

The Effect of Concentration on Customer on the Corporate Dividend Payout Policy

Mahdi Moradi^۱, Mostafa Deldar^۲, Masoumeh Sabermahani^۳

Abstract

Companies with customer concentration have high business and liquidity risk, because major customer loss can lead to a significant reduction in cash flows from suppliers. Hence, managers tend to increase the amount of additional cash to reduce their business risk. Lower dividend payout in the company can reduce the cash outflow as an intra-organizational strategy and create additional cash flows for the company. The main purpose of this research is to investigate the effect of customer concentration on dividend payout policy in listed companies in Tehran Stock Exchange. To test the hypotheses of the research, multiple linear regression model and logit model have been used. To measure the company's dividend payout policy from the cash dividend ratio to net earnings and the dummy variable of the payment or non-payment of dividends, and to concentration on customer, of three measurement major sales ratios (sales above ۱۰٪) to sales total, the Herfindahl–Hirschman Index, and Indicator variable of existence or absence of major customer in the company has been used. The statistical population of this research includes ۱۴۰ active companies in Tehran Stock Exchange during ۲۰۰۹-۲۰۱۶. The results of the research indicate that the concentration on customer has a negative and significant effect on dividend payout policy. In other words, in companies with concentration on major customer, the percentage of dividend payments and the probability of cash dividend payout are lower.

Keywords: Concentration on customer, Dividend payment policy, Logit model.

JEL: *M۲۱, M۴۱, G۳۵*

^۱ . Professor in Accounting, Ferdowsi University of Mashhad, Iran, Corresponding Author, Email: Mhd_moradi@um.ac.ir

^۲ . Ph.D Student in Accounting, University of Tehran, Iran, Email: Mostafa.deldar@ut.ac.ir

^۳ . M.A in Audit, University of Tehran, Iran, Email: Sabermahani.m@ut.ac.ir

راهبرد مدیریت مالی

سال هفتم، شماره بیست و چهارم
بهار ۱۳۹۸
صص ۷۱-۹۴

دانشگاه الزهرا (س)

دانشکده علوم اجتماعی و اقتصادی
تاریخ دریافت: ۱۳۹۷/۱۰/۳۰
تاریخ تصویب: ۱۳۹۷/۱۲/۰۵

تأثیر تمرکز بر مشتری بر سیاست پرداخت سود سهام شرکت^۱

مهدی مرادی^۲، مصطفی دلداری^۳ و معصومه صابرمهانی^۴

چکیده

شرکت‌های با مشتری متمرکز، دارای ریسک تجاری و نقدینگی بالایی هستند؛ زیرا زیان مشتری عمده، می‌تواند به کاهش قابل توجه در جریان‌های نقدی تأمین‌کنندگان منجر شود. از این رو مدیران تمایل دارند تا برای کاهش ریسک تجاری خود، میزان وجوه نقد اضافی شرکت را افزایش دهند. پرداخت سود سهام کمتر در شرکت می‌تواند به‌عنوان یک استراتژی درون‌سازمانی، جریان‌های خروجی وجوه نقد را کاهش و جریان‌های نقدی اضافی برای شرکت ایجاد کند. هدف اصلی این تحقیق بررسی تأثیر تمرکز بر مشتری بر سیاست پرداخت سود سهام در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران است. برای آزمون فرضیه‌های تحقیق از مدل رگرسیون خطی چندگانه و مدل لاجیت استفاده گردیده است. برای اندازه‌گیری سیاست پرداخت سود سهام شرکت از نسبت سود تقسیمی نقدی به سود خالص و متغیر شاخص پرداخت یا عدم پرداخت سود سهام و برای تمرکز بر مشتری از سه شاخص نسبت فروش‌های عمده (فروش‌های بالای ۱۰ درصد) به کل فروش، شاخص هرفیندال-هیرشمن و متغیر شاخص وجود یا عدم وجود مشتری عمده در شرکت استفاده شده است. جامعه آماری این تحقیق شامل ۱۴۰ شرکت فعال در بورس اوراق بهادار تهران در طی بازه زمانی ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۵ است. نتایج تحقیق حاکی از این است که تمرکز بر مشتری بر سیاست پرداخت سود سهام اثر منفی و معناداری دارد. به عبارتی، در شرکت‌هایی که تمرکز بر مشتری عمده وجود دارد، درصد پرداخت سود تقسیمی و امکان پرداخت سود سهام نقدی کمتر است.

واژه‌های کلیدی: تمرکز بر مشتری، سیاست پرداخت سود سهام، مدل لاجیت.

۱. DOI مقاله: ۱۰.۲۲۰۵۱/jfm.۲۰۱۸.۲۰۱۱۷.۱۶۵۳
۲. استاد حسابداری دانشگاه فردوسی مشهد، دانشکده علوم اداری و اقتصادی، نویسنده مسئول، Email: Mhd_moradi@um.ac.ir
۳. دانشجوی دکتری حسابداری، دانشگاه تهران، دانشکده مدیریت، تهران، ایران، Email: Mostafa.deldar@ut.ac.ir
۴. کارشناس ارشد حسابداری، دانشگاه تهران، دانشکده مدیریت، تهران، ایران، Email: Sabermahani.m@ut.ac.ir

طبقه‌بندی موضوعی: M۲۱، M۴۱، G۳۵

مقدمه

یکی از موضوعات مهم در حوزه ادبیات مدیریت مالی، موضوع سیاست پرداخت سود سهام شرکت و عوامل مؤثر بر آن است. بحث درباره اهمیت سیاست تقسیم سود، برای نخستین بار از سوی مودیلیانی و میلر^۱ (۱۹۶۱) ارائه شد. به عقیده‌ی آن‌ها در بازار سرمایه کامل، بین سیاست پرداخت سود سهام و ارزش بازار سهام شرکت‌ها هیچ ارتباطی وجود ندارد. در بازار سرمایه‌ی کامل، ارزش شرکت تنها به جریان‌های نقدی آتی بستگی دارد که ناشی از سرمایه‌گذاری‌های انجام شده است. از طرف دیگر، تحقیقات زیادی در زمینه‌ی خط‌مشی پرداخت سود سهام در ادبیات مالی صورت گرفته است؛ اما تاکنون پاسخ روشنی به این سؤال داده نشده است که چرا شرکت‌ها، سود خود را توزیع می‌کنند یا اینکه چرا سرمایه‌گذاران به سود تقسیمی توجه دارند. از این مسئله، به‌عنوان «معمای تقسیم سود» در ادبیات مالی یاد شده است.

محرک و انگیزه اصلی این تحقیق بررسی اثر تمرکز بر مشتری بر سیاست پرداخت سود سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران است. برخلاف دیدگاه سنتی که بیشتر مضمرات تمرکز بر مشتری را برجسته کرده است، پاتاتوکاس^۲ (۲۰۱۲) نشان داد که شرکت‌های با مشتری متمرکز (عمده)، به یک کارایی عملیاتی بالاتری دست می‌یابند. این بدین معنی است که مشتری عمده، بالاترین مقدار فروش تأمین‌کننده را ایجاد می‌کند؛ لذا تمرکز بر مشتری عمده منجر به بهبود سودآوری و عملکرد می‌شود.

شرکت‌های با مشتری متمرکز، دارای ریسک تجاری و نقدینگی بالایی هستند؛ زیرا زیان مشتری عمده، می‌تواند منجر به کاهش قابل توجه در جریان نقدی عرضه‌کنندگان شود (هرتزل^۳ و همکاران، ۲۰۰۸؛ دالیوال^۴ و همکاران، ۲۰۱۴؛ ۲۰۱۶). از این رو، احتمال بالاتری وجود دارد که این شرکت‌ها به‌صورت پیش‌فرض دچار ورشکستگی شوند. در نتیجه، حضور یک مشتری عمده می‌تواند ریسک جریان وجوه نقد، نیاز به نگهداشت وجوه نقد اضافی و ریسک بحران مالی آتی را افزایش دهد؛ لذا شرکت‌ها با مشتری متمرکز احتیاج به نگهداری وجوه نقد بالاتری (اضافی) دارند. از این رو مدیران تمایل دارند تا برای کاهش ریسک تجاری خود، میزان وجوه نقد اضافی شرکت را افزایش دهند. کاهش میزان سود نقدی می‌تواند به‌عنوان یک استراتژی درون‌سازمانی، جریان

۱ . Miller and Modigliani

۲ . Patatoukas

۳ . Hertzal

۴ . Dhaliwal

خروجی وجوه نقد را کاهش و جریان‌های نقدی اضافی شرکت را افزایش دهد (بی و ژو^۱، ۲۰۱۷). بنابراین، شرکت‌هایی با مشتریان متمرکز این انگیزه را دارند تا در جهت کاهش هر چه بیشتر درصد پرداخت سود سهام گام بردارند.

مسئله اصلی این تحقیق پاسخ به این سؤال است که آیا تمرکز بر مشتری بر سیاست پرداخت سود سهام اثر منفی دارد یا خیر؟ مطالعه در زمینه تمرکز بر مشتری و سیاست پرداخت سود سهام به سه دلیل ضرورت دارد: ۱. مطالعات کافی در این زمینه وجود ندارد، ۲. عموماً ریسک تجاری و فروش محصولات در ایران به دلیل شرایط نامطلوب اقتصادی و رکود بی سابقه صنایع ایران (که تحریم‌های اقتصادی کشورهای غربی بر آن افزوده است) بالا بوده که منجر به افزایش سطح تمرکز بر مشتری در شرکت‌های بورسی در سال‌های اخیر شده است و ۳. درک و فهم عوامل مؤثر بر سیاست سود تقسیمی علاوه بر حفظ منافع سرمایه‌گذاران، باعث رشد و شکوفایی شرکت و نهایتاً افزایش امکان سودآوری و جلب رضایت سهامداران از سیاست‌های شرکت می‌شود. همچنین، وجود قوانین سخت‌گیرانه بورس اوراق بهادار تهران برای شرکت‌هایی که سود نقدی میان سهامداران خود تقسیم نمی‌کنند، توجه شرکت‌ها به پرداخت سود سهام را افزایش داده است. در این زمینه، تحقیق حاضر به بررسی اثر تمرکز بر مشتری بر سیاست پرداخت سود سهام می‌پردازد که مطالعه چندانی در این زمینه حداقل در ایران مشاهده نمی‌شود.

در ادامه ساختار مقاله به این شکل است که در بخش دوم به بررسی مبانی نظری و پیشینه تحقیق پرداخته شده است. در بخش سوم، به ارائه فرضیه‌های تحقیق پرداخته شد. در بخش چهارم به توصیف روش‌شناسی تحقیق پرداخته می‌شود. این بخش خود شامل، نوع تحقیق و جامعه آماری است. در بخش پنجم، الگو و متغیرهای تحقیق ارائه شده است. در بخش ششم به تجزیه و تحلیل داده‌های تحقیق و یافته‌های تحقیق پرداخته شده است. در انتهای مقاله نیز بحث و نتیجه‌گیری ارائه شده است.

مبانی نظری و مروری بر پیشینه تحقیق

تمرکز بر مشتری

امروزه در محیط کسب و کار، جلب رضایت مشتری در دستیابی سازمان‌ها به اهدافشان، نقشی مهم و اساسی دارد. سازمان‌ها دریافته‌اند که مشتریان، مهم‌ترین دارایی آن‌ها محسوب می‌شوند و بنابراین

^۱ . Bei and Xu

ارتباط با مشتریان را تعاملی سودمند به شمار می‌آورند (بریوس^۱، ۲۰۰۶؛ پاتاتوکاس، ۲۰۱۲). از سوی دیگر، نمی‌توان گفت که همه مشتریان، به یک اندازه در موفقیت سازمان نقش دارند. نکته‌ای که در مطالعات مدیریت ارتباط با مشتری، بر آن تأکید می‌شود، مسأله تمرکز بر مشتریان کلیدی است. مدیریت ارتباط با مشتری، سازمان‌ها را برای تشخیص مشتریان کلیدی و بااهمیت و حفظ آن‌ها برای مبادلات آتی ترغیب کرده و نشان می‌دهد که تمرکز بر مشتریان کلیدی (مشتریان عمده)، باعث کاهش هزینه‌های جلب مشتری جدید و همچنین افزایش درآمدهای سازمان از جانب مشتریان وفادار می‌شود (کردستانی و عباسی، ۱۳۹۳). اصل ۸۰-۲۰ پارتو نیز همین مطلب را بیان می‌کند؛ یعنی ۸۰٪ سود سازمان از ۲۰ درصد مشتریان تأمین می‌شود.

در این پژوهش، تأکید بر مشتری، مفهوم ضمنی تأکید بر مشتریان عمده را به همراه دارد. در مدیریت ارتباط با مشتری، تأکید تنها بر مشتریان عمده‌ای است که می‌توان با فروش قسمت اعظمی از محصولات به آن‌ها، ریسک تجاری را کاهش و سودآوری سازمان را افزایش داد. اهمیت تمرکز بر مشتریان عمده به حدی است که در حال حاضر مفهومی با عنوان ارزش حیات مشتریان عمده مطرح شده است که یکی از ارکان چهارگانه تمرکز بر مشتریان به شمار می‌رود. محاسبه ارزش حیات مشتریان مستلزم فن‌های ویژه مالی است که به جای خود مطرح می‌شوند. سازمان‌ها بر اساس معیارهای مختلفی همچون هزینه‌های جذب، هزینه‌های حفظ و عایدات ناشی از هر مشتری در انتخاب مشتریان عمده می‌کوشند. بدین ترتیب سازمان‌ها با شناسایی مشتریان عمده کوشش‌های بازاریابی خود را بر این دسته از مشتریان استوار می‌سازند.

در ایران، استاندارد یا الزام خاصی برای افشای مشتریان عمده وجود ندارد، ولی بر اساس بیانیه ۱۳۱ هیئت تدوین استانداردهای حسابداری مالی، در صورتی که درآمد حاصل از فروش به یک مشتری، ۱۰ درصد یا بیشتر از ۱۰ درصد کل درآمد شرکت را تشکیل دهد، افشای چنین مشتریانی در صورت‌های مالی الزامی است (FASB، ۱۹۹۷). در تحقیق پیش رو برای تعیین مشتریان عمده، از این استاندارد استفاده شده است.

تمرکز بر مشتری و سیاست پرداخت سود سهام

ادبیات موجود یک رابطه معنادار بین تمرکز مشتری و (۱) سیاست مالی تأمین کنندگان (تیتمن و ولسس^۱، ۱۹۸۸؛ بانرجی^۲ و همکاران، ۲۰۰۸؛ وانگ^۳، ۲۰۱۲؛ کوهن و لی^۴، ۲۰۱۳)، (۲) ریسک و عملکرد تأمین کنندگان (راونسکرافت^۵، ۱۹۸۳؛ کالوانی و نارایانداس^۶، ۱۹۹۵؛ پیرسی و لاین^۷، ۲۰۰۶؛ دالیوال و همکاران، ۲۰۱۴) و (۳) کیفیت گزارشگری مالی تأمین کنندگان (رامان و شهرور^۸، ۲۰۰۸؛ هوی^۹ و همکاران، ۲۰۱۲) نشان می‌دهند. با این حال مطالعات کمی به بررسی رابطه بین تمرکز مشتری و سیاست پرداخت سود سهام پرداخته است.

یک مشخصه اصلی که استانداردگذاران، پژوهشگران و متخصصان در ارزیابی خطرات ذاتی جریان‌های نقدی فعلی و آتی شرکت نمایان می‌سازند، اثرات تمرکز مشتری است. برای مثال، بیانیه شماره ۱۳۱ استانداردهای حسابداری مالی شرکت‌ها را الزام به افشای اطلاعات مرتبط به مشتریان عمده می‌کند؛ زیرا این مشتریان از ریسک ذاتی بااهمیتی برخوردار هستند (هیئت استانداردهای حسابداری مالی، ۱۹۹۷).

شرکت‌های با مشتریان متمرکز، این انگیزه را دارند تا به دو دلیل وجوه نقد اضافی نگهداری کنند. اول، تکیه بر مشتریان عمده و بزرگ مستلزم ریسک جریان نقدی بالاتری است؛ زیرا زیان مشتری عمده، می‌تواند منجر به کاهش (سقوط) قابل توجه در جریان نقدی شرکت‌ها شود (هرتزل و همکاران، ۲۰۰۸؛ دالیوال و همکاران، ۲۰۱۶). لذا احتمال بالاتری وجود دارد که این شرکت‌ها به صورت پیش‌فرض ورشکسته شوند و همچنین آن‌ها تمایل به انعقاد قراردادهای طولانی‌مدت با شرکت‌ها دارند. در نتیجه، حضور یک مشتری عمده می‌تواند ریسک جریان وجوه نقد، نیاز به نگهداشت وجه نقد اضافی و ریسک ورشکستگی آتی را افزایش دهد. دوم، وانگ (۲۰۱۲) نشان داد که شرکت‌های با مشتری عمده ممکن است به سرمایه‌گذاری در دارایی خاصی به‌عنوان یک تعهد به مشتریان نیاز داشته باشند. گوسمن و کلیک^{۱۰} (۲۰۰۹) و پیرسی و لین (۲۰۰۶) اعتقاد داشتند که مشتریان عمده تمایل دارند تا از

۱ . Titman and Wessels
 ۲ . Banerjee
 ۳ . Wang
 ۴ . Cohen and Li
 ۵ . Ravenscraft
 ۶ . Kalwani and Narayandas
 ۷ . Piercy and Lane
 ۸ . Raman and Shahrur
 ۹ . Hui
 ۱۰ . Gosman and Kohlbeck

قدرت چانه‌زنی خود برای حفظ شرایط مطلوب در معامله استفاده کنند که در نتیجه می‌تواند سودآوری پایین‌تر، درآمد بالاتر و نوسانات جریان نقدی را برای شرکت فروشنده به همراه داشته باشد.

با توجه به موارد بیان‌شده، شرکت‌های با مشتری عمده، احتیاج به نگهداری وجوه نقد بالاتری به دلیل ریسک تجاری بالای از دست دادن مشتریان عمده خواهند داشت (بروس، ۲۰۰۶؛ کمپل و گائو^۱، ۲۰۱۴). شرکت‌ها می‌توانند وجوه نقد خود را از طریق ابزارهای مختلف همچون انتشار بدهی (با سررسید بلندمدت‌تر) و تأمین مالی بیرونی، عدم (کاهش) پرداخت سود سهام و کاهش اقلام تعهدی اختیاری (دست‌کاری سود) افزایش دهند. وانگ (۲۰۱۲) نشان داد که شرکت‌های با تمرکز مشتری بالا از سطح سود نقدی پایین‌تر و صدور بدهی بالاتر برای نگهداشت وجه نقد استفاده می‌کنند.

در تحقیقی کمپل و گائو (۲۰۱۴) نشان دادند که در شرکت‌هایی که تمرکز مشتری بیشتر است، ساختار سررسید بدهی بالاتر است. شواهد این تحقیق نشان داد که قراردادهای بدهی در شرکت‌های با تمرکز مشتری بالاتر است. در تحقیقی آدیمو و وینفرد^۲ (۲۰۱۵)، به بررسی ارتباط بین محتوای اطلاعاتی قیمت سهام و سیاست پرداخت سود سهام پرداخته‌اند. نتایج این مطالعه نشان می‌دهد که اطلاعات خصوصی در قیمت سهام یک عامل مهم تعیین‌کننده در رابطه با سیاست پرداخت سود سهام و تغییرات سود تقسیمی بوده است.

هوانگ^۳ و همکاران (۲۰۱۶) نشان دادند که در شرکت‌های با مشتریان متمرکز بالا، اجتناب مالیاتی بالاتر است. همچنین این شرکت‌ها از ریسک مالیاتی بالاتری برخوردار هستند. دالیوال و همکاران (۲۰۱۶) در پژوهش خود نشان دادند که در شرکت‌های که تمرکز مشتری بالاتر است، هزینه سرمایه نیز بالاتر است.

کیم و لو^۴ (۲۰۱۶) نشان دادند که میزان مدیریت سود تعهدی (اقلام تعهدی اختیاری) در شرکت‌های با مشتری متمرکز کمتر است. نتایج تحقیق آن‌ها هیچ رابطه معناداری بین تمرکز بر مشتری و مدیریت سود واقعی نشان نمی‌دهد. شواهد تحقیق بی و ژو (۲۰۱۷) نشان داد که میزان تقسیم سود نقدی و احتمال پرداخت سود سهام در شرکت‌های با مشتری متمرکز در مقایسه با سایر شرکت‌ها کمتر است.

۱ . Campello and Gao

۲ . Adimo and Vinfered

۳ . Huang

۴ . Kim and Luo

در پژوهشی در حوزه سیاست پرداخت سود سهام، پورحیدری و دلدار (۱۳۹۱)، نشان دادند که میزان سود تقسیمی در شرکت‌های وابسته به گروه‌های تجاری در مقایسه با شرکت‌های مستقل کمتر است. همچنین، نتایج این تحقیق نشان می‌دهد که میزان سود تقسیمی در شرکت‌های وابسته به گروه‌های تجاری متنوع و بزرگ در مقایسه با شرکت‌های وابسته به سایر گروه‌ها بالاتر است. نتایج این پژوهش، هیچ رابطه معناداری بین عمر شرکت و سیاست تقسیم سود نشان نمی‌دهد.

در ارزیابی اثر مالیاتی سیاست پرداخت سود سهام، خدای پور و همکاران (۱۳۹۲)، نشان دادند که نرخ مؤثر مالیاتی بر میزان سود تقسیمی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران اثر منفی معنادار دارد.

ستایش و ابراهیمی (۱۳۹۳) به بررسی تأثیر تمرکز مالکیت بر سیاست پرداخت سود سهام پرداختند. نتایج حاصل از پژوهش بیانگر این است که بین تمرکز مالکیت با نسبت بازده سود سهام، نسبت پرداخت سود سهام، نسبت سود سهام پرداختی به فروش و نسبت سود سهام پرداختی به دارایی‌ها رابطه مثبتی وجود دارد؛ اما این رابطه در مورد نسبت سود سهام پرداختی به دارایی‌ها معنادار نیست؛ به بیان دیگر، هرچقدر تمرکز مالکیت بیشتر باشد، سود سهام پرداختی نیز بیشتر خواهد بود.

خان‌محمدی (۱۳۹۵) در تحقیقی نشان داد که تمرکز بر مشتری عمده بر اجتناب مالیاتی اثر مثبت معنادار دارد. همچنین، شرکت‌های با مشتری متمرکز، ریسک مالیاتی کمتری دارند. در تحقیقی قالیباف‌اصل و ولی‌زاده (۱۳۹۵) نشان دادند که در بورس اوراق بهادار تهران بین نقدشوندگی سهام و سیاست تقسیم سود شرکت رابطه مثبت معناداری وجود دارد. همچنین رابطه معکوس معناداری بین سیاست تقسیم سود و عدم تقارن اطلاعاتی وجود دارد. حسنی‌القار و مرفوع (۱۳۹۶) در تحقیقی نشان دادند که توانایی مدیریت تأثیر مثبت معناداری بر تقسیم سود شرکت دارد.

بادآور نهندی و تقی‌زاده (۱۳۹۶) به بررسی تأثیر پرداخت سود سهام و عدم انتظار اخبار بد بر خطر سقوط قیمت سهام با تأکید بر عدم تقارن اطلاعاتی پرداختند. در این پژوهش نشان داده شد که پرداخت سود سهام، تأثیر منفی و معناداری بر خطر سقوط قیمت سهام دارد. همچنین زمانی که عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیران و سهامداران زیاد است، تأثیر منفی پرداخت سود سهام بر خطر سقوط قیمت سهام تشدید می‌شود.

فرضیه‌های تحقیق

به منظور دستیابی به اهداف تحقیق و بر مبنای پیشینه‌های نظری و تجربی ارائه شده، فرضیه‌های زیر تدوین و آزمون گردیده است:

فرضیه اول: تمرکز بر مشتری بر درصد پرداخت سود سهام شرکت اثر معناداری دارد.

فرضیه دوم: تمرکز بر مشتری بر پرداخت سود سهام نسبت به عدم پرداخت سود سهام، اثر معناداری دارد.

روش‌شناسی تحقیق

این پژوهش از نوع تحقیقات شبه تجربی در حوزه تحقیقات اثباتی حسابداری است و از حیث هدف، از نوع تحقیقات کاربردی است. روش تحقیق حاضر از نوع استقرایی و پس رویداردی (با استفاده از اطلاعات گذشته) و روش آماری آن همبستگی است. اطلاعات واقعی و حساسی شده شرکت‌ها به صورت تلفیقی و به وسیله الگوی رگرسیون چندگانه پنلی (آزمون فرضیه اول) و مدل رگرسیونی لاجیت (آزمون فرضیه دوم) مورد بررسی قرار گرفته است. مدل لاجیت هنگامی به کار می‌رود که متغیر وابسته تحقیق یک متغیر مجازی باشد. اطلاعات مزبور از نرم‌افزار ره‌آورد نوین و سایت کدال استخراج و با اطلاعات صورت‌های مالی تطبیق یافت و برای آماده‌سازی اطلاعات، از صفحه گسترده اکسل و جهت تجزیه و تحلیل اطلاعات از نسخه ۹ نرم‌افزار EViews استفاده گردید.

جامعه آماری مورد نظر در این پژوهش، شامل شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۵، می‌باشد. شرایط زیر برای انتخاب جامعه آماری لحاظ گردیده است:

۱. تاریخ پذیرش آن‌ها در بورس قبل از سال ۱۳۸۸ و تا پایان سال ۱۳۹۵ نیز در فهرست شرکت‌های بورس باشد.

۲. اطلاعات مورد نیاز آن‌ها در دسترس باشد.

۳. به منظور افزایش قابلیت مقایسه پایان سال مالی آن‌ها منتهی به پایان اسفندماه باشد و در طی دوره مورد بررسی تغییر سال مالی نداشته باشند.

با توجه به شرایط ذکر شده، ۱۴۰ شرکت در دوره زمانی ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۵ به عنوان جامعه آماری انتخاب شد. در مجموع تعداد ۱۱۲۰ مشاهده (سال-شرکت) مورد آزمون قرار گرفته شده است.

الگو و متغیرهای تحقیق

پیرو تحقیق و بی و ژو (۲۰۱۷) از مدل رگرسیونی زیر به دو روش حداقل مربعات معمولی و لاجیت استفاده شده است:

مدل (۱): آزمون فرضیه اول

$$Dividend_{it} = \beta_0 + \beta_1 CustomerConcentration_{it} + \beta_2 LEV_{it} + \beta_3 ROA_{it} + \beta_4 MTB_{it} + \beta_5 SIZE_{it} + \beta_6 Instown_{it} + \beta_7 LOSS_{it} + \beta_8 CFO_{it} + \beta_9 AGE_{it} + \varepsilon_{it}$$

مدل (۲): آزمون فرضیه دوم

$$DividendProb_{it} = \beta_0 + \beta_1 CustomerConcentration_{it} + \beta_2 LEV_{it} + \beta_3 ROA_{it} + \beta_4 MTB_{it} + \beta_5 SIZE_{it} + \beta_6 Instown_{it} + \beta_7 LOSS_{it} + \beta_8 CFO_{it} + \beta_9 AGE_{it} + \varepsilon_{it}$$

که در آن تعریف عملیاتی متغیرها به صورت زیر است:

متغیر وابسته و نحوه محاسبه آن

در این تحقیق سیاست پرداخت سود سهام متغیر وابسته است که در این تحقیق به دو صورت در مدل لحاظ و اندازه گیری می شود:

۱- درصد (نسبت) پرداخت سود سهام ($Dividend_{it}$): در آزمون فرضیه اول تحقیق، برای اندازه گیری سیاست پرداخت سود سهام شرکت از نسبت سود تقسیمی نقدی مندرج در صورت جریان وجوه نقد به سود خالص پس از کسر مالیات استفاده می شود. این نسبت نمایانگر درصد سود تقسیمی شرکت نسبت به سود خالص است.

۲- پرداخت سود سهام نسبت به عدم پرداخت سود سهام ($DividendProb_{it}$): در آزمون فرضیه دوم تحقیق، برای اندازه گیری امکان پرداخت یا عدم پرداخت سود سهام از یک متغیر مجازی (متغیر شاخص) استفاده می شود. ابتدا شرکت های جامعه آماری را به دو دسته شرکت هایی که سود سهام نقدی تقسیم کرده اند در مقایسه با شرکت هایی که سود سهام نقدی تقسیم نکرده اند (برای مثال با مراجعه به صورت جریان وجوه نقد و طبقه بازده سرمایه گذاری ها و سود پرداختی بابت تأمین مالی، شرکت بهسرام در سال های ۹۳ تا ۹۵ و شرکت فولاد کاویان برای سال های ۹۲ تا ۹۵ هیچ سودی بین سهامداران خود تقسیم نکرده بودند و سود سهام مصوب صفر است)، تفکیک کرده و سپس از یک متغیر مجازی (کدگذاری شده) استفاده می شود. اگر شرکت سود سهام تقسیم کرده باشد عدد یک و در غیر این صورت صفر می پذیرد.

متغیر مستقل و نحوه محاسبه آن

در این تحقیق، تمرکز مشتری ($CustomerConcentration_{it}$) تنها متغیر اصلی و مستقل تحقیق خواهد بود. در ایران، استاندارد یا الزام خاصی برای افشای مشتریان عمده وجود ندارد، ولی بر اساس بیانیه ۱۳۱ هیئت تدوین استانداردهای حسابداری مالی، در صورتی که درآمد حاصل از فروش به یک مشتری، ۱۰ درصد یا بیشتر از ۱۰ درصد کل درآمد شرکت را تشکیل دهد، افشای چنین مشتریانی در صورت‌های مالی الزامی است در این تحقیق، تمرکز مشتری به ۳ حالت در مدل لحاظ می‌گردد:

- در حالت اول، تمرکز مشتری برابر است با مجموع فروش شرکت به مشتریان عمده (در صورتی که درآمد حاصل از فروش به یک مشتری، ۱۰ درصد یا بیشتر از ۱۰ درصد کل درآمد شرکت را تشکیل دهد، مشتری عمده است). هر قدر این معیار بزرگ‌تر باشد یعنی تمرکز مشتری بالاتر بوده است.

- در حالت دوم، دومین متغیر اندازه‌گیری تمرکز مشتری، شاخص هر فیندال-هیرشمن خواهد بود که به صورت زیر اندازه‌گیری خواهد شد:

$$MajorCustomerHHI_{it} = \sum_{j=1}^J (Sales_{i,j,t}/Sales_{i,t})^2 \quad \text{رابطه (۱)}$$

$Sales_{i,j,t}$: فروش شرکت i به مشتری عمده j در سال t .

$Sales_{i,t}$: فروش کل شرکت i در سال t .

- در حالت سوم، برای اندازه‌گیری تمرکز مشتری از یک متغیر مجازی (شاخص) استفاده می‌شود. اگر در شرکت i در سال t تمرکز مشتری وجود داشته باشد عدد یک و در غیر این صورت صفر است.

متغیرهای کنترلی و نحوه محاسبه آن

۱- اهرم مالی (LEV_{it}): با توجه به اینکه اهرم مالی، برای کاهش هزینه تأمین مالی و شرایط اعتباری تأمین مالی بر سیاست‌های توزیع سود سهام مؤثر است، از نسبت بدهی‌های به مجموع دارایی‌ها به عنوان نماینده اهرم استفاده شده است. بنابراین؛ انتظار می‌رود شرکت‌های با اهرم مالی بیشتر، سود کمتری پرداخت کنند. در این تحقیق از نسبت بدهی‌ها به ارزش دفتری دارایی‌ها به عنوان معیار اندازه‌گیری اهرم مالی استفاده شده است (بادآورنهدی و تقی‌زاده، ۱۳۹۶).

۲- نرخ بازده دارایی‌ها (ROA_{it}): از نظر بسیاری از سهامداران، مهم‌ترین عامل برتری شرکت، میزان سودآوری آن است. سودآوری بیشتر بیانگر دسترسی به منابع بیشتر برای توزیع وجوه شرکت است؛ بنابراین، انتظار می‌رود رابطه مثبتی میان سودآوری و پرداخت سود تقسیمی وجود داشته باشد. در این تحقیق برای محاسبه شاخص سودآوری از نسبت سود خالص به ارزش دفتری دارایی‌ها استفاده شده است (بروکمن و آنلو، ۲۰۰۹).

۳- نسبت ارزش بازار به دفتری حقوق صاحبان سهام (MTB_{it}): بیشتر بودن ارزش بازار حقوق صاحبان سهام نسبت به ارزش دفتری مبین این است که شرکت عملکرد مطلوبی دارد و توانسته است یک سیگنال مطلوب از عملکرد و سودآوری خود به بازار سرمایه منتقل کند؛ لذا، به نظر می‌رسد این شرکت‌ها سود بیشتری میان سهامداران خود توزیع کنند (بی و ژو، ۲۰۱۷).

۴- اندازه شرکت ($SIZE_{it}$): هرچه اندازه شرکت بیشتر باشد، انتظار می‌رود پرداخت سود تقسیمی بیشتر شود. بدیهی است که اندازه شرکت تعیین‌کننده حجم و گستردگی فعالیت شرکت است. هرچ، اندازه شرکت بیشتر باشد، نشان‌دهنده عدم فرصت رشد شرکت است. بنابراین، فرض می‌شود این شرکت‌ها بیشتر جریان نقد آزاد خود را به‌جای سرمایه‌گذاری در فرصت‌های رشد، به سهامداران بپردازند. در این تحقیق، برای سنجش اندازه شرکت از لگاریتم طبیعی ارزش دفتری دارایی‌های شرکت استفاده شده است (بادآورنهدی و تقی‌زاده، ۱۳۹۶).

۵- درصد مالکیت سهامداران نهادی ($Instown_{it}$): مالکان نهادی عبارت است از شرکت‌های سرمایه‌گذاری، بانک‌ها، شرکت‌های تأمین سرمایه، هلدینگ‌ها، صندوق‌های سرمایه‌گذاری و غیره است. سرمایه‌گذاران نهادی به دلیل کنترل بر سیاست‌های شرکت، این انگیزه را دارند تا بر سیاست‌های پرداخت سود شرکت اثرگذار بوده و میزان تقسیم سود را افزایش دهند. درصد مالکیت سهامداران نهادی با مراجعه به یادداشت‌های پیوست صورت‌های مالی و ترکیب مالکیت سهامداران به‌دست آمده است (ایزدی‌نیا و علینقیان، ۱۳۹۰).

۶- متغیر مجازی زیان شرکت ($LOSS_{it}$): اگر شرکت موردبررسی زیان ده باشد این متغیر برابر یک است و در غیر این صورت صفر است. شرکت‌های زیان‌ده، عموماً توانایی کمتری برای تقسیم سود نقدی دارند (بی و ژو، ۲۰۱۷). همچنین، با توجه به اجبار قانون تجارت و قوانین داخلی بورس مبنی بر توزیع سود سهام، در برخی شرکت‌ها بورسی ملاحظه می‌شود حتی با اینکه زیان‌ده بوده‌اند، سود نقدی میان سهامداران خود از محل سایر منابع شرکت توزیع کرده‌اند.

۷- جریان وجوه نقد عملیاتی (CFO_{it}): جریان‌ات نقدی عملیاتی حاصل از فعالیت‌های اصلی شرکت و منبع اصلی جریان وجوه نقد به داخل شرکت است. قسمت اعظمی از مصارف شرکت از محل وجوه نقد عملیاتی صورت می‌گیرد. هر قدر وجوه نقد عملیاتی بیشتر باشد، شرکت توانایی بیشتری برای پرداخت سود نقدی دارد. در این تحقیق از نسبت وجوه نقد عملیاتی به ارزش دفتری دارایی‌ها برای اندازه‌گیری جریان وجوه نقد عملیاتی استفاده شده است (دالیوال و همکاران، ۲۰۱۶).

۸- عمر شرکت (AGE_{it}): شرکت‌ها معمولاً در سال‌های اولیه عمر خود به دلیل مواجهه با فرصت‌های سرمایه‌گذاری سودآور، تمایل کمتری برای تقسیم سود نقدی دارند. با افزایش عمر شرکت‌ها، معمولاً پرداخت سود سهام آن‌ها بیشتر می‌شود. در این تحقیق از لگاریتم طبیعی عمر شرکت از تاریخ تأسیس برای اندازه‌گیری عمر شرکت استفاده شده است (ستایش و ابراهیمی، ۱۳۹۳).

یافته‌های تحقیق

آمار توصیفی

نتایج آمار توصیفی متغیرهای کمی تحقیق در جدول ۱ و آمار توصیفی متغیرهای مجازی تحقیق در جدول ۲ آورده شده است که بیانگر پارامترهای توصیفی برای هر متغیر به صورت مجزا است. میانگین درصد پرداخت سود سهام (نسبت سود تقسیمی به سود خالص) تقریباً ۰/۳۲۳ و میانه‌ای در حدود ۰/۲۸۴ دارد. مقدار انحراف معیار آن ۰/۲۸۵ بوده، حداقل و حداکثر مقدار آن به ترتیب ۰ و ۰/۷۱۹ است. این ارقام نشان می‌دهند که شرکت‌های مورد بررسی به طور متوسط معادل ۳۲ درصد از سود خالص هر ساله خود، سود نقدی داشته‌اند. میانگین تمرکز مشتری (نسبت فروش به مشتریان عمده بالای ۱۰ درصد به کل فروش خالص شرکت) تقریباً ۰/۳۸۴ و میانه‌ای در حدود ۰/۳۵۳ دارد. مقدار انحراف معیار آن ۰/۳۳۸ بوده، حداقل و حداکثر مقدار آن به ترتیب ۰ و ۰/۹۳۹ است و موید این مطلب است که به طور متوسط در حدود ۳۸ درصد از فروش‌های شرکت‌های مورد بررسی در این پژوهش، به مشتریان عمده (بالای ۱۰ درصد) صورت پذیرفته است.

جدول ۱. نتایج آمار توصیفی متغیرهای کمی تحقیق

متغیر	نماد	میانگین	میانه	انحراف معیار	کمترین	بیشترین
درصد پرداخت سود سهام	Dividend	۰/۳۲۳	۰/۲۸۴	۰/۲۸۵	۰	۰/۷۱۹
تمرکز مشتری	Customer Concentration	۰/۳۸۴	۰/۳۵۳	۰/۳۳۸	۰	۰/۹۳۹
شاخص هرفیندال-هیرشمن برای تمرکز مشتری	HHI	۰/۲۶۳	۰/۱۲۴	۰/۳۱۷	۰	۰/۹۶۴
اهرم مالی	LEV	۰/۶۵۳	۰/۶۵۹	۰/۱۸۷	۰/۱۹۸	۰/۹۳۹
نرخ بازده دارایی‌ها	ROA	۰/۰۷۳	۰/۰۶۸	۰/۱۳۷	-۰/۳۶۴	۰/۴۳۱
نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام	MTB	۴/۹۶۵	۳/۲۱۷	۴/۲۵۲	۰/۴۱۴	۱۳/۹۴۴
اندازه شرکت	SIZE	۱۴/۰۰۸	۱۳/۸۴۵	۱/۳۵۲	۱۰/۵۰۴	۱۹/۱۴۹

۰/۹۷۸	۰	۰/۳۳۶	۰/۳۲۸	۰/۴۰۵	Instown	درصد مالکیت سهامداران نهادی
۰/۵۱۱	-۰/۱۸۲	۰/۱۲۳	۰/۰۹۵	۰/۱۰۹	CFO	جریان وجوه نقد عملیاتی
۴/۲۰۴	۲/۵۶۴	۰/۳۶۳	۳/۷۲۵	۳/۶۱۵	AGE	عمر شرکت

جدول ۲. آمار توصیفی متغیرهای مجازی تحقیق

متغیر	نماد	شرط	فروانی مطلق	درصد فروانی
امکان پرداخت سود سهام	DividendProb	دارد=۱	۱۰۶۷	٪۹۵
		ندارد=۰	۵۳	٪۵
		کل	۱۱۲۰	٪۱۰۰
متغیر مجازی تمرکز مشتری	Customer Concentration dummy	دارد=۱	۷۵۳	٪۶۷
		ندارد=۰	۳۶۷	٪۳۳
		کل	۱۱۲۰	٪۱۰۰
متغیر مجازی زیان شرکت	LOSS	دارد=۱	۲۰۴	٪۱۸
		ندارد=۰	۹۱۶	٪۸۲
		کل	۱۱۲۰	٪۱۰۰

نتایج آمار توصیفی متغیرهای مجازی (کیفی) نشان می‌دهد که در حدود ۹۵ درصد از جامعه آماری مورد بررسی، سود سهام پرداخت شده است که دلیل بالا بودن آن قانون اجباری بورس مبنی بر پرداخت سود سهام توسط شرکت‌های بورسی است. برای مثال، در بررسی آمار توصیفی متغیر سیاست پرداخت سود سهام، ملاحظه گردید که شرکت‌های به‌سرام در سال‌های ۹۳ تا ۹۵ و شرکت فولاد کاویان برای سال‌های ۹۲ تا ۹۵ هیچ سودی بین سهامداران خود تقسیم نکرده بودند و سود سهام مصوب صفر است. همچنین، در حدود ۶۷ درصد از جامعه آماری مورد بررسی تمرکز مشتری (مشتری عمده بالای ۱۰ درصد فروش) وجود دارد. همچنین، حدود ۱۸ درصد از جامعه مورد بررسی زیان گزارش کرده‌اند. همچنین ملاحظه گردید که برخی شرکت‌ها علیرغم زیان‌ده بودن، اقدام به توزیع سود سهام کرده‌اند. برای مثال، شرکت‌های پتروشیمی فارابی در سال‌های ۹۳ تا ۹۵ و شرکت پارس پامچال در سال ۹۴ در حالی که در صورت عملکرد خود زیان خالص گزارش نموده‌اند، ولی در صورت جریان وجوه نقد خود، سود نقدی به سهامداران نیز گزارش کرده بودند.

نتایج تجربی آزمون فرضیه اول

برای آزمون فرضیه اول تحقیق از رگرسیون خطی چندگانه استفاده شده است. در ابتدا قبل از برازش الگو، میزان هم خطی بین متغیرهای مستقل تحقیق از طریق آزمون تورم واریانس مورد بررسی قرار گرفت. تجربیات عملی حاکی از این است که اگر عامل تورم واریانس بزرگ تر از عدد ۵ باشد، مبین وجود یک اخطار احتمالی است و در صورتی که بزرگ تر از ۱۰ باشد، یک اخطار جدی را یادآور می شود و حکایت از آن دارد که ضرایب رگرسیونی مربوطه به علت هم خطی چندگانه به صورت ضعیفی برآورد شده اند. طبق جدول ۴، نتایج این آزمون حاکی از عدم وجود هم خطی شدید بین متغیرهای مستقل است. همچنین، برای بررسی عدم وجود خودهمبستگی متغیرهای مستقل از آماره دوربین - واتسون استفاده شده است. مقدار این آماره بین ۰ تا ۴ تغییر می کند. اگر همبستگی بین مانده های متوالی وجود نداشته باشد، مقدار آماره باید نزدیک ۲ شود. اگر مقدار آماره نزدیک به صفر شود، نشان دهنده همبستگی مثبت بین باقیمانده ها و اگر نزدیک به ۴ شود، نشان دهنده همبستگی منفی بین باقیمانده های متوالی است. به طور کلی اگر آماره دوربین - واتسون بین ۱/۵ و ۲/۵ قرار گیرد، می توان فرض عدم وجود همبستگی بین خطاهای مدل را پذیرفت. طبق جدول ۴، نتایج این آزمون نیز بیانگر عدم وجود مشکل خودهمبستگی است.

برای انتخاب مدل تحلیل داده، داده ها می توانند به صورت سری زمانی، مقطعی یا ترکیبی باشند. با توجه به اینکه داده های این پژوهش از نوع ترکیبی می باشند، بایستی مشخص شود که آیا داده ها از نوع تلفیقی (Pooled) یا تابلویی (Panel) می باشند؟ بدین منظور از آزمون چاو و آزمون هاسمن استفاده شده است. در آزمون چاو، برای آن دسته از مشاهداتی که مقدار احتمال آن ها بیشتر از ۵٪ باشد یا به عبارتی دیگر آماره آزمون آن ها کمتر از آماره جدول باشد، از روش تلفیقی استفاده می شود (در این حالت، نیازی به انجام آزمون هاسمن نیست). از سوی دیگر، برای آن دسته از مشاهداتی که مقدار احتمال آن ها کمتر از ۵٪ است، برای تخمین مدل از روش تابلویی استفاده خواهد شد. نتایج آزمون چاو (F لیمر) نشان می دهد که در آزمون فرضیه اول، با توجه به اینکه سطح معناداری کمتر از ۵٪ است، بایستی مدل اول پژوهش در هر سه حالت به روش تابلویی برآورد شود. روش تابلویی می تواند با استفاده از دو مدل «اثرات تصادفی» و «اثرات ثابت» انجام گیرد. برای تعیین اینکه از کدام مدل استفاده شود، از آزمون هاسمن استفاده می شود. برای تخمین مدل، مشاهداتی که مقدار احتمال آن ها کمتر از ۵٪ است از مدل اثرات ثابت و مشاهداتی که مقدار احتمال آن ها بیشتر از ۵٪ است از مدل اثرات تصادفی استفاده می شود. با توجه به اینکه الگوی استفاده شده در این پژوهش از نوع تابلویی (panel) می باشد، نتایج آزمون هاسمن نشان می دهد که برای مدل اول در هر سه حالت باید از روش اثرات ثابت استفاده کرد. لذا، می توان گفت

مدل اول پژوهش (آزمون فرضیه اول) در هر سه حالت، به روش تابلویی اثرات ثابت تخمین زده شده است. نتایج آزمون چاو و هاسمن در جدول ۳ ارائه شده است.

جدول ۳. نتایج آزمون چاو و هاسمن

نتیجه آزمون	نتایج آزمون هاسمن		نتایج آزمون چاو		مدل
	سطح معناداری	آماره	سطح معناداری	آماره	
روش تابلویی - مدل اثرات ثابت	۰/۰۰۰	۷۹/۵۹۲	۰/۰۰۰	۳/۷۱۵	مدل اول پژوهش - حالت اول
روش تابلویی - مدل اثرات ثابت	۰/۰۰۰	۸۰/۹۰۱	۰/۰۰۰	۳/۷۲۲	مدل اول پژوهش - حالت دوم
روش تابلویی - مدل اثرات ثابت	۰/۰۰۰	۷۸/۰۵۲	۰/۰۰۰	۳/۷۲۰	مدل اول پژوهش - حالت سوم

نتایج تجربی آزمون فرضیه اول

فرضیه اول این تحقیق به این صورت مطرح شد که «تمرکز بر مشتری بر درصد پرداخت سود سهام شرکت اثر معناداری دارد».

همان گونه که در قسمت تعریف عملیاتی متغیرها اشاره شد، برای اندازه گیری متغیر تمرکز بر مشتری از سه متغیر درصد فروش به مشتریان عمده (بالای ۱۰ درصد)، شاخص هر فیندال-هیریشن و متغیر شاخص (مجازی) وجود یا عدم وجود مشتری عمده استفاده شده است.

در حالت اول (متغیر درصد فروش به مشتریان عمده)؛ در جدول ۴ ضریب متغیر تمرکز بر مشتری معادل ۰/۰۵۰- و آماره t معادل ۲/۹۸۴- است که سطح معناداری آن معادل (۰/۰۰۲) است و از آنجا که سطح معناداری آن کمتر از ۵ درصد است، بنابراین معناداری متغیر مستقل در سطح اطمینان ۹۵٪ تأیید می شود. این نتیجه نشان می دهد که تمرکز مشتری بر درصد پرداخت سود سهام اثر منفی و معناداری دارد.

در حالت دوم (شاخص هر فیندال-هیریشن)؛ در جدول ۴ ضریب متغیر تمرکز بر مشتری (Concentration_{it} Customer) معادل ۰/۰۵۳- و آماره t معادل ۳/۰۱۶- است که در سطح (۰/۰۰۲) معنادار است و از آنجا که کمتر از خطای پیش بینی (۵٪) است، معناداری متغیر مستقل در

تأثیر تمرکز بر مشتری بر سیاست پرداخت سود سهام شرکت ۸۷

سطح اطمینان ۹۵٪ تأیید می‌شود. این نتیجه نشان می‌دهد که تمرکز بر مشتری بر درصد پرداخت سود سهام اثر منفی و معنی‌داری دارد.

در حالت سوم (متغیر مجازی وجود یا عدم وجود مشتری عمده)؛ در جدول ۴ ضریب متغیر تمرکز بر مشتری (Customer Concentration_{it}) معادل ۰/۰۲۵- و آماره t معادل ۲/۰۱۷- است که در سطح (۰/۰۴۳) معنادار است و از آنجا که کمتر از خطای پیش‌بینی (۵٪) است، معناداری متغیر مستقل در سطح اطمینان بیش از ۹۵٪ تأیید می‌شود. این نتیجه نیز مبین اثر منفی تمرکز بر مشتری بر درصد پرداخت سود سهام است.

همان‌طور که نتایج فرضیه اول در هر سه حالت نشان می‌دهد، میزان پرداخت سود سهام نقدی در شرکت‌های با مشتری عمده کمتر است؛ زیرا کاهش میزان سود نقدی می‌تواند به‌عنوان یک استراتژی درون‌سازمانی جریان خروجی وجوه نقد را کاهش و جریان‌های نقدی اضافی شرکت را افزایش دهد. بنابراین، شرکت‌های با مشتریان متمرکز این انگیزه را دارند تا در جهت کاهش هر چه بیشتر درصد پرداخت سود سهام گام بردارند.

جدول ۴. آزمون فرضیه اول تحقیق

$\text{Dividend}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{CustomerConcentration}_{it} + \beta_2 \text{LEV}_{it} + \beta_3 \text{ROA}_{it} + \beta_4 \text{MTB}_{it} + \beta_5 \text{SIZE}_{it} + \beta_6 \text{Instown}_{it} + \beta_7 \text{LOSS}_{it} + \beta_8 \text{CFO}_{it} + \beta_9 \text{AGE}_{it} + \varepsilon_{it}$												
متغیر مجازی وجود یا عدم وجود مشتری عمده در شرکت				شاخص هرفیندال-هرشمن				نسبت فروش به مشتریان عمده به کل فروش				روش اندازه‌گیری تمرکز مشتری
VIF	سطح معناداری	آماره t	ضریب	VIF	سطح معناداری	آماره t	ضریب	VIF	سطح معناداری	آماره t	ضریب	متغیر مستقل
-	۰/۰۰۰	۸۲۸۸	۰/۶۹۹	-	۰/۰۰۰	۸۳۱۲	۰/۷۰۲	-	۰/۰۰۰	۸۳۲۷	۰/۷۰۲	جزء ثابت
۱/۰۲۸	۰/۰۴۳	-۲/۰۱۷	-۰/۰۲۵	۱/۰۶۲	۰/۰۰۲	-۳/۰۱۶	-۰/۰۵۳	۱/۰۵۶	۰/۰۰۲	-۲/۹۸۴	-۰/۰۵۰	CustomerConcentration _{it}
۱/۹۱۹	۰/۰۰۰	-۷/۲۳۳	-۰/۳۰۲	۱/۹۱۶	۰/۰۰۰	-۷/۰۸۰	-۰/۲۹۵	۱/۹۲۲	۰/۰۰۰	-۷/۰۶۰	-۰/۲۹۴	LEV _{it}
۳/۸۶۳	۰/۰۰۰	-۶/۸۸۰	-۰/۴۷۳	۳/۸۶۴	۰/۰۰۰	-۷/۰۱۲	-۰/۴۷۲	۳/۸۶۳	۰/۰۰۰	-۶/۹۴۰	-۰/۴۷۰	ROA _{it}
۱/۵۴۴	۰/۰۲۲	۲/۱۳۶	۰/۰۰۳	۱/۵۴۶	۰/۰۲۸	۲/۱۹۴	۰/۰۰۳	۱/۵۴۶	۰/۰۲۸	۲/۱۸۸	۰/۰۰۳	MTB _{it}
۱/۰۸۰	۰/۶۱۷	۰/۴۱۶	۰/۰۰۱	۱/۰۸۳	۰/۷۱۲	۰/۳۳۸	۰/۰۰۱	۱/۰۸۴	۰/۶۸۴	۰/۴۰۶	۰/۰۰۱	SIZE _{it}
۱/۱۵۲	۰/۰۰۰	۳/۴۹۲	۰/۰۶۶	۱/۱۵۶	۰/۰۰۲	۳/۰۹۵	۰/۰۵۸	۱/۱۵۳	۰/۰۰۱	۳/۲۱۸	۰/۰۶۰	Instown _{it}
۱/۸۹۱	۰/۰۰۰	۱۷/۶۲۹	-۰/۳۶۴	۱/۸۹۴	۰/۰۰۰	۱۷/۷۰۲	-۰/۳۶۴	۱/۸۹۵	۰/۰۰۰	۱۷/۶۹۴	-۰/۳۶۴	LOSS _{it}
۱/۶۷۲	۰/۰۰۰	۱۱/۹۳۷	۰/۶۳۹	۱/۶۷۴	۰/۰۰۰	۱۱/۹۴۵	۰/۶۳۹	۱/۶۷۴	۰/۰۰۰	۱۱/۹۳۸	۰/۶۳۸	CFO _{it}
۱/۰۴۴	۰/۰۰۱	-۳/۳۳۵	-۰/۰۵۳	۱/۰۶۶	۰/۰۰۰	-۳/۳۲۲	-۰/۰۵۵	۱/۰۵۸	۰/۰۰۱	-۳/۲۹۲	-۰/۰۵۴	AGE _{it}
۰/۴۹۹				۰/۵۰۳				۰/۵۰۲				ضریب تعیین تعدیل شده

۱/۹۵۷	۱/۹۶۶	۱/۹۶۳	آماره دورین واتسون
۱۲۵/۰۷۴	۱۲۷/۱۹۲	۱۳۶/۴۸	آماره F
۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	سطح معناداری آزمون فیشر

نتایج تجربی آزمون فرضیه دوم

برای آزمون فرضیه دوم تحقیق از رگرسیون لاجیت استفاده شده است. هنگامی که متغیر وابسته تحقیق به صورت یک متغیر شاخص (صفر یا یک) باشد، از رگرسیون لاجیت استفاده می شود. در این نوع از رگرسیون نیز چند فرض زیربنایی باید بررسی شود. اولین فرض همانند رگرسیون خطی چندمتغیره، بررسی هم خطی بین متغیرهای مستقل است که در این تحقیق از آزمون تورم واریانس استفاده شده است. نتایج این آزمون در جدول ۶ ارائه شده است و نتایج آن حاکی از عدم وجود هم خطی شدید بین متغیرهای مستقل است.

دومین آزمون، آزمون معنادار بودن مدل رگرسیون لاجیت است که در این تحقیق برای بررسی آن از دو آزمون معروف کای اسکور و نسبت درست‌نمایی (آماره LR) استفاده شده است. سطح معناداری در هر دوی این آزمون‌ها باید کمتر از سطح خطای ۵٪ باشد. نتایج این آزمون‌ها که در جدول ۵ ارائه شده است و شواهد آن حاکی از معنی‌داری مدل رگرسیون لاجیت است. سومین آزمون مورد نیاز در رگرسیون لاجیت، آزمون معنادار بودن ضرایب است که در این تحقیق از آزمون والد استفاده شده است. سطح معناداری در این آزمون باید بیشتر از سطح خطای ۵٪ باشد. نتایج این آزمون در جدول ۴ ارائه شده است و شواهد آن حاکی از معناداری ضرایب مدل است.

جدول ۵. نتایج آزمون کای اسکور، نسبت درست‌نمایی (LR) و والد

نتایج آزمون والد		نتایج آزمون LR		نتایج آزمون کای اسکور		مدل
سطح معناداری	آماره	سطح معناداری	آماره	سطح معناداری	آماره	
۰/۱۹۳	۱/۲۳۰	۰/۰۰۰	۸۸/۸۲۳	۰/۰۰۰	۴۴/۰۰۱	مدل دوم پژوهش - حالت اول
۰/۲۵۱	۱/۱۰۵	۰/۰۰۰	۹۰/۲۱۳	۰/۰۰۰	۴۳/۹۶۵	مدل دوم پژوهش - حالت دوم
۰/۲۲۴	۱/۱۷۰	۰/۰۰۰	۸۷/۳۹۱	۰/۰۰۰	۴۴/۲۳۶	مدل دوم پژوهش - حالت سوم

ضرایب مدل رگرسیون لاجیت معنادار است	مدل رگرسیون لاجیت معنادار است	مدل رگرسیون لاجیت معنادار است	نتایج آزمون
--	----------------------------------	----------------------------------	-------------

فرضیه دوم این تحقیق به این صورت مطرح شد که «تمرکز بر مشتری بر پرداخت سود سهام نسبت به عدم پرداخت سود سهام، اثر معنی داری دارد».

در حالت اول (متغیر درصد فروش به مشتریان عمده)؛ در جدول ۶ ضریب متغیر تمرکز بر مشتری معادل $-۰/۵۵۹$ و آماره Z معادل $-۲/۲۵۸$ است که سطح معناداری آن معادل $(۰/۰۲۴)$ است و از آنجا که سطح معناداری آن کمتر از ۵ درصد است، بنابراین معناداری متغیر مستقل در سطح اطمینان ۹۵٪ تأیید می شود. این نتیجه نشان می دهد که تمرکز بر مشتری عمده، احتمال پرداخت سود سهام را کاهش می دهد.

در حالت دوم (شاخص هرfindal-هیریشنمن)؛ در جدول ۶ ضریب متغیر تمرکز بر مشتری ($Concentration_{it}$ Customer) معادل $-۰/۷۶۷$ و آماره Z معادل $-۲/۹۲۲$ است که در سطح $(۰/۰۰۳)$ معنادار است و از آنجا که کمتر از خطای پیش بینی (۵٪) است، معناداری متغیر مستقل در سطح اطمینان ۹۵٪ تأیید می شود. این نتیجه مبین این مهم است که در شرکت های با مشتری متمرکز، احتمال پرداخت سود سهام کمتر بوده است.

در حالت سوم (متغیر مجازی وجود یا عدم وجود مشتری عمده)؛ در جدول ۶ ضریب متغیر تمرکز بر مشتری ($Concentration_{it}$ Customer) معادل $-۰/۴۵۱$ و آماره Z معادل $-۲/۰۲۶$ است که در سطح $(۰/۰۳۵)$ معنادار است و از آنجا که کمتر از خطای پیش بینی (۵٪) است، معناداری متغیر مستقل در سطح اطمینان بیش از ۹۵٪ تأیید می شود. این نتیجه نیز مبین اثر منفی تمرکز بر مشتری بر احتمال پرداخت سود سهام است.

همان طور که نتایج فرضیه دوم در هر سه حالت نشان می دهد، در شرکت های با مشتری عمده، پرداخت سود سهام نقدی نسبت به عدم پرداخت سود سهام پایین تر است؛ زیرا شرکت های با مشتریان عمده، احتیاج به نگهداری وجوه نقد بالاتری به دلیل ریسک تجاری بالای از دست دادن مشتریان عمده خواهند داشت. شرکت ها می توانند وجوه نقد خود را از طریق کاهش احتمال پرداخت سود سهام مهیا کنند.

جدول ۶. آزمون فرضیه دوم تحقیق

DividendProb _{it} = β ₀ + β ₁ CustomerConcentration _{it} + β ₂ LEV _{it} + β ₃ ROA _{it} + β ₄ MTB _{it} + β ₅ SIZE _{it} + β ₆ Instown _{it} + β ₇ LOSS _{it} + β ₈ CFO _{it} + β ₉ AGE _{it} + ε _{it}												
متغیر مجازی وجود یا عدم وجود مشتری عمده در شرکت				شاخص هرفیندال-هرشمن				نسبت فروش به مشتریان عمده به کل فروش				روش اندازه‌گیری تمرکز مشتری
VIF	سطح معناداری	آماره Z	ضریب	VIF	سطح معناداری	آماره Z	ضریب	VIF	سطح معناداری	آماره Z	ضریب	متغیر مستقل
-	۰/۴۵۹	۰/۸۳۹	۱/۴۵۳	-	۰/۳۸۵	۰/۸۶۷	۱/۶۹۲	-	۰/۴۰۶	۰/۸۳۰	۱/۶۲۹	جزء ثابت
۱/۰۲۸	۰/۰۲۵	-۲/۰۲۶	-۰/۴۵۰	۱/۰۶۲	۰/۰۰۳	-۲/۹۲۲	-۰/۸۶۷	۱/۰۵۶	۰/۰۲۴	-۲/۲۵۸	-۰/۵۵۹	CustomerConcentration _{it}
۱/۹۱۹	۰/۴۱۶	-۰/۸۱۳	-۰/۹۱۶	۱/۹۱۶	۰/۵۰۷	-۰/۶۶۳	-۰/۷۴۲	۱/۹۲۲	۰/۴۹۶	-۰/۶۷۹	-۰/۸۶۶	LEV _{it}
۳/۸۶۳	۰/۰۴۲	۲/۰۲۶	۳/۶۵۶	۳/۸۶۴	۰/۰۳۹	۲/۰۶۴	۳/۷۳۴	۳/۸۶۳	۰/۰۳۸	۲/۰۷۴	۳/۷۵۶	ROA _{it}
۱/۵۴۴	۰/۰۳۱	۲/۱۴۵	۰/۱۴۴	۱/۵۴۶	۰/۰۳۶	۲/۰۹۳	۰/۱۴۱	۱/۵۴۷	۰/۰۳۴	۲/۱۱۵	۰/۱۴۲	MTB _{it}
۱/۰۸۰	۰/۶۱۸	۰/۴۹۷	۰/۰۵۷	۱/۰۸۳	۰/۵۸۶	۰/۵۴۳	۰/۰۶۳	۱/۰۸۴	۰/۶۰۳	۰/۵۲۰	۰/۰۶۱	SIZE _{it}
۱/۱۵۲	۰/۰۰۹	۲/۵۸۸	۱/۶۴۹	۱/۱۵۶	۰/۰۱۴	۲/۴۴۹	۱/۵۵۸	۱/۱۵۳	۰/۰۱۲	۲/۵۰۵	۱/۵۹۷	Instown _{it}
۱/۸۹۱	۰/۳۰۷	-۱/۰۲۰	-۰/۴۷۷	۱/۸۹۴	۰/۲۴۹	-۱/۱۵۲	-۰/۵۴۱	۱/۸۹۵	۰/۲۷۶	-۱/۰۸۸	-۰/۵۱۰	LOSS _{it}
۱/۲۷۲	۰/۰۵۹	۱/۸۸۵	۲/۸۶۴	۱/۲۷۴	۰/۰۷۰	۱/۸۱۲	۲/۷۷۸	۱/۲۷۴	۰/۰۶۵	۱/۸۴۰	۲/۸۱۱	CFO _{it}
۱/۰۴۴	۰/۷۲۰	۰/۳۵۸	۰/۱۴۰	۱/۰۶۶	۰/۸۵۲	۰/۱۸۶	۰/۰۷۲	۱/۰۵۸	۰/۸۰۵	۰/۲۴۶	۰/۰۹۶	AGE _{it}
۰/۲۰۴				۰/۲۱۱				۰/۲۰۸				ضریب تعیین مک فادن
۹				۹				۹				درجه آزادی
۸۷/۳۹۱				۹۰/۲۱۳				۸۸/۸۲۳				آماره LR (نسبت درست‌نمایی)
۰/۰۰۰				۰/۰۰۰				۰/۰۰۰				سطح معناداری آزمون LR

نتیجه‌گیری و بحث

این مطالعه بررسی می‌کند که چگونه ابعاد تمرکز بر مشتری یک مدل تجاری شرکت، به سیاست پرداخت سود سهام شرکت مرتبط است. با توجه به اینکه سطح تمرکز بر مشتری، عملکرد عملیاتی شرکت، ریسک جریان وجوه نقد و سیاست‌های مالی شرکت را تحت تأثیر قرار می‌دهد، انتظار می‌رود که تمرکز بر مشتری، درصد پرداخت سود تقسیمی و احتمال پرداخت سود سهام نقدی را تحت تأثیر قرار دهد. به‌طور خاص، تمرکز بر مشتری شرکت منجر به تقاضا برای نگهداشت وجه نقد بیشتر، نوسان مالی کمتر و سود بالاتر می‌گردد. شرکت‌ها به دلیل ریسک تجاری بالای از دست دادن مشتریان عمده، نیازمند نگهداری وجوه نقد اضافی هستند. شرکت‌ها می‌توانند وجوه نقد اضافی خود را از طریق ابزارهای مختلف همچون انتشار بدهی (با سررسید بلندمدت‌تر) و تأمین مالی بیرونی، عدم پرداخت سود سهام افزایش دهند.

نتایج حاصل از آزمون فرضیه اول تحقیق نشان داد که تمرکز بر مشتری باعث کاهش درصد پرداخت سود نقدی سهام می‌شود. همچنین، نتایج حاصل از آزمون فرضیه دوم تحقیق نشان داد که تمرکز بر مشتریان عمده، پرداخت سود سهام نقدی را نسبت به عدم پرداخت سود نقدی کاهش می‌دهد. نتایج هر دو فرضیه با تحقیق بی و ژو (۲۰۱۶) نیز مطابقت دارد. این نتایج با مبانی نظری پژوهش نیز سازگار است؛ زیرا در شرکت‌هایی با مشتری متمرکز، احتمال ورشکستگی بالا است و زیان مشتری عمده، می‌تواند جریان‌های نقدی عرضه‌کنندگان را کاهش دهد؛ لذا این شرکت‌ها احتیاج به نگهداری وجوه نقد اضافی دارند (هرتزل و همکاران، ۲۰۰۸؛ دالیوال و همکاران، ۲۰۱۴؛ ۲۰۱۶). کاهش پرداخت سود سهام می‌تواند به‌عنوان یک استراتژی داخلی، جریان‌های نقدی اضافی برای شرکت ایجاد کند (بی و ژو، ۲۰۱۷).

نتایج این تحقیق با تحقیقات قبلی مربوط به تمرکز مشتری (کمپل و گائو، ۲۰۱۴؛ هوانگ و همکاران، ۲۰۱۶؛ کردستانی و همکاران؛ ۱۳۹۳ و خان‌محمدی، ۱۳۹۵) متفاوت است؛ زیرا این تحقیق به بررسی اثر تمرکز بر مشتری بر سیاست پرداخت سود سهام پرداخته است. همچنین نتایج این تحقیق با تحقیق‌های وانگ (۲۰۱۲) و بی و ژو (۲۰۱۷) از نظر جهت و نوع تحقیق مطابقت دارد زیرا تحقیقات یادشده به بررسی اثر تمرکز بر مشتری بر سیاست پرداخت سود سهام پرداخته‌اند که به نتایج مشابه این پژوهش نیز دست یافته‌اند.

با توجه به نتایج پژوهش حاضر مبنی بر اهمیت نقش مشتریان عمده در کاهش ریسک عدم فروش محصولات شرکت‌ها، به سرمایه‌گذاران و فعالان بازارهای مالی پیشنهاد می‌شود که به تأثیر منفی تمرکز بر مشتری بر سیاست پرداخت سود سهام شرکت توجه ویژه‌ای داشته باشند. از این رو، به آن‌ها پیشنهاد می‌شود در صورتی که به دنبال دریافت سود سهام نقدی بیشتر با ریسک عدم پرداخت سود سهام کمتر هستند، در شرکت‌هایی سرمایه‌گذاری کنند که میزان تمرکز بر مشتری عمده کمتر است. از سویی، به دلیل قوانین سخت‌گیرانه بورس اوراق بهادار تهران برای پرداخت سود سهام، به مدیران شرکت‌ها پیشنهاد می‌شود که با کاهش وابستگی خود به مشتریان عمده (کاهش تمرکز بر مشتریان عمده)، ریسک از دست دادن مشتریان، ریسک جریان‌های نقدی آتی و ریسک مواجهه با بحران مالی را کاهش داده و اثر منفی تمرکز مشتری بر سیاست پرداخت سود سهام شرکت را کاهش دهند.

به پژوهشگران پیشنهاد می‌شود که در پژوهش‌های آتی تأثیر تمرکز عمده تأمین‌کنندگان (خریدهای بالای ۱۰ درصد) بر سیاست پرداخت سود سهام شرکت بررسی شود. همچنین، پیشنهاد می‌شود با تفکیک مشتریان عمده به دو دسته مشتریان حقیقی و حقوقی یا نهادی و غیر نهادی، تأثیر تمرکز مشتری بر سیاست پرداخت سود سهام شرکت بررسی گردد. همچنین، با توجه به اینکه میزان تمرکز

تأثیر تمرکز بر مشتری بر سیاست پرداخت سود سهام شرکت _____ ۹۳

بر مشتری در صنایع مختلف متفاوت است، پیشنهاد می‌شود پژوهش حاضر در صنایع مختلف به تفکیک صنعت خاص انجام شود.

منابع

- ایزدی‌نیا، ناصر و علیقیان، نسرین. (۱۳۹۰). شناسایی عوامل مؤثر بر سود تقسیمی با به‌کارگیری مدل لاجیت. پژوهش‌های حسابداری مالی، شماره ۱، صص ۲۱-۳۸.
- بادآورنهندي، یونس و تقی‌زاده خانقاه، وحید. (۱۳۹۶). تأثیر پرداخت سود سهام و عدم انتظار اخبار بد بر خطر سقوط قیمت سهام با تأکید بر عدم تقارن اطلاعاتی. بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، شماره ۱، صص ۱۹-۴۰.
- پورحیدری، امید، دلدار، مصطفی. (۱۳۹۱). بررسی تأثیر گروه‌های تجاری بر سیاست تقسیم سود شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. حسابداری مدیریت، شماره ۱۴، صص ۶۷-۹۴.
- حسنی‌القار، مسعود و مرفوع، محمد. (۱۳۹۶). بررسی تأثیر توانایی مدیریت بر سیاست تقسیم سود، پژوهش‌های تجربی حسابداری. شماره ۳، صص ۱۰۳-۱۲۹.
- خان‌محمدی، سیاوش. (۱۳۹۵). بررسی اثر تمرکز بر مشتری بر اجتناب و ریسک مالیاتی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه آزاد اسلامی واحد علوم تحقیقات تهران.
- خدای‌پور، احمد؛ رحمت‌اله هوشمند و مصطفی دلدار. (۱۳۹۲). بررسی تأثیر نرخ مؤثر مالیاتی بر سیاست تقسیم سود در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. پژوهش‌نامه مالیات، شماره ۱۷، صص ۳۱-۵۵.
- ستایش، محمدحسین و ابراهیمی، شهلا. (۱۳۹۳). بررسی تأثیر تمرکز مالکیت بر سیاست پرداخت سود سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. پژوهش‌های حسابداری مالی، شماره ۲، صص ۶۱-۷۴.
- کردستانی، غلامرضا و عبدالاحد عباسی. (۱۳۹۳). بررسی تأثیر تمرکز مشتری بر عملکرد مالی شرکت. مدیریت دارایی و تأمین مالی، شماره ۳، صص ۸۱-۹۲.
- قالیباف‌اصل، حسن و ولی‌زاده، فریده. (۱۳۹۵). بررسی رابطه بین سیاست تقسیم سود با عدم تقارن اطلاعاتی و نقدشوندگی سهام. راهبرد مدیریت مالی، شماره ۱۴، صص ۱-۲۳.
- Adimo, M. Vinfered, J. (۲۰۱۵). When does the market matter? Stock prices and the investment of equity-dependent firms. *Q. J. Econ.* ۱۱۸, pp. ۹۶۹-۱۰۰۵.
- Badavar Nahandi, Y. Taghizadeh Khanghah, V. (۲۰۱۷). Impact of dividend payments and Not expecting to bad news about the risk of falling

- stock prices with an emphasis on information asymmetry. *Accounting and Auditing Reviews*, No. ۱, pp. ۴۰-۱۹ (In Persian).
- Berrios, R. (۲۰۰۶). Government contracts and contractor behavior. *Journal of Business Ethics* ۶۳, pp. ۱۱۹-۱۳۰.
 - Banerjee, S. Dasgupta, S. Kim, Y. (۲۰۰۸). Buyer-supplier relationships and the stakeholder theory of capital structure. *Journal of Finance* ۶۳, pp. ۲۵۰۷-۲۵۵۲.
 - Bei, L. Xu, ZH. (۲۰۱۷). Customer concentration and corporate payouts, Proceedings of the ASBBS ۲۴th Annual Conference.
 - Brockman, P. Unlu, E. (۲۰۰۹). Dividend Policy, Creditor Rights, and The Agency Costs of Debt, *Journal of Financial Economics*, Vol. ۹۲, pp. ۲۷۶-۲۹۹.
 - Cohen, D.A. Li, B. (۲۰۱۳). Why do Firms Hold Less Cash? The University of Texas at Dallas. *Working paper*.
 - Campello, M. Gao, J. (۲۰۱۴). Customer concentration and loan contract terms. *Working Paper*. Cornell University.
 - Dhaliwal, D. Michas, P.N. Naiker, V. Sharma, D. (۲۰۱۴). Major Customer Reliance and Auditor Going-Concern Decisions. University of Arizona Working Paper.
 - Dhaliwal, D. Judd, J.S. Serfling, M.A. Shaikh, S.A. (۲۰۱۶). Customer concentration risk and the cost of equity capital. *Journal of Accounting and Economics* ۶۱ (۱), pp. ۲۳-۴۸.
 - Ezadinia, N. Alinaghian, N. (۲۰۱۰). Identification of factors affecting to dividend by applying Logit model. *Financial Accounting Research*, No. ۱, pp. ۳۸-۲۱ (In Persian).
 - Ghalibafasl, H. Valizadeh, F. (۲۰۱۶). Investigating the relationship between dividend policy and information asymmetry and stock liquidity. *Financial Management Strategy*, No. ۱۴, pp. ۲۳-۱ (In Persian).
 - Gosman, M. Kohlbeck, M. (۲۰۰۹). Effects of existence of identity of major customers on supplier profitability: is Wal-Mart different? *Journal of Management Accounting Research* ۲۱, pp. ۱۷۹-۲۰۱.
 - Hassani alqar, M. Marfou, M. (۲۰۱۷). Investigating the effect of management ability on dividend policy, *accounting empirical researchs*. No. ۳, pp. ۱۲۹-۱۰۳ (In Persian).
 - Hertz, M. Li, Z. Officer, M. Rodgers, K. (۲۰۰۸). Inter-firm linkages and the wealth effects of financial distress along the supply chain. *Journal of Financial Economics* ۸۷, pp. ۳۷۴-۳۸۷.
 - Hui, K. W. S. Klasa, Yeung, P. E. (۲۰۱۲). Corporate suppliers and customers and accounting conservatism. *Journal of Accounting and Economics*, ۵۳, pp. ۱۱۵-۱۳۵.

- Huang, H. Lobo, G. Wang, C. Xie, H. (۲۰۱۶). Customer concentration and corporate tax avoidance, *Journal of Banking and Finance* ۷۲ (۴), pp. ۱۸۴–۲۰۰.
- Kalwani, M. U. Narayandas, N. (۱۹۹۵). Long-term manufacturer-supplier relationships: Do they pay off for supplier firms? *Journal of Marketing* ۵۹: pp. ۱-۱۶.
- Khanmohammadi, S. (۲۰۱۶). Investigating the Effect of Customer concentration on Avoidance and Tax Risk in Companies Listed in Tehran Stock Exchange. Master thesis, Islamic Azad University, Science Research Center of Tehran (In Persian).
- Khoddamipour, A. Houshmand, R. Deldar, M. (۲۰۱۳). The Effect of Effective taxing Rate on Dividend Policy in Companies Listed in Tehran Stock Exchange. *Tax bulletin*, No. ۱۷, pp. ۵۵-۳۱ (In Persian).
- Kim, R. Luo, W. (۲۰۱۶). Customer concentration and earnings management: Evidence from the Sarbanes–Oxley Act, *Electronic copy available at: <https://ssrn.com/abstract=۲۹۷۰۳۶۸>*.
- Kurdestani, Gh.R. Abbasi. A. (۲۰۱۴). Investigating the effect of customer Concentration on financial performance of the company. *Asset Management and Financing*, No. ۳, pp. ۸۱-۹۲ (In Persian).
- Modigliani, F. Miller, M.H. (۱۹۶۱). Dividend policy, Growth, and the Valuation of Shares. *Journal of Business*, Vol. ۳۴, pp. ۴۱۱-۴۳۳.
- Ravenscraft, D. (۱۹۸۳). Structure-profit relationships at the line of business and in- dustry level. *Review of Economics and Statistics* ۶۵, pp. ۲۲-۳۱.
- Raman, K. Shahrur, H. (۲۰۰۸). Relationship-specific investments and earnings man- agement: evidence on corporate suppliers and customers. *The Accounting Review* ۸۳, pp. ۱۰۴۱-۱۰۸۱.
- Patatoukas, P. N. (۲۰۱۲). Customer-base concentration: Implications for firm performance and capital markets. *The Accounting Review* ۸۷, pp. ۳۶۳-۳۹۲.
- Piercy, N. Lane, N. (۲۰۰۶). The underlying vulnerabilities in key account management strategies. *European Management Journal* ۲۴, pp. ۱۵۱-۱۶۲.
- Pourheidari, O. Deldar, M. (۲۰۱۲). Investigating the Effects of Business Groups on the Dividend Policy of Companies Listed in Tehran Stock Exchange. *Management Accounting*, No. ۱۴, pp. ۹۴-۶۷ (In Persian).
- Setayesh, M.H. Ebrahimi, SH. (۲۰۱۳). Investigating the Impact of Ownership Concentration on Dividend Paying Policy of Tehran

Stock Exchange. *Financial Accounting Research*, No. ۲, pp. ۷۴-۶۱ (In Persian).

- Titman, S. Wessels, R. (۱۹۸۸). The Determinants of capital structure choice. *The Journal of Finance* ۴۳, pp. ۱-۱۹.
- Wang, J. (۲۰۱۲). Do firms' relationships with principal customers/suppliers affect shareholders' income? *Journal of Corporate Finance* ۱۸, pp. ۸۶۰-۸۷۸.