

تأثیر استراتژی تجاری بر سیاست نقدی شرکت در بورس اوراق بهادار تهران

مهتاب زنگویی فرد

کارشناسی ارشد حسابداری، موسسه آموزش عالی خرد، بوشهر، ایران.
mahtabab2016@gmail.com

چشم انداز حسابداری و مدیریت (دوره هفتم)
شماره ۹۰ / بهار ۱۴۰۳ (جلد سوم) / صص ۱۰۱-۱۲۳

چکیده

هدف این مطالعه تأثیر استراتژی تجاری بر سیاست نقدی شرکت در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد. این مطالعه از نظر هدف در گروه پژوهش کاربردی است و از نظر ماهیت و روش در گروه پژوهش توصیفی-همبستگی است و از نظر زمانی پس-رویدادی است. جامعه آماری این پژوهش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در یک دوره هفت ساله ۱۴۰۱-۱۳۹۵ است که از طریق حذف سیستماتیک، ۱۳۳ شرکت به عنوان نمونه آماری پژوهش انتخاب شدند. اطلاعات موردنیاز از طریق صورت‌های مالی حسابرسی شده شرکت‌ها مورد رسیدگی جمع‌آوری شده است. و برای تحلیل فرضیه‌ها و ارتباط بین متغیرها از نرم افزار EViews استفاده شد و همچنین انحراف از نگهداشت وجه نقد واقعی نسبت به هدف برای پیشگامان در مقایسه با مدافعان بیشتر است و در نتیجه ارزش بازار نگهداشت وجه نقد برای مدافعان در مقایسه با پیشگامان بیشتر است.

واژگان کلیدی: نگهداشت وجه نقد، استراتژی تجاری شرکت، پیشگامان، مدافعان.

مقدمه

امروزه در سرتاسر جهان شرکت‌ها در حوزه رقابت جهت کسب سهم زیادتری از بازار سعی می‌کنند تا قادر باشند سهم فروش محصولات خود را نسبت به رقبا افزایش دهند. شرکت‌ها به منظور کسب مزیت رقابتی از منابع خود برای بهبود موقعیت نسبی خویش نسبت به رقبا استفاده می‌کنند. ارتقای موقعیت شرکت سبب شکل‌گیری فرصت‌های بهتری در آینده می‌شود. از جمله اهداف مدیران مالی می‌توان به ماندگاری شرکت در صنعت و حداکثر کردن فروش یا سهم بازار اشاره کرد. مدیران برای کسب اهداف خود اقدام به نگهداری وجه نقد (به عنوان ابزار دفاعی در مقابل ضرر و زیان شرکت) در سطحی مطلوب می‌کنند (عظیمی یانچشمه و شاه‌محمدی قهساره، ۱۳۹۳). وجه نقد از منابع مهم و حیاتی هر واحد اقتصادی است (مجراگیس و زلیپس^۱، ۲۰۲۰؛ احمدزاده و ایربیک لنگرودی، ۱۳۹۸) و بیش از یک دهه است که توجه زیادی را از جانب سرمایه‌گذاران، تحلیل‌گران و محققان به خود جلب کرده است (مجراگیس و زلیپس، ۲۰۲۰؛ واعظ و همکاران، ۱۳۹۷) و در بسیاری از تصمیم‌گیری‌های مالی نقش اصلی ایفا می‌کند (ثقفی و هاشمی، ۱۳۸۳). دلایل مختلفی وجود دارد که چرا شرکت می‌تواند وجه نقد نگه دارد؛ این دلایل پیرامون انگیزه‌های احتیاطی، معاملاتی، مالیاتی و نمایندگی می‌چرخد (بتس و همکاران^۲، ۲۰۰۹). تحت چالش ساختار بهینه سرمایه، تعریف سطح مطلوب وجه نقد از طریق

¹ Magerakis & Tzelepis

² Bates et al

متعادل سازی هزینه‌ها و منافع نگهداشت وجه نقد باید یکی از مهم‌ترین تصمیمات شرکت‌ها باشد (دروبتز و گرونینگر^۱، ۲۰۰۷؛ اوپلر و همکاران^۲، ۱۹۹۹). در واقع، مدیران مالی شرکت‌ها باید برای تأمین مالی اهداف سازمانی سیاست‌های بهینه وجه نقد را شکل دهند (مجراگیس و زلیپس، ۲۰۲۰). بر مبنای تئوری جریان وجه نقد آزاد، مدیران، انگیزه دارند که وجه نقد را انباشت کنند تا منابع تحت کنترل خود را افزایش دهند و قادر باشند در زمینه تصمیم‌های سرمایه‌گذاری شرکت، از قدرت قضاوت و تشخیص بهره‌مند شوند. شرکت‌هایی ریسک بیشتری را تجربه می‌کنند که جریان‌های نقدی آن‌ها از تغییرپذیری بیشتری برخوردار است و در آینده برای پرداخت سود به سهامداران از طریق فرصت‌های سرمایه‌گذاری با چالش‌های نقدینگی روبه‌رو خواهند شد (واعظ و همکاران، ۱۳۹۷). همچنین، ایجاد توازن بین وجوه نقد در دسترس و نیازهای نقدی از مهم‌ترین عوامل سلامت اقتصادی واحدهای تجاری و تداوم فعالیت آن‌هاست. 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 ۸ تا ۲۲ درصد متغیر است (احمدزاده و ایربیک لنگرودی، ۱۳۹۸). شاید مهم‌ترین مساله از دیدگاه سهام‌داران تأثیر بالقوه‌ای است که نگهداری مازاد وجه نقد بر بازده سهام دارد. وجه نقد انباشته شده می‌تواند نشان‌دهنده موفقیت گذشته باشد و در صورتی بازده بیشتری نخواهد داشت که به طور ثابت در ترانزنامه باقی بماند، به علاوه، اگر مدیران وجه نقد را در سرمایه‌گذاری‌های فاقد ارزش و مزایای حاشیه‌ای، بیش از حد صرف نمایند، در نهایت منجر به کاهش بازده سهام‌دار خواهد شد (رحیمیان و همکاران، ۱۳۹۲) از طرف دیگر، سطح نگهداشت وجه نقد، یک عامل بسیار مهم در توضیح رابطه بین نظام مالی و اقتصاد می‌باشد؛ به این دلیل که سطح نگهداشت وجه نقد، زمانی که منابع خارجی تأمین مالی، برای برآورده ساختن نیازهای سرمایه‌ای کافی نباشد به عنوان یک منبع تأمین مالی داخلی ضروری است. ضمن آنکه، ادبیات پژوهش، از این‌که به احتمال زیاد شرکت‌ها از وجه نقد برای کاهش تأثیر منفی محدودیت‌های مالی ناشی از کاهش سرمایه‌گذاری، هزینه‌های بالاتر تأمین مالی خارجی و ارزش بالقوه از دست دادن فرصت‌های سرمایه‌گذاری آینده استفاده کنند، پشتیبانی می‌کند. به صورت کلی، شواهد تجربی نشان می‌دهند که شرکت‌های دارای محدودیت مالی، ذخیره وجه نقد مناسبی دارند و از آن در هنگامی که شوک اعتباری در عرضه آن وجود دارد به صورت مناسب استفاده می‌کنند (احمدزاده و ایربیک لنگرودی، ۱۳۹۸).

از طرف دیگر، امروزه اهمیت درک محیط کسب و کار رقابتی و عدم اطمینان محیطی به وسیله مدیران بیش از پیش آشکار شده است و شرکت‌ها برای رشد و کسب اهداف سازمانی ناگزیر به استفاده از مدیریت و برنامه‌ریزی استراتژیک هستند (رمضانی، ۱۳۸۸). در این راستا، یک استراتژی را می‌توان الگویی در جریان تصمیمات (گذشته یا مورد نظر) دانست که (الف) همسویی مداوم سازمان را با محیط خود هدایت می‌کند و (ب) سیاست‌ها و رویه‌های داخلی را شکل می‌دهد (سارس و همکاران^۳، ۲۰۱۴). بسیاری از مطالعات قبلی تأثیر استراتژی‌های تجاری را بر عملکرد شرکت بررسی کردند (به عنوان مثال: مایلز و اسنو^۴، ۱۹۷۸؛ میلر و فرایسن^۵، ۱۹۷۸؛ سارس و همکاران، ۲۰۱۴) و از نوع شناسی برای توصیف استراتژی‌های تجاری در یک صنعت استفاده می‌کنند (مایلز و همکاران^۶، ۱۹۷۸). مایلز و همکاران (۱۹۷۸) ضمن تحقیق در مورد انواع مختلف سازمان‌ها دریافته‌اند که سازمان‌ها به منظور کاهش تأثیرپذیری منفی از محیط و افزایش بهره‌مندی از فرصت‌ها، عمدتاً از یکی از چهار استراتژی تطبیقی مدافعان، پیشگامان، تحلیل‌گران و واکنش‌گران استفاده می‌کنند. در این مطالعه، نوع شناسی مایلز و اسنو (۱۹۷۸، ۲۰۰۳) به دلیل پیشینه تئوریک قوی (مجراگیس و زلیپس، ۲۰۲۰) و

¹ Drobetz & Gruninger

² Opler et al

³ Sarac et al

⁴ Miles & Snow

⁵ Miller & Friesen

⁶ Miles et al

پذیرش گسترده در ادبیات دانشگاهی مورداستفاده قرار گرفته است (سارس و همکاران، ۲۰۱۴). به علاوه، اگرچه مطالعات اخیر تأثیر استراتژی تجاری را بر بی‌احتیاطی‌های گزارشگری مالی و هزینه‌های حسابرسی (بنتلی و همکاران^۱، ۲۰۱۳)، ته‌اجم مالیاتی (هیگینز و همکاران^۲، ۲۰۱۵)، محیط اطلاعاتی شرکت (بنتلی-گود و همکاران^۳، ۲۰۱۷)، سرمایه‌گذاری کم یا بیش‌ازحد (ناویسی و همکاران^۴، ۲۰۱۷)، خطر ورشکستگی در آینده (حیب و حسن^۵، ۲۰۱۷) و ارزش بازار شرکت‌ها در صنایع متمرکز بر تحقیق و توسعه (بالاس و دمیراکوس^۶، ۲۰۱۸)، بررسی کرده است اما تأثیر استراتژی تجاری در تصمیم‌گیری در مورد نگهداری وجه نقد به طرز چشم‌گیری نادیده گرفته شده است؛ بنابراین، هدف از این مطالعه، بررسی ارتباط استراتژی‌های تجاری بر نگهداشت وجه نقد است. یافته‌ها حاکی از وجود رابطه مثبت و معنادار آماری بین نگهداشت وجه نقد و استراتژی تجاری است (بنتلی و همکاران، ۲۰۱۳؛ ساراک و همکاران، ۲۰۱۴). به بیان دیگر، پیشگامان سطح بالاتری از وجه نقد را نسبت به مدافعان دارند (مجراگیس و زلیپس، ۲۰۲۰). همچنین، پژوهش‌های قبل نشان می‌دهند که استراتژی‌های تجاری روی سرعت تنظیم نگهداشت وجه نقد اثرگذار هستند (اورلوا و راو^۷، ۲۰۱۸؛ ونکیتشاران^۸، ۲۰۱۱) و تقریباً ۲۰۱ سال طول می‌کشد تا یک شرکت غیرمالی فاصله بین نسبت وجه نقد فعلی و بهینه را کاهش دهد (مجراگیس و زلیپس، ۲۰۲۰). به علاوه، یک ارتباط مثبت بین ارزش بازار شرکت و نگهداشت وجه نقد وجود دارد (دیتمار و ماهرت اسمیت^۹، ۲۰۰۷). درنهایت، مطالعه حاضر ادبیات تجربی در مورد عواملی را که به طور قابل توجهی بر سطح نگهداشت وجه نقد تأثیر می‌گذارد را تکمیل می‌کند (به‌عنوان مثال بیتس و همکاران^{۱۰}، ۲۰۰۹؛ اوپلر و همکاران، ۱۹۹۹) و درک بهتری از چگونگی اثرات استراتژی تجاری بر تصمیمات شرکت‌ها از طریق بررسی تأثیر استراتژی تجاری در روند نگهداشت وجه نقد که توسط ادبیات قبلی نادیده گرفته شده است، فراهم می‌کند (به‌عنوان مثال بنتلی و همکاران، ۲۰۱۳؛ ساراک و همکاران، ۲۰۱۴). با توجه به مطالب فوق‌الذکر، سؤال اصلی پژوهش این است که آیا استراتژی‌های تجاری روی سیاست وجه نقدی شرکت تأثیرگذار است یا خیر؟

ادبیات پژوهش

استراتژی تجاری

حوزه مدیریت استراتژیک مأموریت اصلی ارایه اطلاعات برای درک تنوع عملکرد در بین شرکت‌ها است و بیشتر تحقیقات در مدیریت استراتژیک مبتنی بر نظریه‌ها و رویکردهایی است که با استفاده از چارچوب اقتضایی به بررسی روابط بین اهداف استراتژیک، فرآیندها و محتوا می‌پردازد و از این طریق سعی در تبیین عملکردهای مختلف شرکت دارد (سارس و همکاران^{۱۱}، ۲۰۱۴). شرکت‌ها برای رشد و کسب اهداف سازمانی ناگزیر به استفاده از مدیریت و برنامه‌ریزی استراتژیک هستند (رمضانی، ۱۳۸۸). در این راستا، یک استراتژی را می‌توان الگویی در جریانی از تصمیمات (گذشته یا موردنظر) دانست که (الف) همسویی مداوم سازمان را با محیط آن هدایت می‌کند و (ب) خطمشی‌ها و رویه‌های داخلی را شکل می‌دهد (سارس و همکاران، ۲۰۱۴). بسیاری از مطالعات قبلی تأثیر استراتژی‌های تجاری را بر عملکرد شرکت

¹ Bentley et al

² Higgins et al

³ Bentley-Goode et al

⁴ Navissi et al

⁵ Habib & Hasan

⁶ Ballas & Demirakos

⁷ Orlova & Rao

⁸ Venkiteshwaran

⁹ Dittmar & Mahrt-Smith

¹⁰ Bates et al

¹¹ Sarac et al

بررسی کردند (به عنوان مثال: مایلز و اسنو^۱، ۱۹۷۸؛ میلر و فرایسن^۲، ۱۹۷۸؛ سارس و همکاران، ۲۰۱۴) و از نوع‌شناسی برای توصیف استراتژی‌های تجاری در یک صنعت استفاده می‌کنند (مایلز و همکاران^۳، ۱۹۷۸). یکی از این نوع شناسی‌ها، نوع شناسی مایلز و اسنو (۱۹۷۸) است که الگوهای سازمانی رفتار استراتژیک را به عنوان یک چرخه تطبیقی در نظر می‌گیرد که رفتار را با استفاده از سه مجموعه مشکل و راه حل استراتژیک مشخص می‌کند: (۱) مشکلات کارآفرینی با تمرکز بر حوزه محصول - بازار، (۲) تمرکز مشکلات مهندسی در مورد انتخاب فن‌آوری‌ها، و (۳) مشکلات اداری مربوط به ساختار و فرآیندها (هامبریک^۴، ۲۰۰۳). با توجه به این مجموعه‌ها، نوع‌شناسی مایلز و اسنو (۱۹۷۸) چهار نوع استراتژیک متمایز را تعریف می‌کند: مدافعان^۵، پیشگامان^۶، تحلیل‌گران^۷ و واکنش‌گران^۸. بعد کلیدی که نوع‌شناسی را تعیین می‌کند، سرعتی است که یک سازمان محصولات یا بازارهای خود را تغییر می‌دهد. مدافعان سازمان‌هایی هستند که در توسعه محصول / بازار جدید کم یا هیچ مشارکتی ندارند. غالباً، چنین سازمان‌هایی جایگاه‌های نسبتاً ایمن را در صنایع خود کنترل می‌کنند و عمدتاً بر اساس قیمت، کیفیت، تحویل و خدمات رقابت می‌کنند. به بیان دیگر، مدافعان عموماً از طریق کارایی و هزینه کمتر به رقابت می‌پردازند (سارس و همکاران، ۲۰۱۴). پیشگامان تلاش می‌کنند در توسعه محصول / بازار پیشگام باشند و تمایل دارند یک خط محصول دائماً در حال تغییر را ارائه دهند و عمدتاً با تحریک و ملاقات با فرصت‌های جدید بازار رقابت می‌کنند (هامبریک، ۲۰۰۳). در واقع، پیشگامان سازمان‌هایی هستند که به طور کلی فرصت‌های بازار محصول / خدمات جدید را شناسایی می‌کنند، به سرعت با تغییرات در محیط خارجی سازگار می‌شوند و از یک استراتژی اولین ورود به بازار پیروی می‌کنند. آنها انعطاف‌پذیر هستند و تمایل دارند طیف گسترده‌ای از محصولات را داشته باشند (سارس و همکاران، ۲۰۱۴) و ساختار غیرمتمرکز و پیچیده‌ای دارند (بتلی - گود و همکاران^۹، ۲۰۱۷). تحلیل‌گران از نوع میانی هستند به این معنا که ویژگی‌های مدافعان و پیشگامان را با هم ترکیب می‌کنند و تغییرات محصول / بازار کمتر و آهسته‌تری نسبت به پیشگامان ایجاد می‌کنند، اما نسبت به مدافعان کمتر متعهد به ثبات و کارایی هستند (هامبریک، ۱۹۸۳). در مقابل، واکنش‌گران فاقد یک رویکرد استراتژیک ثابت برای حل مشکلات هستند. در نتیجه، نوع استراتژی واکنش‌گران عموماً غیرقابل اجرا در نظر گرفته می‌شود و اغلب از مطالعات حذف می‌شود. از آنجایی که واکنش‌گران ممکن است رفتار خود را در زمان‌های مختلف تغییر دهند تا ویژگی‌های یک نوع مدافع، تحلیل - گر یا پیشگام را نشان دهند، شناسایی آنها در یک نقطه از زمان با استفاده از رویکردهای عینی دشوار است (سارس و همکاران، ۲۰۱۴). در نهایت، بسته به ماهیت صنعت، تفاوت‌های ظریف هر یک از این نوع استراتژی‌ها ممکن است متفاوت باشد. برای مثال، ممکن است شرکت‌های فولاد مدافع دارای ویژگی‌هایی باشند که شرکت‌های انتشاراتی مدافع فاقد آن باشند (هامبریک، ۲۰۰۳).

¹ Miles & Snow

² Miller & Friesen

³ Miles et al

⁴ Hambrick

⁵ Defenders

⁶ Prospectors

⁷ Analyzers

⁸ Reactors

⁹ Bentley-Goode et al

نگه‌داشت وجه نقد

نگهداری وجه نقد شرکت به‌طور گسترده در ادبیات مالی مورد مطالعه قرار گرفته است (جبرا و همکاران^۱، ۲۰۱۹؛ دایو^۲، ۲۰۲۱). بنگاه‌ها به دلایل مختلفی مانند عملیات روزانه، رشد دارایی از طریق عملیات سودآور، سررسید ابطال بدهی‌های پرداخت مالیات و انگیزه‌های احتیاطی نیاز به نقدینگی دارند (کافایات و همکاران^۳، ۲۰۱۴؛ اپلر و همکاران^۴، ۱۹۹۹؛ اویار و کوزی^۵، ۲۰۱۴). حفظ ذخایر نقدی بیش از حد هم مزایا و هم معایبی دارد. به عنوان مثال، از یک طرف، شرکت‌ها برای جلوگیری از مشکلات مالی و انگیزه‌های احتیاطی به ذخایر نقدی بیش از حد نیاز دارند. از سوی دیگر، نقدینگی مزاد ممکن است از طریق چشم‌پوشی از پروژه‌های سودآور، هزینه‌های فرصت را به همراه داشته باشد (اویار و کوزی، ۲۰۱۴). بنابراین، هنوز در مورد میزان وجه نقدی که شرکت‌ها در ترانزاکشن خود نیاز دارند، اتفاق نظر وجود ندارد. براساس اقتصاد کینزی، سه انگیزه اصلی برای نگهداری وجه نقد وجود دارد: معامله^۶، سفته‌بازی^۷ و احتیاط^۸. انگیزه اول این است که فعالان اقتصادی باید بودجه کافی برای تامین هزینه‌های روزانه داشته باشند. زمانی که نمایندگان درآمد قابل توجهی داشته باشند، تمایل به صرف انگیزه معامله بیشتر است. انگیزه سفته‌بازی به شرکت‌ها اجازه می‌دهد تا پول نقد را برای شرط‌بندی روی فرصت‌های احتمالی حفظ کنند. در نهایت، انگیزه احتیاطی با هدف محافظت از شرکت‌ها در برابر موقعیت‌های غیرمنتظره‌ای که مستلزم پرداخت‌های قابل توجهی است، می‌باشد (دایو، ۲۰۱۹). اکثر مطالعات عواملی را بررسی کرده‌اند که دارایی‌های نقدی شرکت‌ها را برای کشورهای توسعه یافته‌ای مانند ایالات متحده، بریتانیا، ژاپن و ایتالیا تعیین می‌کند (نگاه کنید به: النجار و بلقیطار^۹، ۲۰۱۱؛ باتس و همکاران^{۱۰}، ۲۰۰۹؛ بیگلی و سانچز-ویدال^{۱۱}، ۲۰۱۲؛ چن^{۱۲}، ۲۰۰۸، اپلر و همکاران، ۱۹۹۹، اوزکان و اوزکان^{۱۳}، ۲۰۰۴)، درحالی‌که تعداد کمی بازارهای سهام درحال ظهور را بررسی کرده‌اند (نگاه کنید به: العمارنه^{۱۴}، ۲۰۱۵؛ کاریوکی و همکاران^{۱۵}، ۲۰۱۵؛ شابیر و همکاران^{۱۶}، ۲۰۱۶؛ اویار و کوزی، ۲۰۱۴). ادبیات مربوط به نگهداری وجه نقد شامل چند مطالعه درباره عواملی است که میزان نگهداری وجه نقد را در چارچوب یک بحران تعیین می‌کند (العمارنه^{۱۷}، ۲۰۱۵؛ مومنی و همکاران^{۱۸}، ۲۰۱۶؛ موگومبسی و موانزا^{۱۹}، ۲۰۱۴؛ سانگ و لی^{۱۹}، ۲۰۱۲). بعلاوه، ادبیات پژوهش وجود عوامل مختلفی را نشان می‌دهد که بر نگهداری وجه نقد شرکت‌ها تأثیرگذار است که محدود به نسبت جریان نقدی نمی‌باشد، از جمله، فرصت‌های رشد^{۲۰}، ملموس بودن^{۲۱}، اندازه، اهرم^۱،

¹ Jebran et al

² Diaw

³ Kafayat et al

⁴ Opler et al

⁵ Uyar & Kuzey

⁶ Transaction

⁷ Speculation

⁸ Precaution

⁹ Al-Najjar & Belghitar

¹⁰ Bates et al

¹¹ Bigelli & Sánchez-Vidal

¹² Chen

¹³ Ozkan & Ozkan

¹⁴ Al-Amarneh

¹⁵ Kariuki et al

¹⁶ Shabbir et al

¹⁷ Momeni et al

¹⁸ Mugumisi & Mwanza

¹⁹ Song & Lee

²⁰ Growth Opportunities

²¹ Tangibility

نوسانات جریان‌های نقدی^۲، سرمایه در گردش و مخارج سرمایه. این عوامل بیشتر در منظر دو نظریه پرکاربرد در ادبیات مالی، یعنی تئوری‌های سلسله مراتبی^۳ و مبادله^۴ مورد بررسی قرار می‌گیرند. براساس تئوری مبادله، شرکت‌ها وجه نقد هدفمند را براساس منافع و هزینه‌های حاشیه‌ای وجه نقد دارند (جبرا و همکاران، ۲۰۱۹). به بیان دیگر، شرکت‌ها بین هزینه‌های فرصت نگهداری وجه نقد زیاد و هزینه‌های درماندگی مالی ناشی از کمبود دارایی‌های نقدی تعادل برقرار می‌کنند (دایو، ۲۰۲۱). در واقع شرکت‌ها وجه نقد را در سطح هدف نگهداری می‌کنند و درعین حال منافع حاشیه‌ای را در نظر می‌گیرند. بنابراین، اکثر شرکت‌ها دارای سطح نگه‌داشت وجه نقد هدف هستند. در مقابل، تئوری سلسله مراتبی فرض می‌کند که شرکت‌ها چنین سطوح هدفی ندارند. با این حال، آنها وجه نقد اضافی را برای استفاده به عنوان حائل بین سود انباشته و نیازهای سرمایه‌گذاری حفظ می‌کنند. بنابراین، شرکت‌ها وجه نقد نگه می‌دارند تا از تامین مالی خارجی زمانی که سود انباشته نمی‌تواند به اندازه کافی سرمایه‌گذاری‌های جدید را تامین مالی کند، اجتناب کنند (اپلر و همکاران، ۱۹۹۹؛ اویار و کوزی، ۲۰۱۴؛ دایو، ۲۰۲۱). در نهایت، تئوری مبادله نشان می‌دهد که یک ارتباط منفی بین نگهداری وجه نقد و جریان نقدی وجود دارد، زیرا شرکت‌هایی که جریان‌های نقدی بیشتری از عملیات تولید می‌کنند به ذخایر نقدی کمتری نیاز دارند. در مقابل، تئوری سلسله مراتبی به یک ارتباط مثبت بین ذخیره نقدی و جریان نقد اشاره می‌کند. این امر نشان می‌دهد که شرکت‌هایی که جریان‌های نقدی بیشتری خلق می‌کنند، احتمالاً وجه نقد بیشتری را برای سرمایه‌گذاری و در دوره‌های درماندگی مالی نگهداری می‌کنند. مطالعات تجربی موجود نیز اثرات مثبت (اپلر و همکاران، ۱۹۹۹؛ اوزکان و اوزکان، ۲۰۰۴؛ اویار و کوزی، ۲۰۱۴) و منفی (چن، ۲۰۰۸) جریان نقدینگی را بر روی نگهداری وجه نقد گزارش می‌کنند. بنابراین، نگه‌داشت وجه نقد یک تصمیم مهم و استراتژیک برای مدیران مالی شرکت‌ها است.

پیشینه داخلی و خارجی

مرور ادبیات پژوهشی و پیشینه مربوط

محققین	سال	موضوع	نتایج
وحدانی و محمدی مهر	۱۴۰۰	بررسی ارتباط بین استراتژی تجاری با سیاست جریان نقدی و توسعه پایدار	بین استراتژی تجاری و توسعه پایدار رابطه منفی و معناداری وجود دارد. همچنین بین استراتژی تجاری و سیاست جریان نقدی رابطه مثبت و معناداری وجود ندارد. با توجه به افزایش اهمیت سودآوری، شرکت‌ها اقدام به استراتژی‌ها تجاری متفاوت می‌نمایند تا بتوانند حداکثر سودآوری را برای ذینفعان کسب نمایند، این هدف مطلوب برای شرکت‌ها می‌باشد اما نیاز به ساختاری می‌باشد تا شرکت‌ها بتوانند ضمن افزایش سودآوری، به توسعه پایدار و توجه به منافع همه ذینفعان شرکت دست یابند.
محمدی و بخشی نژاد	۱۳۹۹	بررسی رابطه بین نقش تعدیل‌کننده استراتژی تجاری را در مورد تأثیر چسبندگی هزینه‌بر جلوگیری از مالیات	فرضیه اول تحقیق با اطمینان ۹۵ درصد تأیید شده زیرا چسبندگی هزینه‌ها بر اجتناب از مالیات در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس تهران تأثیر مثبت دارد فرضیه دوم تحقیق با اطمینان ۹۵ درصد رد شده زیرا راهبرد تجاری بر ارتباط بین چسبندگی هزینه‌ها و اجتناب از مالیات در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس تهران تأثیر مثبت ندارد.
مختاری و محمدعلی	۱۳۹۹	بررسی تأثیر استراتژی تجاری شرکت و بیش ارزشیابی حقوق صاحبان سهام بر ریسک سقوط آتی قیمت سهام در شرکت‌های	با توجه به نتایج هر دو فرضیه مقاله موردپذیرش قرار گرفت.

¹ Leverage

² Volatility Of Cash Flows

³ - Pecking Order

⁴ - Trade-Off

محققین	سال	موضوع	نتایج
		پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران	
ماگراکس و ترلیس	۲۰۲۰	تأثیر استراتژی تجاری بر سیاست نقدینگی شرکتها	استراتژی تجاری با دارایی‌های نقدی ارتباط مثبت دارد. متقاضیان به احتمال زیاد سطوح نقدی بالاتری نسبت به مدافعان دارند. علاوه بر این، نویسندگان دریافته‌اند که سرعت تعدیل وجوه نقد (SOA) برای متقاضیان نسبت به مدافعان کندتر است و این نشان می‌دهد که استراتژی تجاری بر روند نگهداری پول نقد تأثیر می‌گذارد. جالب است که ارزش بازار پول نقد فقط برای شرکت‌هایی که استراتژی مدافع را دنبال می‌کنند به میزان قابل توجهی افزایش می‌یابد.
ژو و شیباتا	۲۰۱۷	استراتژی‌های سرمایه‌گذاری، برگشت‌پذیری و اطلاعات نامتقارن	آن‌ها پنج نتایج اصلی را تحت شرایط اطلاعات نامتقارن به دست آوردند. ابتدا، عدم تقارن اطلاعات افزایش سرمایه‌گذاری را افزایش می‌دهد. دوم، تحت عدم تقارن اطلاعات، مقدار سرمایه‌گذاری در میزان برگشت‌پذیری افزایش می‌یابد در حالی که تحت تقارن اطلاعات ثابت است. سوم، اتلاف اجتماعی ناشی از عدم تقارن اطلاعات در درجه اطلاعات اطلاع‌رسانی و درجه برگشت‌پذیری افزایش می‌یابد. چهارم، افزایش فراریت، ارزش مالک را افزایش می‌دهد، در حالی که ارزش مدیر را کاهش می‌دهد. پنجم، افزایش فراریت، ارزش پست سابق را افزایش می‌دهد، در حالی که مقدار پیش‌بینی شده‌ی قبلی را کاهش می‌دهد. افزایش میزان برگشت‌پذیری، مدیر پست سابق را کاهش می‌دهد، در حالی که مقدار پیش‌بینی شده‌ی قبلی را افزایش می‌دهد.
اهروم و همکاران	۲۰۱۷	استراتژی‌های سرمایه‌گذاری با تعادل	این استراتژی‌ها پتانسیل تقویت رشد را دارند. این در واقع به دلیل این واقعیت است که سرمایه‌گذار می‌تواند در میان این استراتژی‌ها مطابق با پروفایل سرمایه‌گذاری و پیش‌بینی بازار خود انتخاب کند. با این حال، این اثربخشی به تبعیت تعداد زیادی از سرمایه‌گذاران بستگی دارد.

چارچوب نظری پژوهش

نگه‌داشت وجه نقد و استراتژی تجاری

مدیران مالی شرکت‌ها برای تأمین مالی اهداف سازمانی باید سیاست‌های بهینه وجه نقد را شکل دهند. با توجه به جریان‌های ورودی وجه نقد در یک شرکت، یک مدیر مالی می‌تواند برای توزیع وجه نقد برای سرمایه‌گذاران، سرمایه‌گذاری مجدد وجه نقد یا نگاه‌داشتن وجه نقد در شرکت را انتخاب کند. ادبیات قبلی نشان می‌دهند که بیشتر مدیران اغلب ترجیح می‌دهند قسمت قابل توجهی از دارایی‌های شرکت را به صورت وجه نقد یا سایر اوراق بهادار نقدینگی در اختیار داشته باشند؛ زیرا یک شرکت ممکن است از پس‌انداز هزینه معاملات در صورت نیاز به افزایش سرمایه بهره‌مند شود (آخاریا و همکاران، ۲۰۱۲؛ فرناندس و گونسس، ۲۰۱۶).

آلمیدا و همکاران (۲۰۱۴) استدلال می‌کنند که نقدینگی شرکتی کافی، شرکت را قادر می‌سازد تا در سرمایه‌گذاری‌های افزایش ارزش مشارکت کند. به هر حال، نگاه‌داشتن دارایی‌های نقدینگی برای یک شرکت هزینه‌بر است، نگاه‌داشتن وجه نقد به دلیل مالیات و هزینه صرف نقدینگی، به علاوه هزینه‌های فرصت پنهان، نرخ بازده کمی دارد (وو و دیگران، ۲۰۱۲). این مدیریت با اندازه‌گیری هزینه حداکثر و سود انباشت وجه نقد، مقدار بهینه نگهداشت وجه نقد شرکت را تعیین می‌کند (اپلر و همکاران، ۱۹۹۹)؛ بنابراین، سطح نقدینگی شرکت در میان مهم‌ترین تصمیماتی که مدیران مالی باید در آن شرکت کنند، برجسته است.

پاسخ استراتژیک به چالش عملکرد شرکت و مزیت برنده آن توسط نوع شناسی مایلز و اسنو (۱۹۷۸، ۲۰۰۳) ارائه شده است که شرکت‌ها را در چهار دسته مجزا طبقه‌بندی می‌کند: مدافع، تحلیلگر، پیش‌بینی کننده و واکنشگر. مایلز و اسنو

(۱۹۷۸) و هامبریک (۱۹۸۳) پشتیبانی کردند که پیش‌بینی کنندگان به‌طور مداوم درگیر تحقیق در مورد محصولات جدید و توسعه بازار هستند. علاوه بر این، این نوع استراتژی اغلب نوآوری را به‌جای کارایی انتخاب می‌کند و بهتر با ریسک بازار و نوسانات صنعت سازگار می‌شود. از طرف دیگر، مدافعان بر به حداقل رساندن هزینه و بهره‌وری عملیاتی به‌جای نوآوری تأکید می‌کنند (بنتلی، ۲۰۱۳؛ هیگینز و همکاران، ۲۰۱۵).

به دنبال زمینه نظری مایلز و اسنو (۱۹۷۸، ۲۰۰۳)، ما پیش‌بینی می‌کنیم که مدافعان و پیش‌بینی کنندگان ویژگی‌های متفاوتی دارند که منجر به اختلاف در تصمیم‌گیری در مورد انباشت وجه نقد می‌شود. برای فرمول‌بندی اولین سؤال تحقیق، ما فرض می‌کنیم که هر شرکت یک ویژگی استراتژی منحصر به فرد معین دارد (به‌عنوان مثال پیش‌بینی کننده یا مدافع). به‌طور خاص، رویکردهای مختلف این دو استراتژی در ریسک‌گریزی، بهره‌برداری از محصول و بازار باید منجر به تناوب بیشتر وجه نقد نسبت به مدافعان شود؛ بنابراین، ما فرضیه زیر را خلاصه می‌کنیم:

فرضیه اول: پیشگامان نگهداشت وجه نقد بیشتری در مقایسه با مدافعان حفظ می‌کنند.

نگهداری وجه نقد، استراتژی تجاری و سرعت تعدیل (SOA)

مطالعات متعدد نگره داشت وجه نقد را برای تعیین سطح مطلوب آن‌ها تحت تئوری تجارت ساختار سرمایه برای شرکت‌های آمریکایی (اورلوا و راثو، ۲۰۱۸) و شرکت‌های غیر آمریکایی (اورلوا و سان، ۲۰۱۸) بررسی کرده‌اند. تئوری تجارت پشتیبانی می‌کند که شرکت‌ها سود و هزینه‌های نگهداشت وجه نقد را برای تعیین سطح مطلوب وجه نقد اندازه‌گیری می‌کنند (فریرا و ویللا، ۲۰۰۴؛ اوپلر و همکاران، ۱۹۹۹). در نتیجه، وقتی ذخایر وجه نقد با سطح بهینه تفاوت اساسی داشته باشد، از شرکت‌ها انتظار می‌رود که ذخایر وجه نقد خود را به سطح هدف تنظیم کنند. چارچوب نظری مایلز و اسنو (۱۹۷۸، ۲۰۰۳) از این امر پشتیبانی می‌کند که پیش‌بینی کنندگان به دنبال بهره‌برداری مداوم از محصول و بازار، سازگاری بالا و نوسانات بالای جریان نقدی هستند.

در نتیجه، ما انتظار داریم که پیش‌بینی کنندگان بیشتر از مدافعان از هزینه‌های نمایندگی بالاتر و عدم تقارن اطلاعاتی و هزینه‌های معاملاتی بالاتر رنج ببرند؛ بنابراین، پیش‌بینی می‌کنیم که نیاز زیادتر (کمتر) وجه نقد پیش‌بینی کنندگان (مدافعان) باید منجر به انحراف بالاتر (پایین‌تر) از سطح بهینه ذخایر وجه نقد شرکت شود. از این رو، می‌توان فرضیه زیر را استخراج کرد:

فرضیه دوم: با توجه به ثابت بودن سایر شرایط، انحراف از نگهداشت وجه نقد واقعی نسبت به هدف برای پیش‌بینی کنندگان بیشتر از مدافعان است.

نگهداشت وجه نقد، استراتژی تجاری و ارزش شرکت

مطالعات تجربی متعددی تأثیر نگره داشت وجه نقد را بر ارزش شرکت بررسی کرده‌اند، اما نتایج همچنان دوگانه هستند. تجزیه و تحلیل‌های نظری و تجربی نشان می‌دهد که شرکت‌های مختلف سطح مشابهی از تقاضا برای وجه نقد و محدودیت‌های مالی متنوعی دارند. چندین نویسنده تغییر ارزش یک دلار پول نقد اضافی را برای سیاست‌های مختلف مالی بررسی کرده‌اند (به‌عنوان مثال دیتمار و ماهریت اسمیت، ۲۰۰۷؛ فاکنر و وانگ، ۲۰۰۶). نتایج تجربی آن‌ها حاکی از آن است که ارزش حاشیه‌ای یک دلار وجه نقد کمتر از یک دلار در بازار ارزیابی شده است. شواهد کالچوا و لینز (۲۰۰۷) همبستگی منفی بین ارزش بازار شرکت و نگهداشت وجه نقد را تأیید می‌کند.

مطالعه دیگری از پینکوویتز و ویلیامسون (۲۰۰۷) شواهدی ارائه داد که نگهداشت اضافی وجه نقد تأثیر مثبتی بر عملکرد عملیاتی شرکت‌ها دارند. این یافته تئوری سلسه‌مراتبی را تأیید می‌کند، مبنی بر اینکه ذخایر وجه نقد بالاتر، هزینه‌های

بالای ناشی از اطلاعات نامتقارن، سرمایه‌گذاری ناکافی و تأمین مالی خارجی را کاهش می‌دهد. با ترکیب رویکردهای نظری مدیریت وجه نقد و ادبیات استراتژی تجاری، فرض می‌کنیم که ممکن است مدافعان ارزش بیشتری از نگهداشت وجه نقد نسبت به پیش‌بینی کنندگان داشته باشند. در نتیجه، ما فرضیه زیر را فرموله می‌کنیم:
فرضیه سوم: با ثابت بودن سایر شرایط، ارزش بازار نگهداشت وجه نقد برای مدافعان بیشتر از پیش‌بینی کنندگان است.

روش پژوهش

الگوها و متغیرهای پژوهش

برای آزمون فرضیه‌های پژوهش از مدل‌های زیر پیروی می‌کنیم:

مدل اول (۱):

$$\begin{aligned} \text{CASH}_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 \text{Strategy}_{i,t} + \beta_2 \text{LEV}_{i,t} + \beta_3 \text{NWC}_{i,t} + \beta_4 \text{CFO}_{i,t} + \beta_5 \text{SIZE}_{i,t} + \beta_6 \text{MTB}_{i,t} \\ & + \beta_7 \text{R\&D}_{i,t} + \beta_8 \text{CAPEX}_{i,t} + \beta_9 \text{AQCA}_{i,t} + \beta_{10} \text{DEBET}_{i,t} + \beta_{11} \text{ROE}_{i,t} \\ & + \beta_{12} \text{LOSS}_{i,t} + \beta_{13} \text{HHI}_{i,t} + \beta_{14} \text{INRISK}_{i,t} + \beta_{15} \text{DIV}_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \end{aligned}$$

مدل دوم (۲):

$$\begin{aligned} \text{CASH}_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 \text{dcash}_{i,t} + \beta_2 \text{Strategy}_{i,t} + \beta_3 \text{LEV}_{i,t} + \beta_4 \text{NWC}_{i,t} + \beta_5 \text{CFO}_{i,t} + \beta_6 \text{SIZE}_{i,t} \\ & + \beta_7 \text{MTB}_{i,t} + \beta_8 \text{R\&D}_{i,t} + \beta_9 \text{CAPEX}_{i,t} + \beta_{10} \text{AQCA}_{i,t} + \beta_{11} \text{DEBET}_{i,t} \\ & + \beta_{12} \text{ROE}_{i,t} + \beta_{13} \text{LOSS}_{i,t} + \beta_{14} \text{HHI}_{i,t} + \beta_{15} \text{INRISK}_{i,t} + \beta_{16} \text{DIV}_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \end{aligned}$$

مدل سوم (۳):

$$\begin{aligned} M_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 \text{dcash}_{i,t} + \beta_2 \text{Strategy}_{i,t} + \beta_3 \text{LEV}_{i,t} + \beta_4 \text{NWC}_{i,t} + \beta_5 \text{CFO}_{i,t} + \beta_6 \text{SIZE}_{i,t} \\ & + \beta_7 \text{MTB}_{i,t} + \beta_8 \text{R\&D}_{i,t} + \beta_9 \text{CAPEX}_{i,t} + \beta_{10} \text{AQCA}_{i,t} + \beta_{11} \text{DEBET}_{i,t} \\ & + \beta_{12} \text{ROE}_{i,t} + \beta_{13} \text{LOSS}_{i,t} + \beta_{14} \text{HHI}_{i,t} + \beta_{15} \text{INRISK}_{i,t} + \beta_{16} \text{DIV}_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \end{aligned}$$

متغیرهای پژوهش

متغیرها	نوع متغیر	نام متغیر	روش اندازه‌گیری
Cash	متغیر وابسته	سیاست نقدی	مجموع وجه نقد به جمع کل دارایی‌ها
Strategy	متغیر مستقل	استراتژی کسب‌وکار	یک متغیر ساختگی، اگر در پایین‌ترین پنجک‌ها هستند نمره ۱ و غیر این صورت صفر
LEV	متغیر کنترلی	اهرم مالی	مجموع بدهی به کل دارایی‌ها
NWC	متغیر کنترلی	سرمایه در گردش خالص	{دارایی‌های جاری (به جز مجموع وجه نقد و معادل آن) - بدهی‌های جاری} / مجموع دارایی‌ها
CFO	متغیر کنترلی	جریان وجه نقد عملیاتی	جریان نقدی خالص ناشی از فعالیت‌های عملیاتی بر کل دارایی‌ها
SIZE	متغیر کنترلی	اندازه شرکت	لگاریتم کل دارایی‌ها
MTB	متغیر کنترلی	نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار	نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار حقوق صاحبان سهام
R&D	متغیر کنترلی	هزینه‌های تحقیق و توسعه به فروش	هزینه‌های تحقیق و توسعه به فروش
CAPEX	متغیر کنترلی	مخارج سرمایه‌ای	مخارج سرمایه‌ای / مجموع دارایی‌ها
AQCA	متغیر کنترلی	تملك دارایی	هزینه‌های خرید به کل سهام
DEBT	متغیر کنترلی	بدهی	بدهی بلندمدت سالانه برای یک شرکت نسبت به کل دارایی

نسبت سود خالص به میانگین حقوق صاحبان سهام	بازده حقوق صاحبان سهام	متغیر کنترلی	ROE
یک متغیر ساختگی برای سودآوری شرکت در نظر می‌گیریم در صورت بازدهی ارزش سهام (ROE) منفی به دست آورد (ROE) در یک سال گذشته عدد یک در غیر این صورت صفر	زیان	متغیر کنترلی	LOSS
بیانگر فروش سهام هر شرکت به فروش سهام کل صنعت به توان دوم	رقابت بازار محصول	متغیر کنترلی	HHI
واریانس حداکثر جریان نقدی شرکت در همان صنعت	ریسک جریان نقدی صنعت	متغیر کنترلی	INRISK
یک متغیر ساختگی در چهار سال مالی یک شرکت پرداخت سود سهام به سهامداران پرداخت کند عدد یک و در غیر این صورت ارزش صفر	پرداخت سود سهام	متغیر کنترلی	DIV

جامعه آماری و نمونه گیری

جامعه آماری پژوهش را کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران شکل می‌دهند. به منظور انتخاب نمونه تحقیق از روش نمونه‌گیری حذفی سیستماتیک استفاده شده است. معیارهای زیر برای انتخاب نمونه مناسب به روش حذفی مورد استفاده قرار گرفته است:

قبل از سال ۱۳۹۲ در بورس تهران پذیرفته شده باشند و از ابتدای سال ۱۳۹۲ سهام آن‌ها در بورس مورد معامله قرار گیرد.

به منظور افزایش قابلیت مقایسه، سال مالی آن‌ها منتهی به ۲۹ اسفندماه باشد.

جزء شرکت‌های واسطه‌گری مالی و بیمه‌ای و سرمایه‌گذاری نباشد (به دلیل تفاوت ماهیت عملیات) اطلاعات مورد نیاز پژوهش در دسترس باشد.

با توجه به فیلترهای فوق، اطلاعات مرتبط با ۱۳۳ شرکت در دوره ۷ ساله ۱۴۰۱-۱۳۹۵ و مجموعاً ۹۳۱ سال-شرکت برای آزمون فرضیه مورد استفاده قرار گرفت؛ بنابراین جامعه آماری و نمونه آماری در این پژوهش بر هم منطبق می‌باشند. این پژوهش کاربردی است و از نوع همبستگی می‌باشد. تحقیق حاضر به بررسی روابط بین متغیرها پرداخته و در پی اثبات وجود این رابطه در شرایط کنونی بر اساس داده‌های تاریخی می‌باشد. بنابراین می‌توان آن را از نوع پس رویدادی طبقه‌بندی نمود. هدف این پژوهش بررسی تأثیر استراتژی تجاری بر سیاست نقدی شرکت در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد. در مرحله اول برای تدوین تاریخچه، ادبیات موضوعی و مبانی نظری تحقیق، از کتاب‌ها و پایان نامه‌های موجود در کتابخانه‌ها و همچنین از مقالات موجود و پایگاه‌های جستجوی علمی در اینترنت استفاده شده است. جهت گردآوری و جمع‌آوری داده‌های مالی شرکت‌های نمونه آماری از بانک‌های اطلاعاتی منتشر شده توسط سازمان بورس اوراق بهادار تهران و اطلاعات موجود در نرم‌افزارهای سهام مانند نرم‌افزار ره‌آورد نوین و نرم‌افزار تدبیر پرداز استفاده شده است.

یافته‌ها

در بخش آمار توصیفی، تجزیه و تحلیل داده‌ها با استفاده از شاخص مرکزی همچون میانگین و میانه و شاخص‌های پراکندگی انحراف معیار و چولگی و کشیدگی انجام پذیرفته‌اند. خلاصه وضعیت آمار توصیفی متغیرهای تحقیق پس از حذف نقاط پرت در جدول ۱ ارائه شده‌اند.

جدول (۱): آمار توصیفی

متغیر	نماد متغیر	میانگین	میانه	بیشترین	کمترین	انحراف معیار	چولگی	کشیدگی
سیاست نقدی	Cash	۰.۰۶۷	۰.۰۳۶	۰.۳۲۲	۰.۰۰۳	۰.۰۸۲	۱.۹۸۷	۶.۱۹۹
استراتژی کسب و کار	Strategy	۰.۴۳۲	۰.۰۰۰	۱.۰۰۰	۰.۰۰۰	۰.۴۹۶	۰.۲۷۵	۱.۰۶۷
اهرم مالی	LEV	۰.۵۷۶	۰.۵۹۶	۰.۹۰۷	۰.۱۷۴	۰.۲۰۳	-۰.۳۰۰	۲.۲۴۶
سرمایه در گردش خالص	NWC	۰.۰۹۲	۰.۱۰۳	۰.۴۷۱	-۰.۳۳۴	۰.۲۱۲	-۰.۱۹۲	۲.۴۵۸
جریان وجه نقد عملیاتی	CFO	۰.۱۱۲	۰.۰۹۷	۰.۳۴۵	-۰.۰۶۰	۰.۱۰۷	۰.۴۹۸	۲.۵۸۷
اندازه شرکت	SIZE	۱۴.۲۴۹	۱۴.۱۳۴	۱۶.۹۲۵	۱۲.۰۹۶	۱.۲۴۴	۰.۳۸۸	۲.۶۹۵
نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار	MTB	۳.۸۸۹	۲.۹۴۴	۱۲.۰۱۹	۰.۹۲۳	۲.۹۳۵	۱.۴۸۱	۴.۴۴
هزینه های تحقیق و توسعه به فروش	R&D	۰.۰۰۰۴	۰.۰۰۰	۰.۰۰۴	۰.۰۰۰	۰.۰۰۱	۲.۷۷۸	۹.۳۲۵
مخارج سرمایه ای	CAPEX	۰.۰۳۰	۰.۰۲۰	۰.۱۱۹	-۰.۰۱۷	۰.۰۳۴	۱.۱۷۳	۳.۸۳۶
تملك دارایی	AQCA	۰.۶۶۲	۰.۶۹۵	۰.۹۱۴	۰.۲۹۷	۰.۱۸۵	-۰.۴۴۹	۲.۰۸۱
بدهی	DEBT	۰.۰۰۴	۰.۰۰۰	۰.۰۴۸	۰.۰۰۰	۰.۰۱۲	۳.۰۳۸	۱۱.۰۰۹
بازده حقوق صاحبان سهام	ROE	۰.۲۸۰	۰.۲۵۴	۰.۷۸۶	-۰.۲۴۷	۰.۲۷۵	۰.۰۹۱	۲.۳۰۰
زیان	LOSS	۰.۱۱۴	۰.۰۰۰	۱.۰۰۰	۰.۰۰۰	۰.۳۱۸	۲.۴۳۱	۶.۹۱۲
رقابت بازار محصول	HHI	۰.۰۲۵	۰.۰۱۹	۰.۰۷۶	۰.۰۰۳	۰.۰۲۰	۱.۱۳۳	۳.۴۷۴
ریسک جریان نقدی صنعت	INRISK	۰.۰۸۸	۰.۰۷۷	۰.۱۸۶	۰.۰۲۹	۰.۰۴۴	۰.۷۶۳	۲.۷۰۱
پرداخت سود سهام	DIV	۰.۰۴۲	۰.۰۲	۰.۱۷۴	۰	۰.۰۵۲	۱.۳۵۶	۳.۷۵۳

پنل ب- متغیرهای دو ارزشی

نام متغیر	نماد	نوع طبقه	فراوانی	درصد فراوانی
استراتژی کسب و کار	STRATEGY	۰	۳۴۳	۳۷.۱۲٪
		۱	۵۸۱	۶۲.۸۸٪
زیان	LOSS	۰	۸۱۸	۸۸.۵۳٪
		۱	۱۰۶	۱۱.۴۷٪
پرداخت سود سهام	DIV	۰	۵۳	۵.۷۴٪
		۱	۸۷۱	۹۴.۲۶٪

در میان متغیرهای این پژوهش نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار بیشترین پراکندگی و نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار پراکندگی را دارد؛ اما نکته‌ای که باید به آن توجه داشت عدم یکسان بودن واحد سنجش این دو متغیر است و لذا اختلافی که در میزان بیشترین و کمترین انحراف معیار متغیرها مشاهده می‌شود، دلیلی بر عدم مناسب بودن داده‌ها برای برآورد نیست. با در نظر گرفتن ضریب چولگی انواع متغیرها، مشخص می‌شود که توزیع متغیرهای پژوهش به جزء اهرم مالی، سرمایه در گردش و تملك دارایی‌ها به‌طور کلی از چولگی به سمت راست (چولگی مثبت) برخوردار است؛ این بدان معناست که توزیع جامعه، توزیع نامتقارن با کشیدگی به سمت مقادیر بالاتر بوده است. کشیدگی مثبت یعنی قله توزیع

موردنظر از توزیع نرمال بالاتر و کشیدگی منفی نشانه پایین تر بودن قله از توزیع نرمال است؛ که در اینجا کشیدگی اکثر متغیرهای پژوهش مثبت است.

آمار استنباطی

پیش نیازهای رگرسیون

در برازش مدل رگرسیونی و قبل از انجام مراحل اصلی برازش رگرسیون تعدادی آزمون پیش فرض در راستای تصمیم گیری جهت نوع مدل برازشی مورد نیاز می باشد. یکی از این آزمون ها، آزمون ناهمسانی واریانس بوده که با استفاده از نرم افزار ایویوز انجام می گیرد. با توجه به اینکه در این تحقیق جهت برازش مدل اثر سال - صنعت کنترل شده است و خطای استاندارد بابت مشکل ناهمسانی واریانس تعدیل شده است، پس نگرانی بابت فرض ناهمسانی واریانس وجود ندارد. همچنین یکی دیگر از مواردی که قبل از برازش مدل رگرسیونی مورد نیاز است، وجود خود همبستگی بین اجزای اخلال می باشد. در مدل های رگرسیونی فرض بر این است که اخلال در مشاهدات مختلف، ناهمبسته یا از یکدیگر مستقل اند. در صورتی که فرض اخیر نقض شود، مسئله های موسوم به خود همبستگی یا همبستگی سریالی یا اتو رگرسیون که همگی به معنی همبسته بودن جملات اخلال است، بروز پیدا می کند (افلاطونی، ۱۳۹۷) در این پژوهش به منظور رفع مشکلاتی از قبیل ناهمسانی واریانس و خودهمبستگی، رگرسیون به روش خطای استاندارد مقاوم انجام شده است (پترسن، ۲۰۰۹).

همچنین یکی دیگر از فرضیات مورد نظر در رابطه با برازش مدل رگرسیونی نرمال بودن توزیع مانده های مدل برازش شده می باشد. در این تحقیق متغیرهای پژوهش قبل از برآورد رگرسیون نرمال گردید و لذا نباید نگران نرمال بودن مشاهدات بود. از طرفی، زمانی که اندازه نمونه به اندازه کافی بزرگ باشد و سایر فروض کلاسیک نیز برقرار باشند، انحراف از فرض نرمال بودن معمولاً بی اهمیت و پیامدهای آن ناچیز است. در شرایط مذکور، با توجه به قضیه حد مرکزی میتوان دریافت که حتی اگر باقیمانده ها نرمال نباشند، آماره های آزمون به طور مجانبی از توزیع نرمال پیروی میکنند، بدون تورش هستند و از کارایی برخوردارند. لذا با توجه به مطالب ذکر شده میتوان فرض نرمال بودن جمله خطا را نادیده گرفت (آباد، ۱۳۹۲).

برای استفاده از رگرسیون در ساختار داده های پانل علاوه بر انجام آزمونهای مختلف و بکارگیری متغیرهای کنترلی، ضرورت دارد به منظور حصول نتایج قابل اتکا، دو عامل تأثیرگذار سال و صنعت نیز کنترل شوند؛ زیرا داده ها در ساختار پانل هم بین سالهای مختلف و هم صنایع مختلف تغییر می کند. لذا برای اینکه تأثیر تغییرات سال و صنعت بر ارتباط بین متغیرهای اصلی پژوهش کنترل شود، این دو متغیر کنترلی نیز در مدل رگرسیونی استفاده می شود. یکی از دلایل اصلی وارد کردن سال و صنعت در الگوی رگرسیونی، رفع مشکل احتمالی خودهمبستگی سریالی ایجاد شده در باقیمانده های مدل مربوط به شرکتهای فعال در صنایع یکسان و سالهای مشترک است (نیکو مرام و بنی مهد، ۱۳۹۲). در داده های پانل انجام آزمون اف-لیمر برای تعیین نوع داده ها (تابلویی و تلفیقی) و آزمون هاسمن برای تعیین اثرات ثابت و تصادفی اهمیت دارد. در پژوهش حاضر با توجه به اینکه اثرات سال و صنعت در مدل کنترل شده است، انجام آزمون اف-لیمر و هاسمن ضرورت پیدا نمی کند.

همخطی بین متغیرهای تحقیق

در رگرسیون خطی بخصوص در روش حداقل مربعات (OLS)، شرط مستقل بودن متغیرهای توضیحی از اهمیت خاصی برخوردار است. به این علت قبل از انجام رگرسیون خطی باید از عدم همخطی در مدل اطمینان داشته باشیم تا نتایج

حاصل از مدل رگرسیونی معتبر باشند. در حقیقت هم خطی در مدل رگرسیونی به وجود همبستگی بین متغیرهای مستقل اشاره دارد. همخطی پدیده‌ای است که به بیان وضعیتی می‌پردازد که یک متغیر توضیحی در رگرسیون چندگانه با یک یا چند متغیر دیگر دارای رابطه خطی است به طوری که می‌توان آن را به صورت ترکیب خطی از دیگر متغیرها در نظر گرفت. در اصل با توجه به روش رگرسیون چندگانه و فرضیات آن، وجود استقلال در بین متغیرهای توضیحی ضروری است.

در این تحقیق برای بررسی عدم وجود هم خطی از معیار عامل تورم واریانس (VIF) استفاده شد. وقتی که شاخص تورم واریانس کمتر از ۱۰ باشد، نشان دهنده عدم وجود هم خطی می‌باشد. نتایج آزمون هم خطی در جداول شماره ۲ الی ۵، نشان می‌دهد میزان تورم واریانس متغیرهای مستقل و کنترلی در مدل‌های اول و دوم فرضیه های تحقیق پژوهش حاضر در حد مجاز خود قرار داشته و لذا از این بابت مشکلی وجود ندارد.

جدول (۲): آزمون تورم واریانس مدل اول فرضیه اول

متغیر	نماد	VIF
استراتژی	strategy	۱.۰۶
اهرم مالی	lev	۴.۹۴
سرمایه در گردش خالص	nwc	۵.۹۵
جریان وجه نقد عملیاتی	cfo	۱.۴۲
اندازه شرکت	size	۱.۷۶
نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار	mtb	۲.۰۴
هزینه های تحقیق و توسعه به فروش	rd	۱.۰۹
مخارج سرمایه ای	capex	۱.۳۳
تملك دارایی	aqca	۴.۲۳
بدهی	debt	۱.۲۷
بازده حقوق صاحبان سهام	roe	۱.۷۴
رقابت بازار محصول	hhi	۱.۰۵
ریسک جریان نقدی	inrisk	۱.۱۱
زیان	loss	۱.۳۵
پرداخت سود سهام	div	۱.۲۰
سال و صنعت	کنترل شد	

جدول (۳): آزمون تورم واریانس مدل دوم فرضیه دوم

متغیر	نماد	VIF
تغییرات وجه نقد	dcash	۱.۲۱
استراتژی	strategy	۱.۰۷
اهرم مالی	lev	۴.۹۷
سرمایه در گردش خالص	nwc	۶.۲۸
جریان وجه نقد عملیاتی	cfo	۱.۵۷
اندازه شرکت	size	۱.۸۱
نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار	mtb	۲.۲۱
هزینه های تحقیق و توسعه به فروش	rd	۱.۰۷
مخارج سرمایه ای	capex	۱.۳۵
تملك دارایی	aqca	۴.۳۴

۱.۲۸	debt	بدهی
۱.۷۳	roe	بازده حقوق صاحبان سهام
۱.۰۴	hhi	رقابت بازار محصول
۱.۱۴	inrisk	ریسک جریان نقدی
۱.۳۷	loss	زیان
۱.۲۱	div	پرداخت سود سهام
کنترل شد		سال و صنعت

جدول (۴): آزمون تورم واریانس مدل سوم فرضیه سوم

VIF	نماد	متغیر
۱.۲۱	dcash	تغییرات وجه نقد
۱.۰۷	strategy	استراتژی
۴.۸۴	Lev	اهرم مالی
۶.۲۸	nwc	سرمایه در گردش خالص
۱.۵۲	cfo	جریان وجه نقد عملیاتی
۱.۵۸	size	اندازه شرکت
۱.۰۷	mtb	نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار
۱.۳۳	rd	هزینه های تحقیق و توسعه به فروش
۴.۳۴	capex	مخارج سرمایه ای
۱.۲۸	aqca	تملك دارایی
۱.۷۳	debt	بدهی
۱.۰۷	roe	بازده حقوق صاحبان سهام
۱.۱۴	hhi	رقابت بازار محصول
۱.۳۷	inrisk	ریسک جریان نقدی
۱.۲۱	loss	زیان
۱.۲۱	div	پرداخت سود سهام
کنترل شد		سال و صنعت

آزمون فرضیه های تحقیق

فرضیات پژوهش

فرضیه ۱: پیشگامان نگهداشت وجه نقد بیشتری در مقایسه با مدافعان حفظ می کنند.

مدل اول پژوهش

جدول (۵): نتایج بررسی ضرایب جزئی (مدل اول) با روش OLS با توجه به ناهمسانی مدل

متغیر وابسته: وجه نقد، تعداد دوره: ۷، تعداد تقاطع: ۱۳۲، تعداد ترکیب موزون: ۹۲۴			
$CASH_{it} = \beta_0 + \beta_1 Strategy_{it} + \beta_2 LEV_{it} + \beta_3 NWC_{it} + \beta_4 CFO_{it} + \beta_5 SIZE_{it} + \beta_6 MTB_{it} + \beta_7 R\&D_{it} + \beta_8 CAPEX_{it} + \beta_9 AQCA_{it} + \beta_{10} DEBT_{it} + \beta_{11} ROE_{it} + \beta_{12} LOSS_{it} + \beta_{13} HHI_{it} + \beta_{14} INRISK_{it} + \beta_{15} DIV_{it} + \epsilon_{it}$			
Full sample	Full sample	Full sample	متغیر
نمونه کامل	نمونه کامل	نمونه کامل	

متغیر وابسته: وجه نقد، تعداد دوره: ۷، تعداد تقاطع: ۱۳۲، تعداد ترکیب موزون: ۹۲۴						
$CASH_{it} = \beta_0 + \beta_1 Strategy_{it} + \beta_2 LEV_{it} + \beta_3 NWC_{it} + \beta_4 CFO_{it} + \beta_5 SIZE_{it} + \beta_6 MTB_{it} + \beta_7 R\&D_{it} + \beta_8 CAPEX_{it} + \beta_9 AQCA_{it} + \beta_{10} DEBET_{it} + \beta_{11} ROE_{it} + \beta_{12} LOSS_{it} + \beta_{13} HHI_{it} + \beta_{14} INRISK_{it} + \beta_{15} DIV_{it} + \varepsilon_{it}$						
Full sample		Full sample		Full sample		متغیر
نمونه کامل		نمونه کامل		نمونه کامل		
احتمال	ضریب	احتمال	ضریب	احتمال	ضریب	
۰.۰۰۰	۰.۰۹۸	۰.۰۰۰	۰.۱۱۲	۰.۰۰۰	۰.۰۸۹	مقدار ثابت
				۰.۰۰۰	۰.۰۰۱	استراتژی
		۰.۰۰۰	-۰.۰۱۴			مدافعان
۰.۰۰۰	۰.۰۱۸					پیشگامان
۰.۰۰۰	-۰.۹۸۷	۰.۰۰۰	-۰.۹۸۷	۰.۰۰۰	-۰.۹۹۱	اهرم مالی
۰.۰۰۰	-۱.۰۰۸	۰.۰۰۰	-۱.۰۰۸	۰.۰۰۰	-۱.۰۱۰	سرمایه در گردش خالص
۰.۰۰۰	۰.۱۲۹	۰.۰۰۰	۰.۱۲۹	۰.۰۰۰	۰.۱۲۸	جریان وجه نقد عملیاتی
۰.۰۱۴	-۰.۰۰۲	۰.۰۱۴	-۰.۰۰۲	۰.۰۱۸	-۰.۰۰۲	اندازه شرکت
۰.۵۱۵	۰.۰۰۰	۰.۵۱۵	۰.۰۰۰	۰.۴۰۲	۰.۰۰۰	نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار
۰.۱۸۰	۰.۰۰۱	۰.۱۸۰	۰.۰۰۱	۰.۲۷۴	۰.۰۰۱	هزینه های تحقیق و توسعه به فروش
۰.۸۴۴	-۰.۰۰۷	۰.۸۴۴	-۰.۰۰۷	۰.۸۹۹	-۰.۰۰۵	مخارج سرمایه ای
۰.۰۰۰	۱.۰۱۸	۰.۰۰۰	۱.۰۱۸	۰.۰۰۰	۱.۰۲۱	تملك دارایی
۰.۰۰۰	۱.۰۸۰	۰.۰۰۰	۱.۰۸۰	۰.۰۰۰	۱.۰۷۸	بدهی
۰.۰۱۴	۰.۰۰۱	۰.۰۱۴	۰.۰۰۱	۰.۰۱۰	۰.۰۰۱	بازده حقوق صاحبان سهام
۰.۱۹۰	۰.۰۰۹	۰.۱۹۰	۰.۰۰۹	۰.۰۹۸	۰.۰۱۲	زیان
۰.۰۶۲	-۰.۰۵۰	۰.۰۶۲	۰.۰۵۰	۰.۰۴۱	۰.۰۵۵	رقابت بازار محصول
۰.۰۰۰	-۰.۰۹۹	۰.۰۰۰	-۰.۰۹۹	۰.۰۰۰	-۰.۱۱۷	ریسک جریان نقدی صنعت
۰.۰۰۰	-۰.۰۳۱	۰.۰۰۰	-۰.۰۳۱	۰.۰۰۰	-۰.۰۳۳	پرداخت سود سهام
شاخص های مدل						
۰.۷۹۷		۰.۷۹۷		۰.۷۹۶		R-squared
۰.۷۹۳		۰.۷۹۳		۰.۷۹۳		Adjusted R-squared
۲۳۶.۴۴۴		۲۳۶.۴۴۴		۲۳۶.۷۴۲		F-statistic
۰.۰۰۰		۰.۰۰۰		۰.۰۰۰		Prob(F-statistic)

بررسی اعتبار و قدرت الگو

آزمون F: در یک معادله رگرسیون چند متغیره، چنانچه هیچ رابطه‌ای میان متغیر وابسته و متغیرهای مستقل وجود نداشته باشد، باید تمامی ضرایب متغیرهای مستقل در معادله، مساوی صفر باشند. از این رو، باید معنادار بودن معادله رگرسیون مورد آزمون قرار گیرد. این کار با استفاده از آماره F انجام می‌شود. همان‌طور که در جدول (۵) ملاحظه می‌شود، مقدار آماره F و سطح معناداری مربوط به این آماره، بیانگر این است که فرضیه صفر آماری که همان بی‌معنا بودن کل مدل (صفر بودن تمام ضرایب) است، رد می‌شود و مدل رگرسیون برآورد شده، در کل معنادار است.

ضریب تعیین تعدیل شده: این ضریب با ضریب تعیین برابر نیست، احتمالاً از دلایل وجود تفاوت بین میزان ضریب تعیین و ضریب تعیین تعدیلی وجود متغیرهای اضافی است که با داشتن اثر معنادار بر متغیر وابسته موجب کاهش کاذب در ضریب تعیین شده باشند.

نتیجه

آزمون t: به طور خلاصه، برآوردهای متغیرهای توضیحی با یافته های مطالعات قبلی سازگار است. مهمتر از همه، نتایج گزارش شده در جدول ۵ تایید می کنند که انتظار می رود که این برنامه ها در مقایسه با مدافعان سیاست های نگهداری پول نقد تهاجمی را دنبال کنند. این یافته ها حمایت از شواهد تجربی مایلز و اسنوز (۱۹۷۸، ۲۰۰۳) را فراهم می کند (۱۹۷۸، ۲۰۰۳) پس زمینه که نمایندگان در معرض خطر قرار می گیرند و بنابراین سطوح نقدی بالاتر را برای بهره گیری از سرمایه گذاری های مبهم آینده و فرصت های رشد از مدافعان حمایت می کنند. به طور کلی، نتایج جدول فرضیه اول را رد نمی کند. در نتیجه پیشگامان نگاهداشت وجه نقد بیشتری در مقایسه با مدافعان حفظ می کنند.

مدل دوم پژوهش

فرضیه ۲: انحراف از نگاهداشت وجه نقد واقعی نسبت به هدف برای پیشگامان در مقایسه با مدافعان بیشتر است.

جدول (۶): نتایج بررسی ضرایب جزئی (مدل دوم) با GMM

متغیر وابسته: وجه نقد، تعداد دوره: ۷، تعداد تقاطع: ۱۳۲، تعداد ترکیب موزون: ۹۲۴						
$\text{Cash}_{it} = \beta_0 + \beta_1 L.\text{cash}_{it} + \beta_2 \text{Strategy}_{it} + \beta_3 \text{LEV}_{it} + \beta_4 \text{NWC}_{it} + \beta_5 \text{CFO}_{it} + \beta_6 \text{SIZE}_{it} + \beta_7 \text{MTB}_{it} + \beta_8 \text{R\&D}_{it} + \beta_9 \text{CAPEX}_{it} + \beta_{10} \text{AQCA}_{it} + \beta_{11} \text{DEBET}_{it} + \beta_{12} \text{ROE}_{it} + \beta_{13} \text{LOSS}_{it} + \beta_{14} \text{HHI}_{it} + \beta_{15} \text{INRISK}_{it} + \beta_{16} \text{DIV}_{it} + \varepsilon_{it}$						
Prospectors		Defenders		Full sample		متغیر
پیش بینی کنندگان		مدافعان		نمونه کامل		
احتمال	ضریب	احتمال	ضریب	احتمال	ضریب	
۰.۰۰۰	۰.۲۸۸	۰.۰۰۰	۰.۲۴۴	۰.۰۰۸	۰.۴۳۸	انحرافات وجه نقد
۰.۰۰۰	-۰.۰۱۳	۰.۰۰۰	-۰.۰۰۳	۰.۰۰۰۴	-۰.۰۱۸	استراتژی
۰.۰۰۰	-۱.۰۵۵	۰.۰۰۰	-۰.۸۸۷	-۰.۰۰۰۰۳	-۱.۰۴۴	اهرم مالی
۰.۰۰۰	-۱.۱۶۰	۰.۰۰۰	-۰.۸۸۸	-۰.۰۰۰۰۵	-۱.۰۹۶	سرمایه در گردش خالص
۰.۰۱۰	۰.۱۲۵	۰.۰۰۶	۰.۱۸۱	۰.۰۰۱	۰.۱۴۶	جریان وجه نقد عملیاتی
۰.۶۷۰	-۰.۰۰۳	۰.۸۸۳	۰.۰۰۰	۰.۶۳۷	-۰.۰۰۲	اندازه شرکت
۰.۲۱۸	۰.۰۰۱	۰.۹۴۴	۰.۰۰۰	۰.۴۹۲	۰.۰۰۰۲	نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار
۰.۰۴۰	-۰.۱۳۹	۰.۷۴۴	۰.۰۰۰	۰.۷۸۰	-۰.۰۰۱	هزینه های تحقیق و توسعه به فروش
۰.۶۹۷	۰.۰۵۴	۰.۷۳۸	۰.۰۲۹	۰.۷۰۶	۰.۰۲۷	مخارج سرمایه ای
۰.۰۰۰	۱.۰۶۸	۰.۰۰۰	۰.۹۴۲	۰.۰۰۰	۱.۰۷۴	تملك دارایی
۰.۰۰۰	۱.۳۱۴	۰.۰۰۰	۰.۹۱۸	۰.۰۰۰	۱.۱۵۳	بدهی
۰.۰۱۷	۰.۰۰۳	۰.۷۱۴	۰.۰۰۲	۰.۰۰۱	۰.۰۰۲	بازده حقوق صاحبان سهام
۰.۱۲۶	-۰.۰۳۲	۰.۰۰۳	۰.۰۴۱	۰.۴۵۶	۰.۰۰۸	زیان
۰.۰۰۴	-۰.۳۵۰	۰.۳۷۳	۰.۰۹۷	۰.۲۰۲	-۰.۰۸۶	رقابت بازار محصول
۰.۰۲۷	-۰.۲۹۳	۰.۰۲۰	-۰.۱۶۳	۰.۰۰۱	-۰.۲۳۸	ریسک جریان نقدی صنعت
۰.۷۴۶	-۰.۰۰۸	۰.۰۴۳	-۰.۰۲۸	۰.۲۴۱	-۰.۰۱۸	پرداخت سود سهام

متغیر وابسته: وجه نقد، تعداد دوره: ۷، تعداد تقاطع: ۱۳۲، تعداد ترکیب موزون: ۹۲۴			
$\text{Cash}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{L.cash}_{it} + \beta_2 \text{Strategy}_{it} + \beta_3 \text{LEV}_{it} + \beta_4 \text{NWC}_{it} + \beta_5 \text{CFO}_{it} + \beta_6 \text{SIZE}_{it} + \beta_7 \text{MTB}_{it} + \beta_8 \text{R\&D}_{it} + \beta_9 \text{CAPEX}_{it} + \beta_{10} \text{AQCA}_{it} + \beta_{11} \text{DEBET}_{it} + \beta_{12} \text{ROE}_{it} + \beta_{13} \text{LOSS}_{it} + \beta_{14} \text{HHI}_{it} + \beta_{15} \text{INRISK}_{it} + \beta_{16} \text{DIV}_{it} + \varepsilon_{it}$			
Prospectors	Defenders	Full sample	متغیر
پیش بینی کنندگان	مدافعان	نمونه کامل	
شاخص های مدل			
۰.۶۸۲	۰.۸۸۴	۰.۸۲۲	R-squared
۰.۶۸۲	۰.۸۷۹	۰.۸۱۹	Adjusted R-squared
۸۹.۸۹۱	۹۸.۵۹۷	۹۹.۸۲۷	J-statistic
۰.۰۰۰	۰.۰۰۰	۰.۰۰۰	Prob(J-statistic)

بررسی اعتبار و قدرت الگو

آزمون F: در یک معادله رگرسیون چند متغیره، چنانچه هیچ رابطه‌ای میان متغیر وابسته و متغیرهای مستقل وجود نداشته باشد، باید تمامی ضرایب متغیرهای مستقل در معادله، مساوی صفر باشند. از این رو، باید معنادار بودن معادله رگرسیون مورد آزمون قرار گیرد. این کار با استفاده از آماره F انجام می‌شود. همان طور که در جدول ۶ ملاحظه می‌شود، مقدار آماره J و سطح معناداری مربوط به این آماره، بیانگر این است که فرضیه صفر آماری که همان بی‌معنا بودن کل مدل (صفر بودن تمام ضرایب) است، رد می‌شود و مدل رگرسیون برآورد شده، در کل معنادار است.

نتیجه

نتایج با چارچوب نظری و ادبیات تجربی قبلی برای نمونه کامل و نمونه‌های فرعی همگرا هستند. مدافعان دارای SOA=۷۶٪ هستند، در حالی که پیشگامان دارای SOA=۲۸.۸٪ هستند. از آنجایی که کاوشگران مازاد نقدی بالاتری را حفظ می‌کنند، منطقی به نظر می‌رسد که تعدیل نقدی آنها به هدف نسبت به مدافعان کندتر باشد. نتایج ما برای سرعت تعدیل دارایی‌های نقدی مشابه یافته‌های قبلی اورلوا و راث (۲۰۱۸) و ونکیتشواران (۲۰۱۱) است. نتایج حاصل از تفاوت GMM (در حالی که گزارش نشده است) و سیستم GMM با نتایج تجربی گزارش شده بسیار سازگار است. به طور خلاصه، یافته‌ها نشان می‌دهد که نگهداری وجه نقد سال قبل، تعیین‌کننده مثبت و معنادار برای سطح نقدی سال جاری است، که نشان می‌دهد شرکت‌ها یک سطح نقدی هدف دارند. با این حال، علامت و اهمیت ضریب همراه با انواع استراتژی کمی تغییر می‌کند. این نتایج فرضیه دوم را تایید می‌کند. در نتیجه انحراف از نگاه داشت وجه نقد واقعی نسبت به هدف برای پیشگامان در مقایسه با مدافعان بیشتر است.

مدل سوم پژوهش

فرضیه ۳: ارزش بازار نگاه داشت وجه نقد برای مدافعان در مقایسه با پیشگامان بیشتر است.

جدول (۷): نتایج بررسی ضرایب جزئی (مدل دوم) با توجه به ناهمسازی مدل

متغیر وابسته: ارزش وجه، تعداد دوره: ۷، تعداد تقاطع: ۱۳۲، تعداد ترکیب موزون: ۹۲۴			
$M_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{cash}_{it} + \beta_2 \text{Strategy}_{it} + \beta_3 \text{LEV}_{it} + \beta_4 \text{NWC}_{it} + \beta_5 \text{CFO}_{it} + \beta_6 \text{SIZE}_{it} + \beta_7 \text{MTB}_{it} + \beta_8 \text{R\&D}_{it} + \beta_9 \text{CAPEX}_{it} + \beta_{10} \text{AQCA}_{it} + \beta_{11} \text{DEBET}_{it} + \beta_{12} \text{ROE}_{it} + \beta_{13} \text{LOSS}_{it} + \beta_{14} \text{HHI}_{it} + \beta_{15} \text{INRISK}_{it} + \beta_{16} \text{DIV}_{it} + \varepsilon_{it}$			
Prospectors	Defenders	Full sample	متغیر
پیش بینی کنندگان	مدافعان	نمونه کامل	

متغیر وابسته: ارزش وجه، تعداد دوره: ۷، تعداد تقاطع: ۱۳۲، تعداد ترکیب موزون: ۹۲۴						
$M_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{cash}_{it} + \beta_2 \text{Strategy}_{it} + \beta_3 \text{LEV}_{it} + \beta_4 \text{NWC}_{it} + \beta_5 \text{CFO}_{it} + \beta_6 \text{SIZE}_{it} + \beta_7 \text{MTB}_{it} + \beta_8 \text{R\&D}_{it} + \beta_9 \text{CAPEX}_{it} + \beta_{10} \text{AQCA}_{it} + \beta_{11} \text{DEBET}_{it} + \beta_{12} \text{ROE}_{it} + \beta_{13} \text{LOSS}_{it} + \beta_{14} \text{HHI}_{it} + \beta_{15} \text{INRISK}_{it} + \beta_{16} \text{DIV}_{it} + \varepsilon_{it}$						
Prospectors		Defenders		Full sample		متغیر
پیش بینی کنندگان		مدافعان		نمونه کامل		
احتمال	ضریب	احتمال	ضریب	احتمال	ضریب	
۰.۰۰۰	۱۰.۹۴۷	۰.۰۰۰	۷.۲۷۹	۰.۰۰۰	۷.۷۲۸	ضریب ثابت
۰.۰۰۱	۴.۰۳۲	۰.۹۰۶	-۰.۱۶۵	۰.۰۶۳	۱.۹۴۱	وجه نقد
۰.۴۷۷	-۰.۰۷۹	۰.۳۷۷	۰.۰۳۶	۰.۰۳۷	۰.۰۲۰	استراتژی
۰.۰۴۵	۳.۶۴۳	۰.۰۳۵	-۳.۴۸۱	۰.۹۲۴	-۰.۱۴۵	اهرم مالی
۰.۱۹۲	۲.۱۱۱	۰.۰۰۴	-۵.۰۲۰	۰.۷۷۱	-۰.۴۴۲	سرمایه در گردش خالص
۰.۰۰۱	۲.۱۶۶	۰.۴۲۳	-۰.۴۷۵	۰.۰۰۰	۳.۰۶۷	جریان وجه نقد عملیاتی
۰.۰۰۰	-۰.۶۴۱	۰.۰۰۰	-۰.۲۶۳	۰.۰۰۰	-۰.۳۷۷	اندازه شرکت
۰.۹۵۵	-۰.۲۲۰	۰.۰۰۰	-۰.۲۶۰	۰.۰۰۰	-۰.۲۶۲	هزینه های تحقیق و توسعه به فروش
۰.۰۳۲	۳.۲۴۷	۰.۰۰۰	۷.۹۴۱	۰.۰۰۰	۷.۱۹۲	مخارج سرمایه ای
۰.۷۶۹	۰.۵۶۱	۰.۰۱۶	۴.۶۳۹	۰.۱۵۹	۲.۵۳۹	تملك دارایی
۰.۰۲۹	-۱۲.۱۴۶	۰.۰۰۳	۷.۷۶۶	۰.۵۳۰	۱.۶۳۲	بدهی
۰.۰۰۰	-۱.۶۶۷	۰.۰۰۰	۱.۶۱۱	۰.۰۰۰	-۱.۶۳۹	بازده حقوق صاحبان سهام
۰.۸۵۳	-۰.۱۸۱	۰.۴۰۵	۰.۱۹۰	۰.۱۳۲	-۰.۶۸۶	زبان
۰.۱۸۰	۴.۴۸۰	۰.۱۶۰	۴.۷۸۵	۰.۲۹۵	۰.۹۵۴	رقابت بازار محصول
۰.۰۰۱	۴.۷۶۲	۰.۰۰۰	-۸.۶۹۲	۰.۰۰۰	-۵.۳۲۹	ریسک جریان نقدی صنعت
۰.۵۴۴	۰.۳۷۰	۰.۱۳۵	-۱.۲۵۰	۰.۳۹۸	-۰.۴۸۲	پرداخت سود سهام
شاخص های مدل						
۰.۶۲۳		۰.۸۸۲		۰.۵۴۶		R-squared
۰.۶۱۷		۰.۸۷۶		۰.۵۲۶		Adjusted R-squared
۱۰۰.۱۵۷		۱۶۲.۲۸۵		۱۲.۳۲۰		F-statistic
۰.۰۰۰		۰.۰۰۰		۰.۰۰۰		Prob(F-statistic)

بررسی اعتبار و قدرت الگو

آزمون F: در یک معادله رگرسیون چند متغیره، چنانچه هیچ رابطه‌ای میان متغیر وابسته و متغیرهای مستقل وجود نداشته باشد، باید تمامی ضرایب متغیرهای مستقل در معادله، مساوی صفر باشند. از این‌رو، باید معنادار بودن معادله رگرسیون مورد آزمون قرار گیرد. این کار با استفاده از آماره F انجام می‌شود. همان‌طور که در جدول ۷ ملاحظه می‌شود، مقدار آماره F و سطح معناداری مربوط به این آماره، بیانگر این است که فرضیه صفر آماری که همان بی‌معنا بودن کل مدل (صفر بودن تمام ضرایب) است، رد می‌شود و مدل رگرسیون برآورد شده، در کل معنادار است.

ضریب تعیین تعدیل شده: این ضریب با ضریب تعیین برابر نیست، احتمالاً از دلایل وجود تفاوت بین میزان ضریب تعیین و ضریب تعیین تعدیلی وجود متغیرهای اضافی است که با داشتن اثر معنادار بر متغیر وابسته موجب کاهش کاذب در ضریب تعیین شده باشند.

نتیجه

آزمون t: با توجه به مقدار ضریب رگرسیونی استراتژی شرکت می توان نتیجه گرفت استراتژی شرکت با ارزش بازار ننگه- داشت، شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معناداری مثبت و معناداری دارد ($p < 0.05$). ولی در مدافعان و پیشگامان استراتژی تاثیر معناداری بر ارزش بازار ندارد. و همچنین وجه نقد در پیشگامان تاثیر معناداری بر ارزش بازار دارد. در نتیجه این فرضیه رد می شود.

علاوه بر این، یافته ها یک رابطه بین ارزش بازار شرکت و دارایی های نقدی شرکت را تایید نمی کند. مهمتر از همه، ما بر تاثیر استراتژی بر نقدینگی شرکت های اضافی تاکید می کنیم که به مدیریت نقدینگی ریسک و تهاجمی تر متصل می شود. متوجه می شویم که یک شاخص استراتژی بالاتر (پایین تر) منجر به مقدار پایین تر (بالاتر) از دارایی های نقدی شرکت می شود؛ با این حال، اهمیت آماری اثر استراتژی تنها از گروه مدافعان است. یک توضیح احتمالی این است که شرکت هایی که سطح بالایی از پول نقد دارند، تمایل دارند که در فعالیت های پر خطر شرکت کنند که ممکن است منجر به انقباض ارزش سازمانی شود، مانند ادغام و ادغام های ناخوشایند، نتیجه ای با پیامدهای قابل توجهی برای مدیران شرکت های بزرگ، تحلیلگران مالی و سهامداران. در مقابل، مدافعان به نظر می رسد بر بهره وری هزینه و ثبات سازمانی تمرکز می کنند؛ تاکید آنها بر تعادل مالی و ریسک ریسک تاثیر مثبتی بر ارزش دارایی های نقدی و در نتیجه ارزش شرکت دارد.

مطالعه ادبیات موجود را تکمیل می کند که ارتباط بین دارایی های نقدی و ویژگی های سطح شرکت را مورد بررسی قرار می دهد. ویژگی متمایز این مقاله، وحی از تاثیر انواع استراتژی های رقابتی به سطح پول نقد شرکتی است. در حالی که مطالعات تجربی متعددی بر رابطه بین استراتژی و عملکرد شرکت تمرکز می کنند، تاثیر آن بر نقدینگی شرکت ها شگفت آور در ادبیات موجود ناشناخته است. علاوه بر این، هرچند مطالعات متعدد، پویایی ساختار سرمایه را نسبت به یک نسبت پول نقد هدف مورد بررسی قرار داده اند، هیچ کدام از این موضوع با توجه به دیدگاه استراتژی کسب و کار در محیط بازار، به این موضوع نزدیک نشده اند. در نهایت، این مقاله تلاش می کند تا به درک عمیق تر از روند ارزیابی ذخایر نقدی در زمینه انتخاب استراتژی کمک کند. تحقیقات آینده باید تاثیر استراتژی شرکتی را بر نقدینگی شرکت ها معرفی کند که تاثیر توانایی های مدیریتی را معرفی می کند.

بحث و نتیجه گیری

نتایج آزمون فرضیه اول پژوهش

در این فرضیه تاثیر جهت گیری استراتژیک شرکت ها بر سیاست نقدینگی آن ها را بررسی می کنیم. با استفاده از نوع استراتژی مایلز و اسنو (۱۹۷۸، ۲۰۰۳)، تایید می کنیم که شاخص استراتژی تجاری با دارایی های نقدی شرکت ها ارتباط مثبت دارد. به طور خاص، نتایج این فرضیه نشان می دهد که شرکت هایی که از استراتژی آینده نگر پیروی می کنند بیشتر از شرکت هایی که استراتژی مدافع را اتخاذ می کنند، بیشتر پول جمع می کنند. این نتایج با نتایج ماگراکیس و تزلیپس (۲۰۲۰) همسو می باشد.

نتایج آزمون فرضیه دوم پژوهش

در این فرضیه، تأثیر استراتژی تجاری بر انحراف از نگهداشت وجه نقد را بررسی می‌کنیم. نتایج نشان می‌دهد که به طور متوسط ۲۰۱ سال طول می‌کشد تا شرکت‌ها فاصله بین نسبت نقدی جاری و مطلوب را کم کند. به نظر می‌رسد چشم‌انداز انحراف بیشتری نسبت به دارایی‌های نقدی مورد نظر نسبت به مدافعان داشته باشد زیرا هزینه‌های مبادله بالاتری را از انجام پروژه‌های تحقیق و توسعه خطرناک متحمل می‌شوند. انحراف از نگهداشت وجه نقد بالای ذخایر نقدی مدافعان نشان‌دهنده انتخاب مدیریتی برای سیاست نقدینگی محافظه کارانه‌تر است. این نتایج با نتایج ماگراکیس و تزلیپس (۲۰۲۰)، وحدانی و محمدی مهر (۱۴۰۰) همسو می‌باشد.

نتایج آزمون فرضیه سوم پژوهش

یافته‌ها یک رابطه مثبت بین ارزش بازار شرکت و دارایی‌های نقدی شرکت‌ها را تأیید می‌کند. مهم‌تر از همه، تأثیر استراتژی بر نقدینگی مزاد شرکت تأکید می‌کنیم که با مدیریت نقدینگی پرخطرتر و تهاجمی‌تر مرتبط است. دریافتیم که یک شاخص استراتژی بالاتر (پایین) منجر به کاهش (بیشتر) دارایی‌های نقدی یک شرکت می‌شود. با این حال، اهمیت آماری تأثیر استراتژی فقط از گروه مدافعان ناشی می‌شود. یک توضیح احتمالی این است که شرکت‌هایی که دارایی‌های نقدی بالایی دارند تمایل دارند در فعالیت‌های پرخطری شرکت کنند که ممکن است منجر به کاهش ارزش شرکت شود، مانند ادغام‌ها و تملک‌های بهبوده که پیامدهای قابل توجهی برای مدیران شرکت‌ها، تحلیلگران مالی و سهامداران دارد. در مقابل، به نظر می‌رسد مدافعان بر کارایی هزینه و ثبات سازمانی تمرکز می‌کنند. تأکید آن‌ها بر تراز مالی و گریز از ریسک تأثیر مثبتی بر ارزش دارایی‌های نقدی و در نتیجه بر ارزش شرکت دارد. این نتایج با نتایج ماگراکیس و تزلیپس (۲۰۲۰) همسو می‌باشد.

خلاصه نتایج آزمون فرضیه پژوهش

در این پژوهش به تأثیر استراتژی تجاری بر سیاست نقدی شرکت در بورس اوراق بهادار تهران تدوین شده است. نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌های پژوهش به شرح جدول زیر بیان شده است.

عنوان فرضیه	نتیجه	نوع تأثیر
فرضیه ۱: نگهداشت وجه نقد در پیشگامان بیشتر از مدافعان است.	عدم رد فرضیه	مثبت
فرضیه ۲: انحراف از نگهداشت وجه نقد واقعی نسبت به هدف برای پیشگامان در مقایسه با مدافعان بیشتر است	عدم رد فرضیه	مثبت
فرضیه ۳: ارزش بازار نگهداشت وجه نقد برای مدافعان در مقایسه با پیشگامان بیشتر است	عدم رد فرضیه	مثبت

با توجه به نتایج حاصل از این تحقیق می‌توان بر اساس استفاده کنندگان مختلف، پیشنهادهای کاربردی را به شرح زیر بیان داشت:

- ✓ شرکت‌های پیرو استراتژی پیشگام، سرمایه‌گذاری سنگین تری در تحقیق و توسعه می‌کنند، زیرا اهداف استراتژیک آنان متمرکز بر کشف و بهره‌برداری از تغییرات جدید و مستمر فرصت‌های بازار سرمایه است.
- ✓ شرکت‌هایی که پیرو استراتژی مدافع هستند، تمایل دارند تا هزینه‌های تحقیق و توسعه را کمینه سازند تا بتوانند محصولاتی مقرون به صرفه، به صورت مستمر و قابل پیش‌بینی، تولید کنند.

- ✓ شرکت های پیرو استراتژی پیشگام، به علت تمرکزشان بر کشف و بهره برداری از فرصت های جدید بازار محصول، در مقایسه با شرکت های پیرو استراتژی مدافع، گزینه ای رشد بیشتری دارند بنابراین می توان گفت که استراتژی پیشگام نسبت به استراتژی مدافع، منجر به عدم تقارن اطلاعاتی بیشتری می شود.
- ✓ پیشنهاد می شود در استراتژی های تجاری عوامل محیطی و همه ذینفعان در نظر گرفته شود. همچنین برای اجرای سیاست های استراتژی تجاری از مسیر پیشرفت گام به گام استفاده شود تا ضمن پیمودن فرایند تکاملی، به توسعه پایدار ختم شود.
- پیشنهاد های خود را به محققانی که در آینده این حیطه از موضوعات حسابداری را انتخاب می کنند به شرح زیر ارائه می دهیم:
- ✓ داده های استخراج شده از صورت های مالی شرکت ها از بابت تورم تعدیل نگردیده اند. لذا پیشنهاد می شود که آیندگان در بررسی های خود از تعدیل اطلاعات مذکور استفاده کنند که ممکن است نتایج متفاوت از نتایج فعلی حاصل شود.
- ✓ تأثیر استراتژی تجاری و حاکمیت شرکتی بر سیاست های موجودی نقدی شرکت های پذیرفته شده در بورس تهران را مورد بررسی قرار دهند.
- ✓ عوامل تعیین کننده دارایی های نقدی شرکتی در میان بازارهای نوظهور و مرزی آسیا را مورد پژوهش قرار دهند.
- ✓ اثرات بحران جهانی COVID-19 بر سیاست نقدی شرکت ها مورد بررسی قرار گیرد.

منابع

- ✓ Al-Najjar B, Belghitar Y (2011). Corporate cash holdings and dividend payments: evidence from simultaneous analysis. *Manag Decis Econ*, 32(4), pp 231–241.
- ✓ Al-Amarnah A (2015). Corporate cash holdings and financial crisis: evidence from Jordan. *Int Bus Res* 8(5), pp 212–222.
- ✓ Bates TW, Kahle KM, Stulz RM (2009). Why do US firms hold so much more cash than they used to? *J Financ*, 64(5), pp 1985–2021.
- ✓ Bigelli M, Sánchez-Vidal J (2012). Cash holdings in private firms. *J Bank Financ* 36(1), pp 26–35.
- ✓ Chen YR (2008). Corporate governance and cash holdings: listed new economy versus old economy firms. *Corp Gov* 16(5), pp 430–442.
- ✓ Diaw A(2021). Corporate cash holdings in emerging markets. *Borsa Istanbul Review*, 21(2), PP 139-148.
- ✓ Goode K.A, Newton N.J and Thompson A, (2017). Business Strategy and Internal Control over Financial Reporting, *A Journal of Practice & Theory*, 36 (4), pp 49–69.
- ✓ Kafayat A, Rehman KU, Farooq M (2014). Factors effecting corporate cash holding of non-financial firms in Pakistan. *Acta Universitatis Danubius Oeconomica*, 10(3), pp 35–43.
- ✓ Hambrick, D. C. 1983. Some tests of the effectiveness and functional attributes of Miles and Snow's strategic types. *The Academy of Management Journal* 26 (1): 5–26.
- ✓ Hambrick DC(2003). On the staying power of defenders, analysers, and prospectors. *Academy of Management Executive*, No. 17, pp.115–118.
- ✓ Jebran K, Iqbal A, Bhat K.U, Arif Khan M, and Hayat M,(2019). Determinants of corporate cash holdings in tranquil and turbulent period: evidence from an emerging economy. *Financ Innov* 5(3), PP 2-12.
- ✓ Kariuki SN, Namusonge GS, Orwa GO (2015). Determinants of corporate cash holdings: evidence from private manufacturing firms in Kenya. *Int J Adv Res Manag Soc Sci* 4(6), pp 15–33.

- ✓ Miles R.E.- Snow C.C.- Meyer A.D., Cohleman H.C. (1978) Organizational strategy, structure, and process. *Academy of Management Review*, No. 3, pp. 546–562.
- ✓ Miles, R. E., and C. C. Snow. 1978. Organizational strategy, structure and process. New York, NY: McGraw-Hill.
- ✓ Miller D, Friesen PH. 1978. Archetypes of strategy formulation. *Management Science*, Vol. 24, No. 11, pp. 921-933.
- ✓ Ghoshal, S. 2003. Miles and Snow: Enduring insights for managers. *The Academy of Management Executive* 17 (4): 109–114.
- ✓ Momeni AR, Sahebi MG, Sahebi PG, Ghasemi M (2016) Evaluating the effects of the financial crisis on the cash holding policies of listed companies in Tehran Stock Exchange. *Int J Humanities Cult Stud* ISSN 2356–5926 1(1), pp 2630–2647.
- ✓ Mugumisi N, Mawanza W (2014). Corporate cash holding under liquidity crisis: a panel analysis of Zimbabwean firms. *Res J Econ Bus Stud* 3(3), pp 66–76.
- ✓ Opler T, Pinkowitz L, Stulz R, Williamson R (1999). The determinants and implications of corporate cash holdings. *J Financ Econ*, 52(1), pp 3–46.
- ✓ Ozkan A, Ozkan N (2004). Corporate cash holdings: an empirical investigation of UK companies. *J Bank Financ* 28(9), pp 2103–2134.
- ✓ Shabbir M, Hashmi SH, Chaudhary GM (2016). Determinants of corporate cash holdings in Pakistan. *Int J Organ Lead* 5(1), pp 50.
- ✓ Song KR, Lee Y (2012). Long-term effects of a financial crisis: evidence from cash holdings of east Asian firms. *J Financ Quant Anal* 47(03), pp 617–641.
- ✓ Uyar A, Kuzey C (2014). Determinants of corporate cash holdings: evidence from the emerging market of Turkey. *Appl Econ*, 46(9), pp 1035–1048.

