

## رابطه سطح نگهداشت وجه نقد و ارزش شرکت با توجه به خوش بینی مدیران

### دکتر فرزین خوشکار

مدرس گروه حسابداری و مدیریت، موسسه آموزش عالی ناصر خسرو، ساوه، ایران.

f.khoshkar@hnhk.ac.ir

### زهرا مروتی

دانشجوی کارشناسی ارشد حسابداری، موسسه آموزش عالی ناصر خسرو، ساوه، ایران. (نویسنده مسئول).

zmorovati170@gmail.com

### شیمای عقابی

دانشجوی کارشناسی ارشد حسابداری، موسسه آموزش عالی ناصر خسرو، ساوه، ایران.

Shima.oghabi@gmail.com

### چکیده

نگهداری وجه نقد داخلی یک گزینه تأمین مالی کم هزینه برای شرکت‌ها فراهم می‌کند؛ اما ارزش شرکت با وجود پول نقد تا یک نقطه افزایش می‌یابد، اما با فراتر رفتن مانده وجه نقد از آستانه تخمینی تجربی که آن را "سطح بهینه" می‌نامند، کاهش می‌یابد. هدف این پژوهش بررسی رابطه سطح نگهداشت وجه نقد و ارزش شرکت با توجه به خوش بینی مدیران می‌باشد. اطلاعات مورد نیاز این پژوهش برگرفته از صورت‌های مالی ۱۶۵ شرکت در بازه زمانی ۱۳۹۱-۱۴۰۰ می‌باشد. پژوهش انجام شده از نظر نوع هدف جزء پژوهش‌های کاربردی است و روش پژوهش از نظر ماهیت و محتوایی همبستگی می‌باشد و برای تجزیه و تحلیل فرضیه از تحلیل پانلی کمک گرفته شده است. نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌های پژوهش نشان بین سطح نگهداشت وجه نقد و ارزش شرکت رابطه منفی و معنی داری وجود دارد و خوش بینی مدیران موجب تقویت رابطه منفی بین سطح نگهداشت وجه نقد و ارزش می‌شود.

**واژگان کلیدی:** سطح نگهداشت وجه نقد شرکت، ارزش شرکت، خوش بینی مدیران.

### مقدمه

روند افزایشی ذخایر نقدی شرکت‌ها در سال‌های اخیر مورد توجه محققان قرار گرفته است. به طور مثال، ذخایر نگهداشت وجه نقد از سال ۱۹۸۰ تا ۲۰۰۶ در شرکت‌های ایالات متحده، به طور سالانه ۴۶ درصد افزایش یافته است. (ویجایاکوماران<sup>۱</sup>، ۲۰۱۷). همچنین میانگین نگهداری وجه نقد در شرکت‌های چینی نیز تقریباً در همان دوره، بیشتر از شرکت‌های آمریکایی است. نکته مورد توجه این است که ارزش شرکت با وجود پول نقد تا یک نقطه افزایش می‌یابد، اما با فراتر رفتن مانده وجه نقد از آستانه تخمینی تجربی که آن را "سطح بهینه" می‌نامند، کاهش می‌یابد. (بانجادا و دیلتر<sup>۲</sup>، ۲۰۲۲). این مفهوم همچنین سیستم مالی توسعه نیافته را نشان می‌دهد که در آن شرکت‌ها با موانعی در جذب منابع خارجی روبرو هستند (حبیب و همکاران<sup>۳</sup>، ۲۰۲۱). شرکت‌ها پول نقد را برای اهداف بهره‌وری یا افزایش بازده سهامداران حفظ می‌کنند. نگهداری وجه نقد داخلی یک گزینه تأمین مالی کم هزینه برای شرکت‌ها فراهم می‌کند. استدلال می‌شود

<sup>1</sup> Vijayakumaran

<sup>2</sup> Banjade, & David Diltz

<sup>3</sup> Habib

که نگهداری وجه نقد داخلی هزینه‌های مبادله نگهداری وجه نقد را کاهش می‌دهد تا به راحتی وجوه به دلایل تجاری در دسترس قرار گیرد. شرکت‌ها همچنین برای مواجهه با موقعیت‌های غیرمنتظره در آینده یا تأمین مالی پروژه‌ها یا معاملات سرمایه‌گذاری جدید، وجه نقد نگهداری می‌کنند. به همین ترتیب، شرکت‌هایی که فرصت‌های رشد قابل توجهی دارند و عدم اطمینان بالایی از جریان‌های نقدی آتی دارند، وجه نقد بیشتری را حفظ خواهند کرد. در مقابل، مازاد مانده وجه نقد، هزینه فرصت نگهداری وجه نقد مانند نرخ بازده کمتر سرمایه‌گذاری نقدینگی و مالیات مضاعف را افزایش می‌دهد که بر ارزش شرکت تأثیر منفی می‌گذارد. همچنین مزایای اضافی نگهداری وجه نقد با افزایش سطح نگهداری وجه نقد کاهش می‌یابد. هامفری جنر و پاول<sup>۱</sup> (۲۰۱۱) نشان دادند شرکت‌های دارای پول نقد در صورتی که به طور مداوم وجه نقد را به جای توزیع بین سهامداران نگهداری کنند، عملکرد بدتر از صنعت متوسط خود دارند؛ اما شرکت‌ها می‌خواهند بهترین سطح نگهداری وجه نقد ممکن را حفظ کنند، جایی که هزینه‌های مربوطه با مزایای نگهداری وجه نقد جبران می‌شود (نگوین<sup>۲</sup>، ۲۰۱۹).

مارتینز-سولا و همکاران<sup>۳</sup> (۲۰۱۳) توضیح می‌دهند که مدیران اساساً خواهان بهترین سطح نگهداری وجه نقد برای افزایش ارزش شرکت هستند و هرگونه انحراف از آن به ارزش شرکت آسیب می‌رساند. تئوری معاوضه<sup>۴</sup> (لیتزنبرگ<sup>۵</sup>، ۱۹۷۳) سطح بهینه نگهداری وجه نقد را با متعادل کردن منافع نهایی و هزینه نگهداری تعیین می‌کند. با این حال، فرضیه سفارش<sup>۶</sup> نشان می‌دهد که منافع حاشیه‌ای را می‌توان با استفاده از تأمین مالی داخلی به حداکثر رساند. جریان‌های نقدی داخلی، هزینه نمایندگی بین تأمین‌کنندگان سرمایه و مدیران را کاهش می‌دهد. همچنین فشار وارد شده توسط تأمین‌کنندگان سرمایه خارجی بر مدیرانی را که به دنبال منافع خود و نه سهامداران هستند را کاهش می‌دهد بنابراین، منافع نهایی شرکت‌ها از نگهداری وجه نقد، با افزایش نگهداری وجه نقد داخلی کاهش می‌یابد و مدیران پروژه‌هایی را انتخاب می‌کنند که منافع خودشان را تأمین می‌کنند، نه پروژه‌هایی را که منابع مالی را تأمین می‌کنند (حبیب و همکاران، ۲۰۲۱)؛ بنابراین سؤالی که مطرح می‌شود این است که آیا نگهداری وجه نقد بیشتر بر ارزش شرکت تأثیر منفی می‌گذارد یا خیر؟

همچنین ادبیات مالی استدلال می‌کند که مدیران خوش‌بین، تمایل به نگهداری وجه نقد کمتری دارند و این منجر به انحراف قابل توجهی از سطوح بهینه وجه نقد می‌شود (دائو و همکاران<sup>۷</sup>، ۲۰۲۳). مطالعات اخیر در مورد امور مالی شرکتی، تأثیر خوش‌بینی مدیران را در تصمیمات اتخاذ شده در مورد نگهداری وجه نقد برجسته کرده است. خوش‌بینی یک سوگیری رفتاری است که به طور گسترده در زمینه باورها و انگیزه‌های روان‌شناختی مدیران مورد بحث قرار می‌گیرد و بر نحوه تصمیم‌گیری تأثیر می‌گذارد. مدیران خوش‌بین همیشه نتایج مثبت و عملکرد بهتر آینده را پیش‌بینی می‌کنند. آنها تصور می‌کنند که تحت هدایت آنها بازدهی برتر از بازده واقعی ایجاد می‌شود (تران و همکاران<sup>۸</sup>، ۲۰۲۰). چنین مدیرانی متقاعد شده‌اند که بازار ارزش اوراق بهادار آنها را کمتر از حد ارزش‌گذاری می‌کند و بر این باورند که انتشار سهام جدید پرهزینه است و یک شرکت باید تنها زمانی تأمین مالی بدهی را ترجیح دهد که وجوه داخلی خرج شده باشد؛ اما این

<sup>1</sup> Humphery-Jenner & Powell

<sup>2</sup> Nguyen

<sup>3</sup> Martínez-Sola et al

<sup>4</sup> trade-off theory

<sup>5</sup> Litzenberger

<sup>6</sup> ordering hypothesis

<sup>7</sup> Dao

<sup>8</sup> Tran

موضوع، مشکل نمایندگی و عدم تقارن اطلاعات را ایجاد می‌کند. محمد و همکاران<sup>۱</sup> (۲۰۲۰) توضیح می‌دهند که مدیران خوش‌بین انگیزه بیشتری برای سرمایه‌گذاری با تأمین مالی داخلی دارند. این به این دلیل است که خوش‌بینانه مطمئن هستند که تأمین مالی خارجی گران‌تر از جریان‌های نقدی داخلی است. به نظر آنها، نوسانات جریان نقدی یک شرکت به دلیل مدیران خوش‌بین افزایش می‌یابد محمد و شهاتا<sup>۲</sup> (۲۰۲۰) همچنین نشان دادند که افراد خوش‌بین حتی تمایلی به سرمایه‌گذاری در پروژه‌های سودآور با موجودی نقدی داخلی کمتر ندارند. در مقابل، مدیران خوش‌بین مایل به سرمایه‌گذاری بیشتر با جریان‌های نقد داخلی فراوان و پیش‌بینی بازده آتی بالاتر هستند که می‌تواند منجر به سرمایه‌گذاری در پروژه‌های بیش‌ازحد برآورد شده (با ارزش خالص کنونی منفی) شود که جریان نقدی مناسبی برای جبران هزینه تأمین مالی ایجاد نمی‌کند. بر این اساس سؤال دومی که مطرح می‌شود این است که آیا خوش‌بینی مدیران رابطه میان نگهداشت وجه نقد و ارزش شرکت را تحت تأثیر قرار می‌دهد یا خیر؟

### پیشینه تحقیق

دائو و همکاران<sup>۳</sup> (۲۰۲۳) در تحقیقی با عنوان اعتماد بیش‌ازحد مدیریتی و نگهداشت وجه نقد شرکت نشان می‌دهند که سطوح بالاتر اعتماد بیش‌ازحد در میان مدیران با نگهداری وجه نقد کمتر مرتبط است. یافته‌ها نشان می‌دهند که مدیران با اعتماد به نفس بیش‌ازحد با سطح پایینی از انحراف از سطوح بهینه نگهداری وجه نقد همراه هستند. علاوه بر این، یافته‌ها همچنین شواهدی را ارائه می‌دهد که اعتماد بیش‌ازحد مدیریتی می‌تواند سطوح نقدینگی و انحرافات از دارایی‌های نقدی هدف را برای شرکت‌های سرمایه‌گذاری بیش‌ازحد افزایش دهد. بانجادا و ديلتز (۲۰۲۲) در پژوهشی با عنوان مزاد نگهداری وجه نقد و عملکرد شرکت در شرکت‌های اقتصادی جدید و قدیمی نشان دادند شرکت‌هایی با مکانیسم‌های حاکمیت شرکتی ضعیف، نسبت به شرکت‌هایی که دارای حاکمیت شرکتی قوی هستند، وجه نقد بیشتری دارند. با افزایش یک درصدی مالکیت بانک، دارایی‌های نقدی نزدیک به چهار درصد کاهش می‌یابد. شرکت‌های اقتصادی جدید بیشتر برای فعالیت‌های تحقیق و توسعه هزینه می‌کنند و نزدیک به شش درصد بیشتر از شرکت‌های اقتصادی قدیمی پول نقد دارند. ابروان و همکاران<sup>۴</sup> (۲۰۲۲) در پژوهشی با عنوان تأثیر نگهداری وجه نقد، سودآوری و اهرم مالی بر ارزش شرکت با توجه نقش مدیریت سود نشان دادند نگهداری وجه نقد و مدیریت سود بر ارزش شرکت تأثیری ندارد. سودآوری و اهرم مالی، تأثیر مثبت معناداری بر ارزش شرکت دارد. نتایج همچنین نشان می‌دهد که مدیریت سود نقش تعدیل‌کننده‌ای بر اثر نگهداری وجه نقد، سودآوری و اهرم مالی، بر ارزش شرکت ندارد. حبیب و همکاران (۲۰۲۱) در پژوهشی با عنوان نگهداری وجه نقد و ارزش شرکت با وجود خوش‌بینی مدیریتی، نشان دادند یک رابطه غیرخطی بین نگهداری وجه نقد و ارزش شرکت در شرکت‌های دارای محدودیت مالی وجود دارد. این مطالعه نشان می‌دهد که سطح بالاتر نگهداری وجه نقد در شرکت‌های دارای محدودیت مالی بر ارزش شرکت تأثیر منفی می‌گذارد، درحالی‌که شرکت‌های بدون محدودیت با سطح نگهداری وجه نقد کمتر، ارزش شرکت بهتری دارند. این مطالعه نتیجه می‌گیرد که خوش‌بینی مدیریتی بر تصمیمات نگهداری وجه نقد شرکت تأثیر می‌گذارد و این برای شرکت‌های بدون محدودیت هزینه بیشتری دارد. اکتاس (۲۰۱۹) نشان داد در شرکت‌های با مدیران بیش اعتماد، مشکل کمبود سرمایه‌گذاری با انجام صرفه‌جویی در هزینه‌ها تسهیل می‌شود و در نتیجه ارزش شرکت افزایش می‌یابد.

<sup>1</sup> Mohamed et al

<sup>2</sup> Mohamed and Shehata

<sup>3</sup> Dao

<sup>4</sup> Irawan

حسن ملکی و حقانی (۱۴۰۱) در بررسی ارتباط بین توانایی مدیریت با محدودیت‌های مالی و ارزش نگهداشت وجه نقد، نشان دادند توانایی مدیریت در شرکت‌ها، سبب کاهش محدودیت‌های مالی و بهبود ارزش نگهداشت وجه نقد می‌شود. از این رو می‌توان نتیجه گرفت که توانایی مدیریت عاملی مهم در بهبود تصمیمات سرمایه‌گذاری شرکت و کارایی عملیات آن می‌شود. انتخاب مدیران توانمند منجر به افزایش کارایی و بهره‌وری در شرکت شده که نتیجه آن می‌تواند منجر به موفقیت شرکت در صنعت گردد. شبرنگ رودبارکی (۱۴۰۱) در بررسی تأثیر خودشیفتگی مدیرعامل بر رابطه بین سوابق تحصیلی مدیرعامل و نگهداشت وجه نقد نشان داد سوابق تحصیلی مدیرعامل رابطه معنادار با نگهداشت وجه نقد دارد؛ یعنی به عبارتی سوابق تحصیلی مدیرعامل بر نگهداشت وجه نقد تأثیر معناداری دارد. همچنین اثر تعاملی خودشیفتگی بر رابطه سوابق تحصیلی مدیرعامل با نگهداشت وجه نقد رابطه معنی‌دار دارد. شمشاد و ایمنی (۱۴۰۰) در تحقیقی با عنوان نگهداشت وجه نقد، ارزش شرکت و عملکرد مالی تحت محدودیت در تأمین مالی نشان دادند رابطه غیرخطی بین نگهداشت وجه نقد و عملکرد وجود دارد و این رابطه به شکل U معکوس است، همچنین این رابطه با متغیر عملکردی به‌عنوان متغیر جایگزین وجود داشته است. نتایج این مطالعه نشان می‌دهد که بین سطح غیر بهینه نگهداشت وجه نقد و عملکرد مالی رابطه منفی وجود دارد و نتایج حاکی از این است که شرکت‌های دارای محدودیت‌های مالی دست به نگهداشت وجه نقد زده که این امر موجب کاهش عملکرد مالی خواهد شد. بیات و همکاران (۱۳۹۹) در بررسی عوامل رفتاری مدیریت بر کارایی سرمایه‌گذاری و ارزش شرکت، نشان دادند در بین شرکت‌هایی که کم سرمایه‌گذاری (بیش سرمایه‌گذاری) می‌نمایند، خوش‌بینی (بدبینی) مدیریت تأثیر معناداری بر میزان سرمایه‌گذاری شرکت ندارد. همچنین نتایج بیانگر این بود که در بین شرکت‌هایی که کم سرمایه‌گذاری (بیش سرمایه‌گذاری) می‌نمایند، خوش‌بینی (بدبینی) مدیریت باعث کاهش ارزش شرکت می‌شود. طبق نتایج به‌دست‌آمده خوش‌بینی (بدبینی) مدیریت تأثیری بر کارایی سرمایه‌گذاری ندارد، اما در مواقع ناکارایی سرمایه‌گذاری باعث کاهش ارزش شرکت می‌شود. نتایج تحقیق صالحی و همکاران (۱۳۹۶) در بررسی تأثیر خوش‌بینی مدیریتی بر حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقدی، ارتباط مثبت و معنادار میان خوش‌بینی مدیریتی و حساسیت سرمایه‌گذاری را در میان کل نمونه و همچنین در میان شرکت‌های طبقه بندی شده تحت عنوان دارای محدودیت مالی و بدون محدودیت مالی را نشان می‌دهد. همچنین نتایج حاکی از آن است که حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقدی در نتیجه‌ی خوش‌بینی مدیریتی در شرکت‌های دارای محدودیت مالی بیشتر از شرکت‌های بدون محدودیت مالی است.

### چارچوب نظری و فرضیات تحقیق نگهداشت وجه نقد و ارزش شرکت

ارزش یک شرکت یک اندازه‌گیری برای کل یک شرکت است که اغلب به‌عنوان یک جایگزین جامع‌تر برای سرمایه‌گذاری در بازار سهام مورد استفاده قرار می‌گیرد. ارزش شرکت در محاسبه خود شامل بازار یک شرکت و همچنین بدهی‌های کوتاه‌مدت و بلندمدت و همچنین هرگونه وجهی در ترازنامه شرکت می‌شود (دانگ و همکاران، ۲۰۱۹). از آنجاکه هدف اصلی شرکت‌ها به حداکثر رساندن حقوق صاحبان سهام است. مدیریت جهت نیل به این هدف همواره در جستجوی متغیرها و محرک‌ها است که در افزایش ارزش بازار سهام و به‌تبع در افزایش ارزش حقوق صاحبان سهام نقش مؤثری ایفا می‌کنند (پیرایش و پورزنجانی، ۱۳۹۷).

<sup>1</sup> Dang

ارزش یک شرکت تحت تأثیر نگهداشت وجه نقد قرار دارد. با توجه به تأثیر شرایط بحرانی مانند کرونا بر شرکت‌ها، مطالعه نگهداشت وجه نقد شرکت‌های بحران زده از اهمیت عملی فوق‌العاده‌ای برخوردار است. با این حال، سطح نگهداشت وجه نقد یک شرکت یک شمشیر دولبه است؛ به طوری که انحراف دارایی‌های نقدی از سطح بهینه، یعنی فراتر رفتن از سطح بهینه و نگهداری ناکافی وجه نقد، اثرات نامطلوبی بر درآمد شرکت‌ها دارد. از یک طرف، نگهداری بیش از حد وجه نقد ممکن است باعث سطح بالایی از وجوه بدون استفاده شود که می‌تواند هزینه فرصت بیشتری را برای شرکت ایجاد کند. از سوی دیگر، نگهداری ناکافی وجه نقد ممکن است باعث از دست رفتن فرصت‌های سرمایه‌گذاری، هزینه‌های تجاری غیرقابل تحمل و افزایش هزینه‌های تأمین مالی شود (لی و همکاران<sup>۱</sup>، ۲۰۲۲).

شرکت‌ها به دلایل مبادلاتی وجه نقد را حفظ می‌کنند و این یک حرکت احتیاطی برای برآوردن نیازهای پیش‌بینی نشده است، به ویژه زمانی که تأمین مالی خارجی پرهزینه است. هر عاملی که ثبات جریان‌های نقدی حاصل از عملیات تجاری را تضعیف کند، ممکن است کسب‌وکارها را تشویق کند تا سطح هدفی از وجه نقد را به‌عنوان بیمه در برابر خطر عدم قطعیت برای جریان‌های نقدی آتی حفظ کنند. تحقیقات نشان می‌دهد که شرکت‌ها پول نقد را برای اجرای رویه‌های خود حفظ می‌کنند و آن را برای مقاصد سرمایه‌گذاری ذخیره می‌کنند. آلَمیدا و همکاران<sup>۲</sup> (۲۰۰۴) دریافتند که شرکت‌های دارای محدودیت مالی به دلیل فرصت‌های سودآور ذاتی این استراتژی، وجه نقد بیشتری نسبت به شرکت‌های بدون محدودیت نگهداری می‌کنند. به همین ترتیب خاتمی و همکاران<sup>۳</sup> (۲۰۱۵) نشان دادند که نگهداری وجه نقد در شرکت‌های محدود می‌تواند بر مشکل سرمایه‌گذاری کم غلبه کند. همچنین نگهداشت وجه نقد داخلی و ظرفیت تأمین مالی خارجی معیارهای مهم محدودیت‌های مالی است. نگهداری وجه نقد داخلی شرکت منبع اصلی تأمین مالی و نقدینگی برای شرکت‌های محدود است. ادواردز و همکاران<sup>۴</sup> (۲۰۱۶) در تحقیقات خود نشان دادند که شیوه‌های صرفه‌جویی مالیاتی در شرکت‌های محدود با حفظ وجوه نقد برای تأمین مالی پروژه‌های قابل اجرا می‌شود. از سوی دیگر نگهداری وجه نقد مدیران را متقاعد می‌کند که در ادغام‌ها و تملک‌های با ارزش کمتر سرمایه‌گذاری کنند. شرکت‌های دارای وجه نقد بالاتر، زمانی که سطح بدهی افزایش می‌یابد ارزش کمتری دارند زیرا ارزش تولید شده توسط وجه نقد ممکن است برای پرداخت به دارندگان بدهی به جای سهامداران استفاده شود. مدیران از نگهداری وجه نقد داخلی به‌عنوان راهی برای سرمایه‌گذاری در پروژه‌های استفاده می‌کنند که به بهترین وجه با منافع آنها مطابقت دارد نه منافع سهامداران. به‌علاوه مدیران ممکن است از نگهداری وجه نقد داخلی برای افزایش کنترل شرکت‌ها به جای پرداخت سود سهام به سهامداران استفاده کنند. نگهداری وجه نقد بیشتر و فرصت‌های سرمایه‌گذاری نادرتر ممکن است ارزش شرکت‌ها را کاهش دهد زیرا نگهداری وجه نقد اضافی مدیران را مجبور به سرمایه‌گذاری بیش از حد می‌کند. شرکت‌ها هزینه نمایندگی سرمایه و مشکلات سرمایه‌گذاری بیش از حد را با توزیع وجه نقد اضافی بین سهامداران کاهش می‌دهند (حبیب و همکاران، ۲۰۲۱)؛ بنابراین با افزایش مقدار وجه نقد نگهداری شده، مزایای اضافی پول نقد کاهش می‌یابد که می‌تواند بر ارزش شرکت تأثیرگذار باشد. به این ترتیب فرضیه اول به شرح زیر ارائه می‌شود:

**فرضیه اول:** بین نگهداشت وجه نقد و ارزش شرکت رابطه معنی‌داری وجود دارد.

<sup>1</sup> Li

<sup>2</sup> Almeida et al

<sup>3</sup> Khatami et al

<sup>4</sup> Edwards



## خوش بینی مدیران، نگهداشت وجه نقد و ارزش شرکت

خوش بینی (بیش اعتمادی)، یکی از مهم ترین مفاهیم مالی مدرن است که هم در تئوری های مالی و هم روان شناسی جایگاه ویژه ای دارد. بیش اعتمادی از دهه ۱۹۶۰ وارد متون روان شناسی شده است؛ اما این مفهوم در تحقیقات رشته های اقتصاد و امور مالی در دهه ۱۹۹۰ و ۲۰۰۰ گسترش یافته است (سمیاری و بنی مهد، ۱۳۹۷). خوش بینی مدیران<sup>۱</sup> یک ویژگی شخصیتی است که به عنوان داشتن باور مثبت در رابطه با هر یک از جنبه های یک پیشامد در شرایط عدم اطمینان تعریف می گردد (حسینی و خوئینی، ۱۳۹۹)؛ و یکی از برجسته ترین سوگیری هایی است که بر تصمیمات مدیریتی تأثیر می گذارد. خوش بین ها تمایل دارند بازده را بیش از حد تخمین بزنند در حالی که به طور هم زمان ریسک را دست کم می گیرند (الگبیلی و همکاران<sup>۲</sup>، ۲۰۲۱).

مدیران شرکت ها، زمانی که تصمیمات مربوط به بودجه بندی سرمایه ای را اتخاذ می کنند، منطقی عمل می کنند و شرایط مربوط به نگهداری وجه نقد نیز، تحت تأثیر ویژگی های شخصی مدیران قرار نمی گیرد. برعکس، مطالعات مالی رفتاری نشان می دهد که ویژگی های مدیران بر تصمیم های تأمین مالی تأثیر می گذارد. خوش بینی مدیریتی بر سیاست های مالی و سرمایه گذاری انجام شده در شرکت ها تأثیر می گذارد. مدیران خوش بین، پروژه های تحت نظارت خود را بیش از حد ارزیابی می کنند و عدم اطمینان از نتایج را دست کم می گیرند. علاوه بر آگاروال و همکاران<sup>۳</sup> (۲۰۱۵) و کامپلو و گراهام<sup>۴</sup> (۲۰۱۳) توضیح می دهند که خوش بینی مدیریتی نقش اساسی در تعیین سیاست های تأمین مالی و سرمایه گذاری بلندمدت شرکت ها دارد. محمد و همکاران (۲۰۱۴) توضیح می دهند که مدیران خوش بین بیشتر با استفاده از وجوه داخلی سرمایه گذاری می کنند و تمایلی به یافتن منابع مالی خارجی ندارند. هوانگ مایر و همکاران<sup>۵</sup> (۲۰۱۶) و دشموک و همکاران<sup>۶</sup> (۲۰۲۱) استدلال می کنند که مدیران خوش بین ترجیح می دهند با پرداخت سودهای کمتر به سهامداران، پول نقد را برای سرمایه گذاری حفظ کنند. چنین مدیرانی بازده بالاتر از پروژه های اعلام شده و تمایل به انباشت پول نقد برای فرصت های سرمایه گذاری را پیش بینی می کنند. به طور مشابه، مدیران خوش بین ممکن است با ارزش گذاری بیش از حد جریان های نقدی پروژه ها، بیش از حد سرمایه گذاری کنند و سرمایه گذاری ناکافی زمانی به وجود می آید که نگهداری وجه نقد داخلی کمتر باشد. علاوه بر این، مدیران خوش بین فکر می کنند که بازار سهام قیمت های اوراق بهادار آنها را کمتر از ارزش گذاری می کند و در نتیجه تأمین مالی خارجی گران می شود. در چنین شرایطی، آنها از نگهداری وجه نقد داخلی برای سرمایه گذاری و کاهش تأمین مالی خارجی استفاده می کنند. برعکس، وانگ و همکاران<sup>۷</sup> (۲۰۲۰) دو جنبه متضاد خوش بینی مدیریتی و نگهداری وجه نقد شرکت را پیشنهاد می کنند. اولاً، در شرکت های محدود، افراد خوش بین برای فرصت های رشد، پول نقد بیشتری نسبت به مدیران منطقی نگه می دارند و از تأمین مالی خارجی اجتناب می کنند. ثانیاً، در شرکت های بدون محدودیت، مدیران خوش بین بیشتر سرمایه گذاری می کنند و میزان استفاده از وجه نقد آنها در مقایسه، بیشتر از آنچه است که مدیران منطقی انجام می دهند.

بر اساس فرضیه سرمایه گذاری بیش از حد، خوش بینی صرفاً نگهداری وجه نقد بر ارزش شرکت را افزایش می دهد، زیرا نگهداری وجه نقد بالاتر با سرمایه گذاری در پروژه های تخریب کننده ارزش، سرمایه گذاری بیش از حد را تشدید می کند.

<sup>1</sup> Management optimism

<sup>2</sup> El-Gebeily

<sup>3</sup> Agarwal

<sup>4</sup> Campello

<sup>5</sup> Huang-Meier

<sup>6</sup> Deshmukh et al

<sup>7</sup> Wang et al

تران و همکاران (۲۰۲۰) نشان دادند که مدیران خوش‌بین به دنبال تأمین مالی خارجی هستند، اما علیرغم هزینه آن، آنها بر این باورند که چنین مشکلاتی با پروژه‌های ارزش‌زا برطرف می‌شوند. مطابق با این استدلال، آنها جریان‌های نقدی پروژه را بیش‌ازحد برآورد می‌کنند و می‌خواهند با نگهداری وجه نقد کافی و تأمین مالی خارجی بیشتر سرمایه‌گذاری کنند. به طور خلاصه، خوش‌بینی مدیریتی بر سیاست تأمین مالی و سرمایه‌گذاری یک شرکت تأثیر می‌گذارد. مدیران خوش‌بین نسبت به نگهداری وجه نقد داخلی محتاط‌تر هستند و تمایلی به جستجوی منابع مالی خارجی ندارند. در شرکت‌های دارای محدودیت مالی، مدیران خوش‌بین ممکن است فقط در پروژه‌های با ارزش خالص کنونی قابل‌دوام سرمایه‌گذاری کنند که ممکن است مشکل سرمایه‌گذاری کم را افزایش دهد. این مشکل به دلیل تولید پول نقد از یک پروژه موفق با ارزش خالص کنونی کاهش می‌یابد و در طرح‌های دیگر سرمایه‌گذاری مجدد می‌شود. برای شرکت‌هایی که محدودیت مالی ندارند، خوش‌بینی مدیریتی با سرمایه‌گذاری در پروژه‌های کاهش‌دهنده ارزش، مشکل سرمایه‌گذاری بیش‌ازحد را ترویج می‌کند که پیامدهای شدیدی بر ارزش شرکت خواهد داشت؛ یعنی خوش‌بینی مدیریتی اثر نگهداری وجه نقد بر ارزش شرکت را افزایش می‌دهد (حبیب و همکاران، ۲۰۲۱). بر این اساس فرضیه دوم به شرح زیر بیان می‌شود:

**فرضیه دوم:** خوش‌بینی مدیران بر رابطه بین سطح نگهداشت وجه نقد و ارزش شرکت تأثیرگذار است.

### روش تحقیق

تحقیق حاضر از نظر هدف کاربردی و از نظر شیوه گردآوری داده‌ها، از نوع تحقیقات نیمه تجربی پس‌رویدادی در حوزه تحقیقات اثباتی حسابداری است که با استفاده از روش رگرسیون چندمتغیره (استفاده از روش پانل با اثرات ثابت) و مدل‌های اقتصادسنجی انجام شده است. اطلاعات مربوط به‌طور کلی مالی شرکت‌ها، از طریق نرم‌افزار تدبیر پرداز و ره‌آورد نوین و پایگاه‌های اینترنتی بورس اوراق بهادار تهران جمع‌آوری شده است و برای تجزیه و تحلیل داده‌های از نرم‌افزارهای EViews استفاده شده است. جامعه آماری پژوهش شامل کلیه شرکت‌های پذیرفته‌شده در بازار سرمایه ایران در یک بازه زمانی ۱۰ ساله طی دوره زمانی ۱۳۹۲-۱۴۰۰ می‌باشد که با استفاده از روش حذف سیستماتیک و بعد از مدنظر قرار دادن معیارهای زیر تعداد ۱۶۵ شرکت به‌عنوان جامعه آماری انتخاب شدند؛

۱. شرکت قبل از سال ۱۳۹۲ در بورس پذیرفته‌شده و تا پایان سال ۱۴۰۰ در بورس فعال باشد؛
۲. سال مالی شرکت منتهی به ۲۹ اسفند باشد و طی زمان تحقیق تغییر سال مالی نداشته باشد؛
۳. فعالیت اصلی شرکت سرمایه‌گذاری، بانکداری، لیزینگ و نهاد مالی نباشد؛
۴. اطلاعات موردنیاز در بخش تعریف متغیرها در دسترس باشد.
۵. شرکت در دوره مورد مطالعه تغییر سال مالی نداشته باشد.

### متغیرها و مدل تحقیق

**متغیر وابسته:** در این تحقیق ارزش شرکت (Firm Value) که برای اندازه‌گیری ارزش شرکت از شاخص کیوتوبین (TOBINQ) استفاده می‌شود نسبت کیوتوبین معیاری است که برای سنجش ارزش آفرینی شرکت‌ها به کار می‌رود هرچه قدر این نسبت بیشتر باشد به معنی ارزش بیشتر بازار یک شرکت در بازار سهام است که برابر است با: (ارزش دفتری بدهی‌ها به اضافه ارزش بازار حقوق صاحبان سهام) تقسیم بر ارزش دفتری کل دارایی‌ها.

**متغیر مستقل:** در این تحقیق سطح نگهداشت وجه نقد (Cash Holding) است.

$$\text{نسبت نگهداشت وجه نقد} = \frac{\text{سرمایه گذاری کوتاه مدت} + \text{وجه نقد}}{\text{کل داراییها}}$$

**متغیر تعدیلگر:** در این تحقیق خوش بینی مدیریت (Optimism) می باشد

در این تحقیق برای اندازه گیری خوش بینی از شاخص مزاد مخارج سرمایه ای استفاده می شود. مخارج سرمایه ای از تفاضل خالص دارایی عملیاتی طی دو سال متوالی به علاوه استهلاک سال جاری محاسبه شده است. به شرکت های با مخارج سرمایه ای بیشتر از سطح میانه عدد یک و به شرکت های با مخارج سرمایه ای کمتر از این سطح عدد صفر تعلق می گیرد

همچنین تأثیر متغیر کنترلی زیر نیز بر این رابطه بررسی شده است:

**اندازه شرکت (SIZE):** اندازه شرکت از طریق لگاریتم طبیعی ارزش دفتری جمع دارایی های شرکت محاسبه می شود.

**اهرم مالی (LEV):** درآمد فروش سال جاری منهای درآمد فروش سال قبل تقسیم بر فروش سال قب

**رشد فروش شرکت (Sales Growth):** درآمد فروش سال جاری منهای درآمد فروش سال قبل تقسیم بر فروش سال قب

**رشد فروش های آتی (REV):** اختلاف بین فروش سال جاری منهای فروش سال قبل تقسیم بر فروش سال.

**مدل آماری فرضیه اول:**

$$\text{Firm Value}_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{Cash Holding}_{i,t} + \beta_2 \text{SIZE}_{i,t} + \beta_3 \text{LEV}_{i,t} + \beta_4 \text{Sales Growth}_{i,t} + e_{i,t}$$

**مدل آماری فرضیه دوم:**

$$\text{Firm Value}_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{Cash Holding}_{i,t} + \beta_2 \text{Optimism}_{i,t} + \beta_3 (\text{Cash Holding} * \text{Optimism})_{i,t} + \beta_4 \text{SIZE}_{i,t} + \beta_5 \text{LEV}_{i,t} + \beta_6 \text{Sales Growth}_{i,t} + e_{i,t}$$

**یافته های پژوهش**

**آمار توصیفی**

جدول ۱، آماره های توصیفی متغیرهای پژوهش در جدول زیر نشان داده شده است

**جدول (۱): آمار توصیفی متغیرها**

شاخص های پراکندگی			شاخص های مرکزی		
بیشینه	کمینه	انحراف معیار	میانه	میانگین	علامت اختصاری
۲۳/۲۶	۰/۵۸	۲/۱۷	۱/۷۱	۲/۵۰	Firm Value
۱/۸۲	-۱/۲۲	۰/۰۴	۰/۰۶	۰/۰۷	Cash Holding
۰/۴۷	۰/۰۰۱	۰/۴۳	۱	۰/۵۸	Optimism
۲۱/۳۲	۱۰/۴۹	۱/۲۴	۱۴/۵۶	۱۴/۷۶	SIZE
۰/۹۸	۰/۰۴	۰/۴۰	۰/۶۶	۰/۶۴	LEV
۶/۵۷	-۰/۷۱	۰/۴۳	۰/۲۱	۰/۲۸	Sales Growth

در پانل دیتا نرمال بودن باقیمانده جملات خطا انجام می شود. در این روش زمانی که حجم داده ها زیاد است و سایر فرض کلاسیک برقرارند حتی اگر توزیع جمله خطا نرمال نباشد، ضرایب برآورد شده از دو ویژگی سازگاری و حداقل



واریانس برخوردارند و در نتیجه نتایج قابل اتکا هستند در این آزمون فوق معناداری آزمون جارکو برا با سطح معنی داری (۰/۰۰۰) که کوچکتر از ۵ صدم است، بیانگر رد فرض صفر مبنی بر نرمال بودن توزیع جمله خطای رگرسیون است. با این حال به دلیل رفع مشکلات سایر فروض کلاسیک و بالا بودن حجم مشاهدات، نرمال بودن توزیع باقیمانده‌ها، موضوع قابل اعتنایی نیست.

## آزمون فرضیه اول

### انتخاب مدل

در انتخاب مدل داده‌های ترکیبی با دو حالت کلی روبرو هستیم. در حالت اول عرض از مبدأ برای کلیه شرکت‌ها یکسان است که در این صورت با روش پول و در حالت دوم عرض از مبدأ برای تمام شرکت‌ها متفاوت است که در این حالت روش پانل انتخاب می‌شود. برای شناسایی دو حالت مذکور از آزمون اف-لیمر استفاده می‌کنیم.

جدول (۲): آزمون چاو یا لیمر و آزمون هاسمن

آماره آزمون	مقدار آماره آزمون	P-Value
آزمون F لیمر	۲/۷۷	۰/۰۰۰۰
آزمون هاسمن	۲۷۶/۱۲	۰/۰۰۰

با توجه به جدول ۳ مقدار احتمال آماره F و آماره کای - دو برای همه مدل‌ها کمتر از ۰/۰۵ هست؛ بنابراین فرض صفر یعنی برابری عرض از مبدأها رد می‌شود، بنابراین استفاده از روش پانل ارجحیت دارد. لذا لازم است برای انتخاب الگوی اثرات ثابت یا اثرات تصادفی آزمون هاسمن انجام شود. نتایج آزمون هاسمن نیز نشان می‌دهد که روش مورد استفاده پانل با اثرات ثابت هست.

جدول (۳): نتایج برآورد فرضیه اول تحقیق

متغیر	مقدار ضرایب	مقدار t	مقدار احتمال
Cash Holding	-۰/۰۰۶	-۲/۳۰	۰/۰۲۲
SIZE	۰/۵۲	۱۲/۴۲	۰/۰۰۰
LEV	۱/۲۲	۱/۶۶	۰/۰۹۸
Sales Growth	۰/۰۷	۴/۲۱	۰/۰۰۰
C (مقدار ثابت)	-۳/۱۲	-۹/۱۰	۰/۰۰۰
مقدار F		۱۹/۱۴	۰/۰۰۰
ضریب تعیین (R <sup>2</sup> )		۰/۴۱۲۳	۱/۷۶
ضریب تعیین تعدیل شده		۰/۳۸۹۸	

در بررسی معنی دار بودن کلی مدل، با توجه به این که مقدار احتمال (P-VALUE) آماره F از ۰/۰۵ کوچکتر می‌باشد (۰/۰۰۰۰) با اطمینان ۹۵٪ معنی دار بودن کلی مدل تأیید می‌شود. بر اساس نتایج ارائه شده، سطح معنی داری آماره t مربوط به متغیر سطح نگهداشت وجه نقد کوچکتر از ۰/۰۵ بوده (۰/۰۲۲) یعنی معنی دار است، ضریب آن (-۰/۰۰۶) می‌باشد و مقدار آماره t برای آن برابر با -۲/۳۰ می‌باشد این مقدار آماره t در ناحیه رد فرض صفر قرار می‌گیرد؛ بنابراین می‌توان گفت بین سطح نگهداشت وجه نقد و ارزش شرکت رابطه منفی و معنی داری وجود دارد.

## آزمون فرضیه دوم انتخاب مدل

جدول (۴): آزمون چاو یا لیمر و آزمون هاسمن

آماره آزمون	مقدار آماره آزمون	P-Value
آزمون F لیمر	۷/۳۱	۰/۰۰۰۰
آزمون هاسمن	۱۹۰/۳۲	۰/۰۰۰

با توجه به جدول ۳ مقدار احتمال آماره F و آماره کای - دو برای همه مدل‌ها کمتر از ۰/۰۵ هست؛ بنابراین فرض صفر یعنی برابری عرض از مبدأها رد می‌شود، بنابراین استفاده از روش پانل ارجحیت دارد. لذا لازم است برای انتخاب الگوی اثرات ثابت یا اثرات تصادفی آزمون هاسمن انجام شود. نتایج آزمون هاسمن نیز نشان می‌دهد که روش مورد استفاده پانل با اثرات ثابت هست.

جدول (۵): نتایج برآورد فرضیه دوم تحقیق

متغیر	مقدار ضرایب	مقدار t	مقدار احتمال
Cash Holding	-۰/۱۲	-۲/۷۶	۰/۰۱۲
Optimism	-۰/۰۷	-۲/۰۲	۰/۰۴۷
Cash Holding* Optimism	-۰/۱۶	۳/۱۸	۰/۰۰۱
SIZE	۰/۳۱	۱۰/۷۳	۰/۰۰۰
LEV	۱/۰۶	۱/۳۲	۰/۱۲۷
Sales Growth	۰/۱۴	۳/۵۴	۰/۰۰۰
C (مقدار ثابت)	-۰/۸۷	-۱/۱۰	۰/۲۱۹
مقدار F	۹/۶۵	مقدار احتمال F	۰/۰۰۰
ضریب تعیین (R <sup>2</sup> )	۰/۴۶۵۳	دوربین واتسون	۱/۹۷
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۴۲۱۳		

در بررسی معنی‌دار بودن کلی مدل، با توجه به این که مقدار احتمال (P-VALUE) آماره F از ۰/۰۵ کوچک‌تر می‌باشد (۰/۰۰۰۰) با اطمینان ۹۵٪ معنی‌دار بودن کلی مدل تأیید می‌شود. بر اساس نتایج ارائه شده، سطح معنی‌داری آماره t مربوط به متغیر Cash Holding\* Optimism کوچک‌تر از ۰/۰۵ بوده (۰/۰۰۱) یعنی معنی‌دار است، ضریب آن (-۰/۱۶) می‌باشد و مقدار آماره t برای آن برابر با ۳/۱۷- می‌باشد این مقدار آماره t در ناحیه رد فرض صفر قرار می‌گیرد؛ بنابراین می‌توان گفت خوش‌بینی مدیران موجب تقویت رابطه منفی بین سطح نگهداشت وجه نقد و ارزش می‌شود.

## نتیجه‌گیری و پیشنهادات

با توجه به تأثیر شرایط بحرانی مانند کرونا بر شرکت‌ها، مطالعه نگهداشت وجه نقد شرکت‌های بحران‌زده از اهمیت عملی فوق‌العاده‌ای برخوردار است. با این حال، سطح نگهداشت وجه نقد یک شرکت یک شمشیر دولبه است؛ به طوری که انحراف دارایی‌های نقدی از سطح بهینه، یعنی فراتر رفتن از سطح بهینه و نگهداری ناکافی وجه نقد، اثرات نامطلوبی بر درآمد شرکت‌ها دارد. از یک طرف، نگهداری بیش از حد وجه نقد ممکن است باعث سطح بالایی از وجوه بدون استفاده شود که می‌تواند هزینه فرصت بیشتری را برای شرکت ایجاد کند. از سوی دیگر، نگهداری ناکافی وجه نقد ممکن است باعث از دست رفتن فرصت‌های سرمایه‌گذاری، هزینه‌های تجاری غیرقابل تحمل و افزایش هزینه‌های تأمین مالی شود.

نتایج این تحقیق نشان داد که شرکت‌های دارای وجه نقد بالاتر، زمانی که سطح بدهی افزایش می‌یابد ارزش کمتری دارند زیرا ارزش تولید شده توسط وجه نقد ممکن است برای پرداخت به دارندگان بدهی به جای سهامداران استفاده شود. به‌علاوه مدیران ممکن است از نگهداری وجه نقد داخلی برای افزایش کنترل شرکت‌ها به جای پرداخت سود سهام به سهامداران استفاده کنند. نگهداری وجه نقد بیشتر و فرصت‌های سرمایه‌گذاری نادرتر ممکن است ارزش شرکت‌ها را کاهش دهد زیرا نگهداری وجه نقد اضافی مدیران را مجبور به سرمایه‌گذاری بیش‌ازحد می‌کند بنابراین با افزایش مقدار وجه نقد نگهداری شده، مزایای اضافی پول نقد کاهش می‌یابد که می‌تواند بر ارزش شرکت تأثیرگذار باشد. این نتیجه مطابق نتایج حبیب و همکاران (۲۰۲۱) و در تضاد با نتایج ایروان و همکاران (۲۰۲۲) است.

نتایج فرضیه دوم نشان داد، خوش‌بینی مدیران منجر به تقویت این رابطه منفی می‌شود. خوش‌بینی مدیریتی بر سیاست‌های مالی و سرمایه‌گذاری انجام شده در شرکت‌ها تأثیر می‌گذارد. به‌طور کلی مدیران خوش‌بین نسبت به نگهداری وجه نقد داخلی محتاط‌تر هستند و تمایلی به جستجوی منابع مالی خارجی ندارند. خوش‌بینی مدیریتی با سرمایه‌گذاری در پروژه‌های کاهش‌دهنده ارزش، مشکل سرمایه‌گذاری بیش‌ازحد را ترویج می‌کند که پیامدهای شدیدی بر ارزش شرکت خواهد داشت؛ یعنی خوش‌بینی مدیریتی اثر نگهداری وجه نقد بر ارزش شرکت را افزایش می‌دهد. همچنین مدیران خوش‌بین مایل به سرمایه‌گذاری بیشتر با جریان‌های نقد داخلی فراوان و پیش‌بینی بازده آتی بالاتر هستند که می‌تواند منجر به سرمایه‌گذاری در پروژه‌های بیش‌ازحد برآورد شده (با ارزش خالص کنونی منفی) شود که جریان نقدی مناسبی برای جبران هزینه تأمین مالی ایجاد نمی‌کند. این یافته‌ها مطابق با نتایج حبیب و همکاران (۲۰۲۱)، دائو و همکاران (۲۰۲۳) و بیات و همکاران (۱۳۹۹) است.

### پیشنهادات برگرفته از نتایج تحقیق و پیشنهادات به محققان آتی

با توجه به اینکه سطح نگهداشت وجه نقد شرکت، به‌صورت یک شمشیر دولبه عمل می‌کند و عدم استفاده از آن نشان‌دهنده ضعف سیستم مالی است می‌توان گفت، مازاد مانده وجه نقد، هزینه فرصت نگهداری وجه نقد مانند نرخ بازده کمتر سرمایه‌گذاری نقدینگی را افزایش می‌دهد که بر ارزش شرکت تأثیر منفی می‌گذارد؛ بنابراین پیشنهاد می‌شود که مدیران شرکت‌ها با شناسایی طرح‌های با خالص ارزش مثبت، از وجه نقد موجود در شرکت، بهتر استفاده نمایند؛ چراکه راکد ماندن این وجه می‌تواند منجر به عدم شناسایی فرصت‌های رشد و تأثیر منفی بر ارزش شرکت شود. همچنین پیشنهاد می‌شود که خوش‌بینی مدیران مورد توجه سهامداران قرار گیرد، چراکه تمایل آنها از استفاده از تأمین خارجی و تکیه بر وجوه نقد داخلی، می‌تواند منجر به استفاده نادرست و بیش سرمایه‌گذاری در طرح‌های با خالص ارزش منفی شود که ارزش شرکت را تحت تأثیر قرار می‌دهد. در انتها با توجه به امکان تأثیر محدودیت مالی شرکت‌ها، پیشنهاد می‌شود که محققان آتی به بررسی این رابطه در میان شرکت‌های با محدودیت مالی بپردازند.

### منابع

- ✓ بیات، مرتضی، نوروزی، محمد، میراشرفی، زهرا، پورموسی، علی‌اکبر، (۱۳۹۹)، بررسی عوامل رفتاری مدیریت بر کارایی سرمایه‌گذاری و ارزش شرکت، پژوهش‌های تجربی حسابداری، دوره ۱۰، شماره ۱، صص ۵۳-۷۶.
- ✓ پیرایش، رضا، محمدپورزنجانی، مسعود، (۱۳۹۷)، بررسی رابطه عملکرد مالی و ارزش شرکت در بین شرکت‌های معدنی استان زنجان پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، رویکردهای پژوهشی نوین در مدیریت و حسابداری، شماره ۷، صص ۱۰۳-۱۱۶.

- ✓ حسن ملکی، علیرضا، حقانی، علی، (۱۴۰۱)، بررسی ارتباط بین توانایی مدیریت با محدودیت‌های مالی و ارزش نگهداشت وجه نقد، تحلیل بازار سرمایه، دوره ۲، شماره ۲، صص ۱۴۰-۱۶۳.
- ✓ حسینی، سید علی، خوئینی، مهین، (۱۳۹۹)، مبانی نظری خوش‌بینی مدیران و اندازه‌گیری آن، مطالعات حسابداری و حسابرسی، شماره ۳۳، صص ۵-۲۴.
- ✓ سمیاری، مریم، بنی مهد، بهمن، (۱۳۹۷)، بیش اعتمادی مدیریت صاحبکار و اظهارنظر غیر مقبول حسابرس، پژوهش‌های تجربی حسابداری، دوره ۸، شماره ۳، صص ۱۳۵-۱۵۶.
- ✓ شبرنگ رودبارکی، سهیلا، (۱۴۰۱)، تأثیر خودشیفتگی مدیرعامل بر رابطه بین سوابق تحصیلی مدیرعامل و نگهداشت وجه نقد، چشم‌انداز حسابداری و مدیریت، دوره ۵، شماره ۶۰، صص ۱۴-۳۲.
- ✓ شمشاد، آزاده، ایمنی، محسن، (۱۴۰۰)، نگهداشت وجه نقد، ارزش شرکت و عملکرد مالی تحت محدودیت در تأمین مالی: مورد مطالعه بازار سرمایه ایران، مدیریت نوآوری و راهبردهای عملیاتی، دوره ۲، شماره ۴، صص ۴۳۴-۴۴۶.
- ✓ صالحی، اله کرم، موسوی، روح اله، مرادی، محمد، (۱۳۹۶)، بررسی تأثیر خوش‌بینی مدیریتی بر حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقدی، دانش مالی تحلیل اوراق بهادار، دوره ۱۰، شماره ۳۳، صص ۶۵-۷۶.
- ✓ Agarwal, Sumit, Itzhak Ben-David, and Vincent Yao. (2015). Collateral valuation and borrower financial constraints: Evidence from the residential real estate market. *Management Science* 61: 2220-40.
- ✓ Almeida, Heitor, and Murillo Campello. (2007). Financial constraints, asset tangibility, and corporate investment. *The Review of Financial Studies* 20: 1429-60.
- ✓ Banjade, Dhruva., J. David Diltz (2022) Excess cash holdings and firm performance in new and old economy firms, *The Quarterly Review of Economics and Finance* , Volume 86, November (2022), Pages 124-133.
- ✓ Dang, H. N., Vu, V. T. T., Ngo, X. T., & Hoang, H. T. V. (2019). Study the impact of growth, firm size, capital structure, and profitability on enterprise value: Evidence of enterprises in Vietnam. *Journal of Corporate Accounting & Finance*, 30(1), 144-160.
- ✓ Dao , Nhung Thi Tuyet , Yilmaz Guney , Robert Hudson (2023) Managerial overconfidence and corporate cash holdings: Evidence from primary and secondary data, *Research in International Business and Finance* Volume 65, April (2023), 101943.
- ✓ Deshmukh, Sanjay, Anand M. Goel, and Keith M. Howe. (2021). Do CEO beliefs affect corporate cash holdings? *Journal of Corporate Finance* 67: 101886.
- ✓ Edwards, Alexander, Casey Schwab, and Terry Shevlin. (2016). Financial constraints and cash tax savings. *The Accounting Review* 91:859-81.
- ✓ El-Gebeily , E., Cherif Guermat ., Vasco Vendrame (2021) Managerial optimism and investment decision in the UK, *Journal of Behavioral and Experimental Finance* 31(1):100519 DOI:10.1016/j.jbef.2021.100519.
- ✓ Habib, Ashfaq, M. Ishaq Bhatti, Muhammad Asif Khan, and Zafar Azam. (2021). Cash Holding and Firm Value in the Presence of Managerial Optimism. *Journal of Risk and Financial Management* 14: 356. <https://doi.org/10.3390/jrfm14080356>
- ✓ Irawan, D., Widiyanti, M., Fuadah, L. L., & Adam, M. (2022). The effect of cash holding, profitability, and financial leverage on firm value with earnings management as moderating variables in manufacturing companies listed on the Indonesia stock exchange. *International Journal of Business, Economics & Management*, 5(1), 11-17. <https://doi.org/10.21744/ijbem.v5n1.1842>.
- ✓ Campello, Murillo, and John R. Graham. (2013). Do stock prices influence corporate decisions? Evidence from the technology bubble. *Journal of Financial Economics* 107: 89-110.

- ✓ Khatami, Seyed Hossein, Maria-Teresa Marchica, and Roberto Mura. 2015. Corporate acquisitions and financial constraints. *International Review of Financial Analysis* 40: 107–21.
- ✓ Humphery-Jenner, Mark L., and Ronan G. Powell. (2011). Firm size, takeover profitability, and the effectiveness of the market for corporate control: Does the absence of anti-takeover provisions make a difference? *Journal of Corporate Finance* 17: 418–37.
- ✓ Huang-Meier, Winifred, Neophytos Lambertides, and James M. Steeley. (2016). Motives for corporate cash holdings: The CEO optimism effect. *Review of Quantitative Finance and Accounting* 47: 699–732.
- ✓ Li, Zhaohua., Junyi Jiang, Lijuan Xia, and Chien-Chi Chu (2022) Empirical Research on the Relationship between Industry Working Capital Shortfall and Company Cash Holding in the Same Industry, *Discrete Dynamics in Nature and Society* Volume (2022), Article ID 5146764, 14 pages <https://doi.org/10.1155/2022/5146764>.
- ✓ Martínez-Sola, Cristina, Pedro J. García-Teruel, and Pedro Martínez-Solano. (2013). Corporate cash holding and firm value. *Applied Economics* 45: 161–70.
- ✓ Mohamed, Ezzeddine Ben, and Mohammed Abdelshakour Shehata. 2020. R&D investment–cash flow sensitivity under managerial optimism. *Journal of Behavioral and Experimental Finance* 14: 1–4.
- ✓ Mohamed, Ezzeddine Ben, Nassreddine Garoui, and Kamel Naoui. (2020). Do optimistic managers destroy firm value? *Journal of Behavioral and Experimental Finance* 26: 100292.
- ✓ Nguyen Thanh, Cuong. (2019). Optimal Cash Holding Ratio for Non-Financial Firms in Vietnam Stock Exchange Market. *Journal of Risk and Financial Management* 12: 104.
- ✓ Vijayakumaran, Ratnam. (2017). Capital structure decisions and corporate performance: Evidence from Chinese listed industrial firms. *International Journal of Accounting and Financial Reporting* 7: 562–76
- ✓ Wang, Kun, Yaozhi Chen, Yao Liu, and Yingkai Tang. (2020). Board secretary’s financial experience, overconfidence, and SMEs’ financing. preference: Evidence from China’s NEEQ market. *Journal of Small Business Management*, 1–33.