

مطالعه تأثیر محدودیت مالی بر رابطه بین تمرکز مشتری و سیاست تقسیم سود

حسین ویسی

گروه حسابداری، واحد کرمانشاه، دانشگاه آزاد اسلامی، کرمانشاه، ایران.

Ho3invei30@gmail.com

چکیده

سیاست تقسیم سود یکی از مهم‌ترین موضوع‌هایی است که در ادبیات مالی مدرن به صورت گسترده‌ای مورد بررسی قرار گرفته است. تصمیم‌های مربوط به پرداخت سود سهام به عنوان یکی از مؤلفه‌های اساسی در سیاست مدیریتی شرکت‌ها و از مهم‌ترین مباحث مطرح در ادبیات مالی می‌باشد؛ از یک طرف عامل اثرگذار بر سرمایه‌گذاری‌های پیش‌روی شرکت‌ها است و از طرف دیگر بسیاری از سهامداران با افق سرمایه‌گذاری کوتاه‌مدت خواهان تقسیم سود نقدی هستند. بنابراین هدف این پژوهش مطالعه تأثیر محدودیت مالی بر رابطه بین تمرکز مشتری و سیاست تقسیم سود است. جامعه آماری پژوهش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و نمونه مورد مطالعه، شامل ۱۶۰ شرکت پذیرفته شده طی سال‌های ۱۳۹۸ تا ۱۴۰۲ است. روش پژوهش توصیفی و از نظر ارتباط بین متغیرها علی-همبستگی است و از نظر هدف کاربردی و از لحاظ رویداد، پس‌رویدادی است. برای پردازش و آزمون فرضیه‌ها از روش رگرسیونی و داده‌های تابلویی و همچنین مدل اثرات ثابت استفاده شده است. نتایج حاصل از تجزیه و تحلیل فرضیه پژوهش نشان داد که تأثیر محدودیت مالی بر رابطه بین تمرکز مشتری و سیاست تقسیم سود تأثیر منفی و معناداری دارد.

واژگان کلیدی: محدودیت مالی، تمرکز مشتری، سیاست تقسیم سود.

مقدمه

تقسیم سود یکی از مهم‌ترین موضوع‌هایی است که در ادبیات مالی مدرن به صورت گسترده‌ای مورد بررسی قرار گرفته است. می‌توان ریشه این بحث را در مطالعه مودیلیانی و میلر^۱ (۱۹۶۱)، دانست؛ آن‌ها باور رایج در زمینه تأثیر تقسیم سود بر ارزش شرکت را به چالش کشیدند؛ زیرا معتقد بودند در بازار سرمایه کارا، سیاست تقسیم سود، نمی‌تواند ارزش شرکت را تحت تأثیر قرار دهد. اگرچه در مقابل محققینی همچون لینتر^۲ (۱۹۶۲)، و گوردن^۳ (۱۹۶۳)، در حمایت از تئوری پرنده در دست عقیده داشتند در محیطی نامطمئن با اطلاعات ناقص، پرداخت بیشتر سود سهام، ارزش شرکت را افزایش می‌دهد. به نظر می‌رسد محققین نتوانسته‌اند به نتیجه واحدی در رابطه با سیاست تقسیم سود دست یابند و تنها موضوعی

¹ Modigliani & Miller

² Lintner

³ Gordon

که بر سر آن اجماع کلی وجود دارد این است هیچ عاملی نمی‌تواند به تنهایی رفتار تقسیم سود را توضیح دهد (افزا و حسن میرزا^۱، ۲۰۱۰).

توسعه و تنوع روز افزون فعالیت‌های اقتصادی منجر به بسط فزاینده بازار سرمایه و گسترش دامنه فعالیت شرکت‌های سهامی شده است (چن و همکاران^۲، ۲۰۱۱). شرکت‌های سهامی به‌عنوان بزرگ‌ترین و مهم‌ترین واحدهای اقتصادی کشور و عنصر اصلی بازار سرمایه شناخته می‌شوند. بازار سرمایه مکانی است که می‌تواند زمینه تشکیل سرمایه را ایجاد نموده و با عملکرد مطلوب خود، امکانات لازم برای انتقال وجوه پس‌اندازهای مردم به فرصت‌های سرمایه‌گذاری را فراهم آورد (داوری ترشیزی و همکاران، ۱۴۰۰). بر مبنای تغییرات رخ داده در دنیای کنونی، به خصوص در کشورهای در حال گذار که چالش‌های متعددی دارند، نیاز است تا برای رفع این چالش‌ها به‌ویژه در حوزه بازار سرمایه، راه‌حل‌هایی بهینه برای بهره‌مندی از منابع محدود موجود، اندیشیده شود. یکی از این راه‌حل‌ها می‌تواند انعقاد قراردادهای بلندمدت با مشتریان عمده یا به عبارتی خلق تمرکز مشتری باشد (تقی‌زاده‌خانقاه و همکاران، ۱۴۰۰). تمرکز مشتری به معنای قرار دادن نیازهای مشتریان در راس اولویت‌ها است. کسب و کارهای مشتری محور نوعی فرهنگ شرکتی را پرورش می‌دهد که به افزایش رضایت مشتری و ایجاد روابط با قوی مشتری اختصاص دارد. اما تمرکز مشتری مسئولیتی نیست که تنها بر روی حوزه پشتیبانی مشتری یا هر تیم منفرد، برای کسب درآمد کامل باشد (سیزول و همکاران^۳، ۲۰۲۱). اگر چه مهارت‌های ارائه خدمات به مشتری برای ایجاد محوری جهت تمرکز مشتری کلیدی هستند، که این خدمات شامل صداقت در فعالیت‌های بازاریابی، شفافیت مدل‌های قیمت‌گذاری، چرخه فروش آن‌ها و کیفیت محصولات یا خدمات واقعی است. برای تحقق این موارد آنچه اهمیت دارد این است که سازمان‌ها و کارمندان آنان باید در وهله اول به نظرات مشتریان خود گوش دهند، فضایی برای تبادل ایده با آن‌ها ایجاد کنند و موانع ارتباط با مشتریان را از بین ببرند (کلسیت و همکاران^۴، ۲۰۱۳). تأثیر تمرکز مشتری بر عملکرد شرکت، از دو دیدگاه قابل بررسی است: دیدگاه اول تمرکز مشتری را عامل فشار بر فروشنده در نظر می‌گیرد و دیدگاه دوم آن را عاملی برای افزایش هماهنگی تولید، مدیریت موجودی‌ها و تسهیم اطلاعات در زنجیره تأمین به شمار می‌آورد. افزایش تمرکز مشتری، موجب کاهش هزینه‌های فروش و بهبود عملکرد مالی شرکت می‌شود و با بهبود جریان نقدی و عملکرد بر سیاست تقسیم سود شرکت تأثیر می‌گذارد.

در چند دهه اخیر، به دلیل رخداد بحران‌های مالی پی در پی در اروپا و آسیا، بسیاری از شرکت‌ها در تأمین منابع مالی دچار مشکل شدند. با وجود چنین بحران‌هایی، مسئله تأمین مالی شرکت‌ها به یکی از مهم‌ترین مباحث مطرح در ادبیات مالی تبدیل شد. محیط اقتصادی متلاطم و متغیر شرکت‌ها که جهانی شدن بازارها، تغییر نیازهای مشتریان و افزایش رقابت در بازار محصولات مشخصه اصلی آن است، شرکت‌ها را مجبور کرد به طور دائم در پی بهبود عملکرد خود باشند. در این راستا، شرکت‌ها برای فعالیت‌ها و برنامه‌های خود به منابع مالی کافی نیاز دارند (آلمیدا و کامپلو^۵، ۲۰۰۲). کمبود وجه نقد ممکن است شرکت‌ها را با مشکل جدی مواجه کند، زیرا مدیران این گونه شرکت‌ها برای تأمین مالی پروژه‌های سرمایه‌گذاری منابع کافی نخواهند داشت. جریان‌های نقدی یکی از شاخص‌های مهم ارزیابی واحد اقتصادی و معیاری برای اندازه‌گیری عملکرد شرکت‌ها است. مدیران شرکت‌هایی که دارای محدودیت در تأمین منابع مالی هستند، جهت حفظ قدرت رقابتی و میزان نقدینگی، اقدام به ذخیره نمودن جریان‌های نقدی به جای مصرف آن می‌نمایند. لذا، میزان منابع نقدی نقش مهمی در عملکرد و جریان نقدی شرکت خواهد داشت. شرکت‌ها جهت انجام سرمایه‌گذاری در راستای سودآوری، نیاز به جریان‌های نقدی دارند که هرچه بالاتر است، در سرمایه‌گذاری فعال‌تر هستند و با محدودیت مالی

¹ Afza & Hassan Mirza

² Chen et al

³ Sithole & et al

⁴ Kealesitse et al

⁵ Almeida & Campello

میزان سودآوری نیز کاهش خواهد یافت که تأثیر مستقیمی در کاهش تقسیم سود شرکت خواهد گذاشت. بنابراین این پژوهش به این موضوع پرداخته شده است که تا چه اندازه محدودیت مالی بر رابطه بین تمرکز مشتری و سیاست تقسیم سود شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر گذار است؟

مبانی نظری پژوهش

محدودیت مالی

برای تقسیم‌بندی شرکت‌ها از نظر محدودیت‌های تأمین مالی، ابتدا باید محدودیت‌های مالی را تعریف نمود. کامل‌ترین و صریح‌ترین تعریف در این مورد، این است که شرکت‌ها زمانی در محدوده تأمین مالی هستند که بین هزینه‌های داخلی و هزینه‌های خارجی وجوه تخصیص داده شده با یک شکاف روبه رو می‌شوند. طبق نظریه میلر-مودیلیانی^۱ در شرایط وجود بازار سرمایه کامل تفاوتی در هزینه تأمین مالی از منابع داخلی یا خارجی شرکت وجود ندارد. در چنین حالتی، شرکت‌ها می‌توانند بدون هیچ مشکلی، با نرخ هزینه سرمایه مشخص، به تأمین منابع مالی لازم از طریق بازار سرمایه اقدام نمایند (مودیلیانی و میلر، ۱۹۵۸).

محدودیت‌های مالی به دو دسته محدودیت‌های مالی داخلی و خارجی تقسیم می‌شوند؛ محدودیت‌های مالی داخلی محدودیت‌هایی هستند که در ارتباط با منابع داخل واحد تجاری مطرح بوده و می‌توان تحت عنوان نظریه نمایندگی مطرح کرد (کریمی و صادقی، ۱۳۸۸). نظریه هزینه نمایندگی^۲ در سال ۱۹۷۶ توسط جنسن و مک‌کلینگ^۳ ارائه شد؛ ایشان معتقدند که وام‌دهندگان در قراردادهای بدهی محدودیت‌های خاصی را از قبیل حفظ سطح معینی از سرمایه در گردش، عدم تحصیل دارایی‌های جدید، عدم سرمایه‌گذاری در فعالیت‌های تجاری جدید و غیر مرتبط با تجارت فعلی و عدم پرداخت سود سهام، برای وام‌گیرندگان قائل می‌شوند. همچنین صنایعی که از فرصت‌های رشد اندک یا منفی، اما در عین حال از جریان نقدی آزاد بیشتر برخوردارند، انتظار می‌رود بدهی زیاد داشته باشند. دارا بودن جریان نقدی آزاد زیاد بدون برخورداری از فرصت‌های سرمایه‌گذاری مطلوب، سبب می‌گردد مدیران در استفاده از مزایا، زیاده‌روی نموده، در راستای تأمین منافع و اهداف شخصی برآمده و حتی به زیردستان خود حقوق و مزایای بیش از اندازه پرداخت کنند. در نتیجه، افزایش سطح بدهی در ساختار سرمایه، میزان جریان نقدی آزاد را کاهش داده و مالکیت مدیران در حقوق مالکانه نهایی شرکت را افزایش می‌دهد (باقرزاده، ۱۳۸۲).

محدودیت‌های مالی خارجی محدودیت‌هایی هستند که در ارتباط با منابع مالی خارج از واحد تجاری بوده و از طریق انتشار سهام، اوراق قرضه و سایر اوراق بهادار... حاصل می‌شوند. این محدودیت را می‌توان بر طبق نظریه عدم تقارن اطلاعاتی مطرح کرد (کریمی و صادقی، ۱۳۸۸). طبق مفهوم نظریه عدم تقارن اطلاعاتی^۴ مدیران درباره جریان نقدی، فرصت‌های سرمایه‌گذاری و به‌طور کلی چشم‌انداز آتی و ارزش واقعی شرکت، اطلاعاتی بیش از اطلاعات سرمایه‌گذاران برون سازمانی در اختیار دارند. به‌عنوان مثال؛ مایرز و ماجلوف^۵ (۱۹۸۴)، چنین عنوان می‌نمایند که اگر سرمایه‌گذاران درباره ارزش واقعی شرکت اطلاعات کمتری داشته باشند، در چنین شرایطی ممکن است سهام شرکت را درست قیمت‌گذاری نکنند. اگر شرکت ناگزیر باشد پروژه‌های جدید خود را از محل انتشار سهام تأمین مالی کند، ممکن است قیمت‌گذاری کمتر از واقع بازار، به حدی شدید باشد که سرمایه‌گذاران جدید ارزشی بیش از ارزش فعلی خالص پروژه جدید به دست

¹ Miller & Modigliani

² Agency Costs Theory

³ Jensen & Meckling

⁴ Asymmetric information Theory

⁵ Myers & Majluf

آورند و در نتیجه، سهامداران فعلی زیان ببینند. بنابراین در چنین موقعیتی شرکت ناگزیر می‌شود از قبول و اجرای پروژه-های سرمایه‌گذاری دارای ارزش فعلی خالص مثبت چشم‌پوشی کند. در چنین شرایطی شرکت‌ها، ترجیح می‌دهند پروژه-های سرمایه‌گذاری خود را از محل منابع داخل شرکت تأمین مالی کنند. بدین ترتیب از انتشار سهام خودداری نموده و میزان استقراض آن‌ها را از تفاضل بین سرمایه‌گذاری مطلوب و میزان سود انباشته یا اندوخته‌ها تعیین می‌کند. اما در صورت عدم تکافوی منابع داخلی، برای اجتناب از رد فرصت‌های سرمایه‌گذاری ارزشمند، شرکت می‌تواند پروژه جدید را از محل اوراق بهاداری که احتمال قیمت‌گذاری کمتر از واقع آن در بازار کمتر است، تأمین مالی کند.

راهبرد تأمین مالی در شرکت‌ها، از مباحث مهم دانشمندان مالی و حسابداری است. از اهداف مهم تأمین مالی، انجام سرمایه‌گذاری در شرکت‌ها برای سودآوری بیشتر است. طرق مختلف تأمین مالی، شامل تأمین مالی داخلی و خارجی یا ترکیبی از این دو نوع است (جهانخانی و کنعانی‌امیری، ۱۳۸۵). مدیران بنگاه‌های اقتصادی در عصر کنونی، با توجه به محدودیت‌های منابع مالی به‌ویژه در عرصه تجارت جهانی و تنگ شدن رقابت، تحت فشار فزاینده‌ای قرار دارند تا هزینه‌های عملیاتی و بهای تمام شده را کاهش دهند و کم هزینه‌ترین نوع ساختار سرمایه را برای انجام فعالیت‌های بنگاه اقتصادی در راستای افزایش ارزش بنگاه، پرداخت به موقع بدهی‌ها، تداوم فعالیت و حضور بیشتر در بازارهای داخلی و خارجی برگزینند. این فشارها به‌طور معمول از سوی گروه‌های مختلفی مانند سهامداران، مصرف‌کنندگان و سایر ذی‌نفعان به مدیران بنگاه‌ها وارد می‌شود. برای دستیابی به اهداف پیش‌گفته، راهبردهای مدیران، تأمین منابع مالی مطلوب با کمترین هزینه برای رشد و توسعه اقتصادی فعالیت‌های بنگاه، افزایش سود و حداکثرسازی ثروت سهامداران، می‌باشد (علیزاده و همکاران، ۱۳۹۴).

در کل، منابع تأمین مالی شرکت بر اساس سیاست‌های تأمین مالی آن‌ها به دو بخش درونی و بیرونی تقسیم می‌شود؛ در منابع مالی درونی، شرکت از محل سودهای کسب شده اقدام به تأمین مالی می‌کند. یعنی به جای تقسیم سود بین سهامداران، سود را در فعالیت‌های به‌طور عمده عملیاتی برای کسب بازده بیشتر به کار می‌گیرد. منابع مالی بیرونی از دو طریق بدست می‌آیند؛

الف) از طریق آورده‌ی سهامداران که مالکان شرکت محسوب می‌شوند و در مقابل تأمین سرمایه‌ی شرکت، انتظار بازدهی دارند، مثل، سود سهام.

ب) استفاده از بدهی و وام، که بستانکاران نیز در مقابل تأمین سرمایه‌ی شرکت، انتظار بازپرداخت اصل و بهره‌ی مبلغ وام را دارند (مهرانی، ۱۳۹۳).

تمرکز مشتری

تمرکز بر مشتری یک مبنای اصلی در جهت‌گیری بازار است. تمرکز بر مشتری مجموعه باورهای سازمانی است که علاقه مشتری را در اولویت خود قرار می‌دهد، که منافع سایر ذینفعان مانند مالکان، مدیران و کارمندان را برای توسعه سودآوری طولانی مدت مستثنی نمی‌کند (نوکا و مکلایتون، ۲۰۰۶؛ نوکا، ۲۰۰۹). نوکا و مکلایتون (۲۰۰۶)، تمرکز بر مشتری را بخشی از فرهنگ کلی شرکت می‌داند که ارزش‌های آن این تمرکز را تقویت و تداوم می‌بخشد. این خلق ارزش با هدف افزایش منافع برای خریداران یا مشتریان و در عین حال کاهش هزینه‌های آن‌ها، انجام می‌شود (بوندانکو و همکاران، ۲۰۲۰). توسعه این سطح از تفاهم مستلزم کسب اطلاعات در مورد مشتریان و درک ماهیت ساختارهای اقتصادی و سیاسی است که با آن روبرو هستند. بسیاری از سازمان‌ها از طریق دید نامناسب به مشتری و نیازهایشان با

مشکل روبرو می‌شوند. تمرکز مشتری برای سودآوری کسب و کار، یک ضرورت برای مزیت رقابتی و یک مشخصه تجاری موفق، حیاتی است (کاوون و همکاران^۱، ۲۰۲۰).

تمرکز در بازار، عبارت از چگونگی توزیع بازار بین بنگاه‌های مختلف است. به عبارت دیگر، تمرکز بازار دلالت بر آن دارد که چه میزان از کل تولیدات بازار یک محصول معین در اختیار تعدادی از بنگاه‌های بزرگ قرار دارد (پورپرتوی و همکاران، ۱۳۸۸). 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 ارتباط با مشتریان را تعاملی سودمند به شمار می‌آورند. 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 (رحمانی و غلامی، ۱۳۹۵). داشتن مشتری عمده و تمرکز مشتری بالاتر به‌عنوان عاملی برای تحت فشار قرار دادن شرکت فروشنده مطرح می‌شود. این دیدگاه نشئت گرفته از پژوهش‌های اولیه ای است که در محیط اقتصادی انجام می‌شود و نشان می‌دهد که مشتریان عمده مانعی برای عملکرد بهتر فروشنده هستند. این پژوهشگران استدلال می‌کنند که مشتریان عمده با تحت فشار قرار دادن فروشندگان وابسته به خود، آنها را مجبور به فراهم آوردن امتیازاتی می‌کنند (کردستانی و عباسی، ۱۳۹۵).

در این پژوهش، تأکید بر مشتری، مفهوم ضمنی تأکید بر مشتریان عمده را به همراه دارد. در مدیریت ارتباط با مشتری، تنها تأکید بر مشتریان عمده‌ای است که می‌توان با فروش بخش 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 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 فعالیت‌های بازاریابی خود را بر این دسته از مشتریان متمرکز می‌سازند. در ایران، استاندارد با الزام خاصی برای افشای مشتریان عمده وجود ندارد، ولی بر اساس بیانیه ۱۳۱ هیئت تدوین استانداردهای حسابداری مالی، در صورتی که در آمد 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 (ویلسون و همکاران^۲، ۲۰۱۶).

سیاست تقسیم سود

سیاست تقسیم سود یکی از مهم‌ترین مباحث مطرح در مدیریت مالی است، زیرا سود تقسیمی بیانگر پرداخت‌های نقدی عمده شرکت‌ها و یکی از مهم‌ترین گزینه‌ها و تصمیم‌های فرا روی مدیران به شمار می‌رود. به‌رغم اینکه پرداخت سود تقسیمی به‌طور مستقیم سهامداران را بهره‌مند می‌سازد، توانایی شرکت در انباشت سود به منظور بهره‌گیری از فرصت‌های رشد را تحت تأثیر قرار می‌دهد (بیکر و پاول^۳، ۲۰۰۵).

تصمیم‌گیری در مورد مصارف سود حاصله از عملیات شرکت یکی از تصمیم‌های عمده مدیران شرکت‌ها را تشکیل می‌دهد. مدیران شرکت‌ها باید در مورد این مسأله که چه مقدار از عایدات شرکت را به‌عنوان سود تقسیمی بین سهامداران توزیع نمایند و چه مقدار از آن را در شرکت اندوخته نمایند، تصمیم‌گیری کنند. به هر حال شرکت ممکن است حجم ریالی ثابتی از سود خود را بدون توجه به نوسانات درآمدی خود توزیع نماید و یا درصد ثابتی از سود را پرداخت کند و یا

¹ Kavun et al

² Wilson et al

³ Baker & Powell

حتی مبالغی از سود انباشته شرکت در طی سال‌های گذشته را به‌عنوان سود سهام جاری بین سهامداران توزیع نماید. بعضی از شرکت‌ها نیز در این رابطه از الگوی خاصی پیروی نکرده و صرفاً در پرداخت سود سهام، شرایط مقطعی را که در آن قرار دارند، مدنظر قرار می‌دهند (مهرانی و همکاران، ۱۳۸۹).

سیاست تقسیم سود شرکت‌ها، متفاوت است. یکی از مهم‌ترین تصمیم‌های مالی، تخصیص درآمد هر سهم به دو بخش سود تقسیمی و سود انباشته است. هدف اصلی مدیریت مالی در شرکت‌ها، حداکثر سازی ثروت سهامداران می‌باشد که به دو روش افزایش سود سهام و افزایش قیمت سهام (عایدی سرمایه) امکان‌پذیر است. شرکت‌ها برای رسیدن به این هدف، باید از مجموع دو رقم سود سهام و افزایش قیمت در بازار، مطلوب‌ترین ترکیب را به‌دست آورند. از این رو شرکت‌ها باید در مورد سیاست تقسیم سود خود، یعنی مقدار سود نقدی که باید بین سهامداران توزیع شود، تصمیم‌گیری کنند (فخاری و یوسفعلی، ۱۳۸۹).

به‌طور سنتی، نحوه تصمیم‌گیری درباره میزان تقسیم سود و تفاوت در سیاست تقسیم سود را با تفاوت در سیستم مالیاتی کشورها و عدم تقارن اطلاعاتی ناشی از مشکلات نمایندگی مربوط می‌دانند. در دهه اخیر، جنبه‌های فرهنگی نیز به‌عنوان عامل دیگری برای تفاوت در سیاست تقسیم سود ارائه شده است. عامل اثرگذار دیگر، عوامل رفتاری می‌باشد و این الگوهای رفتاری تعیین شده به‌وسیله تئوری تصمیم توصیفی، می‌توانند یکی از شاخص‌های سیاست تقسیم سود باشند (برونر و همکاران^۱، ۲۰۱۱).

عوامل روانی قابل توجهی بر حرکات و اعمال انسان‌ها دارند و همین مسائل روانی است که افراد را از درون با یکدیگر متمایز کرده است، ولی در پاره‌ای از اوقات این عوامل نسبت به عوامل بیرونی کمتر مورد توجه پژوهشگران قرار گرفته است، در حالی که درک درست فرایندهای رفتاری و پیامدهای آن برای برنامه‌ریزان مالی از اهمیت بسیار زیادی برخوردار است و می‌تواند به آن‌ها در جهت تدوین استراتژی‌ها و تجهیز و تخصیص منابع مالی کمک شایانی کند. حال با توجه به اینکه بورس اوراق بهادار یکی از ارکان اقتصادی کشور است و رشد و توسعه این سازمان، توسعه اقتصاد ملی را به‌همراه خواهد داشت، می‌بایستی با شناخت بیشتر عوامل روانی، به ذهنیات درونی و در نتیجه رفتارهای بیرونی افراد (سرمایه‌گذاران آتی) به صورتی علمی و حساب شده پی برد و موجبات تشخیص بهینه دیدگاه‌ها، حالات و رفتار سرمایه‌گذاران، و رشد و پیشرفت بورس اوراق بهادار را فراهم آورد (فخاری و یوسفعلی، ۱۳۸۹). محققان عوامل کلیدی را شناسایی کرده‌اند که سیاست‌های تقسیم سود شرکت‌ها در دنیای واقعی را تحت تأثیر قرار می‌دهد. این عوامل عبارت‌اند از:

نقایص بازار مانند مالیات، عدم تقارن اطلاعاتی، هزینه‌های نمایندگی، هزینه‌های معاملات و هزینه‌های تورم عوامل رفتاری مانند رفتار سرمایه‌گذاران غیرمنطقی، نیازهای رفتاری سهامداران و عادات رفتاری شرکت‌ها ویژگی‌های شرکت از قبیل سودآوری، فرصت‌های سرمایه‌گذاری، اندازه، در دسترس بودن وجه نقد در آینده اولویت‌های مدیریتی مانند هموارسازی سود و عدم تمایل به کاهش سود تقسیمی در آینده (بیکر و پاول، ۲۰۰۵). به‌طور کلی رابطه بین سود تقسیمی و سود هر سهم، نشان دهنده سیاست تقسیم سود شرکت است (قالیباف اصل، ۱۳۸۶). در زمینه بررسی عوامل تعیین کننده سیاست‌های تقسیم سود، دو پژوهش اساسی صورت پذیرفته است. براساس پژوهش روزف^۲ در سال (۱۹۸۲)، عوامل تعیین کننده سیاست تقسیم سود شرکت‌ها را می‌توان در قالب موارد ذیل دسته‌بندی کرد:

(۱) هزینه‌های معاملاتی تأمین مالی از بازار سرمایه؛

¹ Breuer & et al

² Rozeff

- ۲) محدودیت‌های تأمین مالی ناشی از افزایش اهرم مالی و عملیاتی؛
۳) هزینه‌های نمایندگی مالکیت بیرونی سهامداران اقلیت؛

پیشینه پژوهش

رهگذر و طالب‌نیا (۱۴۰۳)، در پژوهشی به بررسی تبیین نقش تعدیلی راهبری شرکتی و ساختار مالکیت بر رابطه بین گزارش‌های پایداری و سیاست پرداخت سود سهام پرداختند و یافته‌های تحقیق نشان داد که بین عملکرد پایداری و حاکمیت شرکتی و سیاست پرداخت سود رابطه معنی‌داری وجود ندارد. همچنین تمرکز مالکیت تأثیر مثبت و معنی‌داری بر رابطه بین عملکرد پایداری و سیاست پرداخت سود سهام شامل نسبت پرداخت سود سهام و احتمال پرداخت سود سهام دارد. سارا (۱۴۰۳)، در پژوهشی به بررسی تأثیر ساختار سرمایه، سودآوری و سیاست تقسیم سود بر قیمت سهام پرداختند و یافته‌ها نشان دادند که متغیرهای ساختار سرمایه، سودآوری و سیاست تقسیم سود بر قیمت سهام تأثیر مثبت و معناداری دارند.

نامداری و اعتبار (۱۴۰۳)، در پژوهشی به بررسی تأثیر متغیرهای سودآوری و محدودیت مالی، مدیریت سود و مالکیت نهادی بر رابطه بین تمرکز مشتری و مسئولیت اجتماعی پرداختند و یافته‌های پژوهش نشان داد که، مدیریت سود نقش معناداری در رابطه بین تمرکز مشتری و مسئولیت اجتماعی شرکتی نشان نداد. اما تمرکز مشتری تأثیر منفی و معناداری بر مسئولیت اجتماعی شرکتی دارد و این اثرگذاری از طریق کاهش سودآوری و افزایش محدودیت مالی است. همچنین مالکیت نهادی به‌عنوان یکی از معیارهای شفافیت شرکتی این تأثیر منفی را تقویت می‌کند که به معنای عدم توانایی مدیران با پایگاه متمرکز مشتری برای استفاده از فعالیت‌های مسئولیت اجتماعی شرکتی جهت منحرف کردن توجه سهامداران در شرکت‌های با مالکیت نهادی بالاتر است.

محمدزاده و فلاح (۱۴۰۲)، در پژوهشی به بررسی ارتباط بین انعطاف‌پذیری مالی و سیاست تقسیم سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند و نتیجه تحقیق نشان داد بین انعطاف‌پذیری مالی و سیاست تقسیم سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معناداری وجود دارد.

رحمانیان کوشکی و کر (۱۴۰۲)، در پژوهشی به بررسی رابطه بین عملکرد پایداری شرکت و سیاست تقسیم سود با توجه به نقش حاکمیت شرکتی و مالکیت نهادی پرداختند و نتایج حاصل از آزمون آماری پژوهش نشان می‌دهد که عملکرد پایداری شرکت، سیاست تقسیم سود را بهبود می‌بخشد. همچنین، حاکمیت شرکتی رابطه مثبت بین عملکرد پایداری شرکت و سیاست تقسیم سود را تقویت می‌کند. علاوه بر این، مالکیت نهادی رابطه مثبت بین عملکرد پایداری شرکت و سیاست تقسیم سود را تضعیف می‌نماید. حاکمیت شرکتی ابزاری برای ایجاد توازن بین سهامداران و مدیریت است و سبب کاهش مشکلات نمایندگی است پس شرکت‌هایی با حاکمیت شرکتی بهتر مشکلات نمایندگی کمتری دارند. مالکان نهادی عمدتاً گرایش به سمت بازده کوتاه‌مدت دارند و کمتر توجه خود را معطوف فعالیت‌های پایداری شرکت‌ها می‌کنند.

اسماعیل پور (۱۴۰۲)، در پژوهشی به بررسی تأثیر محدودیت مالی و رقابت بازار محصول بر وجوه نقد شرکت‌ها پرداختند و نتایج نشان داد که رابطه بین محدودیت مالی و نگه‌داشت وجه نقد در شرکت‌هایی با صنایع رقابت بال ضعیف‌تر از شرکت‌هایی با صنایع رقابت پایین است.

راجش و هارشالی^۱ (۲۰۲۵)، در پژوهشی به بررسی تأثیر فرهنگ یکپارچگی شرکتی بر سیاست تقسیم سود شرکت پرداختند و با استفاده از یک معیار متغیر زمانی معتبر فرهنگ یکپارچگی در سطح شرکت، نتایج نشان داد که فرهنگ

¹ Rajesh & Harshali

یکپارچگی پرداخت سود سهام شرکت‌ها را افزایش می‌دهد: افزایش یک انحراف استاندارد در فرهنگ یکپارچگی با افزایش ۹۸۹ درصدی میانگین سود سهام مرتبط است. همچنین فرهنگ یکپارچگی به طور مثبت بر سود سهام از طریق محدودیت‌های مالی و کانال‌های ریسک شرکت تأثیر می‌گذارد. پژوهش حاضر برای آزمایش‌های درون‌زایی، از جمله رویکرد متغیر ابزاری با استفاده از محکومیت‌های فساد در سطح دولتی و اهدای عضو به‌عنوان متغیرهای ابزاری و روش‌های متفاوتی که از بحران مالی جهانی و همه‌گیری کووید به عنوان یک شوک برون‌زا استفاده می‌کند، قوی است. پاندر چینتراکارن و همکاران^۱ (۲۰۲۵)، در پژوهشی به بررسی سیاست تقسیم سود و بازار تصاحب پرداختند و با استفاده از مجموعه داده گسترده‌ای که نیم قرن را در بر می‌گیرد و همه مقررات ایالتی، نشان داده است که شرکت‌هایی که مستعد تهدیدات تصاحب هستند سود قابل توجهی بیشتری پرداخت می‌کنند. نتایج ما از تئوری نمایندگی پشتیبانی می‌کند، که فرض می‌کند بازار تصاحب، مدیران خودخدمت را وادار می‌کند تا پول نقد بیشتری را از طریق سود سهام بالاتر به سهامداران برگردانند.

صالحه ثیری و همکاران^۲ (۲۰۲۳)، در پژوهشی به بررسی تعیین تأثیر بحران همه‌گیر کووید-۱۹ بر سیاست تقسیم سود و عملکرد و بررسی تأثیر متقابل بین عملکرد و محدودیت‌های مالی برای شناسایی چگونگی تأثیر چنین تناسبی بر سیاست تقسیم سود در طول بحران پرداختند. نتایج نشان داد که تنها بحران و محدودیت‌های مالی (شاخص KZ) با سطوح پرداخت سود سهام همبستگی منفی دارند. این سطح سود سهام عملکرد را در نظر نگرفت. با توجه به متغیرهای کنترلی، تنها بدهی، رشد و اندازه بر سطوح سود سهام تأثیر مثبت داشتند. علاوه بر این، عملکرد شرکت‌های فرانسوی تحت تأثیر منفی متغیرهای پرداخت سود سهام، شاخص محدودیت مالی و بحران قرار گرفت. این یافته‌ها نشان می‌دهد که فرانسه باید پرداخت سود سهام را برای محافظت از اعتبار و سلامت مالی یک شرکت در اولویت قرار دهد. این یافته‌ها پیامدهای قابل توجهی برای سرمایه‌گذاران، تحلیلگران مالی، تنظیم‌کننده‌ها و سیاست‌گذارانی دارد که به دنبال راهنمایی در مورد سیاست تقسیم سود در شرایط نامشخص هستند.

شیمون استرنچاک و یاروسلاو کوبیاکدر^۳ (۲۰۲۲)، پژوهشی به بررسی سیاست تقسیم سود و نقدینگی سهام پرداختند و یک رابطه دوسویه قوی بین نقدینگی و سیاست تقسیم سود یافت شد. برای توضیح درون‌زایی در رگرسیون‌ها، چندین روش از جمله تخمین مکرر، تخمین همزمان و رویکرد تفاوت در تفاوت‌ها اعمال شده است و یک رابطه مثبت و قوی بین نقدشوندگی سهام و سیاست تقسیم سود یافت گردید که از این فرضیه پشتیبانی می‌کند که نقدینگی سهام عدم تقارن اطلاعاتی بین افراد داخلی و خارجی را کاهش می‌دهد و در نتیجه انگیزه‌های بیشتری برای پرداخت سود ایجاد می‌کند. همچنین نقدشوندگی سهام تحت تأثیر سیاست تقسیم سود یک شرکت قرار می‌گیرد، بنابراین باعث ایجاد علیت معکوس بین این دو ویژگی می‌شود.

فرضیه پژوهش

با توجه به مبانی نظری و پیشینه پژوهش و همچنین به‌منظور دست‌یابی به اهداف پژوهش، فرضیه ذیل ارائه می‌گردد. محدودیت مالی بر رابطه بین تمرکز مشتری و سیاست تقسیم سود تأثیر معناداری دارد. الگوی پژوهش از نوع رگرسیون چندگانه است. بنابراین، مدل زیر برای انجام آزمون فرضیه انتخاب شده است: معادله (۱).

$$DP_{it} = \beta_0 + \beta_1 KZ_{it} + \beta_2 FC_{it} + \beta_3 KZ_{it} * FC_{it} + \beta_4 SIZE_{it} + \beta_5 LEV_{it} + \epsilon_{it}$$

¹ Pandej Chintrakarn

² Saliha Theiri et al

³ Szymon Stereńczak Jarosław Kubiak

که در معادله فوق به ترتیب:

که به ترتیب:

DP شاخص سیاست تقسیم سود شرکت i در سال t ؛

FC شاخص تمرکز مشتری شرکت i در سال t ؛

KZ شاخص محدودیت مالی شرکت i در سال t ؛

SIZE اندازه شرکت i در سال t ؛

LEV اهرم مالی شرکت i در سال t ؛

تعریف متغیرها به صورت عملیاتی به شرح جدول (۱) زیر است:

جدول (۱): نحوه اندازه‌گیری متغیرهای پژوهش

نحوه اندازه‌گیری	نوع متغیر	نام متغیر
$KZ = -1/002 * CFO + 0/383 * Q\text{-tobin} + 3/139 * LEV - 39/368 * Div - 1/315 * C$	تعدیل‌گر	محدودیت مالی
$HHI_{jt} = \sum_{i=1}^{N_j} S_{ijt}^2$	مستقل	تمرکز مشتری
سود هر سهم ÷ سود تقسیمی هر سهم = درصد تقسیم سود	وابسته	سیاست تقسیم سود
Ln (تعداد سهام × قیمت سهام)	کنترلی	اندازه شرکت
نسبت کل بدهی به کل دارایی‌ها	کنترلی	اهرم مالی

روش شناسی پژوهش

پژوهش حاضر از لحاظ هدف یک پژوهش کاربردی است. پژوهش کاربردی عبارت است از فعالیت‌هایی که با هدف کاربرد و استفاده عملی از دانش و یا تئوری‌های عملی انجام می‌شود. بنابراین یافته‌های حاصل از این پژوهش می‌تواند در سایر بخش‌ها نیز مورد استفاده واقع گردد. از نظر نحوه اجرا توصیفی و از نظر ارتباط علی-همبستگی است. پژوهش حاضر، به بررسی وضعیت موجود متغیرها با استفاده از جمع‌آوری اطلاعات از طریق اطلاعات گذشته اقدام شده است، در ردیف مطالعات توصیفی پس‌رویدادی قرار می‌گیرد و از نظر زمان اجرا از نوع پژوهش‌های گذشته‌نگر است. این پژوهش از نظر منطق اجرا در زمره پژوهش‌های با ساختار علمی قیاسی- استقرایی قرار دارد و از نظر نوع داده از پژوهش‌های کمی است. جامعه آماری پژوهش حاضر صرفاً دربرگیرنده کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در بازه زمانی ۱۳۹۸ الی ۱۴۰۲ می‌باشد که تعداد ۷۶۹ شرکت می‌باشند. در این پژوهش از حذف سیستماتیک جهت انتخاب نمونه‌ها استفاده شده است.

با توجه به محدودیت‌ها ۱۶۰ شرکت به عنوان نمونه‌ی پژوهش مورد استفاده قرار گرفتند.

به‌طور کلی اطلاعات و داده‌های این پژوهش با استفاده از دو روش کتابخانه‌ای و اسناد سازمانی گردآوری شده است.

یافته‌های پژوهش

توصیف اطلاعات گردآوری شده یکی از فرآیندهای پژوهش در بخش تجزیه و تحلیل داده‌های پژوهش است که گزارش آنها در پژوهش، مهم است. داده‌های پژوهش با استفاده از منابع اطلاعاتی دست دوم گردآوری و دسته‌بندی شده است. توصیف اطلاعات و داده‌های آماری با توجه به مقیاس‌های اندازه‌گیری انتخاب می‌گردد. بنابراین در این بخش در مورد ویژگی‌های نمونه آماری و شاخص‌های مربوط به صورت‌های مالی اعضای نمونه آماری بحث و بررسی صورت گرفته است که در ادامه به آنها در دو بخش جداگانه پرداخته شده است.

به طور کلی، روش‌هایی را که به وسیله آن‌ها می‌توان اطلاعات جمع‌آوری شده را پردازش کرده و خلاصه نمود، آمار توصیفی می‌نامند. لازم به ذکر است که پس از حذف داده‌های پرت و مرتب‌سازی داده‌ها، تعداد شرکت-سال‌های متغیرهای پژوهش با اندکی کاهش مواجه شده است.

جدول (۲): شاخص‌های توصیفی متغیرهای مورد مطالعه

متغیرهای پژوهش	نماد	تعداد سال-شرکت	میانگین	میانه	انحراف معیار	بیشینه	کمینه
سیاست تقسیم سود	DP	۸۰۰	۰/۱۶۴	۰/۱۵۷	۰/۰۷۸	۰/۲۴۹	۰/۰۰۱
تمرکز مشتری	FC	۸۰۰	۰/۱۲۷	۰/۱۱۹	۰/۰۳۸	۰/۲۶۹	۰/۰۴۳
محدودیت مالی	KZ	۸۰۰	۱۴/۳۵	۱۴/۲۸	۲/۱۸۹	۳۸/۱۳	۲/۱۲۷
اندازه شرکت	SIZE	۸۰۰	۱۱/۴۳	۱۱/۳۲	۱/۷۴۹	۱۳/۰۹	۸/۱۴۶
اهرم مالی	LEV	۸۰۰	۰/۲۱۹	۰/۲۰۱	۰/۱۵۲	۰/۶۴۱	۰/۰۰۴

در مطالعه حاضر روش برآورد مدل براساس داده‌های تابلویی است. این روش تلفیقی از اطلاعات سری زمانی (۱۳۹۸ لغایت ۱۴۰۲) و داده‌های مقطعی ۱۶۰ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار) می‌باشد. تمامی ارقام محاسبه شده برای هر یک از متغیرهای مدل بر حسب میلیون ریال می‌باشد. برنامه‌ی نرم‌افزاری مورد استفاده در این پژوهش، برنامه نرم‌افزاری ایویوز می‌باشد. مدل‌های برآورد شده با توجه به فرضیه‌های ارائه شده به صورت مدل رگرسیون چندمتغیره ارائه شده‌اند.

تعیین نوع آزمون و روش تجزیه و تحلیل

برای تعیین روش به کارگیری داده‌های ترکیبی و تشخیص همگن یا ناهمگن بودن آن‌ها از آزمون چاو و آماره F لیمر استفاده شده است.

جدول (۳): نتایج آزمون چاو، جهت تشخیص همگن یا ناهمگن بودن مقاطع

آزمون مدل	F	احتمال آماره F	نتیجه آزمون چاو
مدل پژوهش	۱۳/۲۵۶	۰/۰۰۰۰	H0 رد می‌شود

همان‌گونه که در جدول (۳)، دیده می‌شود، نتیجه آزمون چاو، نشان می‌دهد که احتمال به دست آمده برای آماره F در مدل پژوهش کمتر از ۵ درصد است، بنابراین برای آزمون این مدل، داده‌ها به صورت تابلویی مورد استفاده قرار می‌گیرند.

آزمون هاسمن

در این آزمون از آماره چای دو با K درجه آزادی استفاده می‌شود اگر چای دو بدست آمده از مقدار جدول بیشتر بود، فرضیه H0 مبنی بر تصادفی بودن رد می‌شود و فرضیه آثار ثابت پذیرفته می‌شود.

جدول (۴): نتایج آزمون هاسمن، جهت تشخیص استفاده از اثرات ثابت یا تصادفی

آزمون مدل	مقدار آماره	احتمال آماره	نتیجه آزمون
مدل پژوهش	۳۲/۶۵۰	۰/۰۰۰۰	اثرات ثابت

در این آزمون H0 بر مدل پانل دیتا با اثرات تصادفی و فرضیه مقابل بر مدل پانل دیتا با اثرات ثابت دلالت دارد. اگر آماره آزمون هاسمن بزرگ‌تر از مقادیر بحرانی‌اش و یا آماره احتمال آن (prob) کوچک‌تر از ۵ درصد باشد H0 رد و استفاده از مدل اثرات ثابت پذیرفته می‌شود. طبق نتایج حاصل از آزمون هاسمن برای مدل پژوهش، با توجه به اینکه در ازاء خطای ۵ درصد میزان آماره هاسمن برای مدل پژوهش به ترتیب (۳۲/۶۵۰) شده است و از طرفی میزان سطح معناداری کمتر از

۵ درصد است، لذا H_0 رد می‌شود. رد H_0 نشان می‌دهد که روش اثرات تصادفی ناسازگار می‌باشد و بایستی از روش اثرات ثابت استفاده شود.

بررسی فرضیه پژوهش:

محدودیت مالی بر رابطه بین تمرکز مشتری و سیاست تقسیم سود تأثیر معناداری دارد.
مدل رگرسیونی برای فرضیه به شرح زیر است:

$$DP_{it} = \beta_0 + \beta_1 KZ_{it} + \beta_2 FC_{it} + \beta_3 KZ_{it} * FC_{it} + \beta_4 SIZE_{it} + \beta_5 LEV_{it} + \varepsilon_{it}$$

نتایج حاصل از آزمون به شرح جدول (۵) زیر می‌باشد:

جدول (۵): نتایج آزمون فرضیه اول

نام متغیر	نماد متغیر	ضریب	انحراف معیار	آماره t	Prob.
مقدار ثابت	C	۰/۷۴۱	۰/۱۴۲	۵/۲۱۶	۰/۰۰۰۰
محدودیت مالی	$\beta_1(KZ)$	-۰/۳۶۳	۰/۱۰۰	-۳/۶۱۴	۰/۰۰۰۰
تمرکز مشتری	$\beta_2(FC)$	۰/۲۳۴	۰/۰۳۳	۶/۱۴۸	۰/۰۰۰۰
محدودیت مالی*تمرکز مشتری	$\beta_3(KZ*FC)$	-۰/۰۱۱	۰/۰۰۴	-۲/۷۰۴	۰/۰۰۰۰
اندازه شرکت	$\beta_4(SIZE)$	۰/۰۸۸	۰/۰۳۷	۲/۳۶۰	۰/۰۰۰۰
اهرم مالی	$\beta_5(LEV)$	-۰/۱۵۴	۰/۰۳۸	-۳/۹۶۲	۰/۰۰۰۰
آماره F		۱۹/۶۹۰			
سطح معناداری (Prob.)		(۰/۰۰۰۰)			
آماره دورین واتسون		۱/۸۱۲			
ضریب تعیین (R2)		۰/۵۶۵			
ضریب تعیین تعدیل شده (AdjR2)		۰/۵۴۷			

منبع: یافته‌های پژوهش

با توجه به نتایج آزمون مدل پژوهش، سطح معنی‌داری آماره F (۰/۰۰۰) کمتر از سطح خطا بوده و کل مدل رگرسیونی معنی‌دار است. آماره دورین واتسون (۱/۸۱۲) در فاصله بین ۱/۵ تا ۲/۵ قرار دارد بنابراین همبستگی بین اجزای خطای مدل وجود ندارد. با توجه به پایین بودن سطح معناداری آماره t از سطح خطای مورد پذیرش برای ضریب β_3 نتایج آزمون نشان می‌دهد محدودیت مالی بر رابطه بین تمرکز مشتری و سیاست تقسیم سود تأثیر منفی و معناداری دارد. بنابراین H_0 پژوهش را می‌توان در سطح خطای ۵ درصد رد کرد. همچنین سطح معناداری آماره t از سطح خطای مورد پذیرش برای ضریب β_4 نتایج آزمون نشان می‌دهد متغیر کنترلی اندازه شرکت با سیاست تقسیم سود رابطه مثبت و معناداری دارد و سطح معناداری آماره t از سطح خطای مورد پذیرش برای ضریب β_5 نتایج آزمون نشان می‌دهد متغیر کنترلی اهرم مالی با سیاست تقسیم سود رابطه منفی و معناداری دارد. ضریب تعیین و ضریب تعیین تعدیل شده نیز نشان می‌دهد که متغیرهای وارد شده در رگرسیون توانسته‌اند ۵۴ درصد از تغییرات متغیر وابسته را توضیح دهند.

نتیجه‌گیری کلی

هدف پژوهش حاضر، بر مطالعه تأثیر محدودیت مالی بر رابطه بین تمرکز مشتری و سیاست تقسیم سود شرکت‌های پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران در بازه زمانی سال‌های ۱۳۹۸ الی ۱۴۰۲ است. داده‌های پژوهش با استفاده از روش رگرسیون و روش اثرات ثابت بررسی شده است. نتایج حاصل از تجزیه و تحلیل فرضیه‌های پژوهش نشان داد که محدودیت مالی بر رابطه بین تمرکز مشتری و سیاست تقسیم سود تأثیر منفی و معناداری دارد. در تبیین این نتیجه

می‌توان بیان نمود که کمبود وجه نقد ممکن است شرکت‌ها را با مشکل جدی مواجه کند، زیرا مدیران این گونه شرکت‌ها برای تأمین مالی پروژه‌های سرمایه‌گذاری منابع کافی نخواهند داشت. جریان‌های نقدی یکی از شاخص‌های مهم ارزیابی واحد اقتصادی و معیاری برای اندازه‌گیری عملکرد شرکت‌ها است. مدیران شرکت‌هایی که دارای محدودیت در تأمین منابع مالی هستند، جهت حفظ قدرت رقابتی و میزان نقدینگی، اقدام به ذخیره نمودن جریان‌های نقدی به جای مصرف آن می‌نمایند. لذا، میزان منابع نقدی نقش مهمی در عملکرد و جریان نقدی شرکت خواهد داشت. شرکت‌ها جهت انجام سرمایه‌گذاری در راستای سودآوری، نیاز به جریان‌های نقدی دارند که هرچه بالاتر است، در سرمایه‌گذاری فعال‌تر هستند و با محدودیت مالی میزان سودآوری نیز کاهش خواهد یافت که تأثیر مستقیمی در کاهش تقسیم سود شرکت خواهد گذاشت.

منابع

- ✓ اسماعیل پور، کریم، (۱۴۰۲)، تأثیر محدودیت مالی و رقابت بازار محصول بر وجوه نقد شرکت‌ها، مجله مدیریت، حسابداری و اقتصاد، شماره ۳، صص ۷۲-۸۵.
- ✓ اشرف‌زاده، سیدحمیدرضا، مهرگان، نادر، (۱۳۸۷)، اقتصادسنجی پانل دیتا، انتشارات دانشگاه تهران.
- ✓ امیرخانی، محمد، (۱۳۷۶)، بررسی و ارزیابی علل تغییرات قیمت سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، رساله کارشناسی ارشد دانشگاه تهران.
- ✓ ایزدی‌نیا، ناصر، سلطانی، اصغر، علی‌نقیان، نسرين، (۱۳۸۹)، ارزیابی عوامل مؤثر بر سیاست تقسیم سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه مطالعات حسابداری، شماره ۲۶، صص ۱۳۹-۱۵۵.
- ✓ باقرزاده، سعید، (۱۳۸۲)، تبیین الگوی ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، مجله تحقیقات مالی، شماره ۱۶.
- ✓ بدیعی، حسین، علیاکبری، محمدمبین، حسین‌زاده، اوات، (۱۴۰۰)، تأثیر ارزش دارایی‌های نامشهود بر سودآوری، بهره‌وری، ساختار سرمایه، سیاست تقسیم سود و ارزش بازار در شرکت‌های بورسی و فرابورسی، فصلنامه چشم‌انداز حسابداری و مدیریت، دوره ۴، شماره ۴۹، صص ۶۶-۸۱.
- ✓ برزگر، قدرت‌اله، غواصی‌کناری، محمد، (۱۳۹۵)، مطالعه رابطه سطح افشای مسئولیت اجتماعی و سیاست تقسیم سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، مجله دانش حسابداری، دوره ۷، شماره ۲۴، صص ۱۵۵-۱۸۰.
- ✓ پورپرستی، میرطاهر، دانش جعفری، داود، جلال آبادی، اسداله، (۱۳۸۸)، مقایسه تطبیقی انحصار و تمرکز در برخی از صنایع کشور، فصلنامه پژوهشنامه اقتصادی، شماره ۴، صص ۱۲۹-۱۵۴.
- ✓ تقی‌زاده خانقاه، وحید، بادآور نهندي، یونس، متقی، علی اصغر، تقی زاده، هوشنگ، (۱۴۰۰)، اعتبارسنجی مدل‌های کارایی سرمایه‌گذاری بر اساس تئوری نمایندگی، عدم تقارن اطلاعاتی، جبهه‌گیری مدیریتی و حداکثرسازی ارزش شرکت، دانش سرمایه‌گذاری، دوره ۱۰، شماره ۳۸، صص ۲۸۷-۳۱۸.
- ✓ جهانبخشی، سعید، محفوظی، غلامرضا، وطن‌پرست، محمدرضا، (۱۴۰۰)، بررسی تأثیر اقلام تعهدی اختیاری بر سیاست تقسیم سود، فصلنامه رویکردهای نوین در مدیریت و حسابداری، دوره ۵، شماره ۵۷، صص ۴۱-۵۳.
- ✓ جهانخانی، علی، پارسائیان، علی، (۱۳۸۹)، مدیریت مالی، انتشارات سمت.
- ✓ جهانخانی، علی، قربانی، سعید، (۱۳۸۴)، شناسایی و تعیین عوامل تعیین کننده سیاست تقسیم سود شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه تحقیقات مالی، دوره ۷، شماره ۲، صص ۲۷-۴۸.

- ✓ جهانخانی، علی، کنعانی امیری، منصور، (۱۳۸۵)، ارائه مدل تعیین میزان مخارج سرمایه‌ای در شرکت‌های پذیرفته شده در سازمان بورس اوراق بهادار تهران با استفاده از اطلاعات حسابداری، دوماهنامه علمی، پژوهشی دانشگاه شاهد، دوره ۱۳، شماره ۱۷.
- ✓ حافظانیا، محمدرضا، (۱۳۸۴)، مقدمه‌ای بر روش تحقیق در علوم انسانی، انتشارات سمت.
- ✓ حقیقت، حمید، محمدی، محمدحسن، (۱۳۹۲)، بررسی رابطه اجتناب مالیاتی با کیفیت افشاء و ارزش شرکت، مطالعات کمی در مدیریت، دوره ۴.
- ✓ حیدری، مهدی، صادقی فرد، فاطمه، (۱۴۰۱)، بررسی تأثیر گروه‌های کسب و کار و ساختار هرمی مالکیت شرکت‌ها بر سود تقسیمی آن‌ها، مجله دانش حسابداری مالی، دوره ۹، شماره ۳، صص ۱۴۹-۱۷۷.
- ✓ خاکی، منصور، (۱۳۸۷)، روش تحقیق با رویکردی به پایان نامه نویسی، انتشارات بازتاب، تهران.
- ✓ خدادادی، ولی، حاجی‌زاده، سعید، قربانی، رامین، (۱۳۹۲)، نقش نظارتی حسابرس و سیاست‌های تقسیم سود شرکت‌ها، مجله پیشرفت‌های حسابداری دانشگاه شیراز، دوره ۵، شماره ۱، صص ۱۱۳-۱۴۰.
- ✓ خواجوی، شکرالله، صالحی‌نیا، محسن، (۱۳۹۳)، محدودیت‌های تأمین مالی و رشد شرکت (مطالعه موردی: بورس اوراق بهادار تهران)، فصلنامه حسابداری مالی، دوره ۷، شماره ۲۱.
- ✓ داوری ترشیزی، محدثه، قربانی، محمد، دانشور کاخکی، محمود، (۱۴۰۰)، بررسی تأثیر نظریه‌های مکان‌یابی، سرمایه اجتماعی و انسانی بر تداوم فعالیت شرکت‌های سهامی زراعی (مطالعه موردی شرکت سهامی زراعی خضری قائنات). اقتصاد و توسعه کشاورزی، دوره ۳۵، شماره ۱، صص ۱۵-۳۰.
- ✓ Afza, T. & Hassan Mirza, H. (2010). Ownership structure and cash flows as determinants of corporate dividend policy in pakistan. *International Business Research*, 3 (3), 210-221.
- ✓ Almeida, H. (2004). The cash flow sensitivity of cash. *Journal of Finance*, 59(4), 1777-1804.
- ✓ Almeida, H., & Campello, M. (2002). Financial constraints and investment-cash flow sensitivities: New research directions. Working paper, New York University.
- ✓ Baker, H. K. & Powell, G. E. (2005). Revisiting Managerial Perspectives on Dividend Policy, *Journal of Economics & Finance*, Vol. 26, No. 3, PP. 230-205.
- ✓ Arsalan, O. & Ozkan, A. (2006). The role of cash holdings in reducing investment-cash flow sensitivity: evidence from financial crisis period in an emerging market. *Emerging Markets Review*, 320-338.
- ✓ Bondarenko, S., Robul, Y., Dyshkantiuk, O., Salamatina, S., Mohylova, A., & Komarnitskyi, I. (2020). The dynamic model of customer focus management in the hotel business based on markov chains. *International Journal of Scientific and Technology Research*, 9(3), 1132-1139.
- ✓ Brouer, S.; Schmid, M. & Wanzenried, G. (2011). Product Market Competition, Managerial Incentives, and Firm Valuation". working paper, Lucerne University of Applied Sciences.
- ✓ Chen, S., Sun, Z., Tang, S., & Wu, D. (2011). Government intervention and investment efficiency: Evidence from China. *Journal of Corporate Finance*, 17(2), 259-271.
- ✓ Financial Accounting Standards Board (FASB). (1973). *Consideration of the Report of the Study Group on the Objectives of Financial Statements*. Stamford, CT: Financial Accounting Standards Board.
- ✓ George, R., Kabir, R. & Qian, J. (2014). Investment-cash flow sensitivity and financing constraints: an analysis of Indian business group firms. *Journal of Multinational Financial Management*, 21(2): 69-88.

- ✓ Ghoni, G. & Michaely, R. (2009). Corporate payout policy and product market competition” working paper, Cornell University.
- ✓ Goldman, E. & Viswanath, P.V. (2017). Does Cash flow Volatility Explain Dividend Policy? A Study of Exporting and non-Exporting Firms in India. Online paper in: iegingdia.org/wshop2526july/paper18.pdf.
- ✓ Gyimah, D., Siganos, A., & Veld, C. (2021). Effects of financial constraints and product market competition on share repurchases. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 74, 101392.
- ✓ Hasted, W. (2002). Agency Problems, Product Market Competition and Dividend Policy in Japan. Working paper, University of New South Wales Sydney, Australia.
- ✓ He, G. Ren, H. (2019). Financial Constraints and Future Stock Price Crash Risk. Coventry, United Kingdom CV4 7AL. SSRN.Com.
- ✓ John, K., A. Knyazeva, and D. Knyazeva. (2017). Governance and payout precommitment. *Journal of Corporate Finance* 33: 101– 117.
- ✓ Kealesitse, B., O'Mahony, B., Lloyd-Walker, B., & Polonsky, M. J. (2013). Developing customer-focused public sector reward schemes: Evidence from the Botswana government's performance-based reward system (PBRs). *International Journal of Public Sector Management*.
- ✓ Koo, D.S., R. Santhosh, & Y. Yong. (2018). The effect of financial reporting quality on corporate dividend policy, *Review of Accounting studies*.
- ✓ Myers, S. C. (2001). Capital structure. *Journal of Economic Perspectives*, 15 (2) , 81-102.
- ✓ Lin, T., Chen, Y. & Tsai, H. (2018). The relationship among information asymmetry, dividend policy and ownership structure, *Finance Research Letters*.
- ✓ Modigliani, F. & Miller, M. H. (1958). The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. *American Economic Review* 48, 261-297.
- ✓ Nwokah, N. G. (2009). Customer- focus, competitor- focus and marketing performance. *Measuring business excellence*.
- ✓ Nwokah, N. G., & Maclayton, D. W. (2006). Customer- focus and business performance: the study of food and beverages organizations in Nigeria. *Measuring business excellence*.
- ✓ Omneya Abdelsalam. (2008). Board Composition, Ownership Structure and Dividend Policise in an Emerging Market, Futher Evidence From CASE 50, *Managiaral Finance*, Vol. 34 No. 12, pp. 953-964.
- ✓ Opler, T. & Pinkowitz, L. (1999). The determinants and implications of cash holdings. *Journal of Financial Economics* 52 ,3-46.
- ✓ Pandej Chintrakarn, Pattanaporn Chatjuthamard, Pornsit Jiraporn, Khine Kyaw. (2025). Dividend policy and the takeover market: Half a century of evidence. *Research in International Business and Finance* Volume 75, March 2025, 102774