



## تأثیر تمرکز مشتری بر ریسک‌پذیری در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

علی اصغر بختیاری<sup>۱\*</sup> رضا داغانی<sup>۲</sup>

۱. دانشجوی کارشناسی ارشد حسابداری، دانشگاه شهاب دانش

۲. دکتری حسابداری، دانشگاه تربیت مدرس

\* ایمیل نویسنده مسئول: alibakhtiary1386@gmail.com

### The effect of customer concentration on risk-taking in companies listed on the Tehran Stock Exchange

Ali Asghar Bakhtiari<sup>1\*</sup>, Reza Daghani<sup>2</sup>

<sup>1</sup> Accounting Group, Shahab Danesh University

<sup>2</sup> Assistant Professor of Accounting, Department of Accounting, Shahab Danesh University

Email: alibakhtiary1386@gmail.com

#### چکیده

درک عواملی که بر ریسک‌پذیری شرکت تأثیر می‌گذارد در ادبیات مالی جایگاه ویژه‌ای دارد از آن جهت که رابطه مشتری و شرکت، یکی از مهم‌ترین موضوع‌های مرتبط با عملیات تجاری است. طبق نظریه قدرت چانه‌زنی استدلال شده است تمرکز مشتری بر ریسک‌پذیری تأثیرگذار است. بنابراین در این مطالعه به بررسی تأثیر ساختار پایگاه مشتری بر ریسک‌پذیری تأمین‌کنندگان شرکت پرداخته می‌شود. با استفاده از اطلاعات ۱۳۱ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی ۱۳۹۱ تا ۱۳۹۹ و استفاده از رگرسیون حداقل مربعات معمولی با کنترل اثرات سال و صنعت نتایج تحلیل‌های انجام شده نشان می‌دهد تمرکز مشتری بر ریسک‌پذیری شرکت تأثیر منفی و معناداری دارد. در نتیجه تمرکز بر مشتریان بزرگ به طور قابل‌توجهی بر رفتارهای ریسک‌پذیر شرکت تأثیر می‌گذارد و آن را کاهش می‌دهد.

**کلمات کلیدی:** تمرکز مشتری، ریسک‌پذیری شرکتی، قدرت چانه‌زنی، عملکرد

طبقه بندی موضوعی G25, G12.

### مقدمه و بیان مساله

رابطه مشتری و عرضه‌کننده، یکی از مهم‌ترین موضوعات مرتبط با عملیات تجاری شرکت‌ها، در سال‌های اخیر توجه فزاینده‌ای را از سوی دانشگاهیان و متخصصان به خود جلب کرده است. معمولاً مشاهده می‌شود که مجموعه کوچکی از مشتریان بزرگ بخش قابل توجهی از فروش یک تامین‌کننده را به عهده می‌گیرند (الیس و همکاران<sup>۱</sup>، ۲۰۱۲؛ کامپلو و گاؤ<sup>۲</sup>، ۲۰۱۷). تحقیقات قبلی نشان می‌دهد که داشتن مشتریان بزرگ باعث صرفه‌جویی در هزینه‌های مبادله‌ای و اختیاری تامین‌کنندگان می‌شود (کلوانی و نارایانداس<sup>۳</sup>، ۱۹۹۵؛ پاتاتوکاس<sup>۴</sup>، ۲۰۱۲)، و به اشتراک‌گذاری اطلاعات و همکاری در طول زنجیره تامین را تقویت می‌کند (کومار<sup>۵</sup>، ۱۹۹۶). مشتریان بزرگ انگیزه و قدرت نظارت بر کیفیت محصول و وضعیت مالی تامین‌کنندگان خود را دارند و یک موقعیت برد-برد مشتری-تامین‌کننده را ایجاد می‌کنند. چنین رفاهی ناشی از داشتن مشتریان عمده، انعطاف‌پذیری مالی کلی تامین‌کنندگان را بهبود می‌بخشد. با این وجود، ادبیات گذشته نشان می‌دهد که اتکای شدید به چند مشتری عمده، شرکت‌ها را در معرض حاشیه سود پایین‌تر به دلیل قدرت چانه‌زنی قوی مشتریان اصلی و تاخیر در پرداخت (سابو و همکاران<sup>۶</sup>، ۲۰۱۷؛ مورفین و نجوروج<sup>۷</sup>، ۲۰۱۵)، و ریسک‌های بزرگ‌تر زیان‌های مالی بزرگ ناشی از ورشکستگی و خروج مشتریان عمده قرار می‌دهد. همچنین متداول است که تامین‌کنندگان ملزم به انجام سرمایه‌گذاری‌های مربوط به رابطه باشند که هزینه‌های استقرار مجدد آن‌ها را بر دوش می‌گذارد و دسترسی آنها به اعتبار را تحت تأثیر قرار می‌دهد (بانرجی و همکاران<sup>۸</sup>، ۲۰۰۸؛ کامپلو و گاؤ<sup>۲</sup>، ۲۰۱۷؛ کاله و شهرور<sup>۷</sup>، ۱۳۸۶؛ تیتمن<sup>۸</sup>، ۱۹۸۴). برای مقابله با ریسک‌ها و عوارض مالی بالقوه نهفته در تمرکز مشتری، تامین‌کنندگان ممکن است به جای سرمایه‌گذاری در پروژه‌های پرریسک، به سمت ذخیره دارایی‌های نقدی متمایل شوند. اگرچه ریسک‌پذیری شرکتی یکی از مهم‌ترین عوامل در توانایی شرکت برای رقابت، و در نهایت، در عملکرد و بقای آن در نظر گرفته می‌شود، اما هنوز شواهد تجربی کمی در مورد اینکه تمرکز مشتری یک شرکت بر ریسک‌پذیری آن تا چه اندازه تأثیر می‌گذارد وجود دارد. با توجه به مطالب بیان شده در این

<sup>1</sup> Ellis et al.

<sup>2</sup> Campello and Gao

<sup>3</sup> Kalwani and Narayandas

<sup>4</sup> Patatoukas

<sup>5</sup> Kumar

<sup>6</sup> Banerjee et al.

<sup>7</sup> Kale and Shahrur

<sup>8</sup> Titman

پژوهش تاثیر تمرکز مشتری بر ریسک‌پذیری در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران مورد مطالعه و بررسی قرار می‌گیرد.

این پژوهش به دو دلیل بر بازار سرمایه ایران، به عنوان محیط تحقیقاتی ناب با توجه به شرایط تمرکز آن جذاب است. اول، تحقیقات (غلامی‌جمکرانی و رحمانی، ۱۳۹۵؛ خدادادی و همکاران، ۱۳۹۶؛ مرادی و همکاران، ۱۳۹۸) مستند می‌کند که بیش از ۴۰٪ از شرکت‌های بورسی در ایران حداقل یک مشتری عمده دارند که فروش بیش از ۱۰٪ از کل فروش را تشکیل می‌دهد. در ایالات متحده، در مقایسه تنها ۸٪ از شرکت‌های فهرست شده در ایالات متحده (دالیوال و همکاران<sup>۱</sup>، ۲۰۱۶) این وضعیت را داشته‌اند. این نشان می‌دهد که شرکت‌های ایرانی به طور قابل توجهی تمرکز مشتری بالاتری نسبت به شرکت‌های آمریکایی دارند. با این حال، به نظر نمی‌رسد زیرساخت‌های قانونی و حقوق مالکیت در ایران با استانداردهای و ساختار حاکمیت سایر کشورها مطابقت نداشته باشد (چن و زنگلین<sup>۲</sup>، ۲۰۱۹). بنابراین، سرمایه‌گذاری‌های یک‌طرفه مربوط به رابطه خاص که توسط تامین‌کنندگان انجام می‌شود ممکن است به خوبی محافظت نشود. در چنین شرایطی، به دلیل نگرانی در مورد عواقب بالقوه از دست‌دادن مشتریان عمده بدون حمایت قانونی مؤثر، تامین‌کنندگان تمایلی به مشارکت در سرمایه‌گذاری‌های خاص در رابطه یا حتی سرمایه‌گذاری‌های عمومی برای بهبود شایستگی خود در بازار محصول ندارند (پان و همکاران<sup>۳</sup>، ۲۰۲۰). دوم، میزان مداخله دولت و توسعه محیط اقتصادی منطقه‌ای در اقتصاد در حال توسعه به‌طور قابل توجهی متفاوت است. این موقعیت منحصربه‌فرد در ایران این فرصت را می‌دهد تا بررسی شود که آیا تفاوت‌های منطقه‌ای و مداخله دولت بر رابطه بین تمرکز مشتری و ریسک‌پذیری شرکت‌های تامین‌کنندگان تأثیر می‌گذارد یا خیر. یافته‌های این پژوهش راهنمایی‌های کلی و ارزشمندی را برای تنظیم‌کننده‌ها و دولت‌های کشورها و حوزه‌های قضایی با حمایت قانونی ضعیف یا بخش قابل توجهی از شرکت‌های دولتی در رابطه با نحوه تسهیل و حمایت از همکاری بین مشتریان و تامین‌کنندگان ارائه می‌کند.

همچنین مطالعات متعدد انجام شده نشان می‌دهد تمرکز مشتری در شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران وجود دارد (غلامی‌جمکرانی و رحمانی، ۱۳۹۵؛ خدادادی و همکاران، ۱۳۹۶؛ مرادی و همکاران، ۱۳۹۸). همچنین، سرمایه‌گذاری‌های یک‌طرفه مربوط به رابطه خاص که توسط تامین‌کنندگان انجام می‌شود ممکن است به خوبی محافظت نشود. در

<sup>1</sup> Dhaliwal

<sup>2</sup> Chen and Zenglein

<sup>3</sup> Pan et al.

چنین شرایطی، به دلیل نگرانی در مورد عواقب بالقوه از دست دادن مشتریان عمده بدون حمایت قانونی مؤثر، تأمین کنندگان تمایلی به مشارکت در سرمایه‌گذاری‌های خاص رابطه یا حتی سرمایه‌گذاری‌های عمومی برای بهبود شایستگی خود در بازار محصول ندارند (پان و همکاران، ۲۰۲۰). همچنین، میزان مداخله دولت و توسعه محیط اقتصادی منطقه‌ای در اقتصاد در حال توسعه به‌طور قابل‌توجهی متفاوت است. این موقعیت منحصر به فرد در ایران فرصت می‌دهد تا به بررسی رابطه بین تمرکز مشتری و ریسک‌پذیری شرکت پرداخته شود.

این مطالعه چندین مشارکت و نوآوری در ادبیات گذشته ایجاد می‌کند. این مطالعه ادبیات موضوع را تکمیل و گسترش می‌دهد که عوامل تعیین‌کننده ریسک‌پذیری شرکتی را بررسی کند. از جمله ویژگی‌های مهم عملیات تجاری، تمرکز بر مشتری است که مورد بررسی قرار گرفته و ارتباط آن را با ریسک‌پذیری شرکتی جستجو می‌شود. دوم، این مطالعه به ادبیات در اقتصادهای کمتر توسعه یافته کمک می‌کند که به چگونگی رابطه شرکت با ذینفعان خود را با استراتژی کلی شرکت مورد بررسی قرار دهند. ادبیات گذشته نشان می‌دهد که ذینفعان برون سازمانی (مانند مشتریان، فروشنندگان کوتاه‌مدت، دارندگان بدهی و غیره) تأثیرهای مهمی بر ساختار مالی (کاله و شهرور، ۲۰۰۷)، تصمیم‌های مالی (فی و توماس، ۲۰۰۴)، اجتناب از مالیات (هوانگ و همکاران، ۲۰۱۶)، مدیریت موجودی (کورکان و پاتاتوکاس، ۲۰۱۶) و کیفیت گزارشگری مالی (ماسا و همکاران، ۲۰۱۵) شرکت‌ها دارند. این مطالعه بینش جدیدی در مورد نقش روابط خریدار و تأمین‌کننده در انتخاب ریسک انجام شده در تصمیم‌های سرمایه‌گذاری شرکت ارائه می‌دهد. در نهایت، این مطالعه نشان می‌دهد که تنظیم و اتکا به مشتریان اصلی اثرات متفاوتی بر ریسک‌پذیری تأمین‌کننده دارد. یافته‌های این پژوهش را می‌توان به بسیاری از کشورهای با اقتصادهای در حال توسعه دیگر تعمیم داد که به دنبال حمایت از سرمایه‌گذاران خرد هستند یا دارای بخش قابل‌توجهی از ساختار دولتی هستند.

ساختار مقاله حاضر در پنج بخش تنظیم شده است در ادامه و در بخش دوم به مروری بر مبانی نظری و پیشینه پژوهش پرداخته می‌شود. در بخش سوم روش پژوهش تشریح می‌شود. در بخش چهارم یافته‌های پژوهش ارائه می‌گردد. در نهایت در بخش انتهایی مقاله به بحث و نتیجه‌گیری و پیشنهاداتی برای پژوهش‌های آتی پرداخته می‌شود.

### مروری بر مبانی نظری و پیشینه پژوهش

با توجه به اهمیت مدیریت ریسک مؤثر، تعداد فزاینده‌ای از مطالعات خارجی و داخلی به بررسی عوامل تعیین‌کننده فعالیت‌های ریسک‌پذیر شرکت پرداختند. ادبیات موجود نشان

می‌دهد که رفتار ریسک‌پذیری شرکتی تحت تاثیر ویژگی‌های سهامداران بزرگ (فاسیو و همکاران<sup>۱</sup>، ۲۰۱۱)، انواع مالکیت (ملکیان و شایسته‌مند، ۱۳۹۴؛ پروان و همکاران، ۱۳۹۵؛ بوبکری و همکاران<sup>۲</sup>، ۲۰۱۳)، مکانیزم‌های راهبری شرکتی (پروان و همکاران، ۱۳۹۵؛ ملکیان و شایسته‌مند، ۱۳۹۴)، توانایی مدیریتی (یاری و باغومیان، ۱۴۰۰؛ یانگ و چن<sup>۳</sup>، ۲۰۱۸)، پاداش مبتنی بر اختیار پرداختی به مدیران ارشد (کینی و ویلیامز<sup>۴</sup>، ۲۰۱۲)، جنسیت مدیر عامل، تمایل به ریسک‌پذیری شخصی و سرمایه اجتماعی (فریس و همکاران<sup>۵</sup>، ۲۰۱۷)، بیش‌اطمینانی مدیریت (حاجی‌ابراهیمی و اسکندر، ۱۳۹۸)، حقوق اعتباردهندگان (آچاریا و همکاران<sup>۶</sup>، ۲۰۱۱)، حمایت از سرمایه‌گذار (جان و همکاران<sup>۷</sup>، ۲۰۰۸)، محدودیت‌های تجاری داخلی (کوسنادی<sup>۸</sup>، ۲۰۱۵)، تخصص حسابرس در صنعت (صفری‌گراییلی، ۱۳۹۶)، نهادهای سیاسی (بوبکری و همکاران، ۲۰۱۳)، تغییرات مقرراتی (بارگرون و همکاران<sup>۹</sup>، ۲۰۱۰) و عوامل فرهنگ (متفکرآزاد و همکاران، ۱۳۹۸؛ لی و همکاران<sup>۱۰</sup>، ۲۰۱۳) قرار می‌گیرد. در مطالعه اخیر کائوآ و همکاران<sup>۱۱</sup> (۲۰۲۱) به طور تجربی رابطه بین تمرکز مشتری و ریسک‌پذیری شرکت را بررسی می‌کند. آنها یافتند که تمرکز کلی مشتری به طور قابل توجهی ریسک‌پذیری شرکت را کاهش می‌دهد. با این حال، اینکه آیا ریسک‌پذیری شرکت تحت تاثیر مشتریان عمده، که به عنوان یکی از مهم‌ترین سهامداران خارجی شرکت قرار می‌گیرد، در ایران ناشناخته باقی مانده است.

### معایب و مزایای داشتن مشتریان عمده

ادبیات تحقیق‌های گذشته نشان می‌دهد که ذینفعان برون سازمانی اثرات قابل توجهی بر ساختارهای مالی (کاله و شهرور، ۲۰۰۷)، تصمیم‌های مالی (فی و توماس<sup>۱۲</sup>، ۲۰۰۴)، اجتناب مالیاتی (چیز و همکاران<sup>۱۳</sup>، ۲۰۱۳؛ هوانگ و همکاران<sup>۱۴</sup>، ۲۰۱۶)، مدیریت موجودی (کرکان

<sup>1</sup> Faccio et al.

<sup>2</sup> Boubakri et al.

<sup>3</sup> Yung & Chen

<sup>4</sup> Kini and Williams

<sup>5</sup> Ferris et al.

<sup>6</sup> Acharya et al.

<sup>7</sup> John et al.

<sup>8</sup> Kusnadi

<sup>9</sup> Barger et al.

<sup>10</sup> Li et al.

<sup>11</sup> Cao et al.

<sup>12</sup> Fee and Thomas

<sup>13</sup> Chyz et al.

<sup>14</sup> Huang et al.

و پاتاتوکاس<sup>۱</sup>، ۲۰۱۶) و کیفیت گزارشگری مالی (ماسا و همکاران<sup>۲</sup>، ۲۰۱۵) شرکت‌ها دارند. در این تحقیق‌ها مستند شده است که ساختار پایگاه مشتری یک شرکت بر طیف وسیعی از سیاست‌های شرکت و نتایج تجاری تأثیر می‌گذارد. شرکت‌هایی که روابط قوی و پایداری با مشتریان اصلی خود دارند، به دلیل صرفه‌جویی در مقیاس، هزینه‌های عملیاتی کمتر و در نتیجه عملیات کارآمدتر و استفاده از دارایی‌ها، غالباً می‌توانند نتایج مالی مثبتی را در گزارش‌های تحلیل‌گران، پیش‌بینی‌های مدیریت و دفترچه‌های عرضه اولیه سهام خود بیان کنند (جانسون و همکاران<sup>۳</sup>، ۲۰۱۰) و در نتیجه عملیات کارآمدتر و استفاده از دارایی که یک پایگاه مشتری متمرکز می‌تواند از عهده آن برآید (ایروین و همکاران<sup>۴</sup>، ۲۰۱۶). کارایی در عملیات و استفاده از دارایی از طریق به اشتراک گذاری اطلاعات و همکاری در طول زنجیره تامین، از طریق تعاملات معمول با هزینه کم (کومار، ۱۹۹۶)، ساده‌سازی مدیریت موجودی، کاهش هزینه‌های مبادله و هزینه‌های اختیاری، مانند هزینه‌های فروش، بازاریابی، عمومی و اداری (پاتاتوکاس، ۲۰۱۲)، و مدیریت سرمایه در گردش بهبود یافته (کینی و ویمپ<sup>۵</sup>، ۲۰۰۲) به دست می‌آید. علاوه بر این، داشتن درآمدهای طولانی مدت و مکرر از مشتریان عمده، همکاری در زمینه نوآوری را تشویق می‌کند، تامین‌کنندگان را تشویق می‌کند تا در پروژه‌های مخاطره‌آمیزی مانند تحقیق و توسعه و رشد در حوزه‌های محصول جدید و گسترده رشد کنند، و کیفیت محصول و صلاحیت عملیاتی تامین‌کنندگان را بهبود می‌بخشد (کرولیکوفسکی و یوان<sup>۶</sup>، ۲۰۱۷). چنین نتایجی، به نوبه خود، تامین‌کنندگان را قادر می‌سازد تا روابط موجود بین مشتری و تامین‌کننده را تقویت کنند و سهم بازار و موقعیت رقابتی خود را در بازار محصول افزایش دهند (کیم و ومرلوف<sup>۷</sup>، ۲۰۱۵).

علاوه بر این، به منظور تضمین ارائه محصولات برای پاسخگویی به تقاضای آنها، و برای محافظت از سرمایه‌گذاری‌های خاص ارتباطی خود در تامین‌کنندگان، مشتریان بزرگ انگیزه و قدرت نظارت و تایید تامین‌کنندگان خود را دارند (ایتزکوویتز<sup>۸</sup>، ۲۰۱۵). اثر گواهینامه اطلاعاتی را به ارائه دهندگان سرمایه می‌فرستد که تکمیل‌کننده صورت‌های مالی و کاهش عدم تقارن اطلاعاتی است (وانگ<sup>۹</sup>، ۲۰۱۲). در نتیجه، تامین‌کنندگان با مشتریان اصلی به

---

<sup>1</sup> Korcan and Patatoukas

<sup>2</sup> Massa et al.

<sup>3</sup> Johnson et al.

<sup>4</sup> Irvine et al.

<sup>5</sup> Kinney and Wempe

<sup>6</sup> Krolkowski and Yuan

<sup>7</sup> Kim and Wemmerlov

<sup>8</sup> Itzkowitz

<sup>9</sup> Wang

احتمال زیاد دسترسی بهتری به منابع خارجی با هزینه سرمایه کمتر و در نتیجه انعطاف-پذیری مالی بیشتر دارند. یک زنجیره تامین قوی و یکپارچه می‌تواند به تامین‌کنندگان فرصت‌های سرمایه‌گذاری مشترک بیشتری با مشتریان خود بدهد که می‌تواند مکانیزمی برای اشتراک ریسک در نظر گرفته شود. تحقیقات نشان می‌دهد که اشتراک‌گذاری بهتر ریسک، ریسک‌پذیری بیشتر را ترویج می‌کند (آمبروس و همکاران<sup>۱</sup>، ۲۰۱۴). به طور کلی، داشتن مشتریان عمده به تامین‌کنندگان مزیت‌های رقابتی اساسی می‌دهد و تامین‌کنندگان و مشتریان آنها را به یک سیستم ارزش آفرینی می‌کشاند که منجر به عملکرد مالی و بازار بهتر می‌شود (ایروین و همکاران، ۲۰۱۶؛ ایتزکوویتز، ۲۰۱۵).

### تمرکز مشتری و ریسک‌پذیری

با وجود مزایایی بیان شده که از داشتن مشتریان عمده به دست می‌آید، با این حال، بسیاری از مطالعات نشان می‌دهند که اتکای شدید به چند مشتری عمده منجر به هزینه‌ها و خطرات بالایی می‌شود و در نتیجه بر سیاست‌های شرکت تأثیر می‌گذارد. ادبیات موجود نظریه قدرت چانه‌زنی استدلال می‌کند که تمرکز بالای مشتری به دلیل قدرت چانه‌زنی قوی مشتریان عمده، به سود شرکت‌های عرضه‌کننده و ارزش سهامداران آنها لطمه می‌زند (مورفین و انجورج<sup>۲</sup>، ۲۰۱۵). این قدرت‌های چانه‌زنی قوی نه تنها به قیمت‌های خرید و تأخیر در پرداخت مربوط می‌شود، بلکه احتمالاً هزینه‌های بیشتری را برای سرمایه‌گذاری‌های مربوط به رابطه با مشتریان را برای تامین‌کنندگان به همراه دارد تا منافع (بالاکریشنان و همکاران<sup>۳</sup>، ۱۹۹۶)، و عدم تمایل تامین‌کنندگان به سرمایه‌گذاری‌های خاص رابطه با مشتریان و به روز رسانی محصولات و خدمات خود، مانع از نوآوری، و در نتیجه از دست دادن مزیت‌های رقابتی در بازار شوند (کرولیکوفسکی و یوان، ۲۰۱۷).

با این وجود، چنین سازش‌هایی تداوم سفارشات خرید را تضمین نمی‌کند. اگر مشتری اصلی تصمیم به ترک تامین‌کننده بگیرد، یا در حالت شدید ورشکسته شود، تامین‌کننده ممکن است متحمل هزینه‌های زیادی مرتبط با از دست دادن و جایگزینی مشتری و همچنین مقدار قابل توجهی از بدهی غیرقابل وصول شود و متعاقباً کاهش شدید جریان نقدی و حاشیه سود را تجربه کند (کولای و همکاران<sup>۴</sup>، ۲۰۱۶).

<sup>1</sup> Ambrus et al.

<sup>2</sup> Murfin and Njoroge

<sup>3</sup> Balakrishnan et al.

<sup>4</sup> Kolay et al.



آن دسته از تامین کنندگانی که سرمایه‌گذاری‌های مربوط به رابطه را انجام می‌دهند و عملیات و محصولات منحصر به فرد و سفارشی را ارائه می‌کنند در چنین شرایطی متحمل ضررهای بیشتری می‌شوند (کاله و شهرور، ۲۰۰۷). برای به حداقل رساندن پیامدهای منفی قدرت چانه‌زنی مشتریان عمده و شوک مالی ناشی از دست‌دادن چنین مشتریانی، شرکت‌هایی با پایگاه‌های مشتری بسیار متمرکز تمایل به نگهداری دارایی‌های نقدی بیشتری دارند (ایتزکوویتز، ۲۰۱۳)، هزینه‌های اختیاری را کاهش می‌دهند (رامان و شهرور، ۲۰۰۸)، پرداخت سود سهام را برای تامین مالی مخارج سرمایه‌گذاری کاهش می‌دهد (وانگ، ۲۰۱۲) و افزایش دارایی‌های نقدی از طریق اجتناب مالیاتی (هوانگ و همکاران، ۲۰۱۶). آنها همچنین رویکرد محتاطانه‌تری را برای استقراض پول اتخاذ می‌کنند تا بتوانند وجه نقد باقی بمانند و هزینه سرمایه خود را تحت کنترل نگه‌دارند (ایتزکوویتز، ۲۰۱۳؛ وانگ، ۲۰۱۲). بر این اساس، با توجه به ریسک‌ها و هزینه‌های تحمیل شده توسط مشتریان عمده، شرکت‌هایی که پایگاه‌های مشتری متمرکزتری دارند، تمایل دارند هزینه بیشتری سرمایه را بپذیرند (دالیوال و همکاران، ۲۰۱۶)، و شکاف‌های نرخ بهره را افزایش داده و قراردادهای محدودتر در وام‌های بانکی جدید (یا تمدید شده) را افزایش می‌دهند (کامپلو و گائو، ۲۰۱۷). به این ترتیب، محدودیت‌های نقدینگی ممکن است دسترسی تامین کنندگان به منابع و تعهدات آنها به سرمایه‌گذاری‌های پرریسک را محدود کند.

علاوه بر این، حفظ سطح اهرم کمتر و ریسک کمتر بخشی از تعهدات تامین کنندگان به مشتریان خود را تشکیل می‌دهد (بانرجی و همکاران، ۲۰۰۸؛ ایتزکوویتز، ۲۰۱۳؛ تیتمن و وسلز، ۱۹۸۸). مشتریان از تامین کنندگان انتظار دارند که در وضعیت مالی باثباتی قرار داشته باشند و قطعات و خدمات را به شیوه‌ای ثابت ارائه دهند و نمی‌خواهند سرمایه‌گذاری‌های مخاطره‌آمیزی را انجام دهند که می‌تواند احتمال مشکلات مالی یا انحلال آنها را افزایش دهد و بر توانایی آنها برای تامین کالا یا خدمات تاثیر بگذارد (دالیوال و همکاران، ۲۰۱۶؛ تیتمن، ۱۹۸۴). بنابراین، مشتریان عمده انگیزه‌هایی برای اعمال نفوذ زیاد بر تصمیم‌های ریسک‌پذیر تامین کنندگان دارند، و تمایلی به تعهد به روابط با تامین کنندگانی که دارای اهرم بالا، انعطاف‌پذیری مالی پایین و توانایی کمی برای سرمایه‌گذاری در دارایی‌های خاص هستند، ندارند (ایتزکوویتز، ۲۰۱۵؛ ماکسیمویچ و تیتمن، ۱۹۹۱). در نتیجه، به دلیل تمایل به تقویت روابط با مشتریان عمده، بیشتر تامین کنندگان احتمال دارد که پروفایل‌های ریسک پایین را حفظ کنند و ریسک‌گریز باشند. با توجه به بحث‌های فوق، فرضیه ذیل تدوین می‌گردد:

فرضیه پژوهش: تمرکز مشتری بر ریسک‌پذیری شرکت تاثیر منفی و معناداری دارد.



## روش پژوهش

این پژوهش از نوع کاربردی، توصیفی، کمی، قیاسی - استقرایی، همبستگی، تحلیلی علی، نیمه تجربی و میدانی و کتابخانه‌ای است، که با استفاده از داده‌های ثانویه مستخرج از صورت‌های مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۹۵ تا ۱۳۹۹ انجام می‌شود. روش انتخاب نمونه، از نوع نمونه‌گیری غریبالگری و حذفی می‌باشد و شرکت‌هایی طی دوره پژوهش عضو فعال بورس اوراق بهادار باشند؛ دوره مالی شرکت‌ها منتهی به ۲۹ اسفند ماه و بدون تغییر باشد؛ اطلاعات مورد نیاز شرکت‌ها موجود باشد و جزء شرکت‌های تولیدی باشند، به عنوان نمونه برگزیده شدند. در پایان اعمال محدودیت‌ها ۱۳۱ شرکت باقیمانده به عنوان جامعه آماری در دسترس انتخاب شدند. با مراجعه به انواع بانک‌های اطلاعاتی سازمان بورس اوراق بهادار تهران ارقام مربوط به متغیرها از گزارشات سالیانه صورت‌های مالی پایان دوره و یادداشت‌های همراه صورت‌های مالی (بخش فروش) جمع‌آوری شده‌است و پس از طبقه‌بندی، داده‌ها وارد نرم‌افزار اکسل شد. در نرم افزار اکسل داده‌ها ابتدا به تفکیک سال طبقه‌بندی شده و سپس برای سهولت در اجرای نرم‌افزار آماری به صورت پنل دیتا در آمدند. سپس نتایج حاصله برای پاسخ‌گویی به فرضیه پژوهش با استفاده از مدل رگرسیون چند متغیره وارد نرم‌افزار استاتا<sup>۱</sup> شده و آزمون‌های آماری و تجزیه و تحلیل داده‌ها صورت پذیرفته‌است.

برای آزمون تأثیر تمرکز مشتری بر ریسک‌پذیری شرکت، مدل زیر را پیرو مطالعه کائو<sup>۱</sup> و همکاران (۲۰۲۱) برازش می‌شود:

$$\begin{aligned} RiskT_{it} = & \beta_0 + \beta_1 Customer_{it} + \beta_2 Size_{it} \\ & + \beta_3 Tangable_{it} + \beta_4 ROA_{it} \\ & + \beta_5 Rights_{it} + \beta_6 BM_{it} \\ & + \beta_7 Growth_{it} + \beta_8 PayTurn_{it} \\ & + \beta_9 State_{it} + \varepsilon_{it} \end{aligned} \quad \text{معادله (۱)}$$

<sup>۱</sup> STATA

که در آن  $i$  و  $t$  نماینده شرکت و سال است،  $\beta_0$  عرض از مبدا و سایر  $\beta$  ها ضرایب،  $\varepsilon$  باقیمانده مدل و سایر علائم متغیرها هستند، که در ادامه تعریف و نحوه اندازه‌گیری آنها شرح داده می‌شود. برای پذیرش فرضیه ضریب  $\beta_1$  باید منفی و معنادار باشد. برای پذیرش فرضیه ضریب  $\beta_1$  باید منفی و معنادار باشد.

### ۱-۳. متغیر وابسته، ریسک‌پذیر شرکتی (RiskT)

مشارکت در سرمایه‌گذاری و عملیات شرکتی پرریسک‌تر می‌تواند منجر به بازده بیشتر سرمایه شود. بنابراین، از نوسانات سودآوری تعدیل شده در سطح صنعت به عنوان نماینده درجه ریسک‌پذیری شرکت استفاده می‌شود. سودآوری با بازده دارایی‌های شرکت (ROA) اندازه‌گیری می‌شود که به عنوان نسبت سود قبل از بهره، مالیات، استهلاک (EBITDA) به کل دارایی‌ها تعریف می‌شود. این رویکرد توسط بسیاری از مطالعات دیگر مانند فاسیو و همکاران (۲۰۱۱)، جان و همکاران (۲۰۰۸) و فریس و همکاران (۲۰۱۷) نیز اتخاذ شده است. نوسانات سودآوری طی یک دوره سه ساله با هم همپوشانی دارند به صورت ذیل است.

$$\begin{aligned} & \text{RiskT}_{it} && \text{معادله} \\ & = \sqrt{\frac{1}{N-1} \sum_{n=1}^N (\text{Adj\_ROA}_{in} - 1/N \sum_{n=1}^N \text{Adj\_ROA}_{in})^2} && \text{له} \\ & && (۲): \end{aligned}$$

که در آن، بازده اصلاح شده ( ) طبق معادله (۳) به شرح ذیل محاسبه می‌گردد:

$$\text{Adj\_ROA}_{in} = \frac{\text{EBITDA}_{in}}{\text{Asset}_{in}} - \frac{1}{X_n} \sum_{k=1}^X \frac{\text{EBITDA}_{kn}}{\text{Asset}_{kn}} \quad \text{معادله (۳):}$$

و در اینجا،  $\text{ROA}_{in}$  هر سال با تفریق میانگین بازده دارایی‌ها (ROA) در سطح نمونه برای صنعت شرکت، همانطور که با استفاده از معادله (۲) محاسبه می‌شود، توسط صنعت تعدیل می‌شود، در حالی که Asset کل دارایی‌های پایان سال مالی است. ایکس (X) در معادله



(۲) تعداد کل شرکت‌ها در همان صنعت است. نوسانات بازده دارایی‌ها (ROA) یک شرکت (یعنی انحراف استاندارد بازده دارایی‌های تعدیل‌شده با صنعت) در دوره‌های سه ساله همپوشانی با استفاده از معادله یک محاسبه می‌شود. نوسانات بالا (کم) بازده دارایی‌ها یک شرکت نشان دهنده سطح بالا (پایین) ریسک‌پذیری شرکت است.

### ۲-۳. متغیر مستقل، تمرکز مشتری (Customer)

پیرو مطالعه کائوآ و همکاران (۲۰۲۱) در این مطالعه تمرکز مشتری را به صورت مجموع فروش به پنج مشتری برتر تقسیم بر کل فروش تامین‌کننده محاسبه می‌شود.

### متغیرهای کنترلی

پیرو مطالعات قبلی که نشان می‌دهد متغیرهای کمکی که با ریسک‌پذیر شرکت‌ها مرتبط هستند و در مدل‌های رگرسیون استفاده شده‌اند به مدل اضافه می‌شود.

- ❖ ارزش بازار (Size): برابر لگاریتم طبیعی ارزش بازار سهام است. ارزش بازار سهام برابر با قیمت پایان سال سهام ضربدر کل سهام آخر سال شرکت است.
- ❖ دارایی مشهود (Tangible): برابر با نسبت دارایی‌های مشهود بر کل دارایی‌ها می‌باشد.
- ❖ بازده دارایی‌ها (ROA): برابر با نسبت سود خالص بر کل دارایی‌ها است.
- ❖ حقوق مالکیت بزرگترین سهامدار نهایی (Rights): برابر مجموع حقوق مالکیت در طول زنجیره‌های مالیکت و کنترل مختلف تعریف می‌شود. (با ردیابی سهامداران بخش سرمایه شرکت‌های تولیدی بورسی در یادداشت‌های توضیحی می‌توان به شرکت نهایی دست یافت)
- ❖ ارزش دفتری به بازار (BM): برابر نسبت ارزش دفتری حقوق صاحبان سرمایه بر ارزش بازار سهام است. ارزش بازار سهام برابر با قیمت پایان سال سهام ضربدر کل سهام آخر سال شرکت است.
- ❖ رشد فروش (Growth): با تغییر فروش تقسیم بر فروش در سال گذشته اندازه‌گیری می‌شود.

❖ گردش تجاری (PayTurn): برابر نسبت پرداختنی‌های تجاری تقسیم بر دریافتنی‌های تجاری محاسبه می‌شود.

❖ بخش عمومی و ارتباط با دولت (State): متغیر دوجبه‌ای است، اگر شرکت توسط این نهادها تحت مالکیت باشد برابر یک، در غیر اینصورت برابر با صفر است.

### یافته‌های پژوهش

#### ۱-۴. آمار توصیفی

آمار توصیفی متغیرهای مدل پژوهش با استفاده از داده‌های ۱۳۱ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در دوره زمانی ۱۳۹۱ تا ۱۳۹۹ اندازه‌گیری شده‌اند، که شامل میانگین، خطای استاندارد، کمینه و بیشینه است. این اطلاعات در جدول (۱) ارائه شده‌است.

جدول ۱: آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

متغیر	نماد	مشاهدات	میانگین	خطای استاندارد	کمینه	بیشینه
ریسک پذیر شرکتی	riskt	1166	0.006	0.158	-1.258	0.673
تمرکز مشتری	customer	1166	0.512	0.344	0.11	100
ارزش بازار	size	1166	12.471	0.844	10.483	15.472
دارایی مشهود	tangible	1166	0.276	0.176	0.007	0.878
بازده دارایی‌ها	roa	1166	0.137	0.166	-1.063	0.682
حقوق مالکیت	rights	1166	0.338	0.215	0	0.99
ارزش دفتری به بازار	bm	1166	0.411	0.449	-2.244	3.351
رشد فروش	growth	1166	0.325	0.508	-0.909	3.78
گردش تجاری	payturn	1166	2.118	2.73	0	20.972
بخش عمومی	state	1166	0.368	0.422	0	1

منبع: یافته‌های پژوهشگر

متغیر ریسک‌پذیری شرکتی، دارای مقدار میانگین ۰,۰۰۶ است، که کمتر از تحقیقات قبلی است (به عنوان مثال، فاسیو و همکاران، ۲۰۱۶؛ کائوآ و همکاران، ۲۰۲۱). بیشینه مقدار آن ۰,۶۷۳ و کمینه مقدار آن ۱,۲۵۸- است که تفاوت قابل توجهی را در تعهد شرکت‌ها به منابع ریسک نشان می‌دهد. میانگین تمرکز مشتری ۵۱,۲ درصد که رشد نسبت به مطالعه شیبانی تدرجی و همکاران (۱۳۹۷) و دالیوال و همکاران (۲۰۱۶) داشته است، همچنین تفاوت قابل توجهی بین بیشترین تمرکز مشتری ۱۰۰ درصد و کمترین تمرکز مشتری یک



درصد مشهود است. میانگین بازده دارایی‌ها برابر با ۱۳۷،۰ است که با مقدار ۱۴۷،۰ پژوهش شیبانی تدریجی و همکاران (۱۳۹۷) تفاوت اندکی دارد، برای این توزیع اختلاف بین کمترین مقدار (۱،۰۶۳-) و بیشترین مقدار (۰،۶۸۲) زیاد است. آمار سایر متغیرها به طور خلاصه شده در جدول (۱) می‌توان به طور مشابه تفسیر نمود.

## ۲-۴. ضریب همبستگی

در این پژوهش از ضریب همبستگی پیرسون جهت بررسی همبستگی متغیرها استفاده شده‌است. ضریب همبستگی همواره بین مثبت یک و منفی یک می‌باشد. ضرایب همبستگی متغیرهای پژوهش در جدول (۲) ارائه شده‌است. نتایج به دست آمده از این جدول بیانگر نبود وابستگی شدید بین متغیرهای مستقل است، در نتیجه پژوهشگر می‌تواند در یک مدل به صورت مجموع متغیرهای پژوهش را گردآوری نمود و آزمون فرضیه انجام دهد.

جدول ۲: ضریب همبستگی بین متغیرهای پژوهش

متغیرها	مشتری تمرکز	بازار ارزش	مشهود دارایی	دارایی‌ها بازده	مالکیت حقوق	دفتری به بازار ارزش	رشد فروش	تجاری گردش	بخش عمومی
تمرکز مشتری	1								
ارزش بازار	-0.094*	1							
	-0.001								
دارایی مشهود	-0.033	-0.014	1						
	-0.261	-0.635							
بازده دارایی‌ها	-0.076*	0.413*	-0.154*	1					
	-0.009	0	0						
حقوق مالکیت	-0.140*	0.039	0.054	0.159*	1				
	0	-0.184	-0.065	0					
ارزش دفتری به بازار	0.007	-0.307*	0.073*	-0.004	0.001	1			
	-0.81	0	-0.013	-0.894	-0.971				
رشد فروش	0.003	0.311*	0.041	0.291*	-0.038	-0.177*	1		
	-0.913	0	-0.159	0	-0.196	0			
گردش تجاری	0.139*	0.087*	-0.229*	0.246*	-0.019	-0.002	0.004	1	
	0	-0.003	0	0	-0.508	-0.944	-0.902		
مالکیت دولتی	-0.077*	0.215*	-0.105*	0.047	0.058*	-0.002	-0.072*	-0.05	1
	-0.008	0	0	-0.105	-0.046	-0.952	-0.014	-0.09	

علامت ستاره یعنی سطح احتمال کمتر از ۰،۰۵ است

منبع: یافته‌های پژوهشگر

### ۳-۴. نتیجه آزمون فرضیه

برای آزمون اصلی فرضیه پژوهش به روش رگرسیون چند متغیره؛ رویکرد برآوردگر مربعات معمولی با کنترل اثرات سال و صنعت استفاده شده است. با توجه به مقادیر ستون ضرایب و سطح احتمال جداول ارائه شده به ترتیب نوع علامت (مثبت یا منفی) و معناداری رابطه بین متغیر مستقل و متغیر وابسته فرضیه پژوهش رد یا تایید شده است. همانطور که بیان شد برای آزمون فرضیه پژوهش مطابق پژوهش کائوآ و همکاران (۲۰۲۱) از رویکرد برآوردگر مربعات معمولی با اثرات سال و شرکت استفاده می شود. مدل پژوهش یکبار بدون حضور متغیرهای کنترلی، و بار دیگر با حضور متغیرهای کنترلی تخمین زده شده است. با توجه به نتایج حاصل شده از برآوردگر مربعات معمولی در جدول (۳) مقدار به دست آمده سطح احتمال آماره کل برای هر دو مدل (F-test) برابر با صفر است که کمتر از ۰,۰۵ است در نتیجه مدل آزمون فرضیه پژوهش در سطح اطمینان ۹۵ درصد معنادار است، و در نتیجه حداقل یک متغیر مستقل و یا کمکی با متغیر وابسته رابطه معناداری در این سطح اطمینان دارد.

### جدول ۳: نتیجه آزمون برآورد مدل در خصوص تاثیر تمرکز مشتری بر ریسک پذیری

با حضور متغیرهای کمکی				بدون حضور متغیرهای کمکی				ریسک پذیری تمرکز مشتری
سطح احتمال	آماره t	خطای استاندارد	ضرایب	سطح احتمال	آماره t	خطای استاندارد	ضرایب	
0.044	-2.02	0.032	-0.065	0.039	-2.07	0.021	-0.044	
				0.431	-0.79	0.016	-0.013	
				0.008	2.66	0.028	0.074	
				0	17.67	0.042	0.748	
				0.067	1.84	0.057	0.105	
				0.733	-0.34	0.009	-0.003	
				0.799	0.25	0.008	0.002	
				0.049	1.97	0.001	0.003	
				0.591	-0.54	0.032	-0.017	
0.071	-1.81	0.047	-0.084	0.438	-0.78	0.181	-0.141	
	0.568				0.785			
	13.508				35.489			
	0.000				0.000			
	2.15				3.8			
	1166				1166			
	لحاظ شده است				لحاظ شده است			

منبع: یافته های پژوهشگر

در تخمین مدل با تمامی متغیرها، مقدار سطح احتمال برای متغیر تمرکز مشتری برابر با  $0,039$  می‌باشد و این مقدار از  $0,05$  کمتر است؛ و همچنین قدرمطلق مقدار آماره تی-استیودنت  $2,07$  است که از  $1,96$  بیشتر است. در نتیجه در سطح اطمینان  $95$  درصد، تمرکز مشتری بر ریسک‌پذیری تاثیر معناداری دارد؛ و مقدار ضریب تمرکز مشتری برابر با  $-0,044$  است. در نتیجه تاثیرگذاری آن منفی می‌باشد در نتیجه فرضیه پژوهش در سطح اطمینان  $95$  درصد تایید می‌گردد؛ یعنی با افزایش یک درصد افزایش در تمرکز مشتری، ریسک-پذیری  $0,044$  درصد کاهش می‌یابد.

در تخمین مدل با بدون حضور متغیرهای کنترلی، مقدار سطح احتمال برای متغیر تمرکز مشتری برابر با  $0,044$  می‌باشد و این مقدار از  $0,05$  کمتر است؛ و همچنین قدرمطلق مقدار آماره تی-استیودنت  $2,02$  است که از  $1,96$  بیشتر است. در نتیجه در سطح اطمینان  $95$  درصد، تمرکز مشتری بر ریسک‌پذیری تاثیر معناداری دارد؛ و مقدار ضریب تمرکز مشتری برابر با  $-0,065$  است. در نتیجه تاثیرگذاری آن منفی است. بنابراین فرضیه پژوهش در سطح اطمینان  $95$  درصد تایید می‌گردد؛ یعنی با افزایش یک درصد افزایش در تمرکز مشتری، ریسک‌پذیری  $0,066$  درصد کاهش می‌یابد.

## بحث و نتیجه‌گیری

از آنجایی که تصمیمات ریسک‌پذیری و سرمایه‌گذاری شرکتی مستقیماً بر عملکرد شرکت و چشم‌انداز آینده آن تأثیر می‌گذارد، درک عواملی که بر ریسک‌پذیری شرکت تأثیر می‌گذارد مهم است. در این مطالعه، بررسی شد که چگونه مشتری/مشتریان بزرگ یک شرکت، یک ذینفع قدرتمند هستند شرکت‌ها بیشتر به سمت آن نیاز دارند تا تلاش‌های خود را هدایت کنند، بر ریسک‌پذیری شرکت تأثیر می‌گذارد. نتایج به طور کلی نشان داد، تمرکز بر مشتری ریسک‌پذیری شرکت را کاهش می‌دهد. این یافته با این دیدگاه مطابقت دارد که تقاضای بیشتر شرکت‌ها برای دارایی‌های نقدی و عدم انگیزه آنها برای تعهد منابع به ریسک‌پذیری به دلیل توجه آنها نیاز به حفظ خود در برابر پیامدهای منفی از دست‌دادن مشتریان اصلی است. علاوه بر این، به منظور حفظ روابط موجود خود با مشتریان عمده، تامین‌کنندگان احتمالاً ریسک‌پذیری خود را کاهش می‌دهند تا عدم اطمینان مالی خود را به حداقل برسانند، زیرا مشتریان آنها تمایلی به ایجاد روابط بلندمدت با تامین‌کنندگان نامطمئن مالی ندارند. نتایج به دست آمده در این مطالعه با نتایج پژوهش کائو و همکاران (۲۰۲۱) همسو و همجهت است. آنها به طور تجربی در شرکتها پذیرفته کشور چین به این نتیجه رسیدند که تمرکز کلی مشتری به طور قابل توجهی ریسک‌پذیری شرکت را کاهش می‌دهد.

به طور کلی، یافته‌های آنها نیز نشان می‌دهد که تمرکز بر مشتری بزرگ به طور قابل توجهی بر رفتارهای ریسک‌پذیر آن تأثیر می‌گذارد.

یافته‌های این پژوهش پیشنهادهایی برای سیاست‌گذاران و مدیران شرکت‌ها و سایر بازارهای نوظهور، با ارائه شواهدی از ارتباط مستقیم تمرکز مبتنی بر مشتری شرکت‌ها با فرآیند تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاری آنها دارد. ریسک‌پذیری شرکتی پیامدهای مهمی برای رشد، عملکرد و بقای شرکت دارد. یافته‌های این مطالعه نشان می‌دهد که شرکت‌هایی که بر مشتری خود متمرکزند، به جای جستجوی قابلیت‌های جدید از طریق تحقیق و توسعه، به احتمال زیاد در سرمایه‌گذاری خود محافظه‌کار هستند. برای تشویق سرمایه‌گذاری در سطح شرکت، به‌ویژه برای شرکت‌هایی با پایگاه‌های مشتری بسیار متمرکز، و در نتیجه نوآوری و رشد کلی، دولت‌ها باید اقدامات لازم را برای ارتقای رقابت در بازارها و صنایع و اجرای بهتر قراردادها انجام دهند و در نتیجه تمرکز مشتری را کاهش دهند. علاوه بر این، حمایت قوی از سرمایه‌گذاران و اجرای قانون باید برای بهبود محیط سرمایه‌گذاری شرکت‌ها ایجاد شود. مفهوم مهم دیگر در اینجا این است که شرکت‌ها می‌توانند بیشتر در توسعه محصول مشترک و اشتراک‌گذاری اطلاعات با مشتریان اصلی خود مشارکت کنند. این همکاری‌ها نه تنها روابط بین عرضه‌کننده و مشتری را تقویت می‌کند، بلکه یک مکانیسم اشتراک ریسک و افزایش نوآوری محصول را نیز فراهم می‌کند. در نهایت پیشنهاد می‌گردد در مطالعه‌ای تأثیر تمرکز مشتری بر ریسک‌پذیری در صنایع رقابتی بررسی گردد. همچنین پیشنهاد می‌گردد در مطالعه‌ای تأثیر ساختار مالکیت دولتی و غیردولتی بر رابطه بین تمرکز مشتری بر ریسک‌پذیری شرکت بررسی گردد. همچنین به مانند پژوهش کانو و همکاران (۲۰۲۱) که پژوهش خود را با ورود مناطق مختلف گسترش دادند، و رابطه بین تمرکز مبتنی بر مشتری و ریسک‌پذیری شرکتی را در مناطق با بازار بازتر، صنایع رقابتی‌تر، شرکت‌هایی با سهم بازار پایین‌تر، شرکت‌های کمتر نوآور و غیردولتی بررسی نمودند. مناطق مطالعه آنها در بخش پیشنهادهای بر پژوهش‌های آتی یادآوری می‌گردد تا این موارد توسط پژوهشگران آتی نیز بررسی گردد.

## منابع

- پروان، هاجر؛ رمضان‌پور، اسماعیل و قلی‌زاده، محمدحسن. ۱۳۹۵. بررسی تأثیر مکانیزم‌های راهبری شرکتی بر رفتار ریسک‌پذیری شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. *فصلنامه اقتصاد پولی مالی*، سال بیست و چهارم، شماره ۱۳، صص ۱۲۵-۱۴۹.
- خدادادی، ولی؛ ویسی، سجاد و چراغی‌نیا، علی. ۱۳۹۶. بررسی رابطه بین تمرکز مشتری و حق‌الزحمه حسابرسی، دانش حسابداری مالی، دوره ۴، شماره ۱، پیاپی ۱۲، صص ۴۵-۶۰.



- حاجی ابراهیمی، مریم و اسکندر، هدی. ۱۳۹۸. بررسی تأثیر بیش اطمینانی مدیریت بر ریسک‌پذیری و عملکرد شرکت. پژوهش‌های تجربی حسابداری، سال هشتم، شماره ۳۱، صص ۳۳۹-۳۶۲.
- شیبانی تدرجی، عباس؛ خدای پور، احمد و پورحیدری، امید. ۱۳۹۷. بررسی تأثیر تمرکز مشتری بر اجتناب مالیاتی با در نظر گرفتن سهم بازار شرکت. فصلنامه بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، (۲)۲۵، صص ۲۱۵-۲۳۲.
- صفری گرایلی، مهدی. ۱۳۹۶. رابطه بکارگیری حسابرس متخصص صنعت و ریسک‌پذیری شرکت با توجه به اثر تعدیل‌کنندگی سرمایه‌گذاران نهادی. پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، سال نهم، شماره ۳۴، صص ۱۳۷-۱۶۱.
- غلامی جمکرانی، رضا و رحمانی، سمیه. ۱۳۹۵. تمرکز بر مشتری و عملکرد شرکت، حسابداری مدیریت، دوره ۸، شماره ۳۱، صص ۸۱-۹۲.
- متفکر آزاد، محمدعلی؛ اصغرپور، حسین و امینی‌خوزانی، محسن. ۱۳۹۸. عوامل فرهنگی و قدرت ریسک‌پذیری سرمایه‌گذاری شرکت‌های موجود در بورس اوراق بهادار ایران، فصلنامه علمی پژوهشی دانش سرمایه‌گذاری، ۸ (۳۰)، صص ۱۵۳-۱۷۱.
- مرادی، مهدی؛ دلدار، مصطفی و صابرمهانی، معصومه. ۱۳۹۸. تأثیر تمرکز بر مشتری بر سیاست پرداخت سود سهام شرکت. فصلنامه علمی راهبرد مالی، دوره ۷، شماره ۱، پیاپی ۲۴، صص ۷۱-۹۴.
- ملکیان، اسفندیار و شایسته‌مند، حمیدرضا. ۱۳۹۴. تبیین تأثیر سازوکارهای مدیریتی راهبری شرکتی بر ریسک‌پذیری شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. فصلنامه علمی پژوهشی حسابداری مالی، سال هفتم، شماره ۲۸، صص ۱۰۵-۱۲۶.
- یاری، حسن و باغومیان، رافیک. ۱۴۰۰. توانایی مدیریتی و رفتار ریسک‌پذیری شرکت، فصلنامه علمی مطالعات تجربی حسابداری مالی، ۱۸ (۷۲)، صص ۱۰۹-۱۳۷.

Acharya, V.V., Amihud, Y., Litov, L., 2011. Creditor rights and corporate risk-taking. *J. Financ. Econ.* 102 (1), 150–166.

Ambrus, A., Mobius, M., Szeidl, A., 2014. Consumption risk-sharing in social networks. *Am. Econ. Rev.* 104 (1), 149–182.

Balakrishnan, R., Linsmeier, T., Venkatachalam, M., 1996. Financial benefits from JIT adoption: effects of customer concentration and cost structure. *Account. Rev.* 71 (2), 183–205.

Banerjee, S., Dasgupta, S., Kim, Y., 2008. Buyer-supplier relationships and the stakeholder theory of capital structure. *J. Financ.* 63 (5), 2507–2552.

Bargeron, L.L., Lehn, K.M., Zutter, C.J., 2010. Sarbanes-Oxley and corporate risk-taking. *J. Account. Econ.* 49 (1), 34–52.

- Boubakri, N., Cosset, J.C., Saffar, W., 2013. The role of state and foreign owners in corporate risk-taking: evidence from privatization. *J. Financ. Econ.* 108 (3), 641–658.
- Caoa, Yue., Yizhe, D., Diandian, M., Li, S., 2021. "Customer concentration and corporate risk-taking". *J. Financial Stability*. journal homepage: [www.elsevier.com/locate/jfstabil](http://www.elsevier.com/locate/jfstabil).
- Campello, M., Gao, J., 2017. Customer concentration and loan contract terms. *J. Financ. Econ.* 123 (1), 108–136.
- Chen, G., Zenglein, M., 2019. The global faces of China's incomplete reforms: a perspective from China's new intellectual property regime. *J. Chines. Econ. Bus. Stud.* 17 (4), 425–443.
- Chyz, J.A., Ching, W.S., Zhen, L.O., Meng, R.O., 2013. Labor unions and tax aggressiveness. *J. Financ. Econ.* 108 (3), 675–698.
- Dhaliwal, D., Judd, J.S., Serfling, M., Shaikh, S., 2016. Customer concentration risk and the cost of equity capital. *J. Account. Econ.* 61 (1), 23–48.
- Ellis, J., Fee, C., Thomas, S., 2012. Proprietary costs and the disclosure of information about customers. *J. Account. Res.* 50, 685–727.
- Faccio, M., Marchica, M.T., Mura, R., 2016. CEO gender, corporate risk-taking, and the efficiency of capital allocation. *J. Corp. Financ.* 39, 193–209.
- Fee, C.E., Thomas, S., 2004. Sources of gains in horizontal mergers: evidence from customer, supplier, and rival firms. *J. Financ. Econ.* 74 (3), 423–460.
- Ferris, S.P., Javakhadze, D., Rajkovic, T., 2017. CEO social capital, risk-taking and corporate policies. *J. Corp. Financ.* 47, 46–71.
- Huang, H.H., Lobo, G.J., Wang, C., Xie, H., 2016. Customer concentration and corporate tax avoidance. *J. Bank. Financ.* 72, 184–200.
- Irvine, P.J., Park, S.S., Yildizhan, C., 2016. Customer-base concentration, profitability, and the relationship life cycle. *Account. Rev.* 91 (3), 883–906.
- Itzkowitz, J., 2013. Customers and cash: how relationships affect suppliers' cash holdings. *J. Corp. Financ.* 19 (1), 159–180. Itzkowitz, J., 2015.
- John, K., Litov, L., Yeung, B., 2008. Corporate governance and risk-taking. *J. Financ.* 63 (4), 1679–1728.
- Johnson, W.C., Kang, J.K., Yi, S., 2010. The certification role of large customers in the new issues market. *Financ. Manag.* 39, 1425–1474.

- Kale, J.R., Shahrur, H., 2007. Corporate capital structure and the characteristics of supplier and customer markets. *J. Financ. Econ.* 83, 321–365.
- Kalwani, M.U., Narayandas, N., 1995. Long-term manufacturer-supplier relationships: do they pay off for supplier firms? *J. Mark.* 59 (1), 1–16.
- Kim, Y.H., Wemmerlov, U., 2015. Does a suppliers' operational competence translate into financial performance? An empirical analysis of supplier-customer relationships. *Decis. Sci.* 46 (1), 101–134.
- Kini, O., Williams, R., 2012. Tournament incentives, firm risk, and corporate policies. *J. Financ. Econ.* 103 (2), 350–376.
- Kinney, M.R., Wempe, W.F., 2002. Further evidence on the extent and origins of JIT's profitability effects. *Account. Rev.* 77 (1), 203–225.
- Kolay, M., Lemmon, M., Tashjian, E., 2016. Spreading the misery? Sources of bankruptcy spillover in the supply chain. *J. Financ. Quant. Anal.* 51 (6), 1955–1990.
- Korcan, A.B., Patatoukas, P.N., 2016. Customer-base concentration and inventory efficiencies: evidence from the manufacturing sector. *Prod. Oper. Manag.* 25 (2), 258–272.
- Krolikowski, M., Yuan, X., 2017. Friend or foe: customer-supplier relationships and innovation. *J. Bus. Res.* 78, 53–68.
- Kumar, N., 1996. The power of trust in manufacturer retailer relationship. *Harv. Busin. Rev.* 74 (6), 92–106.
- Kusnadi, Y., 2015. Insider trading restrictions and corporate risk-taking. *Pac-Basin. Financ. J.* 35, 125–142.
- Li, K., Griffin, D., Yue, H., Zhao, L., 2013. How does culture influence corporate risk-taking? *J. Corp. Financ.* 23 (4), 1–22.
- Massa, M., Zhang, B., Zhang, H., 2015. The invisible hand of short selling: does short selling discipline earnings management? *Rev. Financ. Stud.* 28 (6), 1701–1736.
- Murfin, J., Njoroge, K., 2015. The implicit costs of trade credit borrowing by large firms. *Rev. Financ. Stud.* 28 (1), 112–145.
- Pan, J., Yu, M., Liu, J., Fan, R., 2020. Customer concentration and corporate innovation: evidence from China. *North Am. J. Econ. Financ.*(54), 101284.
- Patatoukas, P.N., 2012. Customer-base concentration: implications for firm performance and capital markets. *Account. Rev.* 87 (2), 363–392.
- Titman, S., 1984. The effect of capital structure on a firm's liquidation decision. *J. Financ. Econ.* 13 (1), 137–151.



- Wang, J., 2012. Do firms' relationships with principal customers/suppliers affect share holders' income. *J. Corp. Financ.* 18 (4), 860–878.
- Yung, K., & Chen, C. (2018). "Managerial Ability and Firm Risk-taking Behavior". *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 51, 1005–1032.



---

## The effect of customer concentration on risk-taking in companies listed on the Tehran Stock Exchange

---

Ali Asghar Bakhtiari <sup>\*1</sup>, Reza Daghani <sup>2</sup>

<sup>1</sup> Accounting Group, Shahab Danesh University

<sup>2</sup>Assistant Professor of Accounting, Department of Accounting, Shahab Danesh University

Email: [alibakhtiary1386@gmail.com](mailto:alibakhtiary1386@gmail.com)

---

### Abstract

The factors have impacts on the company's risk-taking are a major subject in finance literature and the customer-supplier relationship is one of the most important issues related to the business operations of companies. The existing literature of bargaining power theory argues that customer focus has an effect on risk-taking. Therefore, in this study, we study the impact of the customer based on the risk-taking of the company's suppliers. By using 131 listed companies in the Tehran Stock Exchange during the period from 2011 to 2019 and using an ordinary square estimator and fixed year and industry effects, the results show that customer focused has a negative and significant effect on the company's risk-taking. As a result, the concentration on a supplier's customer significantly affects its risk-taking behaviors.

**Keywords:** customer, corporate risk-taking, bargaining power, performance.

JEL:G25,G12

بختیاری علی اصغر ، داغانی رضا (۱۴۰۰)، تاثیر تمرکز مشتری بر ریسکپذیری در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران ، نشریه تحلیل مالی، ۵(۲)، ۴۱-۶۲

Bakhtiari A.A., Daghani R. (2022), The effect of customer concentration on risk-taking in companies listed on the Tehran Stock Exchange, Journal of financial analysis, 5(2),41-62