۳- از آن جهت که افزایش میزان و سطح ریسک تمرکز مشتری می‌تواند اثرات مهمی بر تصمیم سرمایه‌گذاران داشته باشد، ارائه اطلاعات کامل و شفاف از سوی مدیریت در زمینه ریسک تمرکز مشتری و هزینه سرمایه صاحبان سهام بسیار راه‌گشا خواهد بود.
- ۴- بهتر است تحلیل‌گران مالی فعال در بازار سرمایه، مشاوران سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار در کنار تحلیل‌ها و تکنیک‌های معمولی که انجام می‌دهند، تحلیل‌های خاصی مبتنی بر وضعیت هزینه سرمایه صاحبان سهام و عوامل تأثیرگذار بر آن و ریسک تمرکز مشتری شرکت‌ها با توجه به استانداردهای حسابداری به عمل آورند.
- ۵- با توجه به نتایج حاصل از فرضیه اول پژوهش پیشنهاد می‌گردد تحقیقی در ارتباط با تأثیر ریسک تمرکز مشتری بر هزینه سرمایه صاحبان سهام و تأثیرگذاری آن بر تغییرات سود شرکت‌ها انجام شود.

### پیشنهادهایی برای پژوهش‌های آینده

- به منظور استفاده هرچه بیشتر از نتایج تحقیق و نیز کمک به روشن شدن میزان تأثیر ریسک تمرکز مشتری بر هزینه سرمایه شرکت‌ها در آینده می‌توان به موضوع‌های زیر توجه بیشتری نمود:
- ۱- مطالعه تأثیر نوع صنعت بر روی روابط بین ریسک تمرکز مشتری و هزینه سرمایه صاحبان سهام شرکت‌ها.
  - ۲- استفاده از سایر متغیرهای ارزیابی کنترلی مانند محدودیت‌های مالی و شاخص صنعت، در بررسی میزان تأثیر ریسک تمرکز مشتری بر هزینه سرمایه شرکت‌ها.
  - ۳- بررسی تأثیر متغیرهای کلان اقتصادی، مانند: تورم، بهای نفت و نرخ ارز بر روی شناسایی میزان تأثیر ریسک تمرکز مشتری بر هزینه سرمایه شرکت‌ها.
  - ۴- انجام تحقیق مشابه دیگری با در نظر گرفتن ریسک تمرکز مشتری ناشی از مسائل سیاسی و تأثیر آن بر ارزش ذاتی شرکت‌ها.

<sup>۳۱</sup> - Anthony Persakisa, George Emmanuel Iatridisa,

<sup>۳۲</sup> - Easley et al

<sup>۳۳</sup> - Sheng et al.

<sup>۳۴</sup> - Ellis, J et al

<sup>۳۵</sup> - Hope et al

۵- با توجه به این که شرکت‌های با فعالیت واسطه‌گری مالی از نمونه تحقیق حذف شده بودند، پیشنهاد می‌گردد تحقیقی در رابطه با میزان تاثیر ریسک تمرکز مشتری بر هزینه سرمایه در این نوع شرکت‌ها انجام گرفته و نتایج آن با یافته‌های تحقیق حاضر مقایسه گردد.

## منابع و مأخذ

۱. کردلر، ابراهیم؛ یزدانیان، علی و استکی، حسین، (۱۳۹۳)، بررسی رابطه بین مؤلفه های کیفیت حسابرسی و هزینه سرمایه در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه حسابرسی: نظریه و عمل. سال اول، شماره ۱، صص ۱۳۰-۱۰۹.
۲. کردستانی، غلامرضا و علوی، سید مصطفی، (۱۳۹۰)، بررسی شفافیت سود حسابداری بر هزینه سرمایه سهام عادی، فصلنامه بورس اوراق بهادار، سال سوم، شماره ۱۲، صص ۶۱-۴۳.
۳. کردستانی، غلامرضا و رحیمی، مصطفی، (۱۳۹۵)، بررسی رابطه بین کیفیت حسابرسی با هزینه سرمایه سهام عادی و مدیریت سود، فصلنامه مطالعات حسابداری، ۲۶، ۹۲-۷۱.
۴. مجیدی، رضا، (۱۳۹۴)، رابطه بین کیفیت سود، نوسانات فروش و هزینه سرمایه، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه تهران.
۵. نصیریپور، محمد، (۱۳۹۵)، بررسی تأثیر اندازه شرکت بر هزینه سرمایه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه شهید بهشتی، دانشکده علوم اداری، گروه حسابداری.
۶. نوروش، سعید و مجیدی، رضا، (۱۳۹۴)، بررسی رابطه بین نرخ رشد فروش، کیفیت سود و هزینه سرمایه در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، حسابداری برق، شماره ۴۳.
۷. ولی پور، هاشم؛ الماسی، محمدرضا و کایدی، سیدایمان، (۱۳۹۰)، بررسی رابطه میان ساختار سرمایه، میانگین موزون هزینه سرمایه و روند تغییرات آن ها، فصلنامه پژوهشنامه حسابداری مالی و حسابرسی، سال سوم، شماره دوازدهم، زمستان ۱۳۹۰، صص ۲۱۵-۱۸۵.
۸. Ahmed, A., Rasmussen, S., and Tse, S. Y. (2008). Audit Quality, Alternative Monitoring Mechanisms, and Cost of Capital: An Empirical Analysis, (August) Available at SSRN: <http://ssrn.com>.
۹. Azizkhani, M., Monroe, G. S. and Shailer, G. (2015). Auditor Tenure and Cost of Equity Capital, June, unpublished working paper, University of N.S.W.
۱۰. Albuquerque, A., Papadakis, G., Wysocki, P. (2014). The impact of risk on CEO equity incentives: evidence from customer concentration, Working Paper, University of Miami.
۱۱. Balsam, S., Krishnan, J. and Yang, J.S. (2014). Auditor Industry Specialization and Earnings Quality, Auditing-a Journal of Practice & Theory, vol. 22, no. 2, Pp 71-97.
۱۲. Bhattacharya, N., Ecker, F., Olsson, P.M., Schipper, K. (2012). Direct and mediate associations among earnings quality, information asymmetry, and the cost of equity, The Accounting Review, Vol. 87, Pp449-482.
۱۳. Campbell, J.L., Dhaliwal, D.S., Schwartz Jr, W.C. (2012). Financing constraints and the cost of capital: evidence from the funding of corporate pension plans, Review of Financial Studies, Vol.25, Pp 868-912.

<http://MaJournal.ir>

۱۴. Costello, A. (2013). Mitigating incentive conflict sininter-firmrelationships: evidence from long-term supply contracts, *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 56, Pp 19–39.
۱۵. Dhaliwal, D., ScottJudd, J., Serfling, M., Shaikh, S. (2016). Customer concentration risk and the cost of equity capital, *Journal of Accounting and Economics*, vol. 61, Pp 23–48.
۱۶. Easley, D. and O'Hara, M. (2014). Information and the Cost of Capital, *Journal of Finance*, vol. 59, no. ۴, Pp 1553-1583.
۱۷. Fang, V.W., Tian, X., Tice, S. (2014). Does stock liquidity enhance or impede firm innovation? *Journal of Finance*, Vol. 69, Pp 2085–2125.
۱۸. Gormley, T.A., Matsa, D.A. (2014). Common errors: how to (and not to) control for unobserved heterogeneity, *Review of Financial Studies*, Vol. 2, Pp. 617–661.
۱۹. Goldman, E., Rocholl, J., So, J. (2013). Politically connected board of director and the allocation of procurement contracts, *Review of Finance*, Vol.17, Pp1617–1648.
۲۰. Hope, O., Kang, T. T., Wayne, B. and Yoo, Y. K. (2011). Impact of Excess Auditor Remuneration on Cost of Equity Capital around the World, *Journal of Accounting, Auditing and Finance*, Forthcoming.
۲۱. Persakis, A., Iatridis, G. E. (2015). Cost of capital, audit and earnings quality under financial crisis A global empirical investigation, *Journal of International Financial Markets, Institutions & Money*.
۲۲. Sheng-Te, Ch., and Chia-Hsiang, Ch. (2013). Whether an auditor imagination of industry specialist reduces the cost of capital? Empirical from Taiwan.
۲۳. Taylor, D.J., Verrecchia R.E. (2014). Delegated trade and the risk premium, Working Paper, University of Pennsylvania.
۲۴. Valta, P. (2012). Competition and the cost of debt, *Journal of Financial Economics*, Vol. 105, Pp 661–682.