

## بررسی رابطه بین ابعاد فرهنگی و ارزشیابی نگهداشت وجه نقد

قادر داداشزاده

دانشجوی دکترای تخصصی، گروه حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی، مرند، ایران (مسئول مکاتبات)

Ghaderdashzadeh@gmail.com

رضوان حجازی

استاد حسابداری، دانشگاه خاتم، تهران، ایران Dr.eslampanah@chmail.ir

### چکیده

**مقدمه و هدف پژوهش:** یکی از بحث برانگیزترین موضوع‌های مدیریت مالی، مدیریت وجه نقد است. چگونگی به کارگرفتن منابع شرکت و به ویژه وجوه داخلی، تصمیمی مهم در تضاد بین سهامداران و مدیران است. وجه نقد، از منابع مهم و حیاتی هر واحد انتفاعی است. مهم‌ترین عامل سلامت اقتصادی این واحدها، ایجاد توازن بین وجوه نقد در دسترس و نیازهای نقدی است. با وجود اینکه اثرات فرهنگ ملی بر روی تصمیم‌گیری‌های مالی در قالب توسعه بازارهای مالی در هر کشوری انعکاس یافته است، بر این اساس، در این پژوهش به بررسی ارتباط بین ابعاد فرهنگی و ارزشیابی نگهداشت وجه نقد پرداخته شده است.

**روش پژوهش:** پژوهش حاضر از نظر هدف، کاربردی و از نظر ماهیت، توصیفی - پیمایشی می‌باشد. جامعه آماری پژوهش شامل شرکت‌های بزرگ می‌باشد و از طریق روش حذفی سیستماتیک تعداد نمونه به ۱۱۰ شرکت رسیده است. به همین منظور از طریق پرسشنامه استاندارد ابعاد فرهنگی هافستد (۱۹۸۰)، اطلاعات مربوط به ابعاد فرهنگی جمع‌آوری و ارزشیابی نگهداشت وجه نقد از طریق یادداشت‌های توضیحی همراه صورت‌های مالی دریافت شده است. مقدار ضریب آلفای کرونباخ (۰/۷۱۱) برای تمامی سوالات پرسشنامه حاکی از قابلیت اطمینان مناسب پرسشنامه می‌باشد. با پیروی از پژوهش اورلوا و همکاران (۲۰۱۷)، برای اندازه‌گیری ابعاد فرهنگی از دو معیار سطح فردگرایی و اجتناب از عدم اطمینان و برای سنجش ارزشیابی نگهداشت وجه نقد از مدل تعدیل شده فالکندر و وانگ (۲۰۰۶) توسط پینکوویتز و همکاران (۲۰۰۶) استفاده شده است.

**یافته‌ها:** نتایج پژوهش نشان می‌دهد بین ابعاد فرهنگی و ارزشیابی نگهداشت وجه نقد ارتباط وجود ندارد و این ارتباط حتی با لحاظ نمودن شاخص‌های اقتصادی و توسعه مالی نیز مورد تأیید قرار نگرفت. هم‌چنین، ارتباط بین ابعاد فرهنگی و ارزشیابی نگهداشت وجه نقد در شرکت‌های دارای اندازه بزرگتر نسبت به شرکت‌های کوچکتر متفاوت نمی‌باشد.

**واژگان کلیدی:** ابعاد فرهنگی، اجتناب از عدم اطمینان، سطح فردگرایی در مقابل جمع‌گرایی، ارزشیابی نگهداشت وجه نقد.

مقدمه

فرهنگ هر کشوری یکی از عوامل مهم تأثیرگذار بر ارزش حسابداری در سطح ملی و بین‌المللی می‌باشد که باید در پژوهش‌های حسابداری مورد توجه زیادی قرار گیرد. در مفهوم کلی، فرهنگ به کل پیچیده‌ای شامل دانش، باور، هنر، اخلاق، قانون، رسوم و سایر قابلیت‌ها و عادت‌هایی اطلاق می‌شود که انسان به عنوان عضوی از جامعه به دست آورده است (اینکلز و لوینسون، ۱۹۶۹). فرهنگ مجموعه‌ای از ارزش‌های اجتماعی است که نحوه عمل موسسه‌ها را تعیین می‌کند. مردم‌شناسان و جامعه‌شناسان دیگری نیز فرهنگ را تعریف کرده‌اند و اغلب بر این موضوع توافق کردند که فرهنگ نوع خاصی از شیوه زندگی مردم است (هافستد، ۲۰۰۱). معمولاً بخش قابل توجهی از دارایی شرکتها به صورت وجه نقد یا اوراق بهادار قابل معامله نگهداری می‌شود و این نسبت در اکثر موارد بین ۳ تا ۲۲ درصد متغیر است (ازکان و ازکان، ۲۰۰۴). انگیزه حفظ و نگهداری مازاد وجه نقد در چارچوب نظریه‌های دادوستد مبادله) و نمایندگی قابل توجیه است و در این زمینه، نظریه دادوستد دارای بیشترین شواهد تجربی است (اپلر، ۱۹۹۹). با وجود اینکه اثرات فرهنگ ملی بر روی تصمیم‌گیری‌های مالی در قالب توسعه بازارهای مالی در هر کشوری انعکاس یافته است، اما با این وجود، جهت توجیه رفتار نگهداری وجه نقد توسط شرکت‌ها، فرهنگ موضوع بااهمیتی می‌باشد. در این پژوهش با توجه به اهمیت بالای وجه نقد در ترکیب دارایی‌ها و به دلیل احساس نیاز برای غنی‌تر شدن ادبیات حسابداری در این زمینه، به بررسی ارتباط بین ابعاد فرهنگی و ارزشیابی نگهداشت وجه نقد پرداخته شده است.

با توجه به این که این مطالعه اولین موردی است که ابعاد فرهنگی را به عنوان یک عامل تعیین کننده مهم ارزشیابی نگهداشت وجه نقد مطرح ساخته است، این مطالعه می‌تواند به تحقیقات حسابداری از جنبه درک

ارتباط بین مولفه‌های فرهنگی و ارزشیابی نگهداشت وجه نقد کمک کند و همچنین به طور تجربی شواهد مفیدی برای درک چگونگی ارتباط بین ابعاد فرهنگی و ارزشیابی نگهداشت وجه نقد به دست آورد.

مبانی نظری

کلمه و مفهوم فرهنگ توسط مردم‌شناسان، جامعه‌شناسان و بسیاری از محققان تعریف شده است و اغلب آنها توافق دارند که فرهنگ به معنای شیوه خاص زندگی مردم است. به اعتقاد ادگارد شاین، فرهنگ الگویی از مفروضات بنیادین است که با گذشتن از مشکلات، سازگاری بیرونی و یکپارچگی درونی، از سوی افرادی مشخص، آفریده و کشف یا پرورده می‌شود (ایرانزاده و محمودی‌اشان، ۱۳۸۹). ابعاد عناصر فرهنگی از دیدگاه هافستد به شرح زیر است (هافستد، ۲۰۱۰):

فاصله قدرت؛ دامنه مشارکت افراد یک جامعه در تصمیم‌گیری‌ها و سیاست‌گذاری‌ها می‌باشد. در جوامعی که فاصله قدرت زیاد است، افراد فرودست تمایلی به ایجاد رابطه نزدیک با افراد فرادست را ندارند. در حالی که در جوامعی که فاصله قدرت پایین است، مدیران پاسخگوتر بوده و احساس مسئولیت بیشتری نسبت به جامعه و عموم مردم دارند و افراد فرودست و فرادست رابطه نزدیک و صمیمانه‌ای با هم دارند. به عبارتی، درجه نابرابری بین افراد یک جامعه با فرض نرمال بودن آن جامعه را فاصله قدرت می‌نامند (هافستد، ۲۰۱۰).

اجتناب از عدم‌اطمینان؛ به معنای میزان اضطراب و نگرانی افراد یک جامعه می‌باشد. وجود تحریم‌های اقتصادی و محدودیت‌های تجاری کشور و نیز عدم وجود برنامه‌ها و اهداف بلندمدت همگی بر روی امید به آینده افراد و عدم‌اطمینان آنها نسبت به آینده تأثیرگذار است. به عبارتی، میزان برتری موقعیت‌های ساختاریافته بر موقعیت‌های بدون ساختار از سوی افراد یک جامعه را اجتناب از عدم‌اطمینان نسبت به آینده گویند (هافستد، ۲۰۱۰).

شرکت‌های دارای مانده زیاد وجه نقد غالباً از طرف سرمایه‌گذاران نهادی برای برگشت سرمایه به سهامداران تحت فشار قرار دارند؛ زیرا ممکن است انباشت وجه نقد، مدیران را به انجام فعالیت‌های از بین برنده ارزش ترغیب نماید. مدیران ممکن است از اندوخته‌های وجه نقد برای منافع شخصی استفاده کنند (جنسن<sup>۶</sup>، ۱۹۹۶).

نگهداری وجه نقد توسط عوامل مختلفی از قبیل هزینه‌های معاملاتی، هزینه فرصت، عدم تقارن اطلاعاتی و مسائل نمایندگی تحت تأثیر قرار می‌گیرد. این هزینه‌ها به ویژه هزینه فرصت از دست رفته به شرکت‌ها اطمینان می‌دهند تا اقدام به نگهداری سطح بهینه‌ای از وجه نقد نمایند. مشکل عدم تقارن اطلاعاتی نیز باعث ایجاد تقاضای احتیاطی برای مانده‌های نقد می‌شود؛ زیرا وجود عدم تقارن اطلاعاتی باعث افزایش مشکلات و هزینه‌های تأمین مالی خارجی می‌شود (بولو و همکاران، ۱۳۹۱).

فرهنگ راهکارهای شایع موجه در یک جامعه است برای رفع هر گونه نیاز واقعی یا غیرواقعی. فرهنگ همواره نرم‌افزار است و تمدن شامل آن و سخت‌افزارهاست. به عبارت ساده‌تر فرهنگ آن چیزی است که مردم با آن زندگی می‌کنند. فرهنگ از آن مردم است. هافستد (۲۰۰۱) فرهنگ را به عنوان برنامه ذهنی جمعی تعریف می‌کند که منجر به روشهای الگومندی از تفکر، احساس و عمل می‌شود و یک گروه را از گروهی دیگر متمایز می‌سازد. فرهنگ بر نحوه پردازش اطلاعات افراد اثر می‌گذارد و ساختارهای ذهنی فردی به کاررفته برای تفسیر مسائل پیش‌آمده در زندگی را شکل می‌دهد که آنها نیز در عوض بر تصمیم‌گیری‌ها اثر می‌گذارند (نورث<sup>۷</sup>، ۱۹۹۰؛ ویلیامسون<sup>۸</sup>، ۲۰۰۰).

شرکت‌های نگهداری کننده وجه نقد بالا، دارای اجتناب از عدم اطمینان بالا، مردگرایی بالا و افق دید بلند مدت بالایی می‌باشند و در فرهنگ‌های با اجتناب از عدم اطمینان بالا، مدیران شرکت‌هایی که به طور مستمر در اثر فشارهای مالی ناشی از زیان‌های غیر منتظره دچار

فردگرایی در مقابل جمع‌گرایی؛ در جوامع فردگرا، افراد تنها مراقبت از خود و خانواده درجه یک‌شان را وظیفه خود می‌دانند. به عبارتی، هرکس به فکر منافع خود و یا خانواده خویش می‌باشد. در حالی که در جوامع جمع‌گرایی، بیشتر منافع گروهی مطرح بوده و افراد حمایت و مراقبت از گروه و جمع را وظیفه خود می‌دانند (هافستد، ۲۰۱۰).

تمرکز اصلی جوامع فردگرا بر حفظ حقوق فردی و تأکید جوامع جمع‌گرا بر حفظ منافع جامعه است. مدیران فردگرا به افزایش انگیزه، پاداش، ظرفیت‌ها و ویژگی‌های فردی کارکنان خود توجه دارند. در حالی که مدیران جمع‌گرا بر بهبود شرکت از طریق جلب مساعدت و همکاری اعضای سازمان تأکید دارند (آراد و عبدالله‌زاده، ۱۳۹۱).

مردگرایی در مقابل زن‌گرایی؛ مردگرا به جوامع یا سازمان‌هایی اطلاق می‌گردد که در آنها نقش اجتماعی افراد بر حسب جنسیت به روشنی تفکیک شده است و نقش‌های جسورانه و خشن و تأکید بر موفقیت‌های مالی برای مردان و نقش‌های عاطفی همراه با تأکید بر کیفیت زندگی برای زنان در نظر گرفته می‌شود. از سوی دیگر، زن‌گرا به جوامع و سازمان‌هایی اطلاق می‌گردد که در آنها نقش اجتماعی افراد از نظر جنسیت هم‌پوششی دارد و هم مردان و هم زنان باعاطفه بوده و به کیفیت زندگی علاقه نشان می‌دهند، لذا رفتار عاطفی و جسورانه هم در مردان و هم در زنان می‌تواند وجود داشته باشد.

طبق نظریه موازنه، شرکت‌ها میزان بهینه وجه نقد خود را با برقراری یک موازنه (تعادل) میان منافع و هزینه‌های نگهداری وجه نقد تعیین می‌کنند. در واقع، شرکت‌ها سطح بهینه وجه نقد خود را با تعیین میزان اهمیت هزینه‌های نهایی و منافع نهایی ناشی از نگهداری وجه نقد تنظیم می‌کنند. نکته مهم این نظریه، این است که سطح مطلوبی از وجه نقد برای شرکت‌ها وجود دارد که در آن مدیریت با رویکردی فعالانه، براساس تحلیل هزینه - منفعت نسبت به نگهداری وجه نقد تصمیم‌گیری می‌کند (جانی و همکاران<sup>۹</sup>، ۲۰۰۴).

اطلاعات محدودتری گزارش می‌شود، در حالی‌که فرهنگ شفاف تأکید بیشتری بر ارائه اطلاعات شفاف دارد. هر دو بعد فرهنگ پنهان‌کاری (به جهت انباشته شدن اخبار منفی) و شفاف در میزان نگهداشت وجه نقد شرکت تأثیرگذار می‌باشد (دانگ و همکاران<sup>۱۶</sup>، ۲۰۱۶). افرادی از فرهنگ‌های مشوق فردگرایی اغلب تأکید بیشتری بر دستاوردهای فردی و حقوق فردی دارند. مطالعات تجربی نشان داده‌اند که مسئولان اجرایی اصلی از این فرهنگ‌ها تمایل به اعتماد به نفس زیاد (چوی و همکاران<sup>۱۷</sup>، ۲۰۱۰؛ فریس و همکاران<sup>۱۸</sup>، ۲۰۱۳) و تمایل قوی به ریسک‌پذیری را دارا هستند (لی و همکاران<sup>۱۹</sup>، ۲۰۱۳). مدیرانی از فرهنگ‌هایی با فردگرایی زیاد باید اخبار بد بیشتری را به خاطر اعتماد به نفس زیاد داشته باشند که اینها نیز نگهداشت وجه نقد بیشتری را می‌آفریند (کیم و ژانگ<sup>۲۰</sup>، ۲۰۱۵).

اجتناب از عدم اطمینان با ترجیحات نظیر قواعد، ثبات، یکنواختی و به خصوص نزدیک بودن به ویژگی‌های روان‌شناختی که به طورگسترده در ادبیات مالی رفتاری نظیر محافظه‌کاری و ریسک‌پذیری مورد بحث قرار گرفته است، ارتباط دارد. اجتناب از عدم اطمینان، ارزشیابی نگهداشت وجه نقد را محدود می‌کند. افرادی از فرهنگ‌های نشان‌دهنده اجتناب از عدم اطمینان زیاد معمولاً می‌کوشند تا بروز شرایط نامعمول و ناشناخته را کاهش دهند و تغییرات دقیقی را با برنامه‌ریزی و به کارگیری قوانین و مقررات بیافرینند. افرادی با این فرهنگ‌ها، محافظه‌کارتر هستند و کمتر تحمل ابهام را دارند. مدیران در چنین فرهنگ‌هایی تمایل کمتری به ریسک‌پذیری شرکتی دارند (لی و همکاران، ۲۰۱۳). سرمایه‌گذاران در این فرهنگ‌ها، در دارایی‌های خارجی که آنها را پرخطر از دارایی‌های داخلی تصور می‌کنند، سرمایه‌گذاری کمتری دارند (بوگلسدیجک و فریجنز<sup>۲۱</sup>، ۲۰۱۰). شرکت‌های واقع در فرهنگ‌های پر از عدم اطمینان، تمایل به نگهداری

کمبود وجه نقد می‌شوند ممکن است جهت مقابله با این وضعیت تصمیم بگیرند که وجه نقد و یا دارایی‌های نقد بالایی نگهداری کنند (چانگ و نوربخش<sup>۹</sup>، ۲۰۰۹). ریز و تادسی<sup>۱۰</sup> (۲۰۰۹) در خصوص تأثیر فرهنگ و چندملیتی بودن شرکتها بر میزان نگهداری وجه نقد به این نتیجه رسیدند که اجتناب از عدم اطمینان بر میزان نگهداری وجه نقد تأثیر مثبت دارد و این تأثیر در شرکت‌های چندملیتی در سطح پایینی می‌باشد. نیومن و نولن<sup>۱۱</sup> (۱۹۹۶) معتقدند که مدیران در جوامع با نگرش بلندمدت نسبت به آینده به منظور فراهم کردن امنیت شغلی برای کارمندان خود، وجه نقد و دارایی‌های نقد بیشتری نگهداری می‌کنند. استولز و ویلیامسون<sup>۱۲</sup> (۲۰۰۳) معتقدند با وجود این که اثرات ملی بر روی تصمیم‌گیری مالی در قالب توسعه بازارهای مالی در هر کشوری انعکاس یافته است اما با این وجود، جهت توجیه رفتار نگهداری وجه نقد توسط شرکت‌ها هنوز فرهنگ موضوع با اهمیتی می‌باشد. نتایج پژوهش اورلووا و همکاران<sup>۱۳</sup> (۲۰۱۷) حاکی از این است بین ابعاد فرهنگی و ارزشیابی نگهداشت وجه نقد ارتباط وجود دارد.

از نتایج اقتصادی عدم اطمینان نسبت به اطلاعات این است که ممکن است بر تمایل سرمایه‌گذاران به خرید سهام شرکت تأثیر بگذارد. بدین ترتیب شفافیت کمتر باعث نقدشوندگی کمتر و در نتیجه باعث افزایش هزینه سرمایه شرکت به دلیل افزایش ریسک نقدشوندگی می‌شود. علاوه بر این، بالا رفتن هزینه معاملات به دلیل نقدشوندگی پایین، ممکن است امکان کشف قیمت سهام را کاهش داده و در نتیجه ابهام مرتبط با قیمت سهام را افزایش دهد و باعث کاهش قیمت سهام شود و بالعکس. با فرض ثابت ماندن سایر عوامل، عدم اطمینان اطلاعاتی سبب انباشته شدن وجه نقد شرکت‌ها در آینده می‌شود (جنسن و مک‌کلینگ<sup>۱۴</sup>، ۱۹۹۶).

گری<sup>۱۵</sup> (۱۹۸۸) معتقد است که فرهنگ به دو بعد پنهان‌کاری و شفافیت دسته‌بندی می‌شود؛ چرا که در جامعه‌ای با فرهنگ پنهان‌کاری به منظور حفظ قدرت،

نگهداشت وجه نقد باشد. شرکت‌هایی که میزان بالاتری از مخارج سرمایه‌ای دارند، میزان بیشتری از وجه نقد نگهداری می‌کنند؛ زیرا توانایی ایجاد وجه نقد در شرکت‌ها نه تنها باید در حدی باشد که ایفای تعهدات موسسه را امکان‌پذیر سازد، بلکه باید بتواند منابع مالی کافی برای مخارج سرمایه‌ای را نیز فراهم کند (گیاکومینو و مایلک<sup>۲۴</sup>، ۱۹۹۳).

#### پیشینه پژوهش

با وجود تحقیقات اندک خارجی در این زمینه، مرور تحقیقات داخلی نشان می‌دهد که در داخل کشور نیز ارتباط مولفه‌های فرهنگی و ارزشیابی نگهداشت وجه نقد مطالعه نشده است. نتایج پژوهش اورلوا و همکاران (۲۰۱۷) نشان می‌دهد بین مولفه‌های فرهنگی و ارزشیابی نگهداشت وجه نقد ارتباط وجود دارد. نتایج پژوهش رضازاده (۱۳۸۱) حاکی از این است که برخلاف نظریه‌گری، با وجود افزایش مردگرایی در شرکت‌های ایرانی، میزان پنهان کاری آنها کاهش یافته است که این امر در واقع قابلیت تعمیم الگویی واحد از ارزش‌های فرهنگی و حسابداری در کشورهای مختلف را با تردید مواجه می‌سازد. مدرس و دیانتی‌دیلیمی (۱۳۸۳) نشان دادند که اختلافات فرهنگی موجود در جوامع را می‌توان موجد تفاوت‌های در فرهنگ‌های سازمانی دانست که خود، عامل اصلی تأثیرگذار بر عملکرد تجاری آن سازمان یا شرکت است. ایران‌زاده و محمودی‌اشان (۱۳۸۹) شناخت فرهنگ سازمانی براساس مدل دنیسون را در شرکت پلی‌نار بررسی کردند. بر این اساس شرکت پلی‌نار در تمام ابعاد چهارگانه در حد متوسط و بالاتر از متوسط قرار گرفته است. با این وجود در برخی از شاخص‌ها از جمله هماهنگی و یکپارچگی، اهداف و مقاصد، مشتری‌گرایی و توسعه قابلیت‌ها نیازمند بهبود است. دارابی و رام‌روز (۱۳۸۹) به بررسی تأثیر فرهنگ بر رویه حسابداری از طریق بکارگیری ساختار جهانی

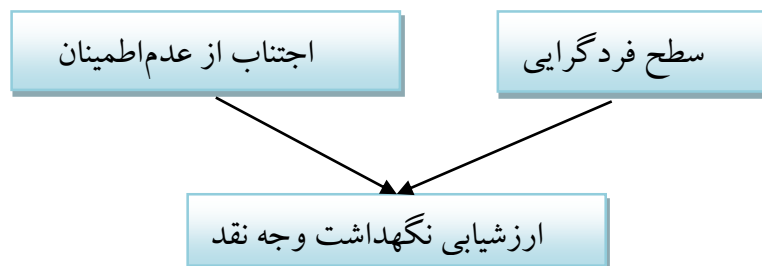
نقدینگی بیشتری برای جبران تحمل عدم اطمینان مربوط به جریان‌های نقدی آینده را دارند. هیأت مدیره کشورهایی که فرهنگ اجتناب از عدم اطمینان قوی را ارتقاء می‌دهند و عموماً محافظه‌کارتر دارای توان کمتر برای تحمل ابهام هستند، کمتر احتمال دارد اخبار بدی را که منجر به انباشت وجه نقد کمتری می‌شود، را جمع‌آوری کنند (چن و همکاران<sup>۲۲</sup>، ۲۰۱۵). سالتر و نیسوندر<sup>۲۳</sup> (۱۹۹۵) نشان دادند کشورهایی که نمره اجتناب از عدم اطمینان بالاتر هستند، بیشتر احتمال دارد که رویکرد محافظه‌کارانه‌ای را که ممنوعیت فعالیت‌های گزارشگری مالی است که ممکن است سود یا دارایی‌های شرکت‌ها را افزایش دهد، اتخاذ می‌کند. بوگلسدیجک و فریجنز (۲۰۱۰) معتقدند که سرمایه‌گذاران دارای فرهنگ‌های اجتناب از عدم اطمینان بالا، کمتر در دارایی‌های خارجی پرمخاطره سرمایه‌گذاری می‌کنند؛ زیرا آنها ریسک کمتر را ترجیح می‌دهند. مدیران دارای فرهنگ‌های اجتناب از عدم اطمینان بالا، تمایل به عدم اطمینان در رابطه با جریان‌های نقدی آتی ایجاد شده توسط شرکت‌ها را ندارند و بنابراین ترجیح می‌دهند که وجه نقد بیشتری داشته باشند. مدیران با اجتناب از عدم اطمینان کم، تمایل بیشتری به موقعیت‌های نامشخص و مبهم دارند و بنابراین نیاز کمتری به وجه نقد در برابر جلوگیری از کمبود نقدی احتمالی آتی دارد.

انتظار می‌رود سطح نگهداشت وجه نقد در شرکت با عوامل متعددی در ارتباط باشد. یکی از این عوامل می‌تواند اندازه شرکت باشد. شرکت‌هایی که اندازه بزرگتری دارند، نسبت به شرکت‌های کوچکتر، وجه نقد کمتری نگهداری می‌کنند؛ برای این که آنها به سطح معینی از وجه نقد برای صرفه‌جویی ناشی از مقیاس در چرخه تولید نیاز دارند. از سوی دیگر انتظار می‌رود اندازه شرکت به دلیل دسترسی بهتر شرکت‌های بزرگ به منابع مالی خارجی دارای تأثیر منفی بر سطح

پنهان‌کاری در حساب‌رسان هر دو بخش وجود دارد. همچنین، میزان تمایل به پنهان‌کاری در حرفه حسابرسی متأثر از فرصت‌طلبی و رتبه شغلی حساب‌رسان است. نتایج پژوهش ناطق گلستان و همکاران (۱۳۹۲) حاکی از آن است که سه مؤلفه ارزش‌ها، امکانات و رفتار بر ادراک ریسک سرمایه‌گذاری تأثیر دارند. جبارزاده و همکاران (۱۳۹۴) نشان دادند که فاصله قدرت، اجتناب از عدم اطمینان و فردگرایی با عدم تقارن اطلاعاتی رابطه مثبت و معنادار وجود دارد.

#### مدل مفهومی پژوهش

براساس مبانی نظری و سوال‌های مطرح شده، مدل مفهومی پژوهش به صورت زیر تدوین شده است.



شکل ۱. مدل مفهومی پژوهش

#### روش‌شناسی پژوهش

پژوهش حاضر از نظر هدف، کاربردی و از نظر ماهیت، توصیفی - پیمایشی می‌باشد. جامعه آماری پژوهش شامل شرکت‌های بورسی در سال ۱۳۹۴ می‌باشد، ولی برای اندازه‌گیری برخی از متغیرهای پژوهش از اطلاعات مالی ۱۳۹۵ نیز استفاده شده است. جامعه آماری بر اساس معیارهای (۱) سال مالی شرکت‌ها مختوم به پایان اسفندماه باشد و تغییر سال مالی رخ نداده باشد (۲) جزو شرکت‌های سرمایه‌گذاری، بانک‌ها، بیمه‌ها، صندوق‌های بازنشستگی

ارزش‌های انگیزه‌ای انسانی سطح فرد شوارتز<sup>۲۵</sup> (۲۰۰۴) در حوزه حسابداری پرداختند. نتایج نشان می‌دهد که روابط چشم‌گیری بین ارزش‌های انگیزه‌ای حسابداران و تفسیر و برداشت آنها از گزارشگری مالی وجود دارد. همچنین، شواهد تجربی در حمایت از وجود تنوع فرهنگی در خرده فرهنگ حسابداری به دست آمد. وجود تنوع در خرده فرهنگ حسابداری شواهدی مبنی بر اهمیت تفاوت‌های فرهنگی موجود در یک کشور را ارائه می‌نماید. بنی‌مهد و همکاران (۱۳۹۲) نشان دادند میزان فرصت‌طلبی و ارزش‌های فرهنگی حرفه‌گرایی و رعایت یکنواختی در میان حساب‌رسان شاغل در هر دو بخش سازمان حسابرسی و مؤسسات حسابرسی یکسان است؛ اما ارزش‌های فرهنگی پنهان‌کاری و محافظه‌کاری در هر دو بخش متفاوت است. رابطه‌ای مثبت میان ویژگی اخلاقی فرصت‌طلبی و ویژگی فرهنگی تمایل به

#### فرضیه‌های پژوهش

**فرضیه اول:** بین فردگرایی و ارزشیابی نگهداشت وجه نقد ارتباط مثبت وجود دارد.

**فرضیه دوم:** بین اجتناب از عدم اطمینان و ارزشیابی نگهداشت وجه نقد ارتباط منفی وجود دارد.

**فرضیه سوم:** ارتباط بین مؤلفه‌های فرهنگی و ارزشیابی نگهداشت وجه نقد در شرکت‌های دارای اندازه بزرگتر نسبت به شرکت‌های کوچکتر متفاوت است.

لیکرت پنج‌گزینه‌ای (کاملاً مخالفم، ۱؛ مخالفم، ۲؛ نظر ندارم، ۳؛ موافقم، ۴؛ کاملاً موافقم، ۵) تنظیم و با در نظر گرفتن امتیاز ۱ تا ۵ نمره‌گذاری شده است.

ارزشیابی نگهداشت وجه نقد (VCH): با استناد از پژوهش اورلوا و همکاران (۲۰۱۷)، برای سنجش متغیر فوق، از الگوی فالکندر و وانگ<sup>۲۶</sup> (۲۰۰۶) که توسط پینکوویتز و همکاران<sup>۲۷</sup> (۲۰۰۶) تعدیل شده، استفاده می‌شود. مدل فالکندر و وانگ (۲۰۰۶) به قرار زیر است:

$$r_{i,t} - R_{i,t}^B = \gamma_0 + \gamma_1 \frac{\Delta C_{i,t}}{M_{i,t-1}} + \gamma_2 \frac{\Delta E_{i,t}}{M_{i,t-1}} + \gamma_3 \frac{\Delta NA_{i,t}}{M_{i,t-1}} + \gamma_4 \frac{\Delta RD_{i,t}}{M_{i,t-1}} + \gamma_5 \frac{\Delta I_{i,t}}{M_{i,t-1}} + \gamma_6 \frac{\Delta D_{i,t}}{M_{i,t-1}} + \gamma_7 \frac{C_{i,t-1}}{M_{i,t-1}} + \gamma_8 L_{i,t} + \gamma_9 \frac{NF_{i,t}}{M_{i,t-1}}$$

$R_{i,t} - R_{i,t}^B$ : بازده مازاد سهام {تفاضل بازده سهام  $(r_{i,t})$  و بازده بازار سهام  $(r_m)$ }

$$r_{i,t} = \frac{(1 + \alpha + \beta) * (P_{i,t} + DPS) - P_{i,t-1} - \alpha (1000)}{P_{i,t-1} + \alpha (1000)}$$

$\alpha$ : درصد افزایش سرمایه از محل مطالبات و آورده نقدی،  
 $\beta$ : درصد افزایش سرمایه از محل سود انباشته و اندوخته‌ها،  $P_t$ : قیمت سهام پایان سال،  $DPS$ : سود نقدی هر سهم،  $r_m$ : بازده بازار سهام

$\Delta C$ : نگهداشت وجه نقد غیرمنتظره (تفاوت وجه نقد واقعی و مورد انتظار)

نگهداشت وجه نقد مورد انتظار به صورت زیر محاسبه می‌شود:

$$\frac{C_{i,t} - C_{i,t-1}}{M_{i,t-1}} = \alpha_0 + \alpha_1 Q_{i,t-1} + \alpha_2 \frac{CAFL_{i,t-1}}{M_{i,t-1}} + \alpha_3 SIZE_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t}$$

$C$ : مجموع وجه نقد و سرمایه‌گذاری کوتاه‌مدت،  $M$ : ارزش بازار سهام (تعداد سهام \* قیمت سهام)،  $Q$ : (ارزش بازار سهام + ارزش دفتری بدهی‌ها) / کل دارایی‌ها،  $CFAL$ : سود قبل از اقلام غیرمترقبه و استهلاک و  $SIZE$ : اندازه شرکت (لگاریتم طبیعی کل دارایی‌ها)  $M_{i,t-1}$ : ارزش بازار سهام سال قبل،  $\Delta E_{i,t}$ : تغییرات سود عملیاتی،

و موسسات مالی به علت دارا بودن ماهیت فعالیت خاص نباشند (۳) ارزش دفتری سهام منفی نباشد و اطلاعات شرکت‌ها در دسترس باشد، محدود شده است (حذفی سیستماتیک). داده‌های مربوط به متغیر ابعاد فرهنگی از طریق پرسشنامه استاندارد هافستد (۱۹۸۰) و ارزشیابی نگهداشت وجه نقد از طریق یادداشت‌های توضیحی همراه صورت‌های مالی دریافت شده است. محققان برای توزیع پرسشنامه عناصر فرهنگی، به شرکت‌هایی که دفاتر مرکزی آنها در تهران بود، به صورت حضوری مراجعه و پرسشنامه عناصر فرهنگی در اختیار آنها قرار داده شد که بعد از پی‌گیری‌های مکرر در نهایت از میان آنها، تعداد ۱۱۰ پرسشنامه به صورت تکمیل‌شده به عنوان نمونه نهایی برای تجزیه و تحلیل استفاده شده است.

به منظور کسب پایایی فرهنگ پرسشنامه از ضریب آلفای کرونباخ استفاده شد و به کمک نرم‌افزار SPSS، مقدار آلفای کرونباخ ۰/۷۱۱ و بیشتر از ۰/۷ به دست آمد که مقدار قابل قبولی است. درصد به دست آمده حاکی از این است که سوالات همسویی داشته و پاسخ‌دهندگان در جواب دادن به سوالات، دقت و حوصله بالایی را مبذول داشته‌اند. به عبارتی، مقدار فوق برای تمامی سوالات پرسشنامه حاکی از قابلیت اطمینان مناسب پرسشنامه می‌باشد.

ابعاد فرهنگی (CUL): برای سنجش ابعاد فرهنگی از پرسشنامه استاندارد هافستد (۱۹۸۰) استفاده شده است؛ زیرا این پرسشنامه از نظر شاخص‌های اندازه‌گیری و سنجش‌گونه‌های ابعاد فرهنگی، مدل کاملی محسوب می‌شود. به منظور کسب اطلاعات مفید درباره مولفه‌های فرهنگی، پس از مذاکره حضوری با سطوح مختلف مدیریتی (مدیرعامل، مدیر اداری، مدیر مالی، مدیر منابع انسانی و مدیر فنی) در شرکت، پرسشنامه مطلع‌ترین مدیر نسبت به ابعاد فرهنگی که متوسط سابقه کاری هر فرد نشان‌دهنده آگاهی وی نسبت به شرکت بود پاسخ داده شد. پرسشنامه ابعاد فرهنگی هافستد با معیارهای (۱) سطح فردگرایی و (۲) اجتناب از عدم اطمینان براساس مقیاس

معامله شده مدل تجربی دیگری برای ارزشیابی وجه نقد که اولین بار توسط فاما و فرنچ (۱۹۹۸) پیشنهاد گردید، توسط بینکوویتز و همکاران (۲۰۰۶) بسط داده شده است.

$$V_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 E_{i,t} + \beta_2 \Delta E_{i,t} + \beta_3 \Delta E_{i,t+1} + \beta_4 \Delta A_{i,t} + \beta_5 \Delta A_{i,t+1} + \beta_6 RD_{i,t} + \beta_7 \Delta RD_{i,t} + \beta_8 \Delta RD_{i,t+1} + \beta_9 I_{i,t} + \beta_{10} \Delta I_{i,t} + \beta_{11} \Delta I_{i,t+1} + \beta_{12} D_{i,t} + \beta_{13} \Delta D_{i,t} + \beta_{14} \Delta D_{i,t+1} + \beta_{15} V_{i,t+1} + \varepsilon_{i,t}$$

$V_{i,t}$ : مجموع ارزش بازار سهام و بدهی‌ها،  $E$ : سود عملیاتی،  $A$ : کل دارایی‌ها به منظور برآورد ارتباط بین ارزش بازار سهام و ارزشیابی نگهداشت وجه نقد، بینکوویتز و همکاران (۲۰۰۶) تغییر در دارایی‌ها را به دو بخش نقدی و غیرنقدی تفکیک نموده است.

$$V_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 E_{i,t} + \beta_2 \Delta E_{i,t} + \beta_3 \Delta E_{i,t+1} + \beta_4 \Delta NA_{i,t} + \beta_5 \Delta NA_{i,t+1} + \beta_6 RD_{i,t} + \beta_7 \Delta RD_{i,t} + \beta_8 \Delta RD_{i,t+1} + \beta_9 I_{i,t} + \beta_{10} \Delta I_{i,t} + \beta_{11} \Delta I_{i,t+1} + \beta_{12} D_{i,t} + \beta_{13} \Delta D_{i,t} + \beta_{14} \Delta D_{i,t+1} + \beta_{15} V_{i,t+1} + \beta_{16} \Delta CASH_{i,t} + \beta_{17} \Delta CASH_{i,t+1} + \varepsilon_{i,t}$$

$NA$ : تفاضل دارایی‌ها و دارایی‌های نقدی،  $CASH$ : وجه نقد و سرمایه‌گذاری کوتاه‌مدت بینکوویتز و همکاران (۲۰۰۶) مدل زیر را لحاظ نمودن معیارهای توسعه مالی و اقتصادی مطرح نموده است:

$$V_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 CASH_{i,t} * Culture + \beta_2 Culture + \beta_3 GDP_{i,t} * \Delta CASH_{i,t} + \beta_4 Market Cap_{i,t} * \Delta CASH_{i,t} + \beta_5 Stockmarket Turn_{i,t} * \Delta CASH_{i,t} + \beta_6 GDP_{i,t} + \beta_7 Market Cap_{i,t} + \beta_8 Stockmarket Turn_{i,t} + \beta_9 \Delta E_{i,t} + \beta_{10} \Delta E_{i,t+1} + \beta_{11} \Delta NA_{i,t} + \beta_{12} \Delta NA_{i,t+1} + \beta_{13} RD_{i,t} + \beta_{14} \Delta RD_{i,t} + \beta_{15} \Delta RD_{i,t+1} + \beta_{16} I_{i,t} + \beta_{17} \Delta I_{i,t} + \beta_{18} \Delta I_{i,t+1} + \beta_{19} D_{i,t} + \beta_{20} \Delta D_{i,t} + \beta_{21} \Delta D_{i,t+1} + \beta_{22} V_{i,t+1} + \beta_{23} CASH_{i,t} + \beta_{24} \Delta CASH_{i,t} + \beta_{25} \Delta CASH_{i,t+1} + \varepsilon_{i,t}$$

$\Delta NA_{i,t}$ : تغییر در تفاضل دارایی‌ها با وجه نقد و معادل وجه نقد،  $\Delta RD_{i,t}$ : تغییرات هزینه تحقیق و توسعه،  $\Delta I_{i,t}$ : تغییرات هزینه بهره،  $\Delta DI_{i,t}$ : تغییرات سود سهام،  $C_{i,t}$ : کل وجه نقد و معادل وجه نقد،  $L_{i,t}$ : (بدهی + ارزش بازار سهام) / کل بدهی،  $NFI_{i,t}$ : کل تسهیلات مالی شرکت مدل فرضیه پژوهش در ارتباط با الگوی فالکندر و وانگ (۲۰۰۶) به قرار زیر است:

$$r_{i,t} - R_{i,t}^B = \gamma_0 + \gamma_1 Culture * \frac{\Delta C_{i,t}}{M_{i,t-1}} + \gamma_2 Culture + \gamma_3 \frac{\Delta C_{i,t}}{M_{i,t-1}} + \gamma_4 \frac{\Delta E_{i,t}}{M_{i,t-1}} + \gamma_5 \frac{\Delta NA_{i,t}}{M_{i,t-1}} + \gamma_6 \frac{\Delta RD_{i,t}}{M_{i,t-1}} + \gamma_7 \frac{\Delta L_{i,t}}{M_{i,t-1}} + \gamma_8 \frac{\Delta D_{i,t}}{M_{i,t-1}} + \gamma_9 \frac{C_{i,t}}{M_{i,t-1}} + \gamma_{10} L_{i,t} + \gamma_{11} \frac{NFI_{i,t}}{M_{i,t-1}}$$

بینکوویتز و همکاران (۲۰۰۶) معتقدند که نگهداشت وجه نقد شرکت در کشورهای توسعه مالی و اقتصادی بالاتر بیشتر ارزش‌گذاری می‌شود. برای کنترل این عوامل، ارتباط متقابل تغییر در وجه نقد و معیارهای توسعه مالی و اقتصادی (رشد تولید ناخالص داخلی، گردش بازار سهام و ارزش بازار سهام)، این شاخص‌ها به مدل فالکندر و وانگ (۲۰۰۶) اضافه شده است که این مدل توسط بینکوویتز و همکاران (۲۰۰۶) به صورت زیر تعدیل شده است:

$$r_{i,t} - R_{i,t}^B = \gamma_0 + \gamma_1 Culture * \frac{\Delta C_{i,t}}{M_{i,t-1}} + \gamma_2 Culture + \gamma_3 GDP_{i,t} * \frac{\Delta C_{i,t}}{M_{i,t-1}} + \gamma_4 Market Cap_{i,t} * \frac{\Delta C_{i,t}}{M_{i,t-1}} + \gamma_5 Stockmarket Turn_{i,t} * \frac{\Delta C_{i,t}}{M_{i,t-1}} + \gamma_6 GDP_{i,t} + \gamma_7 Market Cap_{i,t} + \gamma_8 Stockmarket Turn_{i,t} + \gamma_9 \frac{\Delta C_{i,t}}{M_{i,t-1}} + \gamma_{10} \frac{\Delta E_{i,t}}{M_{i,t-1}} + \gamma_{11} \frac{\Delta NA_{i,t}}{M_{i,t-1}} + \gamma_{12} \frac{\Delta RD_{i,t}}{M_{i,t-1}} + \gamma_{13} \frac{\Delta I_{i,t}}{M_{i,t-1}} + \gamma_{14} \frac{\Delta D_{i,t}}{M_{i,t-1}} + \gamma_{15} \frac{C_{i,t-1}}{M_{i,t-1}} + \gamma_{16} L_{i,t} + \gamma_{17} \frac{NFI_{i,t}}{M_{i,t-1}}$$

$GDP$ : نرخ رشد تولید ناخالص داخلی،  $Market Cap$ : ارزش بازار سهام شرکت،  $Stockmarket Turn$ : ارزش سهام



داده‌های مربوط به شرکت‌های بورسی از طریق یادداشت‌های صورت‌های مالی و هم‌چنین تهیه پرسشنامه برای ارزیابی متغیر ابعاد فرهنگی جمع‌آوری شد و با ورود اطلاعات به نرم‌افزار اکسل از توابع این نرم‌افزار برای محاسبه متغیرهای پژوهش استفاده گردید. سپس نتایج حاصل از اندازه‌گیری متغیرها به منظور محاسبات آماری وارد نرم‌افزار SPSS و فرضیه‌های پژوهش مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفت.

**یافته‌های توصیفی**

اطلاعات جمعیت‌شناسی پژوهش در جدول (۱) درج شده است.

جدول ۱ - جمعیت‌شناسی پژوهش

درصد فراوانی	تعداد	ویژگی‌های فردی	
۰/۹۹	۱۰۹	مرد	نوع جنسیت
۰/۱	۱	زن	
۰/۳۳	۳۶	کارشناسی	مدرک تحصیلی
۰/۴۳	۴۷	کارشناسی ارشد	
۰/۱۹	۲۱	دکتر	
۰/۰۵	۹	سایر	
۰/۰۴	۴	حسابداری	رشته تحصیلی
۰/۱۵	۱۷	مدیریت	
۰/۰۲	۲	اقتصاد	
۰/۷۹	۸۷	سایر	
۰/۲۶	۲۹	بین ۲۵ تا ۳۵ سال	گروه سنی
۰/۳۰	۳۳	بین ۳۵ تا ۴۵ سال	
۰/۳۳	۳۶	بین ۴۵ تا ۵۵ سال	
۰/۱۱	۱۲	بالای ۵۵ سال	
۰/۲۶	۲۹	بین ۱۰ تا ۱۵ سال	سابقه کاری
۰/۱۸	۲۰	بین ۱۵ تا ۲۰ سال	
۰/۳۱	۳۴	بین ۲۰ تا ۲۵ سال	
۰/۲۵	۲۷	بالای ۲۵ سال	

جدول ۲ - آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

متغیرها	میانگین	حداکثر	حداقل	انحراف معیار
بازده مازاد سهام	-0/0911	1/424	-0/992	0/5034
سطح فردگرایی	3/760	5/000	2/200	0/5983
اجتناب از عدم اطمینان	4/283	5/000	3/200	0/4371
رشد تولید ناخالص داخلی	0/0130	0/0130	0/0130	۰/۰۰۰۷
ارزش بازار سهام	10/219	40/69	0/1300	0/8742
ارزش سهام معامله شده	10/552	30/25	0/0092	0/8167
نگهداشت وجه نقد غیرمنتظره	-0/0070	0/1336	-0/2366	0/0427

0/1266	-1/007	0/2646	-0/0453	تغییرات سود عملیاتی
0/4236	-0/2654	10/826	0/2255	تغییر در وجه نقد
0/0018	-0/0168	0/0035	-0/0001	تغییرات هزینه تحقیق و توسعه
0/0334	-0/0846	0/1449	0/0093	تغییرات هزینه بهره
0/0788	-0/3838	0/2245	-0/0122	تغییرات سود سهام
0/1484	0/0003	10/056	0/0857	موجودی نقد
0/1770	0/0102	0/8700	0/3905	مجموع بدهی و ارزش بازار سهام
0/26062	0/0000	0/9459	0/2588	تسهیلات مالی
0/6816	0/7491	4/235	1/612	ارزش بازار سهام و بدهی‌ها بر دارایی
0/1241	-0/2684	0/4787	0/1075	سود عملیاتی
0/0702	-0/1977	0/1995	-0/0321	تغییرات سود عملیاتی
0/0636	-0/1295	0/3204	0/0202	تغییرات سود عملیاتی آتی
0/1529	-0/3914	0/5355	0/1033	تغییرات تفاضل دارایی‌ها و دارایی‌های نقدی سال جاری
0/1966	-0/1660	10/142	0/1136	تغییرات تفاضل دارایی‌ها و دارایی‌های نقدی سال آتی
0/0004	0/0009	0/0022	0/0002	هزینه تحقیق و توسعه
0/0011	-0/0104	0/0018	-0/0001	تغییرات هزینه تحقیق و توسعه سال جاری
0/0014	-0/0018	0/0137	0/0001	تغییرات هزینه تحقیق و توسعه سال آتی
0/0368	0/0000	0/1596	0/0409	هزینه بهره
0/0149	-0/0400	0/0365	0/0040	تغییرات هزینه بهره سال جاری
0/0154	-0/0503	0/0494	0/0002	تغییرات هزینه بهره سال آتی
0/0991	0/0000	0/4701	0/0971	سود سهام
0/0648	-0/3234	0/1179	-0/0107	تغییرات سود سهام سال جاری
0/0611	-0/230	0/1386	-0/0211	تغییرات سود سهام سال آتی
0/9536	0/6547	6/33	1/932	تغییرات ارزش بازار سهام و بدهی‌ها سال آتی
0/0745	0/0017	0/3856	0/0591	وجه نقد و سرمایه‌گذاری کوتاه‌مدت
0/0549	-0/2588	0/2567	-0/0001	وجه نقد و سرمایه‌گذاری کوتاه‌مدت سال جاری
0/0524	-0/1659	0/2085	0/0112	وجه نقد و سرمایه‌گذاری کوتاه‌مدت سال آتی

### یافته‌های استنباطی

آزمون مدل فالکندر و وانگ (۲۰۰۶) بدون در نظر گرفتن معیارهای توسعه مالی و اقتصادی به قرار زیر است:

مقدار میانگین وجه نقد نشان می‌دهد که شرکت‌ها تمایلی به نگهداری موجودی نقد ندارند که این موضوع به مسأله عدم ثبات بازار سرمایه در سال مورد بررسی برمی‌گردد که بر اثر آن شرکت‌ها بیشتر تمایل دارند وجه نقد خویش را به صورت موجودی کالا یا سرمایه‌گذاری در دارایی‌های سرمایه‌ای نگهداری کنند.

جدول ۳ - آزمون مدل فالکندر و وانگ (۲۰۰۶) بدون در نظر گرفتن معیارهای توسعه مالی و اقتصادی

متغیرها	ضریب $\beta$	آماره $t$	احتمال
$\alpha$	8/011	1/418	0/160
IDV	1/398	2/211	0/030
UAI	-0/063	-0/125	0/901
$IDV*(\Delta C_t/M_{t-1})$	-0/170	-0/121	0/904
$UAI*(\Delta C_t/M_{t-1})$	9/383	2/020	0/046
$(\Delta C_t/M_{t-1})$	-12/275	-1/753	0/083
$(\Delta E_t/M_{t-1})$	-2/726	-1/594	0/114
$(\Delta NA_t/M_{t-1})$	0/017	0/028	0/977
$(\Delta RD_t/M_{t-1})$	0/012	0/500	0/618
$(\Delta I_t/M_{t-1})$	4/184	0/650	0/518
$(\Delta D_t/M_{t-1})$	1/486	0/555	0/581
$(C_{t-1}/M_{t-1})$	2/283	1/473	0/144
$L_t$	-3/927	-2/766	0/007
$(NF_t/M_{t-1})$	1/193	1/611	0/111
سطح معناداری مدل: ۰/۰۴۶		R <sup>2</sup> تعدیل شده: ۰/۰۹۷	
		دوربین - واتسون: ۲/۱۲	

سطح اطمینان ۹۵ درصد، بین اجتناب از عدم اطمینان و نگهداشت وجه نقد طبق مدل فالکندر و وانگ (۲۰۰۶) ارتباط مثبت و معنادار وجود دارد. بنابراین، طبق مدل فالکندر و وانگ (۲۰۰۶) بدون در نظر گرفتن معیارهای توسعه مالی و اقتصادی، نگهداشت وجه نقد تحت تأثیر فردگرایی قرار نمی‌گیرد و اجتناب از عدم اطمینان، موجب تشدید نگهداشت وجه نقد شرکت می‌گردد.

آزمون مدل تعدیل شده فالکندر و وانگ (۲۰۰۶) توسط پینکوویتز و همکاران (۲۰۰۶) با در نظر گرفتن معیارهای توسعه مالی و اقتصادی به قرار زیر است:

مقدار ضریب تعیین تعدیل شده نشان می‌دهد متغیرهای مستقل ۱۰٪ از تغییرات متغیر وابسته را تبیین می‌نمایند. مقدار احتمال مدل (۰/۰۴۶) نشان می‌دهد در سطح خطای ۵٪ الگوی رگرسیون خطی معنادار است. مقدار دوربین - واتسون نشان می‌دهد فرض عدم همبستگی بین خطاها قابل پذیرش است. با توجه به این که سطح معنی‌داری (احتمال) متغیر  $(IDV*(\Delta C_t/M_{t-1}))$  (۰/۹۰۴) بیشتر از ۵ درصد است؛ بنابراین، بین فردگرایی و نگهداشت وجه نقد ارتباط وجود ندارد و مقدار احتمال متغیر  $(UAI*(\Delta C_t/M_{t-1}))$  (۰/۰۴۶) که کمتر از ۵ درصد است و ضریب رگرسیون (۹/۳۸۳) مثبت می‌باشد؛ در

جدول ۴ - آزمون مدل تعدیل شده فالکندر و وانگ (۲۰۰۶) توسط پینکوویتز و همکاران (۲۰۰۶)

متغیرها	ضریب $\beta$	آماره t	احتمال
$\alpha$	-0/571	-0/209	0/835
IDV	0/600	1/370	0/174
UAI	0/139	0/271	0/787
IDV*( $\Delta C_t/M_{t-1}$ )	2/561	0/749	0/456
UAI*( $\Delta C_t/M_{t-1}$ )	3/655	1/847	0/068
GDP*( $\Delta C_t/M_{t-1}$ )	-0/056	-1/892	0/062
Market Cap*( $\Delta C_t/M_{t-1}$ )	-5/812	-1/148	0/254
Stockmarket Turn*( $\Delta C_t/M_{t-1}$ )	-0/008	-0/324	0/747
GDP	-1/322	-0/506	0/614
Market Cap	-0/437	-1/146	0/255
Stockmarket Turn	0/001	1/186	0/239
( $\Delta C_t/M_{t-1}$ )	-0/451	-1/364	0/176
( $\Delta E_t/M_{t-1}$ )	-3/434	-1/933	0/057
( $\Delta NA_t/M_{t-1}$ )	0/315	0/482	0/631
( $\Delta RD_t/M_{t-1}$ )	0/016	0/691	0/491
( $\Delta I_t/M_{t-1}$ )	-0/495	-0/073	0/942
( $\Delta D_t/M_{t-1}$ )	0/407	0/150	0/881
( $C_{t-1}/M_{t-1}$ )	1/991	1/300	0/197
$L_t$	-5/354	-2/674	0/009
( $NF_t/M_{t-1}$ )	0/847	1/106	0/272
سطح معناداری مدل: ۰/۰۴۶		$R^2$ تعدیل شده: ۰/۱۲۴	دوربین - واتسون: ۲/۲۴۸

شده فالکندر و وانگ (۲۰۰۶) توسط پینکوویتز و همکاران (۲۰۰۶) ارتباط وجود ندارد. بنابراین، نگهداشت وجه نقد تحت تأثیر فردگرایی قرار نمی‌گیرد و اجتناب از عدم اطمینان، موجب تشدید نگهداشت وجه نقد شرکت می‌گردد. طبق تعدیل شده فالکندر و وانگ (۲۰۰۶) توسط پینکوویتز و همکاران (۲۰۰۶) با در نظر گرفتن معیارهای توسعه مالی و اقتصادی، نگهداشت وجه نقد تحت تأثیر ابعاد فرهنگی قرار نمی‌گیرد.

آزمون مدل پینکوویتز و همکاران (۲۰۰۶) بدون در نظر گرفتن معیارهای توسعه مالی و اقتصادی به قرار زیر است.

مقدار ضریب تعیین تعدیل شده نشان می‌دهد متغیرهای مستقل ۱۲٪ از تغییرات متغیر وابسته را تبیین می‌نمایند. مقدار احتمال مدل (۰/۰۴۶) نشان می‌دهد در سطح خطای ۵٪ الگوی رگرسیون خطی معنادار است. مقدار دوربین - واتسون نشان می‌دهد که فرض عدم همبستگی بین خطاها قابل پذیرش است. با توجه به این که سطح معنی‌داری (احتمال) متغیر ( $IDV*(\Delta C_t/M_{t-1})$ ) (۰/۴۵۶) بیشتر از ۵ درصد است؛ بنابراین، بین فردگرایی و نگهداشت وجه نقد ارتباط وجود ندارد و سطح معنی‌داری (احتمال) متغیر ( $UAI*(\Delta C_t/M_{t-1})$ ) (۰/۰۶۸) بیشتر از ۵ درصد است، بین اجتناب از عدم اطمینان و نگهداشت وجه نقد طبق مدل تعدیل

جدول ۵ - آزمون مدل پینکوویتز و همکاران (۲۰۰۶) بدون در نظر گرفتن معیارهای توسعه مالی و اقتصادی

متغیرها	ضریب $\beta$	آماره t	احتمال
$\alpha$	0/134	0/227	0/821
IDV	0/062	0/630	0/530
UAI	0/018	0/136	0/892

0/250	1/157	2/218	$\Delta CASH*IDV$
0/990	0/013	0/048	$\Delta CASH*UAI$
0/451	0/758	0/764	$E_{i,t}$
0/901	-0/125	-0/148	$\Delta E_{i,t}$
0/147	1/464	1/409	$\Delta E_{t+1}$
0/718	-0/363	-0/155	$\Delta NA_{i,t}$
0/472	0/722	0/246	$\Delta NA_{t+1}$
0/419	0/812	89/943	$RD_{i,t}$
0/595	0/534	25/537	$\Delta RD_{i,t}$
0/643	-0/465	-18/100	$\Delta RD_{t+1}$
0/079	-1/776	-3/140	$I_{i,t}$
0/483	0/705	2/898	$\Delta I_{i,t}$
0/934	-0/083	-0/338	$\Delta I_{t+1}$
0/033	-2/165	-2/844	$D_{i,t}$
0/006	2/821	2/487	$\Delta D_{i,t}$
0/021	-2/346	-3/379	$\Delta D_{t+1}$
0/000	-7/765	-0/520	$\Delta V_{t+1}$
0/469	-0/727	-0/623	$CASH_{i,t}$
0/592	-0/538	-7/390	$\Delta CASH_{i,t}$
0/208	-1/269	-1/392	$\Delta CASH_{t+1}$
دوربین - واتسون: ۱/۸۴۸	$R^2$ تعدیل شده: ۰/۵۱۷	سطح معناداری مدل: ۰/۰۰۰	

بیشتر از ۵ درصد است، بین اجتناب از عدم اطمینان و ارزشیابی نگهداشت وجه نقد طبق مدل پینکوویتز و همکاران (۲۰۰۶) بدون در نظر گرفتن معیارهای توسعه مالی و اقتصادی ارتباط وجود ندارد. طبق مدل پینکوویتز و همکاران (۲۰۰۶) بدون در نظر گرفتن معیارهای توسعه مالی و اقتصادی، نگهداشت وجه نقد تحت تأثیر ابعاد فرهنگی قرار نمی‌گیرد. آزمون مدل پینکوویتز و همکاران (۲۰۰۶) با در نظر گرفتن معیارهای توسعه مالی و اقتصادی به قرار زیر است:

مقدار ضریب تعیین تعدیل شده نشان می‌دهد متغیرهای مستقل ۵۱۷٪ از تغییرات متغیر وابسته را تبیین می‌نمایند. مقدار احتمال مدل (۰/۰۰۰) نشان می‌دهد در سطح خطای ۵٪ الگوی رگرسیون خطی معنادار است. مقدار دوربین - واتسون نشان می‌دهد فرض عدم همبستگی بین خطاها قابل پذیرش است. با توجه به اینکه سطح معنی‌داری (احتمال) متغیر  $(\Delta CASH*IDV)$  بیشتر از ۵ درصد است، بین فردگرایی و ارزشیابی نگهداشت وجه نقد ارتباط وجود ندارد و سطح معنی‌داری (احتمال) متغیر  $(\Delta CASH*UAI)$  (۰/۹۹۰)

جدول ۶ - آزمون مدل پینکوویتز و همکاران (۲۰۰۶) با در نظر گرفتن معیارهای توسعه مالی و اقتصادی

متغیرها	ضریب $\beta$	آماره $t$	احتمال
$\alpha$	1/019	1/401	0/165
IDV	0/028	0/616	0/540
UAI	0/003	0/043	0/966
$\Delta CASH*IDV$	-0/632	-0/675	0/501
$\Delta CASH*UAI$	0/803	0/452	0/653
$\Delta CASH*GDP$	-0/308	-0/976	0/332
$\Delta CASH*Market Cap$	0/105	0/817	0/416
$\Delta CASH*Stockmarket Turn$	0/091	3/151	0/002
GDP	-0/146	-1/309	0/194
Market Cap	-0/970	-12/262	0/000
Stockmarket Turn	-0/017	-2/072	0/041

0/383	0/877	0/406	$E_{i,t}$
0/855	-0/184	-0/100	$\Delta E_{i,t}$
0/127	1/544	0/696	$\Delta E_{t+1}$
0/000	5/107	1/100	$\Delta NA_{i,t}$
0/255	-1/147	-0/185	$\Delta NA_{t+1}$
0/514	0/655	0/005	$RD_{i,t}$
0/842	0/199	4/215	$\Delta RD_{i,t}$
0/298	-1/048	-0/008	$\Delta RD_{t+1}$
0/000	-5/225	-4/282	$I_{i,t}$
0/250	1/159	2/119	$\Delta I_{i,t}$
0/412	-0/825	-1/546	$\Delta I_{t+1}$
0/301	-1/040	-0/660	$D_{i,t}$
0/190	1/322	0/555	$\Delta D_{i,t}$
0/869	0/166	0/114	$\Delta D_{t+1}$
0/007	-2/747	-0/177	$\Delta V_{t+1}$
0/496	-0/685	-0/300	$CASH_{i,t}$
0/967	-0/041	-0/278	$\Delta CASH_{i,t}$
0/030	-2/213	-1/186	$\Delta CASH_{t+1}$
دوربین - واتسون: ۱/۹۸۳		$R^2$ تعدیل شده: ۰/۹۰۲	سطح معناداری مدل: ۰/۰۰۰

بین اجتناب از عدم اطمینان و ارزشیابی نگهداشت وجه نقد طبق مدل پینکوویتز و همکاران (۲۰۰۶) با در نظر گرفتن معیارهای توسعه مالی و اقتصادی ارتباط وجود ندارد. طبق مدل پینکوویتز و همکاران (۲۰۰۶) با در نظر گرفتن معیارهای توسعه مالی و اقتصادی، نگهداشت وجه نقد تحت تأثیر ابعاد فرهنگی قرار نمی‌گیرد.

شرکت‌ها به دو گروه از نظر اندازه بزرگ و کوچک تفکیک می‌شود. آزمون مدل پینکوویتز و همکاران (۲۰۰۶) در دو گروه مختلف به قرار زیر است:

مقدار ضریب تعیین تعدیل شده نشان می‌دهد متغیرهای مستقل ۹۰۲٪ از تغییرات متغیر وابسته را تبیین می‌نمایند. مقدار احتمال مدل (۰/۰۰۰) نشان می‌دهد در سطح خطای ۵٪ الگوی رگرسیون خطی معنادار است. مقدار دوربین - واتسون نشان می‌دهد که فرض عدم همبستگی بین خطاها قابل پذیرش است. سطح معنی‌داری (احتمال) متغیر ( $\Delta CASH * IDV$ ) (۰/۵۰۱) بیشتر از ۵ درصد است، بین فردگرایی و ارزشیابی نگهداشت وجه نقد ارتباط وجود ندارد و سطح معنی‌داری (احتمال) متغیر ( $\Delta CASH * UAI$ ) (۰/۶۵۳) بیشتر از ۵ درصد است،

جدول ۷ - آزمون مدل پینکوویتز و همکاران (۲۰۰۶) از نظر اندازه شرکت

اندازه کوچک			اندازه بزرگ			متغیرها
ضریب $\beta$	آماره $t$	احتمال	ضریب $\beta$	آماره $t$	احتمال	
0/431	0/609	0/548	6/032	1/510	0/143	$\alpha$
-0/062	-0/815	0/422	0/037	0/674	0/506	IDV
0/146	1/351	0/188	-0/110	-1/851	0/076	UAI
1/098	0/726	0/474	-0/913	-0/569	0/574	$\Delta CASH * IDV$
0/130	0/038	0/970	0/106	0/085	0/933	$\Delta CASH * UAI$
0/025	0/120	0/905	-2/794	-1/273	0/214	$\Delta CASH * GDP$
-0/315	-0/445	0/660	0/679	0/747	0/462	$\Delta CASH * Market Cap$

0/003	0/911	0/371	0/014	1/761	0/090	$\Delta CASH * Stockmarket Turn$
-0/001	-0/015	0/988	0/068	0/878	0/388	GDP
0/796	10/514	0/000	0/679	10/560	0/000	Market Cap
0/015	1/168	0/254	0/027	2/601	0/015	Stockmarket Turn
-0/139	-0/220	0/828	-0/824	-1/251	0/222	$E_{i,t}$
0/517	0/630	0/534	0/237	0/376	0/710	$\Delta E_{i,t}$
-0/155	-0/227	0/822	-0/980	-1/631	0/115	$\Delta E_{t+1}$
-1/576	-5/670	0/000	-0/933	-3/215	0/003	$\Delta NA_{i,t}$
-0/085	-0/230	0/820	0/119	0/802	0/430	$\Delta NA_{t+1}$
0/009	0/530	0/601	-0/002	-0/247	0/806	$RD_{i,t}$
-0/013	-1/358	0/186	0/004	0/728	0/473	$\Delta RD_{i,t}$
0/048	0/856	0/400	3/474	0/227	0/822	$\Delta RD_{t+1}$
1/296	0/995	0/329	3/394	3/727	0/001	$I_{i,t}$
0/424	0/119	0/906	0/576	0/320	0/752	$\Delta I_{i,t}$
2/223	0/733	0/470	3/205	1/449	0/159	$\Delta I_{t+1}$
0/886	0/890	0/382	0/830	1/158	0/258	$D_{i,t}$
-0/607	-1/010	0/322	-0/242	-0/406	0/688	$\Delta D_{i,t}$
0/446	0/428	0/672	0/850	1/032	0/312	$\Delta D_{t+1}$
-0/042	-0/603	0/551	0/044	0/621	0/540	$\Delta V_{t+1}$
-0/458	-0/677	0/504	0/661	0/875	0/390	$CASH_{i,t}$
-50/188	-0/474	0/639	10/428	10/253	0/221	$\Delta CASH_{i,t}$
0/986	0/1333	0/194	0/502	0/692	0/495	$\Delta CASH_{t+1}$
دوربین - واتسون: ۲/۲۳۴	$R^2$ تعدیل شده: ۰/۹۴۴	معناداری مدل: ۰/۰۰۰	$R^2$ تعدیل شده: ۰/۹۲۸	معناداری مدل: ۰/۰۰۰		دوربین - واتسون: ۱/۵۷۵

در این پژوهش به بررسی ارتباط بین ابعاد فرهنگی و ارزشیابی نگهداشت وجه نقد پرداخته شده است. به خاطر اینکه خواست محققان در این پژوهش به دنبال معرفی یک مدل تعدیل شده در زمینه ارزشیابی نگهداشت وجه نقد بوده است، بنابراین نتایج پژوهش براساس مدل پینکوویتز و همکاران (۲۰۰۶) مورد تحلیل قرار گرفته است. براساس مبانی نظری پژوهش، انتظار می‌رود که سطح فردگرایی موجب تشدید نگهداشت وجه نقد می‌شود و اجتناب از عدم اطمینان، پدیده انباشت شدن وجه نقد را کاهش می‌دهد. نتایج پژوهش نشان می‌دهد که مولفه‌های فرهنگی نمی‌تواند به عنوان یک عامل تعیین کننده مهم در ارزشیابی نگهداشت وجه نقد مطرح شود. هم‌چنین، مولفه‌های فرهنگی نقشی در تعیین ارزشیابی بازار سهام ایفا نمی‌کند. مسأله فوق می‌تواند این نوید را به سهامداران شرکت‌ها بدهد که مدیران مقدار ضریب تعیین تعدیل شده نشان می‌دهد متغیرهای مستقل ۹۲۸٪ و ۹۴۴٪ از تغییرات متغیر وابسته را تبیین می‌نمایند. مقدار احتمال مدل (۰/۰۰۰) نشان می‌دهد در سطح خطای ۵٪ الگوی رگرسیون خطی معنادار است. مقدار

مقدار ضریب تعیین تعدیل شده نشان می‌دهد متغیرهای مستقل ۹۲۸٪ و ۹۴۴٪ از تغییرات متغیر وابسته را تبیین می‌نمایند. مقدار احتمال مدل (۰/۰۰۰) نشان می‌دهد در سطح خطای ۵٪ الگوی رگرسیون خطی معنادار است. مقدار دوربین - واتسون نشان می‌دهد که فرض عدم همبستگی بین خطاها قابل پذیرش است. سطح معنی‌داری (احتمال) متغیر  $(\Delta CASH * IDV)$  (۰/۵۷۴ و ۰/۴۷۴) بیشتر از ۵ درصد است، بین فردگرایی و ارزشیابی نگهداشت وجه نقد در شرکت‌های بزرگ و کوچک ارتباط وجود ندارد و سطح معنی‌داری (احتمال) متغیر  $(\Delta CASH * UAI)$  (۰/۹۳۳ و ۰/۹۷۰) بیشتر از ۵ درصد است، بین اجتناب از عدم اطمینان و ارزشیابی نگهداشت وجه نقد در شرکت‌های بزرگ و کوچک ارتباط وجود ندارد. طبق مدل پینکوویتز و همکاران (۲۰۰۶)، با لحاظ نمودن اندازه شرکت، نگهداشت وجه نقد تحت تأثیر ابعاد فرهنگی قرار نمی‌گیرد.

#### بحث و نتیجه گیری

رضازاده، جواد (۱۳۸۱)، رابطه بین ارزش‌های اجتماعی مبتنی بر فرهنگ با ارزش‌های حسابرسی، رساله دکتری، دانشگاه علامه طباطبائی.

مدرس، احمد و دیانتی‌دیلمی، زهرا (۱۳۸۵)، رابطه فرهنگ و حسابداری، مجله حسابرسی.

ناطق گلستان، احمد؛ رهنمای رودپشتی، فریدون؛ یعقوب‌نژاد، احمد (۱۳۹۲)، تأثیر مولفه‌های فرهنگی بر ادراک ریسک سرمایه‌گذاران. فصلنامه مدیریت فرهنگی.

Beugelsdijk, S. Frijns, B (2010). A cultural explanation of the foreign bias in international asset allocation. *Journal of Banking and Finance*.

Chang, K. Noorbakhsh, A (2009). Does National Culture Affect International Corporate Cash Holdings? *J. of Multi, Fin, Manag*.

Chen, Y. Dou, P.Y. Rhee, S.G. Truong, C. Veeraraghavan, M (2015). National culture and corporate cash holdings around the world. *Journal of Banking and Finance*.

Chui, A.C.W. Titman, S. Wei, K.C.J (2010). Individualism and Momentum around the World. *Journal of Finance*.

Dang, Tung Lam. Luong, Luong Hoang. Nguyen, Lily H.G (2016). National Culture and Stock Price Crash Risk. [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com).

Fama, E.F. French, K.R (1998). Taxes, Financing Decisions, and Firm Value, *The Journal of Finance*.

Faulkender, M. Wang, R (2006). Corporate Financial Policy and the Value of Cash, *The Journal of Finance*.

Ferris, S.P. Jayaraman, N. Sabherwal, S (2013). CEO Overconfidence and International Merger and Acquisition Activity. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*.

Giacomino, Don E. David, Mielke (1993). Cash Flows: Another Approach to Ratio Analysis. *Journal of Accountancy*.

Gray, S.J. Kang, T. Yoo, Y.K (2013). National Culture and International Differences in the Cost of Equity Capital, *Management International Review*.

Guney, Y, Ozkan, A, Ozkan, N (2004). Additional International Evidence on corporate cash holdings. Available at: [ssrn.com](http://ssrn.com).

Hofstede, G (2001). Culture's consequences: Comparing values, behaviors, institutions, and

دوربین - واتسون نشان می‌دهد که فرض عدم همبستگی بین خطاها قابل پذیرش است. سطح معنی‌داری (احتمال) متغیر ( $\Delta CASH * IDV$ ) (۰/۵۷۴ و ۰/۴۷۴) بیشتر از ۵ درصد است، بین فردگرایی و ارزشیابی نگهداشت وجه نقد در شرکت‌های بزرگ و کوچک ارتباط وجود ندارد و سطح معنی‌داری (احتمال) متغیر ( $\Delta CASH * UAI$ ) (۰/۹۳۳ و ۰/۹۷۰) بیشتر از ۵ درصد است، بین اجتناب از عدم اطمینان و ارزشیابی نگهداشت وجه نقد در شرکت‌های بزرگ و کوچک ارتباط وجود ندارد. طبق مدل پینکوویتز و همکاران (۲۰۰۶)، با لحاظ نمودن اندازه شرکت، نگهداشت وجه نقد تحت تأثیر ابعاد فرهنگی قرار نمی‌گیرد.

#### منابع

آراد، حامد و عبدالله‌زاده، سلام (۱۳۹۱)، بررسی نظری تأثیر فرهنگ بر رویه‌های بین‌المللی حسابداری، حسابداری رسمی.

ایران‌زاده، سلیمان و محمودی‌اشان، محسن (۱۳۸۹)، شناخت فرهنگ سازمانی بر اساس مدل دنیسون در شرکت پلی‌نار، فصلنامه مدیریت بهره‌وری.

بنی‌مهد، بهمن؛ مرادزاده‌فرد، مهدی؛ اردکانی، معصومه (۱۳۹۲)، رابطه فرصت‌طلبی و ارزش‌های فرهنگی حسابداری. فصلنامه مدیریت فرهنگی.

بولو، قاسم؛ باباجانی، جعفر؛ محسنی‌ملکی، بهرام (۱۳۹۱)، رابطه بین وجه نقد بیشتر و کمتر از حد بهینه با عملکرد آینده شرکت، مجله دانش حسابداری.

جبارزاده، سعید؛ روشنی، هاجر؛ خدایاری، سبیله (۱۳۹۴)، رابطه عناصر فرهنگی و عدم تقارن اطلاعاتی در گزارشگری مالی. فصلنامه پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی.

دارابی، رویا و رام‌روز، علیرضا (۱۳۸۹)، بررسی تأثیر فرهنگ بر درک حسابداران از مفاهیم حسابداری بکارگرفته شده در استانداردهای گزارشگری مالی بین‌المللی، پژوهشنامه حسابداری مالی و حسابرسی.



Ozkan, A., Ozkan, N (2004). Corporate cash holdings: An empirical investigation of UK companies; *Journal of Banking & Finance*.

Pinkowitz, L. Stulz, R.M. Williamson, R (2006). Does the Contribution of Corporate Cash Holdings and Dividends to Firm Value Depend on Governance? A Cross-country Analysis, *The Journal of Finance*.

Ramirez, A. Tadesse, S (2009). Corporate Cash Holdings, Uncertainty Avoidance, and the Multinationality of Firms, *International Business Review*.

Salter, S.B. Niswander, F (1995). Cultural influence on the development of accounting systems internationally: a test of Gray's theory. *Journal of International Business Studies*.

Stulz, R. Williamson, R (2003). Culture, Openness, and Finance, *Journal of Financial Economics*.

Williamson, O.E (2000). The New Institutional Economics: Taking Stock, Looking Ahead. *Journal of Economic Literature*.

organizations across nations. Sage Publication Beverly Hills.

Inkeles, A. Levinson, D.J (1969). National character: The study of modal personality and sociocultural systems. *The handbook of social psychology*.

Jani, E. Hoesli, M. Bender, A. w.d (2004). Corporate Cash Holdings and Agency Conflicts.

Jensen, M (1986). Agency costs of free cash flow, corporate financing, and takeovers, *American Economic Review*.

Kim, J.B. Zhang, L (2015). Accounting conservatism and stock price crash risk: firm-level evidence. *Contemporary Accounting Research*.

Li, K. Griffin, D. Yue, H. Zhao, L (2013). How does culture influence corporate risk-taking? *Journal of Corporate Finance*.

Newman, K. Nollen, S (1996). Culture and Congruence: The Fit between Management Practices and National Culture, *Journal of International Business Studies*.

North, D.C (1990). *Institutions, Institutional Change and Economic Performance*. Cambridge University Press, Cambridge, UK.

Opler, Tim. Stulz, R. M. Williamson, R (1999). The determinants and implications of Cash Holdings. *Journal of Financial Economics*.

Orlova, Svetlana. Rao, Ramesh. Kong, Tong (2017). National Culture and the Valuation of Cash Holdings. *Journal of Business Finance & Accounting*.

## یادداشت‌ها

<sup>1</sup>Inkeles & Levinson

<sup>2</sup>Hofstede

<sup>3</sup>Ozkan & Ozkan

<sup>4</sup>Opler

<sup>5</sup>Guney et al

<sup>6</sup>Jensen

<sup>7</sup>North

<sup>8</sup>Williamson

<sup>9</sup>Chang & Noorbakhsh

<sup>10</sup>Ramirez & Tadesse

<sup>11</sup>Newman & Nollen

<sup>12</sup>Stulz & Williamson

<sup>13</sup>Orlova et al

<sup>14</sup>Jensen & Mackling

<sup>15</sup>Gray

<sup>16</sup>Dang et al

<sup>17</sup>Chui et al

<sup>18</sup>Ferris et al

<sup>19</sup>Li et al

<sup>20</sup>Kim & Zhang

<sup>21</sup>Beugelsdijk & Frijns

<sup>22</sup>Chen et al

<sup>23</sup>Salter & Niswander

<sup>24</sup>Giacomino & Mielke

<sup>25</sup>Schwartz

<sup>26</sup>Faulkender & Wang

<sup>27</sup>Pinkowitz et al