



فصلنامه مدیریت عملیات

سال دوم، شماره ۶، تابستان ۱۴۰۱

## تأثیر انحراف استراتژیک بر نگهداشت وجه نقد شرکت‌ها

تاریخ دریافت: ۱۴۰۱/۰۳/۱۳ تاریخ پذیرش: ۱۴۰۱/۰۸/۱۱

یونس بادآور نهندی\*

شهلا عباس زاده\*\*

المیرا شهامی فر\*\*\*

### چکیده:

امروزه میزان دارایی‌های نقدی نگهداری شده توسط شرکت‌ها و عوامل موثر بر آن از مباحث مهمی هستند که در ادبیات مالی مورد توجه قرار گرفته‌اند. از این رو پژوهش حاضر به بررسی تأثیر انحراف استراتژیک بر سطح و ارزش نگهداشت وجه نقد می‌پردازد. این پژوهش از لحاظ هدف، جزء تحقیقات کاربردی بوده و از بعد روش‌شناسی، علی و از لحاظ زمان انجام پژوهش از نوع پس‌رویدادی می‌باشد. فرضیه‌های پژوهش با استفاده از نمونه‌ای متشکل از ۱۲۰ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۹۳ تا ۱۳۹۹ و با بهره‌گیری از مدل رگرسیون چند متغیره مبتنی بر تکنیک داده‌های تابلویی با استفاده از نرم‌افزارهای استاتا و اکسل مورد تحلیل و آزمون قرار گرفته است. نتایج حاصل از پژوهش نشان می‌دهد که انحراف استراتژیک بر سطح نگهداشت وجه نقد تأثیری معنادار و منفی دارد ولی بر ارزش بازار نگهداشت وجه نقد تأثیر ندارد. می‌توان نتیجه گرفت که میزان انحراف‌های مدیران در فعالیت‌های یک شرکت نسبت به صنعت می‌تواند ناشی از انگیزه معاملاتی باشد و در حالت کلی بر ارزش نگهداشت وجه نقد شرکت موثر نمی‌باشد.

**کلیدواژه:** انحراف استراتژیک، سطح نگهداشت وجه نقد، ارزش نگهداشت وجه نقد، تئوری نمایندگی

\* نویسنده مسئول، دانشیار گروه حسابداری، واحد تبریز، دانشگاه آزاد اسلامی، تبریز، ایران. badavamahandi@iaut.ac.ir

\*\* مربی گروه حسابداری، دانشگاه فنی و حرفه‌ای، تهران، ایران.

\*\*\* کارشناس ارشد گروه حسابداری، موسسه آموزش عالی دانشوران، تبریز، ایران. Elmira.shahamifar@gmail.com

## ۱- مقدمه

وجه نقد یکی از با اهمیت‌ترین و متعارف‌ترین دارایی‌ها در واحد تجاری است؛ لذا می‌توان آن را به عنوان یکی از حیاتی‌ترین منابع در هر واحد سودآور نام برد و باید به مدیریت آن پرداخت (دیتمار و همکاران<sup>۱</sup>، ۲۰۰۷). شرکت‌ها با توجه به مزایای نگهداری وجه نقد خواهان نگهداری وجه نقد می‌باشند، از طرفی دیگر نگهداری مازاد وجوه نقد خود منجر به ایجاد هزینه فرصت و همچنین سبب شکل‌گیری تضاد نمایندگی بین مدیران و سهامداران می‌شود. بنابراین به ایجاد توازن در آن نیاز است. از طرفی، پایین بودن وجه نقد نگهداری شده ممکن است موجب شود که شرکت نتواند در فرصت‌های سرمایه‌گذاری با خالص ارزش فعلی مثبت، پیشقدم شود و نیز احتمال بروز مشکلات مالی را افزایش می‌دهد. بنابراین، مدیریت کارآمد انگیزه در نگهداری مقدار مطلوب از این نوع دارایی را دارد. البته نگهداری وجه نقد می‌تواند شرکت‌ها را از نیاز به تأمین مالی خارجی پرهزینه برای فرصت‌های سرمایه‌گذاری پیش‌رو بی‌نیاز نماید. همچنین اعتماد به نفس بیش از حد مدیران اثر منفی بر سرعت تعدیل نگهداشت وجه نقد دارد و عدم تقارن را بین شرکت‌هایی که نقدینگی مازاد دارند و شرکت‌هایی که کسری نقدی دارند افزایش می‌دهد (کلاک<sup>۲</sup>، ۲۰۲۱). یکی از عوامل اثرگذار بر نگهداشت وجه نقد، انحراف استراتژیک می‌باشد. انحراف استراتژیک به میزانی که الگوی تخصیص منابع شرکت از معیارهای صنعت مربوطه منحرف شود گفته می‌شود. در تحقیقات پیشین به عوامل اثرگذار دیگر بر نگهداشت وجه نقد مورد بررسی قرار گرفته است، بنابراین، با توجه به اینکه بررسی این موضوع در مطالعات داخلی مغفول مانده است، پژوهش حاضر با هدف پوشش این شکاف تحقیقاتی به بررسی تاثیر انحراف استراتژیک بر نگهداشت وجه نقد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۹۳ تا ۱۳۹۹ پرداخته است. به عبارتی، در این پژوهش

---

<sup>1</sup> Dietmar and et al

<sup>2</sup> Kalak

بررسی می‌شود که تاثیر انحراف استراتژیک بر نگهداشت وجه نقد شرکت‌ها چگونه است؟  
و تاثیر انحراف استراتژیک بر ارزش بازار وجه نقد شرکت‌ها چگونه است؟

## ۲- مبانی نظری

وجوه نقد از مهمترین عوامل سلامت اقتصادی واحد تجاری و تداوم فعالیت آن است که به منظور بهره‌برداری از فرصت‌های سرمایه‌گذاری سودآور و مقابله با رویدادهای پیش‌بینی نشده آینده، نقش محوری دارد. کینز سه انگیزه نیاز به انجام معاملات، انجام اقدامات احتیاطی و مقابله با شرایط دارای ریسک را سبب نگهداری وجه نقد می‌داند. انگیزه انجام معاملات به علت هزینه‌بر بودن استفاده از سایر دارایی‌ها (به جز وجه نقد) در انجام معاملات تجاری است. از طرف دیگر، انگیزه احتیاطی بیشتر در مورد مقابله با ریسک کمبود نقدینگی، استفاده از فرصت‌های تجاری و اجتناب از ورشکستگی است (آقایی، ۱۳۸۸). بنابراین مدیران باید وجه نقد احتیاطی را در حساب‌های خود ذخیره کنند تا در برابر شرایط اضطراری غیرمنتظره از شرکت محافظت کنند (چونگ و همکاران، ۲۰۲۲).<sup>۱</sup> همچنین سیاست‌های سرمایه‌گذاری میزان نگهداشت وجه نقد شرکت‌ها را تحت تاثیر قرار می‌دهد به طوری که مدیران از طریق سیاست سرمایه‌گذاری می‌توانند نقدینگی شرکت را تقویت کنند (پورغفار، ۱۴۰۰). معمولاً افراد تمایل دارند به روش‌هایی شبیه به هم‌تایان صنعت خود رفتار کنند و ادبیات اجتماعی - روانی این فرآیند را مطابق با هنجارهای توصیفی برچسب می‌زند (تایلر و بلومفیلد، ۲۰۱۱).<sup>۲</sup> از نظر تئوری، محققان در مورد استراتژیک و میزان بهینه آن دو نوع‌اند: (۱) شرکت منطبق با استراتژی‌های (هنجارهای) صنعت و (۲) شرکت منحرف از استراتژی‌های (هنجارهای) صنعت (دیفوس،<sup>۳</sup> ۱۹۹۹). بر این اساس، یک استراتژی انحرافی از هنجارهای صنعت منحرف می‌شود، در حالی که یک استراتژی مطابق با هنجارهای صنعت شکل می‌گیرد. محققان استراتژی

---

<sup>1</sup> Chang and et al

<sup>2</sup> Tayler & Bloomfield

<sup>3</sup> Deephouse

اصرار دارند که یک شرکت باید یک انحراف استراتژیک اتخاذ کند که بتواند به آنها در بهره‌برداری از بخش‌های بازار بلامنازع، ایجاد روابط برتر بین مشتری و تامین‌کننده و برنده شدن در مزایای رقابتی نسبت به هم‌تایان، کمک کند (پورتر،<sup>۱</sup> ۱۹۸۰). در مقابل، محققان سازمانی یک استراتژی انحرافی را با این استدلال رد می‌کنند که موضوعات عدم انطباق، باعث عدم تقارن اطلاعاتی بین یک شرکت و خارج از آن می‌شود (لیتف و همکاران،<sup>۲</sup> ۲۰۱۲) و در نهایت مانع از کسب منابع توسط یک شرکت می‌شود. رقابت مطابق با استانداردهای صنعت، معیارهای عملکرد و اعتبار را برای سهامداران فراهم می‌کند (زیبل،<sup>۳</sup> ۱۹۹۵؛ کارپنتر،<sup>۴</sup> ۲۰۰۰). شرکتی که یک استراتژی را اتخاذ می‌کند و از هنجارهای صنعت منحرف می‌شود، کمتر از این اثرات جانبی، سود می‌برد بنابراین، سهامداران با هزینه‌های پردازش اطلاعات در هنگام ارزیابی یک استراتژی انحرافی خاص مواجه هستند که یک محیط اطلاعاتی مبهم ایجاد می‌کند. علاوه بر این، یک انحراف استراتژیک، شرکت را از رقابت شدید حفظ می‌کند (براون و ایسینهارت،<sup>۵</sup> ۱۹۹۸). کاهش رقابت، اثربخشی نظارت خارجی را تضعیف می‌کند و باعث می‌شود مدیران به جمع‌آوری پول برای فعالیت‌های خدمت به خود انگیزه پیدا کنند (دیتمار و همکاران،<sup>۶</sup> ۲۰۰۳). در نتیجه، شرکت‌های با انحراف استراتژیک، به خاطر انگیزه نمایندگی، پول نقد بیشتری دارند. این امر به ارتباط مثبت بین انحراف استراتژیک و نگهداری وجه نقد شرکت اشاره دارد. یک انحراف استراتژیک اغلب پیچیده و ریسک‌دار است، که منجر به عملکرد شدید (تانگ و همکاران،<sup>۷</sup> ۲۰۱۱) و عدم قطعیت جریان نقدی می‌شود (کارپنتر، ۲۰۰۰). بنابراین، شوک‌های جریان نقدی معکوس، احتمال دارد که شرکت‌های با انحراف

---

<sup>1</sup> Porter

<sup>2</sup> Litov and et al

<sup>3</sup> Zwiebel

<sup>4</sup> Carpenter

<sup>5</sup> Brown & Eisenhardt

<sup>6</sup> Dittmar et al

<sup>7</sup> Tang and et al

استراتژیک را تحت تاثیر قرار دهند. بنابراین، این قبیل شرکت‌ها برای تحمل چنین شوک‌هایی به ذخایر نقدی نیاز دارند. علاوه بر این، شرکت‌های با انحراف استراتژیک اغلب روابط منحصر به فرد با کارمند و تامین‌کننده و همچنین روابط جدید با مشتری را ایجاد می‌کنند و برای تامین هزینه‌های غیر منتظره به پول نقد نیاز دارند. در نتیجه، شرکت‌های با انحراف استراتژیک نیز یک انگیزه احتیاطی برای نگهداری پول نقد دارند. مجدداً، این امر یک رابطه مثبت بین انحراف استراتژیک و نگهداری وجه نقد شرکت را نشان می‌دهد. حفظ وجه نقد در حضور محدودیت‌های مالی به ارزش شرکت کمک می‌کند یعنی، محدودیت‌های مالی، ارزش پول نقد را افزایش می‌دهند (فالکندر و وانگ، ۲۰۰۶). با این حال، وجه نقد نگهداری شده نیز این احتمال را ایجاد می‌کند که مدیران بتوانند پول نقد را برای مصارف خصوصی خود مصرف کنند یعنی، هزینه‌های نمایندگی، ارزش پول نقد را کاهش می‌دهند. در مقابل، اگر یک انحراف استراتژیک، محدودیت‌های مالی را جذب کند و شرکت‌های دارای استراتژی انحرافی پول نقد را برای یک انگیزه احتیاطی نگه دارند، بازار سرمایه، ارزش آن پول نقد را درک خواهد کرد. در این حالت، ارزش پول نقد نگهداری شده با انحراف استراتژیک افزایش می‌یابد. در مجموع، یک انحراف استراتژیک می‌تواند بسته به انگیزه‌های نگهداری آن، ارزش پول نقد را افزایش یا کاهش دهد. همچنین توجه مدیران سازمان‌ها به سطح بهینه نگهداشت وجه نقد، متناسب با استراتژی‌های اتخاذ شده توسط مدیران موجب می‌گردد تا در هنگام برآورد نیازهای نقدی و تعیین ذخایر نقدی، افتراق‌های موجود بین عوامل مالی و غیر مالی موثر بر سطح نگهداشت وجه نقد کاهش یافته و بر غنی‌سازی تصمیمات مالی سرمایه‌گذاران و تحلیل‌گران بازار سرمایه افزوده شود. همچنین، پیامدهای ناشی از نگهداشت نامطلوب وجه نقد در واحدهای اقتصادی به خصوص در کشورهای تورمی، کمتر دامن‌گیر تصمیمات نقدی شرکت‌ها گردد (محمودی یکه باغی، ۱۳۹۹).

---

<sup>1</sup> Faulkender & Wang

## ۳- پیشینه‌ی پژوهش

اوپلر و همکاران<sup>۱</sup> (۱۹۹۹) در بررسی عوامل مؤثر بر وجه نقد دریافتند که شرکت‌های با فرصت‌های رشد بالاتر و جریان‌های نقدی با ریسک بیشتر، نسبت وجه نقد به کل دارایی‌های غیرنقدی بیشتری را نگهداری می‌کنند. ازکان و ازکان<sup>۲</sup> (۲۰۰۴) در بررسی عوامل مؤثر بر موجودی نقد به این نتیجه دست یافتند که جریان‌های نقدی و فرصت‌های رشد شرکت‌ها آثار مثبتی بر موجودی نقد آنها دارد. پینکوتز و همکاران<sup>۳</sup> (۲۰۰۶) دریافتند که ارتباط مثبت بین سطح نگهداشت وجه نقد و ارزش شرکت، وجود دارد. نتایج پژوهش هارفورد و همکاران<sup>۴</sup> (۲۰۰۸) نشان می‌دهد که مالکیت داخلی و درصد مالکیت نهادی بیشتر، موجب افزایش سطح نگهداشت وجه نقد می‌شوند. درحالی که کیفیت حاکمیت شرکتی و اندازه هیئت مدیره تأثیری معکوس بر سطح نگهداشت وجه نقد داشته‌اند. اسکوبن و وان هول<sup>۵</sup> (۲۰۱۲) در پژوهشی با عنوان سهم بازار و سیاست نقدی به بررسی تاثیر سهم بازار بر سیاست وجوه نقد سازمان‌ها می‌پردازد و نشان می‌دهند شرکت‌هایی که سهم زیاد در بازار دارند، تمایل دارند وجه نقد کمتری داشته باشند. رابطه بین سهم بازار و سیاست وجوه نقد، زمانی کاملاً آشکار است که خطر وارد شدن ضرر و زیان که با استفاده از شباهت تکنولوژی یک شرکت با رقیبان آن در صنعت و یا تمرکز بازار در یک بخش اندازه‌گیری می‌شود بالا باشد. نتایج پژوهش چیونگ<sup>۶</sup> (۲۰۱۶) حاکی از آن است که مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکت‌ها باعث افزایش میزان وجه نقد نگهداری شده آنها می‌گردد. زویان دونگ و همکاران<sup>۷</sup> (۲۰۲۰) به بررسی رابطه بین انحراف استراتژیک و وجه نقد پرداختند و به این نتیجه رسیدند که رابطه مثبت بین نگهداشت وجه نقد و

---

<sup>1</sup> Opler and et al

<sup>2</sup> Ozkan & Ozkan

<sup>3</sup> Pinkowitz and et al

<sup>4</sup> Harford et al

<sup>5</sup> Schoubben & Van Hhulle

<sup>6</sup> Chiong and et al

<sup>7</sup> Xueyan Dong and et al

انحراف استراتژیک وجود دارد. همچنین شرکت‌های دارای انحراف استراتژیک بالا، ارزش بازار کمتری برای پول نقد دارند، و شرکت‌هایی که هزینه نمایندگی بالایی دارند، یک ارتباط قوی‌تر بین انحراف استراتژیک و نگهداشت وجه نقدی را دارند. نتایج پژوهش کلاک و همکاران (۲۰۲۱) حاکی از تأثیر منفی بیش اطمینانی مدیر عامل بر سرعت نگهداشت تعدیل وجه نقد است. چونگ و همکاران (۲۰۲۲) به این نتیجه دست یافتند که شرکت‌هایی که نگهداشت وجه نقد بالاتری دارند، می‌توانند به سرعت عملکرد عملیاتی خود را بعد از یک بحران مالی از طریق هزینه‌های سرمایه‌ای بازبایی کنند. فخاری و تقوی (۱۳۸۸) به این نتیجه رسیدند که کیفیت گزارشگری مالی رابطه منفی و معنی‌دار با وجه نقد و معادل نقد دارد و همچنین متغیرهای فرصت رشد، جریان نقد و دارایی‌های نقدی اثر مثبت و متغیرهای اندازه، سررسید بدهی و هزینه فرصت اثر منفی بر مانده وجه نقد دارند. آقایی و همکاران (۱۳۸۸) دریافتند که حساب‌های دریافتنی، خالص سرمایه درگردش، موجودی‌های کالا، بدهی‌های کوتاه مدت، به ترتیب از مهم‌ترین عوامل دارای تأثیر منفی بر نگهداری موجودی‌های نقدی هستند. حساس یگانه و همکاران (۱۳۹۰) با بررسی عوامل موثر بر موجودی نقد، تأثیر اهرم مالی بر موجودی نقد را منفی ارزیابی نمودند. فروغی و همکاران (۱۳۹۵) در پژوهشی به بررسی تأثیر سازوکارهای نظارتی سهامداران نهادی بر رابطه جریان‌های نقدی و تغییرات سطح نگهداشت وجه نقد شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج حاصل از آزمون فرضیه پژوهش بیانگر آن است که بین جریان‌های نقدی مثبت و منفی و سطح نگهداشت وجه نقد شرکت‌ها با وجود سهامداران نهادی در شرکت رابطه معکوس و معنی‌داری وجود دارد. محمودی یکه باغی و همکاران (۱۳۹۹) به این نتیجه رسیدند که بین استراتژی کسب و کار شرکت و سطح نگهداشت وجه نقد، ارتباط منفی و معناداری وجود دارد. پورغفار و اسکویی (۱۴۰۰) دریافتند که بین نگهداشت وجه نقد و سیاست‌های سرمایه‌گذاری رابطه مستقیم معناداری وجود دارد. متین فرد و چهارم‌حالی (۱۴۰۱) دریافتند که رابطه منفی و معناداری میان متغیرهای عدم قطعیت اقتصادی شاخص بازار سهام و شاخص بهای مصرف‌کننده با متغیر

سطح نگهداشت وجه نقد وجود دارد. با توجه به مطالب و بررسی‌هایی که در خصوص سوابق پژوهش در دانشگاه‌ها و همچنین سایت‌های علمی به عمل آمد، دریافتیم که هر چند پژوهش‌های بسیار گسترده‌ای در داخل و خارج از کشور در خصوص تک‌تک متغیرهای مورد آزمون در این پژوهش به عمل آمده است، ولی هیچ پژوهش یا مقاله‌ای که به طور مستقیم در خصوص ارتباط بین انحراف استراتژیک با سطح نگهداری وجه نقد و ارزش نگهداری وجه نقد در ایران انجام گردیده باشد، یافت نشده است و از این جهت موضوعی جدید و بدیع می‌باشد. لذا به نظر می‌رسد که بررسی ارتباط بین این مولفه‌ها گامی مفید در جهت تکمیل ادبیات مربوط به این موضوع نگهداری وجه نقد در محیط اقتصادی ایران باشد و با توجه به اینکه نتایج آن برای سهامداران، سرمایه‌گذاران، مؤسسات اعتباری و شرکت‌ها می‌تواند مفید باشد؛ لذا جنبه نوآوری بودن آن به روشنی قابل درک می‌باشد و می‌تواند راهگشایی برای پژوهش‌های آتی باشد. همچنین انجام این پژوهش باعث توسعه ادبیات و مبانی نظری پژوهش در این زمینه باشد.

#### **فرضیه‌های پژوهش :**

فرضیه اول: انحراف استراتژیک بر وجه نگهداری شده شرکت تاثیر دارد.

فرضیه دوم: انحراف استراتژیک بر ارزش بازار وجه نقد نگهداری شده شرکت تاثیر دارد.

#### **۴- روش‌شناسی پژوهش**

این پژوهش از لحاظ هدف، از نوع پژوهش کاربردی می‌باشد از لحاظ روش شناخت پژوهش، از نوع همبستگی و علی پس رویدادی می‌باشد. تمام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، جامعه آماری این پژوهش طی قلمرو زمانی ۱۳۹۳ تا ۱۳۹۹ می‌باشد، همچنین به خاطر محاسبه برخی متغیرها (انحراف معیار برای ۳ سال گذشته) از اطلاعات ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۲ نیز استفاده شده است. در تحقیق حاضر به منظور نمونه‌گیری از نمونه‌گیری هدفمند (حذف سیستماتیک) استفاده شده است. بدین منظور کلیه شرکت‌های جامعه آماری که دارای شرایط زیر باشند به عنوان نمونه انتخاب و بقیه حذف گردیدند:



جدول ۱. نحوه انتخاب نمونه آماری

تعداد	تعداد	شرح
۴۷۲		تعداد شرکت‌های جامعه آماری تا پایان سال ۱۳۹۹
۷۱		شرکت‌های سرمایه‌گذاری، بانک‌ها، واسطه‌گری مالی، بیمه‌ها، هلدینگ‌ها و لیزینگ‌ها
۱۱۰		شرکت‌هایی که پایان سال مالی آنها منتهی به ۲۹ اسفندماه نیست
۱۰۹		شرکت‌هایی که نماد معاملاتی آنها طی دوره پژوهش بیش از سه ماه متوقف شده باشد.
۴۱		شرکت‌هایی که بیش از ۳ ماه توقف نماد داشته‌اند
۱۲		صنایع کمتر از ۵ شرکت
۹		شرکت‌هایی که اطلاعات آنها در دسترس نیست
(۳۵۲)		شرکت‌های حذف شده در نمونه آماری پژوهش
۱۲۰		شرکت‌های باقیمانده در نمونه آماری پژوهش

با توجه به بررسی‌های انجام شده، ۱۲۰ شرکت در بازه زمانی یاد شده حائز شرایط بالا بودند و برای نمونه پژوهش انتخاب شدند. اطلاعات لازم شرکت‌ها از طریق نرم افزار ره‌آورد نوین و پایگاه رسمی اینترنتی سازمان بورس اوراق بهادار گردآوری شد. داده‌ها با استفاده از نرم افزار Stata تجزیه و تحلیل شدند.

در پژوهش حاضر، فرضیه‌ها به کمک مدل‌های رگرسیونی چند متغیره مبتنی بر داده‌های تابلویی آزمون می‌شوند. برای آزمون فرضیه‌های اول و دوم به ترتیب از رابطه ۱ و ۲ (برگرفته از مدل رگرسیونی زویان دانگ، ۲۰۲۰) استفاده شده است:

$$Cash_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Sd_{i,t} + \beta_2 Size_{i,t} + \beta_3 Lev_{i,t} + \beta_4 CFOVol_{i,t} + \beta_5 Cap_{i,t} + \beta_6 CFO_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad \text{(رابطه ۱)}$$

$$Ri - Rm_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Cash + \beta_2 Sd_{i,t} + \beta_3 Cash * Sd_{i,t} + \beta_4 Size_{i,t} + \beta_5 Lev_{i,t} + \beta_6 CFOVol_{i,t} + \beta_7 Cap_{i,t} + \beta_8 CFO_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad \text{(رابطه ۲)}$$

۱- متغیر وابسته:

سطح نگهداشت وجه نقد: سطح نگهداشت وجه نقد معیاری برای اندازه گیری عملکرد شرکت‌ها است و وجه نقدی را نشان می دهد که شرکت پس از انجام مخارج لازم برای نگهداری یا توسعه دارایی و یا ذخایر احتیاطی، در اختیار دارد (افلاطونی، ۱۳۹۴).

$$Cash\ Holding_{i,t} = \frac{(Cash_{it})}{Total\ Assets_{it}}$$

Cash Holding<sub>i,t</sub>: نسبت مقدار وجه نقد نگهداری شده توسط شرکت i تا پایان سال t

Cash: وجوه نقد + موجودی نقد و بانک + سرمایه گذاری های کوتاه مدت

Total Assets<sub>i,t</sub>: کل دارایی ها

ارزش نگهداشت وجه نقد: پس از محاسبه سطح نگهداشت وجه نقد، برای تعیین ارزش ایجاد شده توسط وجوه نقد در مدل رگرسیونی از تفاوت بازده های سالانه سهام و بازده بازار به عنوان معیار تعیین ارزش در نقش متغیروابسته برای فرضیه های پژوهش استفاده شده است.

$$AbRet_{i,t} = R_i - R_m$$

بازده شرکت از فرمول زیر محاسبه می شود:

$$R_{i,t} = \frac{P_{i,t} (1 + \alpha + \beta) - (P_{i,t-1} + c\alpha) + DPS}{P_{i,t-1} + c\alpha}$$

R<sub>i,t</sub>: بازده واقعی شرکت i در سال t می باشد، P<sub>i,t</sub>: قیمت در پایان سال t می باشد،

P<sub>i,t-1</sub>: قیمت در ابتدای سال t می باشد، α: درصد افزایش سرمایه از محل آورده نقدی

و مطالبات، β: درصد افزایش سرمایه از محل اندوخته ها و سود سهمی، c: مبلغ پذیره

نویسی سهام (در ایران معمولاً ۱۰۰۰ ریال)، DPS: سود نقدی هر سهم.

بازده بازار از فرمول زیر محاسبه می شود:

$$R_m = \frac{Rm_t - Rm_{t-1}}{Rm_{t-1}}$$

$Rm_t$ : شاخص در پایان دوره ،  $Rm_{t-1}$ : شاخص در اول دوره

۲- متغیر مستقل: در پژوهش حاضر انحراف استراتژیک به عنوان متغیر مستقل در نظر گرفته شده است که به شرح زیر اندازه گیری شده است:

انحراف استراتژیک: برای اندازه گیری انحراف استراتژیک ابتدا منابعی که استقرار استراتژی یک شرکت مشخص می نماید، محاسبه می گردد که شامل ۶ شاخص به صورت زیر است:

(۱) شدت تبلیغات: هزینه تبلیغات تقسیم بر کل فروش

(۲) شدت تحقیق و توسعه: هزینه های تحقیق و توسعه تقسیم بر کل فروش

(۳) تازگی ماشین آلات و تجهیزات: خالص اموال، ماشین آلات و تجهیزات تقسیم بر ناخالص اموال، ماشین آلات و تجهیزات

(۴) سربار غیرتولیدی: هزینه های اداری، عمومی و فروش تقسیم بر کل دارایی ها

(۵) سطح موجودی: موجودی مواد و کالا تقسیم بر کل دارایی ها

(۶) اهرم مالی: کل بدهی (بدهی بلندمدت + بدهی کوتاه مدت) تقسیم بر کل دارایی ها

ابتدا ۶ منبع استقرار استراتژی برای هر شرکت در هر صنعت محاسبه می گردد؛

سپس هر بعد استراتژیک از طریق فرمول زیر استانداردسازی می شود:  $Z = \frac{X - \mu}{\sigma}$  (لازم به ذکر است در این فرمول  $Z$  نمره استاندارد برای داده های  $X$  می باشد،  $X$  مقدار مشاهده متغیر در هر سال ،  $\mu$  میانگین صنعت در هر سال ،  $\sigma$  انحراف معیار متغیر در سه سال گذشته برای صنعت می باشد) (زویان دونگ و همکاران، ۲۰۲۰).

### ۳- متغیرهای کنترلی:

اندازه شرکت: در پژوهش حاضر اندازه شرکت برابر با لگاریتم طبیعی کل دارایی‌های شرکت  $i$  در سال  $t$  می‌باشد.

$$Size_{i,t} = Ln(A)_{i,t}$$

$Size_{i,t}$ : اندازه شرکت  $i$  در سال  $t$ ،  $Ln(A)_{i,t}$ : لگاریتم طبیعی کل دارایی‌های شرکت  $i$  در سال  $t$

اهرم مالی: اهرم مالی میزان وجوهی را نشان می‌دهد که بوسیله بدهی تأمین مالی شده است. در این پژوهش برای محاسبه سطح اهرم مالی شرکت، کل بدهی‌ها بر کل دارایی‌های شرکت  $i$  در سال  $t$  تقسیم می‌شود.

$$Lev_{i,t} = \frac{L_{i,t}}{A_{i,t}}$$

$lev_{i,t}$ : سطح اهرم شرکت  $i$  در سال  $t$ ،  $L_{i,t}$ : کل بدهی‌های شرکت  $i$  در سال  $t$ ،

$A_{i,t}$ : کل دارایی‌های شرکت  $i$  در سال  $t$

نوسان‌های جریان‌های نقدی: برای سنجش انحراف جریان‌های نقد عملیاتی از اطلاعات خالص جریان‌های نقد عملیاتی در هر سال بر میانگین دارایی‌ها تقسیم می‌شود.

$$VolCfo_{i,t} = SD\left(\frac{CFO_{i,t}}{AvAsset_{i,t}}\right)$$

در نهایت انحراف معیار سه سال اخیر نشان دهنده میزان نوسان‌های جریان‌های نقدی خواهد بود.

خالص سرمایه در گردش: سرمایه در گردش حاصل تفاوت دارایی‌های جاری و بدهی‌های جاری می‌باشد که از تقسیم بر کل دارایی‌ها استاندارد شده است.

جریان‌های نقدی عملیاتی: جریان‌های نقدی عملیاتی هر سال از طریق تقسیم بر کل دارایی‌های همان سال همگن شده است.

شایان ذکر است، جهت گردآوری اطلاعات در خصوص مفاهیم نظری، تعیین ادبیات موضوع تحقیق و پیشینه تحقیق از روش کتابخانه‌ای (آرشیوی) و مطالعات اسنادی استفاده شده است و اطلاعات مورد نیاز برای پردازش بخش عملی و فرضیات تحقیق از روش میدانی بهره‌مند شده‌ایم، بطوری‌که داده‌های مورد نیاز برای آزمون مدل از بانک‌های اطلاعاتی ره‌آورد نوین و جمع‌آوری داده‌های مورد نیاز از آرشیو بورس اوراق بهادار تهران صورت گرفته است. بدین صورت که اطلاعات پس از استخراج به نرم افزار EXCEL انتقال داده شده و مورد پژوهش قرار گرفته است و سپس برای آزمون فرضیه‌ها از نرم افزار Stata استفاده شده است.

جدول ۲ آمار توصیفی متغیرهای آزمون شده را که شامل برخی شاخص‌های مرکزی و پراکندگی است، طی ۸۴۰ سال - شرکت مشاهده، نشان می‌دهد. کمترین میزان نگهداشت وجه نقد نزدیک به صفر و بیشترین مقدار آن ۸۳ درصد دارایی‌های شرکت می‌باشد. میانگین نگهداشت وجه نقد در بورس ایران بطور متوسط ۷ درصد می‌باشد. میانگین بازده غیرعادی در بازار ایران نشان می‌دهد سهام هر شرکت به طور متوسط حدود ۴ درصد بیشتر از بازده واقعی شرکت در بازار بازده داشته است. کمترین میزان انحراف استراتژیک حدود ۰/۰۲ و بیشترین مقدار آن ۴/۸۲ برابر انحراف از استانداردهای صنعت برای فعالیت‌های استراتژیک را شرکت نشان می‌دهد. میانگین انحراف استراتژیک در ایران ۰/۶۵ نشان می‌دهد انحراف از خط مشی‌های صنعت در میان شرکت‌ها قابل توجه است. میانگین ۱۴/۷ برای اندازه شرکت‌های بورسی از حجم و گستردگی نسبی دارایی‌های این شرکت‌ها حکایت دارد. میانگین اهرم مالی برابر با ۵۵ درصد می‌باشد که نشان می‌دهد ۵۵ درصد دارایی‌های شرکت‌های بورسی ایران از محل بدهی تامین شده است و این از ریسک مالی نسبی حکایت دارد. متوسط نوسانات جریان‌های نقدی نشان می‌دهد ۱۰ درصد بطور متوسط در جریان‌های نقدی سه سال اخیر

شرکت‌ها نوسان مثبت و همواره در حال مثبت شدن داشته است. میانگین سرمایه در گردش نیز نشان می‌دهد ۱۲ درصد دارایی‌های شرکت‌های بورس تهران پاسخگوی سرمایه در گردش این شرکت‌ها می‌باشد. میانگین جریان‌های نقدی نیز ۱۶ درصد می‌باشد که انحراف معیار این متغیر از نوسان نسبتاً زیاد جریان‌های نقدی عملیاتی در بین شرکت‌ها حکایت دارد.

جدول ۲. آمار توصیفی متغیرهای اصلی پژوهش

متغیر	تعداد مشاهدات	میانگین	انحراف معیار	حداقل	حداکثر
سطح نگهداشت وجه نقد	۸۴۰	۰/۰۷۶۵	۰/۰۹۸۸	۰/۰۰۰۲	۰/۸۳۳۷
بازده غیرعادی	۸۴۰	۰/۰۳۹۱۴	۲/۴۴۱۴	-۵/۱۸۷۸	۲۲/۷۶۸۲
انحراف استراتژیک	۸۴۰	۰/۶۵۹۸	۱/۱۷۲۱	۰/۰۱۷۹	۴/۸۲
اندازه	۸۴۰	۱۴/۷۶۲۲	۱/۵۹۰۳	۱۱/۱۱۶۰	۲۰/۷۶۸۶
اهرم مالی	۸۴۰	۰/۵۵۵۶	۰/۲۱۲۰	۰/۰۳۱۴	۱/۳۶۳۴
نوسان‌های جریان نقدی	۸۴۰	۰/۱۰۷۰	۰/۱۴۵۴	۰/۰۰۰۱	۰/۸۲۷۳
نسبت سرمایه در گردش	۸۴۰	۰/۱۲۵۲	۰/۱۵۳۷	-۰/۴۷۶۹	۰/۶۵۰۰
جریان‌های نقدی	۸۴۰	۰/۱۵۹۶	۰/۳۴۶۸	-۰/۷۱۱۹	۲/۳۶

#### ۵- یافته‌های پژوهش

در این پژوهش به منظور تعیین الگوی مناسب برای تخمین مدل پژوهش، آزمون‌های F لیمر و هاسمن اجرا شده که نتایج آن در جدول ۳ و ۴ مشاهده می‌شود. همچنین، برای بررسی همخطی از آماره VIF، برای بررسی ناهمسانی واریانس از آزمون GLS و برای بررسی نرمال بودن جملات اخلاص از آزمون OLS استفاده شده است. نتایج جدول ۳، نشان می‌دهد که متغیر انحراف استراتژیک با ضریب (۰/۰۰۵۴-) و سطح معنی داری (۰/۰۳۲) ارتباط منفی (معکوس) معناداری با سطح نگهداشت وجه نقد دارد. به عبارت

دیگر هر چقدر انحراف استراتژیک بیشتر باشد، سطح نگهداشت وجه نقد شرکت کمتر خواهد بود. بنابراین فرضیه اول در سطح اطمینان ۹۵ درصد مورد پذیرش قرار می‌گیرد. از طرفی متغیر کنترلی اندازه شرکت ارتباط مستقیم با سطح نگهداشت وجه نقد دارد اما میزان اهرم مالی ارتباط معکوس با سطح نگهداشت وجه نقد دارد. ضریب تعیین برابر با ۱۲ درصد می‌باشد که نشان می‌دهد متغیرهای مستقل و کنترلی موجود در مدل توانسته اند ۱۲ درصد از تغییرات متغیر وابسته را توضیح دهند. آماره والد برابر با ۴۹/۱۷ و سطح معناداری آن کمتر از ۵ درصد می‌باشد از این رو می‌توان گفت که مدل برازش شده از اعتبار کافی برخوردار است. آزمون f لیمیر و هاسمن با سطح معنی داری زیر ۵ درصد نشانگر این است که الگوی داده‌هایمان تابلویی و دارای اثرات ثابت بر عرض از مبداها می‌باشد. ناهمسانی واریانس را با دستور gls و خودهمبستگی سریالی را با آزمون والد ریج رفع کردیم. عامل تورم واریانس کمتر از ۱۰ می‌باشد که عدم هم‌خطی را نشان می‌دهد.

### جدول ۳. نتایج حاصل از آزمون فرضیه اول

انحراف استراتژیک بر سطح نگهداشت وجه نقد تاثیر دارد.

متغیرها	ضرایب	خطای استاندارد	آماره Z	سطح معناداری
انحراف استراتژیک	-۰/۰۰۵۴	۰/۰۰۲۵	-۲/۱۵	۰/۰۳۲
اندازه شرکت	۰/۰۰۷۱	۰/۰۰۲۷	۲/۵۷	۰/۰۱۰
اهرم مالی	-۰/۱۲۲۹	۰/۰۲۲۱	-۵/۵۶	۰/۰۰۰
نوسان جریان نقدی	۰/۰۰۶۲	۰/۰۲۴۳	۰/۲۶	۰/۷۹۷
نسبت سرمایه در گردش	۰/۰۲۳۵	۰/۰۱۷۲	۱/۳۷	۰/۱۷۱
جریان نقدی	-۰/۰۰۲۵	۰/۰۱۱۳	-۰/۲۲	۰/۸۲۳
مقدار ثابت	۰/۰۵۴۰	۰/۰۴۲۷	۱/۲۶	۰/۲۰۷
ضریب تعیین		۱۲ درصد		
آماره والد		۴۹/۱۷		
سطح معناداری		۰/۰۰۰۰		

نتیجه	سطح معناداری	
آزمون اف لیمر	۰/۰۰۰۰	پذیرش الگوی داده های تابلویی
آزمون هاسمن	۰/۰۰۰۰	اثرات ثابت عرض از مبدأ
آزمون ناهمسانی واریانس	۰/۰۰۰۰	وجود ناهمسانی واریانس
آزمون خود همبستگی سریالی	۰/۰۴۰۴	وجود خودهمبستگی

نتایج جدول ۴، نشان می‌دهد که متغیرهای تعاملی سطح نگهداشت وجه نقد \* انحراف استراتژیک دارای سطح معنی‌داری (۰/۳۹۰) بیشتر از ۵ درصد بوده و دارای ضریب (-۰/۴۵۳۶) می‌باشد که نشان می‌دهد، فرضیه دوم در سطح اطمینان ۹۵ درصد مورد پذیرش قرار نمی‌گیرد. به عبارت دیگر انحراف استراتژیک بر ارزش بازار نگهداشت وجه نقد شرکت‌ها تاثیری ندارد. نکته جالب توجه این است که متغیر انحراف استراتژیک از صنعت با سطح معناداری (۰/۰۰۸) و ضریب (۲۳۲۷) نشان می‌دهد بازار به انحرافات استراتژیک، واکنش مثبت نشان خواهد داد. متغیرهای کنترلی اندازه شرکت با بازده‌های غیرعادی ارتباط معکوس دارند ضریب تعیین برابر با ۴ درصد می‌باشد که نشان می‌دهد متغیرهای مستقل و کنترلی موجود در مدل توانسته‌اند ۴ درصد از تغییرات متغیر وابسته را توضیح دهند. آماره والد برابر با ۵۸/۵۸ و سطح معناداری آن کمتر از ۵ درصد می‌باشد از این رو می‌توان گفت که مدل برازش شده از اعتبار کافی برخوردار است.

#### جدول ۴. نتایج حاصل از آزمون فرضیه دوم

##### انحراف استراتژیک بر ارزش بازار نگهداشت وجه نقد تاثیر ندارد.

متغیرها	ضرایب	خطای استاندارد	آماره Z	سطح معناداری
سطح نگهداشت وجه نقد	۰/۶۵۴۳	۰/۹۲۹۸	۰/۷۰	۰/۴۸۲
انحراف استراتژیک	۰/۲۳۲۷	۰/۰۸۷۸	۲/۶۵	۰/۰۰۸
سطح نگهداشت وجه نقد* انحراف استراتژیک	-۰/۴۵۳۶	۰/۵۲۷۹	-۰/۸۶	۰/۳۹۰
اندازه شرکت	-۰/۲۵۴۸	۰/۰۵۸۴	-۴/۳۶	۰/۰۰۰
اهرم مالی	۰/۱۲۳۲	۰/۴۲۶۳	۰/۲۹	۰/۷۷۳



نوسان جریانات نقدی	-۲/۴۴۰۹	۰/۹۲۲۸	-۲/۶۴	۰/۰۰۸
نسبت سرمایه در گردش	-۰/۱۹۸۹	۰/۲۴۴۷	-۰/۸۱	۰/۴۱۶
جریان نقدی	-۰/۳۹۷۳	۰/۳۷۰۶	-۱/۰۷	۰/۲۸۴
مقدار ثابت	۳/۴۷۹۲	۰/۸۷۸۵	۳/۹۶	۰/۰۰۰
ضریب تعیین	۴ درصد			
آماره والد	۵۸/۵۸			
سطح معناداری	۰/۰۰۰۰			

نتیجه	سطح معناداری	
آزمون اف لیمر	۰/۰۰۰۱	پذیرش الگوی داده‌های تابلویی
آزمون هاسمن	۰/۰۰۰۰	اثرات ثابت عرض از مبدأ
آزمون ناهمسانی واریانس	۰/۰۰۰۰	وجود ناهمسانی واریانس

#### ۶- بحث و نتیجه گیری

بر اساس ادبیات نظری موجود وجه نقد یکی از با اهمیت‌ترین دارایی‌های واحدهای تجاری و موسسات می‌باشد. بر همین اساس پژوهش حاضر تاثیر انحراف استراتژیک بر نگهداشت وجه نقد شرکت را با استفاده از نمونه ای متشکل از ۱۲۰ شرکت پذیرفته شده در بازار بورس اوراق بهادار تهران طی سال های ۱۳۹۳ تا ۱۳۹۹ و با بهره‌گیری از مدل رگرسیون چند متغیره پرداخته است. نتایج آزمون فرضیه‌های پژوهش حاکی از آن است که بین انحراف استراتژیک و سطح نگهداشت وجه نقد ارتباط منفی و معناداری وجود دارد، به این معنی که انجام معاملات در اقلام مبادلاتی شرکت و همچنین انجام سفته‌بازی، سطح نگهداشت وجه نقد شرکت را محدود می‌کند و در نتیجه انعطاف‌پذیری مالی را از شرکت سلب می‌کند. از این رو سرمایه‌گذاری در این اقلام می‌تواند شرکت را در رسیدن به اهداف و برنامه‌های خود با انجام معاملات سودآور با هزینه‌هایی همراهی نماید. همچنین به طور خاص بازارهای سرمایه با یک استراتژی منحصر بفرد به سمت شرکت‌هایی گرایش پیدا می‌کنند که عدم تقارن اطلاعاتی ایجاد کرده‌اند و این منجر به افزایش هزینه‌های تامین مالی خارجی خواهد شد و در نتیجه محدودیت‌هایی را برای شرکت به وجود می‌آورد. از این رو شرکت‌های دارای انحراف استراتژیک با شوک‌های نامطلوب جریان‌های نقدی

(محدودیت مالی، عدم کنترل بازار و...) مواجه خواهند بود که برای مقابله با چنین شوک‌هایی نیاز به ذخایر نقدی می‌باشد. همچنین طبق نتایج حاصل شده بین انحراف استراتژیک و ارزش بازار نگهداشت وجه نقد ارتباط معناداری وجود ندارد. به عبارت دیگر با توجه به اینکه انحراف استراتژیک در جهت منافع شرکت انجام شده است، این نگهداشت بر ارزش و بازده سهام شرکت تاثیری ندارد. همچنین نگهداشت وجه نقد در ایران به دلیل انگیزه معاملاتی می‌باشد. نتایج این پژوهش با مطالعات زویان دونگ و همکاران (۲۰۲۰) همراستا نمی‌باشد ولی با مطالعات اسکوبن و وان هول (۲۰۱۲)، آقایی و همکاران (۱۳۸۸)، محمودی یکه باغی و همکاران (۱۳۹۹) و متین فرد و چهارم‌حالی (۱۴۰۱) قابل تطبیق می‌باشد. بر اساس نتایج این پژوهش به فعالان عرصه بازار سهام و سرمایه پیشنهاد می‌شود در تصمیم‌گیری‌های خود، ابعاد مختلف استراتژیک و همچنین سفته بازی را مورد نقد و بررسی قرار دهند چرا که برای بقا در صحنه رقابت (بازارهای انحصاری) باید معاملاتی برخلاف رقبا در صنعت انجام داد. به مدیران شرکت هم توصیه می‌شود سعی کنند از استراتژی‌هایی استفاده کنند که موجب افزایش منافع شرکت شده و در نتیجه شرکت را از لحاظ انعطاف‌پذیری مالی دچار محدودیت نمایند و در مواقع احتیاطی بتوانند شرکت را با بازار همسو نمایند. همچنین نگهداشت وجه نقد در بلندمدت در کشوری مثل ایران که تورم شدیدی را تجربه می‌کند با بی‌ارزشی مواجه خواهد کرد، لذا هزینه کردن در اقلام استراتژیک بازارهای انحصاری می‌تواند انعطاف‌پذیری بلند مدت را همراه داشته باشد. به بورس به عنوان یک نهاد قانون‌گذار پیشنهاد می‌گردد قوانینی در جهت ارزیابی استراتژی‌های مدیران صورت گیرد و گزارش آن نیز در جهت انعطاف‌پذیری مالی منتشر گردد تا میزان انحرافات مدیران نیز جهت کمک به تصمیمات ذینفعان ملموس باشد. همچنین میزان تلاش‌های شرکت‌ها در رسیدن به عملکرد بهتر که از طریق سرمایه‌گذاری در اقلام استراتژیک و بلند مدت از قبیل هزینه تبلیغات، هزینه تحقیق و توسعه و ... را مورد ارزیابی قرار داده و از طریق سایت بورس در جهت کمک به تصمیمات بهتر سرمایه گذاران اعلام نماید.

## منابع

- آقایی، محمدعلی؛ نضافت، احمدرضا، ناظمی اردکانی، مهدی و جوان، علی اکبر (۱۳۸۸). بررسی عوامل مؤثر بر نگهداری موجودی های نقدی در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پژوهش های حسابداری مالی، ۱(۱)، ۷۰-۵۳.
- افلاطونی، عباس (۱۳۹۴). بررسی تأثیر ریسک ورشکستگی شرکت و نوسان های سیستماتیک و ویژه بازده سهام بر میزان نگهداشت وجه نقد. بررسی های حسابداری و حسابرسی، ۲۲(۱)، ۴۰-۲۱.
- پورغفار، جواد؛ قادرزاده اسکویی، سیامک (۱۴۰۰). بررسی رابطه نگهداشت وجه نقد، سرمایه در گردش و پرداخت سود سهام با سیاست های سرمایه گذاری در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، چشم/نداز حسابداری و مدیریت، ۴(۳۸)، ۱۹-۱.
- حساس یگانه، یحیی؛ جعفری، علی و رسائیان، امیر (۱۳۹۰). عوامل تعیین کننده سطح نگهداشت وجه نقد شرکت ها در بورس اوراق بهادار تهران، حسابداری مالی، ۳(۹)، ۶۶-۳۹.
- فخاری، حسین؛ تقوی، سیدروح الله (۱۳۸۸). کیفیت اقلام تعهدی و مانده وجه نقد، بررسی های حسابداری و حسابرسی، ۱۶(۳)، ۸۴-۶۹.
- فروغی، داریوش؛ امیری، هادی و فرزادی، سعید (۱۳۹۵). بررسی تاثیر سازوکارهای نظارتی سهامداران نهادی بر رابطه جریان های نقدی و تغییرات سطح نگهداشت وجه نقد شرکت های بورس اوراق بهادار تهران، دانش حسابرسی، ۱۶(۶۲)، ۷۸-۶۳.
- محمودی یکه باغی، رقیه؛ عباس زاده، محمدرضا و درویشی، میلاد (۱۳۹۹). بررسی تاثیر استراتژی های کسب و کار بر سطح نگهداشت وجه نقد، هجدهمین همایش ملی حسابداری/ایران.
- متین فرد، مهران؛ چهارمحالی، کاوه (۱۴۰۱). بررسی اثر عدم قطعیت اقتصادی بر نگهداشت وجه نقد، دانش سرمایه گذاری، ۱۱(۴۱)، ۵۲۷-۵۱۱.

Brown, S.L., Eisenhardt, K.M., (1998). Competing on the edge: Strategy as structured chaos. *Harvard Business Press*.

Carpenter, M.A.,(2000). The price of change: The role of CEO compensation in strategic variation and deviation from industry strategy norms. *Journal of Management* 26, 1179-1198. doi.org/10.1177/014920630002600606

Chong , Chuo Chang ., Han , Yang., (2022). The role of cash holdings during financial crises , *Pacific-Basin Finance Journal* , 72-101733. doi.org/10.1016/j.pacfin.2022.101733.

Cheung, A.(2016). Corporate Social Responsibility and Corporate Cash Holdings *Journal of Corporate Finance*, 37, 412-430. doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2016.01.008.

Deephouse, D.L., 1999. To be different, or to be the same? It's a question (and theory) of strategic balance. *Strategic Management Journal*, 20, 147-166.

Dittmar, A, J .Mahrt-Smith, and H.Servaes, (2003), “International Corporate Governance and Corporate Cash Holdings”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 38, 111-133. doi.org/10.2307/4126766.

Dittmar, A., Mahrt –Smith J.,(2007). Corporate Governance and the Value of Cash Holdings. *Journal of Financial Economic*, 33, 3-56. doi.org/10.1016/j.jfineco.2005.12.006.

Dong ,Xueyan.,& Chan, Kam C.,& Cui, Yujia (2020) . Strategic Deviance and Cash Holdings , *Journal of Accounting Research*. doi.org/10.1111/jbfa.12487.

Faulkender, M., Wang, R., (2006). Corporate financial policy and the value of cash. *The Journal of Finance*, 61, 1957-1990. doi.org/10.1111/j.1540-6261.2006.00894.x.

Guney, Y., Ozkan, A., and Ozkan, N. (2007). International evidence on the nonlinear impact of leverage on corporate cash holdings. *Journal of Multinational financial management*, 17. doi.org/10.1016/j.mulfin.2006.03.003.

Harford, J., Mansi, S. A., and Maxwell, W. F. (2008). Corporate governance and firm cash holdings. *Journal of Financial Economics*, 87 (3). doi.org/10.1016/j.jfineco.2007.04.002.

Kalak, I. Goergen, M & Guney, Y. (2021). CEO Overconfidence and the Speed of Adjustment of Cash Holdings. *The International Journal of Accounting*, 41 (3),295-314.dx.doi.org/10.2139/ssrn.3547283.

Litov, L.P., Moreton, P., Zenger, T.R., 2012. Corporate strategy, analyst coverage, and the uniqueness paradox. *Management Science*, 58, 1797-1815. doi.org/10.1287/mnsc.1120.1530.

Opler, T., Pinkowitz L., Stulz R., and Williamson R.(1999). The determinants and implications of cash holdings, *Journal of Financial Economics*, 52. doi.org/10.1016/S0304-405X(99)00003-3.

Ozkan Aydin, Ozkan Neslihan, (2004). Corporate Cash Holdings: An Empirical Investigation of UK Companies, *Journal of Banking & Finance*, 28, 2103–2134. 10.1016/j.jbankfin.2003.08.003.

Pinkowitz L, Stulz R, and Williamson R. (2006). Does the contribution of corporate cash holdings and dividends to firm value depend on governance? A cross- country analysis. *Journal of Finance*, 61. doi.org/10.1111/j.1540-6261.2006.01003.x.

Porter, M.E., 1980. Competitive strategy: Techniques for analyzing industries and competitors. *Free Press: New York*. doi.org/10.4324/9781912281060.

Schoubben, F., and Van Hulle. C. (2012). Market Share and Cash Policy: Evidence from Western European Companies. *International Journal of Economics and Finance*, 11, 4. 10.5539/ijef.v4n11p51.

Tang, J., Crossan, M., Rowe, W.G., (2011). Dominant CEO, deviant strategy, and extreme performance: The moderating role of a powerful board. *Journal of Management Studies*, 48, 1479-1503. doi.org/10.1111/j.1467-6486.2010.00985.x.

Taylor, W.B., Bloomfield, R. J., (2011). Norms, conformity, and controls. *Journal of Accounting Research*, 49, 753-790. doi.org/10.1111/j.1475-679X.2011.00398.x.

Zwiebel, J., (1995). Corporate conservatism and relative compensation. *Journal of Political Economy*, 103, 1-25. doi.org/10.1086/261973.