



Investigating the Role of the Impact of Business Strategy on the Cash Policies of Companies Listed on the Tehran Stock Exchange

Ehsan Ghadrđan^{1*}, Akbar Hoseini Sarcheshmeh²

¹Faculty Faculty Member, Department of Accounting, Technical and Vocational University (TVU), Tehran, Iran.

²MSc, Department of Accounting, Islamic Azad University Mashhad Branch, Mashhad, Iran.

ARTICLE INFO

Article Type:

Original Research

Received: 04.28.2021

Revised: 06.07.2021

Accepted: 09.01.2021

Keyword:

Offensive Strategy

Defensive Strategy

Cash Retention

Cash Retention Adjustment Speed

*Corresponding Author:

Ehsan Ghadrđan

Email: e.gh.tvu@gmail.com

ABSTRACT

The importance of cash in a business unit is one of the most fundamental events on which accounting measurements are based. Managers usually search for a level of cash that is optimized taking into consideration the advantages and disadvantages of maintaining cash. Managers strive to achieve an optimal level of cash retention. Accordingly, how quickly optimal cash is achieved is an important issue in financial research literature. Therefore, the purpose of this study was to investigate the effect of business strategy on company cash policies. For this purpose, a sample consisting of 168 companies were selected from the companies listed on the Tehran Stock Exchange during the years 2015 to 2019. To test the research hypotheses, a multivariate regression model based on composite data using panel data method was used. The results of the analysis of research hypotheses showed that there was a positive and significant relationship between offensive strategy and cash retention while there was a negative and significant relationship between defensive strategy and the speed of cash adjustment. In addition, there was a negative and significant relationship between defensive strategy and cash retention, but there was a positive and significant relationship between defensive strategy and the speed of adjustment of cash retention.



EXTENDED ABSTRACT

Introduction

One of the challenges of today's organizations is competition and the desire to increase profits. Today, the competition in markets is more widespread than in the past. Many companies try to gain competitive advantage by formulating appropriate strategies. Increasing the value for customers in order to achieve a competitive advantage is closely related to the careful choice of strategy by the company. In the present research, the relationship between defensive and offensive strategy and cash holding and the speed of adjustment of cash holding is explained in detail. Since all companies facing cash imbalances face many problems, checking the amount of cash held deviation and the speed at which the cash balance is moving towards its target level can be significant issues important to consider. Understanding the factors affecting cash holding adjustments in addition to protecting the interests of investors results in the growth and prosperity of the company and ultimately increases the possibility of profitability and satisfying shareholders through the company's excess cash holding policies.

Methodology

The current research is descriptive of the correlation type and the sampling method used was based on systematic exclusion. In this research, multiple regression analysis based on combined data with a panel approach was used to process and analyze the data using 168 companies from the companies listed on the Tehran Stock Exchange. The research sample was selected from companies admitted to the Tehran Stock Exchange between 2014 to 2018. In addition, mining and library documents methods were used to collect data. For this purpose, the latest software was used in addition to internet research. Excel and Eviews9 software were used to perform the necessary calculations and final analysis of research hypotheses.

Results and discussion

The results of the first hypothesis of the research showed that there was a significant relationship between companies with an aggressive strategy and cash retention, and this relationship was positive and significant. This meant that companies with an aggressive strategy retained more cash. Companies with an aggressive strategy were more focused on growth and innovation, aggressively seeking new opportunities, and this strategy was used to gain greater market share. The second hypothesis of the research also showed that there was a negative and significant relationship between companies with a defensive strategy and cash retention. In other words, companies with a defensive strategy retained less cash. Defensive strategies try to find and maintain a secure position in stable areas of service or goods. They also offer a relatively limited range of goods or services compared to their competitors, usually do not advance in their industry and in the development and design of new technological products, and ignore the changes that are directly related to their field of work and so they rely on cash resources. The third hypothesis of the research showed that there was a negative and significant relationship between the aggressive strategy and the adjustment speed of cash holding. This meant that companies with an aggressive strategy had a greater deviation from the optimal cash level. Companies with an aggressive strategy are often innovative companies that seek new products and exploit market opportunities.

In addition, they have a wide product range, and tend to change their product mix quickly in order to gain first-mover power in their respective markets. Therefore, this greater need for cash for aggressive strategies leads to a higher deviation from the optimal level of the company's cash reserves. Consequently, the speed of adjustment of cash holdings is lower for aggressive strategies and greater time is required to adjust their cash reserves to the optimal level of cash. The results of the fourth hypothesis of the research also showed that there was a positive and significant relationship between the defensive strategy and the adjustment speed of cash holding. In other words, companies with a defensive strategy had less deviation from the optimal cash level. Defensive strategies emphasize efficiency in the production and distribution of goods and services and maintain a limited mix of goods or services. Firms following a defensive strategy might produce multiple products, but their products are likely to be related. Such companies focus on strengthening the technical and executive capabilities of the selected technology in order to maximize production efficiency. Such strategies usually require less investment and hold less cash reserves. Therefore, the lower need for cash leads to a lower deviation from the optimal level of cash reserves. Thus, the defensive strategy adjusts the cash held more quickly.

Conclusion

According to the results of the first hypothesis, aggressive strategies, due to their focus on discovering and exploiting new product market opportunities, have more growth options compared to companies following a defensive strategy. Therefore, it is recommended that if investors are searching for growth and innovation, they can invest in companies with an aggressive strategy. According to the results of the second hypothesis, managers of companies following defensive strategy tend to use the structure of cash rewards; and it is possible that managers of such companies prioritize short-term profitable projects, potentially underinvesting in long-term projects to cover a high level of current compensation. As a result, investors who are looking for long-term profitable projects are advised to invest in companies with a defensive strategy which take necessary precautions. Moreover, according to the results of the third and fourth hypotheses of the research, it is recommended that the managers, by examining the trend of the factors affecting the optimal cash, attempt to achieve an optimal level of cash in order to avoid the costs caused by excess or lack of cash. Managers can also improve the speed of movement towards optimal cash by controlling the factors affecting the speed of adjustment of cash holding.

بررسی نقش تأثیر استراتژی تجارت بر سیاست‌های نقدی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

احسان قردان^{*۱}، اکبر حسینی سرچشمه^۲

- ۱- عضو هیئت علمی، گروه حسابداری، دانشگاه فنی و حرفه‌ای، تهران، ایران.
- ۲- کارشناسی ارشد، گروه حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی واحد مشهد، مشهد، ایران.

چکیده

اطلاعات مقاله

اهمیت وجوه نقد در یک واحد تجاری از اساسی‌ترین رویدادهایی است که اندازه‌گیری حسابداری بر اساس آنها انجام می‌شود. به طور معمول، مدیران به دنبال سطحی از موجودی‌های نقدی هستند که با توجه به مزایا و معایب نگهداری موجودی‌های نقدی حالت بهینه داشته باشد. از این‌رو، مدیران بایستی در صدد دستیابی به سطحی بهینه از نگهداشت وجه نقد باشند. بر همین مبنا چگونگی سرعت دستیابی به وجه نقد بهینه موضوع مهمی در ادبیات مالی است. لذا هدف این پژوهش بررسی تأثیر استراتژی تجارت بر سیاست‌های نقدی شرکت است. به همین منظور نمونه‌ای متشکل از ۱۶۸ شرکت از بین شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۹۴ تا ۱۳۹۸ انتخاب گردیده است. جهت آزمون فرضیه‌های پژوهش از مدل رگرسیونی چند متغیره مبتنی بر داده‌های ترکیبی به روش داده‌های تابلویی استفاده شده است. نتایج حاصل از تجزیه و تحلیل فرضیه‌های پژوهش نشان داد که بین استراتژی تهاجمی و نگهداشت وجه نقد رابطه مثبت و معناداری وجود دارد؛ در حالی که بین استراتژی تهاجمی و سرعت تعدیل نگهداشت وجه نقد رابطه منفی و معناداری وجود دارد. همچنین، بین استراتژی تدافعی و نگهداشت وجه نقد رابطه منفی و معناداری وجود دارد ولی بین استراتژی تدافعی و سرعت تعدیل نگهداشت وجه نقد رابطه مثبت و معناداری برقرار است.

نوع مقاله: مقاله پژوهشی

دریافت مقاله: ۱۴۰۰/۰۲/۲۸

پانزنگری مقاله: ۱۴۰۰/۰۳/۱۷

پذیرش مقاله: ۱۴۰۰/۰۶/۱۰

کلید واژگان:

استراتژی تهاجمی

استراتژی تدافعی

نگهداشت وجه نقد

سرعت تعدیل نگهداشت وجه نقد

*نویسنده مسئول: احسان قردان

پست الکترونیکی:

eg.h.tvu@gmail.com

مقدمه

از دیرباز وجه نقد به لحاظ عینیت آن به‌عنوان شاخصی از تداوم فعالیت و توانایی شرکت در انجام عملیات، بدون مواجهه با مشکلات مالی و نیز به‌عنوان ابزاری جهت بهره‌برداری از فرصت‌های رشد و سرمایه‌گذاری سودآور، مورد توجه استفاده‌کنندگان از صورت‌های مالی قرار داشته است (کیقبادی، ۲۰۱۹). مدیران با سرمایه‌گذاری در طرح‌ها و پروژه‌های مختلف تلاش دارند تا سودآوری و جریان وجه نقد آتی شرکت را تأمین کنند (محمدپور و نوری، ۲۰۲۰). به طور معمول، مدیران به دنبال سطحی از موجودی‌های نقدی هستند که با توجه به مزایا و معایب نگهداری موجودی‌های نقدی حالت بهینه داشته باشد (آقایی و همکاران، ۲۰۰۹). از این‌رو، مدیران بایستی در صدد دستیابی به سطحی بهینه از نگهداشت وجه نقد باشند. بر همین مبنا چگونگی سرعت دستیابی به وجه نقد بهینه موضوع مهمی در ادبیات مالی است که تحت عنوان سرعت تعدیل نگهداشت وجه نقد تلقی می‌شود (جیانگ ولی، ۲۰۱۶؛ اورلوا و رانو، ۲۰۱۸).^۱

استراتژی در اصطلاح عام، برنامه و دورنمایی از اهداف آینده است که یک موجودیت در جهت نیل به آن اهداف، این استراتژی را تدوین و پیگیری می‌کند. اما در علم مدیریت، تدوین استراتژی همانا یکی از وظایف خطیر مدیریتی است که مبنای تصمیم‌گیری‌های حیاتی مدیران برای حفظ بقای سازمان و تعالی آن می‌باشد (تنانی و محب‌خواه، ۲۰۱۴). در واقع استراتژی تجاری شرکت بیانگر نحوه رقابت شرکت در بازار انتخابی خود شرکت است. شرکت می‌تواند برای تقویت استراتژی تجاری خود، مجموعه سیاست‌ها و فعالیت‌هایی را به‌کار گیرد که با استفاده از آنها بتواند به یک مزیت رقابتی پایدار در بازار انتخابی خود دست یابد. در این میان دو نوع استراتژی را می‌توان یافت که در مقابل هم قرار می‌گیرند. استراتژی که به دنبال حداقل نمودن هزینه‌ها است (استراتژی تدافعی) و استراتژی که در پی انعطاف و ریسک بیشتر است (استراتژی تهاجمی) (صفری گرایی و رضائی پیتة نوئی، ۲۰۱۹). بدین ترتیب، نوع استراتژی تجاری شرکت تأثیر بسزایی بر سیاست‌های نقدی شرکت دارد.

بیان مسئله

وجه نقد، مهمترین و نخستین عامل حیات هر بنگاه اقتصادی است. جریان‌های نقدی در اتخاذ بسیاری از تصمیمات مالی، نقشی محوری دارد. همچنین اطلاعات تاریخی مربوط به جریان وجه نقد می‌تواند برای کنترل میزان دقت ارزیابی‌های گذشته، مفید واقع شده و رابطه بین فعالیت‌های واحد تجاری و دریافت‌ها و پرداخت‌های آتی آن را نشان دهد (جیانگ و لی، ۲۰۱۶). با نگاهی به مزایای وجه نقد می‌توان گفت که شرکت به منظور اجرای فعالیت‌های خود، بهره‌برداری از فرصت‌های سرمایه‌گذاری سودآور آتی و برخورد با رویدادهای پیش‌بینی نشده آتی، به وجه نقد نیاز دارد. علاوه بر این، نگهداری وجه نقد به معنای کاهش وابستگی شرکت به تأمین مالی هزینه بر خارجی است. با توجه به مشکلات و هزینه‌های تأمین مالی خارجی، شرکت‌ها سلسله مراتبی را در فرآیند تأمین مالی ایجاد می‌کنند و منابع گردآوری شده داخلی را ترجیح می‌دهند (مایرز و ماجلوف، ۱۹۸۴).^۲ همچنین، وجود وجه نقد می‌تواند مشکل سرمایه‌گذاری ناکافی را تسکین دهد و احتمال تحمل هزینه‌های درماندگی مالی در زمانی که عملیات شرکت، جریان نقدی کافی برای تعهدات پرداخت بدهی فراهم نمی‌کند را کاهش می‌دهد (فاولکندر و وانگ، ۲۰۰۶).^۳ این مدیران هستند که تصمیم می‌گیرند آیا وجه نقد اضافی بین سهامداران توزیع شود، صرف مخارج داخلی شود و یا همچنان نگهداری شود و در این راستا باید همواره منافع و مخارج تصمیمات را ارزیابی نمایند (اسمیت و همکاران، ۲۰۱۲).^۴ در واقع، وجود مقادیر زیاد وجه نقد می‌تواند موجب مشکلات نمایندگی بین مدیران و ذی‌نفعان گردد، زیرا امکان دارد که وجه نقد به مدیران

¹ Jiang & Lie; Orlova & Rao

² Myers & Majluf

³ Faulkender & Wang

⁴ Smith

اجازه دهد تا در پروژه‌هایی سرمایه‌گذاری کنند که مزایای غیرنقدی دارد، اما ارزش ذی‌نفعان را تخریب می‌نماید (جنسن و مک‌لینگ، ۱۹۷۶)^۱. همچنین، وجود مقادیر زیاد جریان نقدی می‌تواند باعث رفتارهای خودسرانه یا اختیاری مدیران گردد که برای منافع ذی‌نفعان مضر است (جنسن، ۱۹۸۶)^۲. وجه نقد، برای مدیریت و بهره‌برداری از یک شرکت دارای اهمیت است. بنگاه‌هایی می‌توانند به بقای خود ادامه دهند که بتوانند نیازهای نقدی خود را به موقع برآورده کنند. در زمانی که پول نقد سرمایه‌گذاری می‌شود، ارزش یک شرکت بالا می‌رود. در مقایسه با انواع دیگر دارایی‌ها، پول نقد یک شکل از سود است و به راحتی می‌تواند در هزینه‌های پایین تبدیل به منافع شخصی شود (رازقی و امیرحسینی، ۲۰۱۶). معمولاً مدیران به دنبال سطحی از موجودی نقد هستند که با توجه به مزایا و معایب نگهداری موجودی‌های نقد، حالت بهینه داشته باشد. وجه نقد باید در سطحی نگهداری شود که بین هزینه نگهداری وجه نقد و هزینه ناکافی بودن وجه نقد تعادل برقرار شود. به عبارت دیگر، شرکت‌ها در جستجوی آن از سطح بهینه از نقدینگی هستند که به دلیل کمبود نقدینگی، ضررهای عمده به شرکت وارد نیاید و از طرفی، با نگهداری وجه نقد اضافی، فرصت‌ها از دست نرود و این مورد همان سطح نقدینگی هدف در شرکت‌هاست که البته با توجه به ویژگی‌های گوناگون شرکت‌ها در دوره‌های زمانی مختلف، متفاوت است (بابائی صدقیانی و جبارزاده کنگرلوئی، ۲۰۱۷). نقدینگی کم به نسبت موارد نگهداشت مازاد وجه نقد، با هزینه بیشتری همراه است و باعث می‌شود که مدیران برای مقابله با کمبود نقدینگی نسبت به موارد اضافی نقدینگی اقدام سریعتری داشته باشند. در این صورت و با فرض عدم تغییر سایر موارد، انتظار بر این است که سرعت تغییرات در رسیدن به هدف وقتی نقدینگی کمتر از مقدار هدف باشد، سریعتر شود. به علاوه، تعدیل نرخ نقدینگی نیز پرهزینه است. اگر نرخ نقدینگی، پایین‌تر از مقدار هدف باشد، می‌توان آن را با کاهش سرمایه‌گذاری یا افزایش سرمایه جدید افزایش داد، که هر دو هزینه‌های متعددی را به شرکت اعمال می‌کنند. در مقابل، اگر نرخ نقدینگی، بالاتر از مقدار هدف باشد، نقدینگی اضافی را می‌توان برای پرداخت بدهی یا پرداخت به سهامداران از طریق سود سهام یا بازپرداخت استفاده کرد (جیانگ و لی، ۲۰۱۶).

یکی از چالش‌های سازمان‌های امروزی، رقابت و تمایل به افزایش سود است. امروزه رقابت موجود در بازارها با گستردگی بیشتری نسبت به گذشته همراه است. بسیاری از شرکت‌ها تلاش می‌کنند تا با تدوین استراتژی‌های مناسب، مزیت رقابتی را به دست آورند. افزایش ارزش برای مشتریان به منظور دستیابی به مزیت رقابتی، ارتباط نزدیکی با انتخاب دقیق استراتژی توسط شرکت دارد (مرادی و سپهوندی، ۲۰۱۵). استراتژی تجاری عبارت است از اقدامی یکپارچه در جستجوی مزیت رقابتی. استراتژی تجاری به تعیین واکنش‌های شرکت به تغییرات در صنعت، اقتصاد و عرصه سیاست، در راستای دستیابی به مزیت رقابتی پایدار، می‌پردازد. استراتژی تجاری که در مراحل ابتدایی حیات یک شرکت تعیین می‌گردد، مستلزم تعهدات بلندمدت منابع بوده و مسیر شرکت در دستیابی، حفظ و افزایش عملکرد را مشخص می‌نماید (بنتلی و همکاران، ۲۰۱۳)^۳. (مایلز و همکاران، ۱۹۷۸)^۴، در پژوهش خود درباره‌ی انواع سازمان‌های مختلف، پی بردند که سازمان‌ها برای کاهش تأثیرپذیری منفی از محیط و افزایش بهره‌مندی از فرصت‌ها یکی از استراتژی‌های تطبیقی چهارگانه را برمی‌گزینند. آنها سازمان‌ها را بر اساس نوع استراتژی تطبیقی، به چهار دسته مدافعان، مهاجمان یا پیشگامان (آینده‌نگر)، تحلیل‌گران و منفعلان تقسیم می‌کنند (برزیده و همکاران، ۱۳۹۷).

مدافعان، بر کارایی در تولید و توزیع کالا و خدمات تأکید می‌کنند و ترکیب محدودی از کالاها یا خدمات را نگه می‌دارند؛ به سخنی دیگر، تمرکز خود را بر کسب مزیت رقابتی در آن بازار محدود می‌گذارند (چن و همکاران، ۲۰۱۶)^۵.

¹ Jensen & Meckling

² Jensen

³ Bentley

⁴ Miles

⁵ Chen

این‌گونه شرکت‌ها به منظور حداکثر سازی کارایی تولید، بر تقویت قابلیت‌های فنی و اجرایی فناوری انتخاب شده تمرکز می‌کنند (همبریک، ۱۹۸۳)^۱. سازمان‌های تدافعی با تولید تعداد محدودی از محصولات برای بخش کوچکی از کل بازار بالقوه، ثبات را جست و جو می‌کنند (حاجیها و رنجبرناوی، ۲۰۱۸). مهاجمان (آینده‌نگرها)، اغلب شرکت‌های نوآوران‌های هستند که به دنبال محصولات جدید و استثمار فرصت‌های بازار هستند. آنها بخش عظیمی از بودجه خود را به تحقیق و توسعه و بازاریابی اختصاص داده‌اند، علاوه بر این، آنها دامنه محصولات گسترده‌ای داشته و تمایل دارند سریعاً ترکیب محصولات خود را تغییر دهند تا بتوانند در بازار مربوطه، اولین قدرت را داشته باشند (چن و همکاران، ۲۰۱۶). این استراتژی اختیارات بیشتری را برای مدیران ارائه می‌کند، زیرا شرکت را پیشرو در بازار و دنبال کننده نوآوری توصیف می‌کند. این مهم نیاز به سرمایه‌گذاری در فناوری‌های جدید و چندگانه جهت تامین مالی محصولات نو و کشف بازارهای جدید محصولات را دارد (نویسی و همکاران، ۲۰۱۶)^۲. با توجه به رویکردهای مهاجمان می‌توان گفت، به وجه نقد بیشتری نیاز دارند. همچنین شرکت‌های با استراتژی تهاجمی به طور مداوم نوسانات بالای جریان نقدی را دنبال می‌کنند. بنابراین نیاز بیشتر به وجه نقد، منجر به انحراف بالاتر از سطح بهینه نگهداشت وجه نقد شرکت می‌شود. لذا انتظار می‌رود شرکت‌های با استراتژی تهاجمی نسبت به شرکت‌های با استراتژی تدافعی، وجه نقد بیشتری نگهداری کنند. همچنین سرعت تعدیل نگهداشت وجه نقد شرکت‌های با استراتژی تهاجمی بیشتر از شرکت‌های با استراتژی تدافعی باشد (ماگراکس و تزلیپس، ۲۰۲۰)^۳.

چارچوب نظری و پیشینه‌ی پژوهش

در پژوهش حاضر، به‌طور دقیق به بیان ارتباطات موجود بین استراتژی تدافعی و تهاجمی و نگهداشت وجه نقد و سرعت تعدیل نگهداشت وجه نقد پرداخته شده است. از آنجا که همه‌ی شرکت‌هایی که با عدم توازن در وجه نقد خود روبه‌رو هستند با مشکلات زیادی مواجه می‌شوند، بر همین اساس بررسی میزان انحراف وجه نقد نگهداری شده و این‌که با چه سرعتی موجودی نقد به سمت سطح هدف خود در حال حرکت است، می‌تواند موضوع مهم و قابل توجهی به شمار آید که این تحقیق را متفاوت از سایر پژوهش‌های صورت گرفته در خصوص سیاست‌های نقدی شرکت‌ها کرده است. همچنین درک و فهم عوامل مؤثر بر تعدیلات نگهداشت وجه نقد علاوه بر حفظ منافع سرمایه‌گذاران، باعث رشد و شکوفایی شرکت و نهایتاً افزایش امکان سودآوری و جلب رضایت سهامداران از سیاست‌های نگهداری و وجه نقد مازاد شرکت می‌شود. به علاوه با توجه به اینکه در سال‌های اخیر توجه به موضوع استراتژی تجاری فزونی یافته است، در نتیجه؛ شواهد این پژوهش می‌تواند دیدگاه جدیدی در زمینه راهبردهای احتمالی انواع مختلف سازمان‌ها ارائه دهد. لذا با توجه به مطالب فوق سوال اصلی پژوهش این است که استراتژی تهاجمی و استراتژی تدافعی بر نگهداشت وجه نقد و سرعت تعدیل نگهداشت وجه نقد چه تأثیری دارند؟

در ادامه پژوهش‌های داخلی و خارجی که هم راستا با مطالعه حاضر انجام شده است بیان می‌گردد:

(ماگراکس و تزلیپس، ۲۰۲۰)، با بررسی تأثیر استراتژی تجارت بر سیاست‌های نقدی شرکت نشان دادند که استراتژی تجارت با نگهداشت وجه نقد رابطه مثبت دارد. شرکت‌های با استراتژی آینده‌نگر وجه نقد بیشتری نسبت به شرکت‌های با استراتژی تدافعی نگهداری می‌کنند. علاوه بر این، آنان دریافتند که سرعت تعدیل نگهداشت وجه نقد برای شرکت‌های با استراتژی آینده‌نگر است، که نشان می‌دهد استراتژی تجارت بر روند نگهداشت وجه نقد تأثیر می‌گذارد. همچنین ارزش بازار وجه نقد فقط برای شرکت‌هایی که استراتژی تدافعی را دنبال می‌کنند به طور قابل توجهی افزایش

¹ Hambrick

² Navissi

³ Magerakis & Tzelepis

می‌یابد. (هو و همکاران، ۲۰۱۹)^۱ به بررسی تأثیر نقدشوندگی سهام بر نگهداشت وجه نقد پرداختند. یافته‌های پژوهش نشان داد که افزایش نقدشوندگی سهام باعث کاهش نگهداشت وجه نقد می‌شود. (اورلوا و راتو، ۲۰۱۸)، با بررسی سرعت تعدیل نگهداشت وجه نقد دریافتند که شرکت‌ها با کسری وجه نقد در مقایسه با شرکت‌هایی با مازاد وجه نقد، سرعت تعدیل کمتری دارند و همچنین بین جریان وجه نقد آزاد و سرعت تعدیل نگهداشت وجه نقد، رابطه‌ی مستقیمی وجود دارد. (لیم و همکاران، ۲۰۱۸)^۲، تأثیر استراتژی تجاری بر خوانایی گزارشگری مالی را مورد پژوهش قرار دادند. یافته‌های پژوهش نشان داد که گزارش‌های مالی شرکت‌های تهاجمی از خوانایی کمتری نسبت به شرکت‌های تدافعی برخوردارند. (حبیب و حسن، ۲۰۱۷)^۳، پژوهشی را با عنوان استراتژی تجارت، بیش‌قیمت‌گذاری و خطر سقوط قیمت سهام را مورد بررسی قرار دادند. یافته‌ها حاکی از آن بود که شرکت‌هایی که استراتژی نوآورانه را دنبال می‌کنند نسبت به شرکت‌های پیرو استراتژی تدافعی، بیشتر در معرض ریسک سقوط قیمت آتی سهام هستند. علاوه بر این، سهام چنین شرکت‌هایی با احتمال زیادی بیش‌قیمت‌گذاری شده‌اند و این مهم موجب تشدید ریسک سقوط قیمت آتی سهام می‌شود. (جیانگ و لی، ۲۰۱۶)، با بررسی سرعت تعدیل نگهداشت وجه نقد و جبهه‌گیری مدیریتی به روش رگرسیون مبتنی بر داده‌های تابلویی دریافتند که، شرکت‌ها بخش قابل توجهی از انحراف بین میزان وجه نقد واقعی و میزان وجه نقد بهینه را در هر سال پوشش می‌دهند که بیانگر حرکت فعالانه مدیران به سمت وجه نقد بهینه است.

(حسین پور و همکاران، ۲۰۲۱)، تأثیر نوآوری استراتژیک بر عملکرد نوآورانه با نقش تعدیل گر محیط تجاری را مورد بررسی قرار دادند. نتایج نشان داد که نوآوری استراتژیک بر عملکرد کسب و کارهای کوچک و متوسط به صورت مثبت و معنادار در ارتباط است و در محیط‌های رقابتی با درصد کمی اختلاف نسبت به محیط پویا، نوآوری استراتژیک بر عملکرد نوآورانه تأثیر بیشتری را نشان می‌دهد به گونه‌ای که هرچه رقابت بیشتر باشد تأثیر نوآوری استراتژیک بر عملکرد نوآورانه قوی تر می‌شود. (نجفی و طوطیان اصفهانی، ۲۰۲۰)، به بررسی تأثیر استراتژی آینده‌نگر و تدافعی بر درماندگی مالی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج نشان داد که بین استراتژی تجاری و درماندگی مالی رابطه مثبت و معناداری وجود دارد؛ یعنی در شرکت‌های آینده‌نگر، درماندگی مالی بیشتر است و در شرکت‌های با استراتژی تدافعی کاهش می‌یابد. در ارتباط با متغیرهای کنترلی، یافته‌ها نشان داد که بین اندازه هیئت مدیره، اهرم مالی، اندازه شرکت، سن شرکت و زیان سال جاری با درماندگی مالی رابطه‌ی مثبت و معنادار و بین استقلال هیئت مدیره، مالکیت نهادی، نسبت وجه نقد و نسبت جاری با درماندگی مالی رابطه‌ی منفی و معناداری وجود دارد. (محمدی ملقرنی و خدابنده لو، ۲۰۱۹)، تأثیر تعدیلات نگهداشت وجه نقد و جبهه‌گیری‌های مدیریتی را مورد بررسی قرار دادند. یافته‌های آنان نشان داد که تعدیلات نگهداشت وجه نقد بر جبهه‌گیری‌های مدیریتی تأثیرگذار است. همچنین، سرعت تعدیلات نگهداشت وجه نقد بر جبهه‌گیری‌های مدیریتی تأثیرگذار است. در واقع نتایج نشان داد تعدیلات و سرعت نگهداشت وجه نقد بر جبهه‌گیری‌های مدیریتی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیرگذار است. (کامیابی و همکاران، ۲۰۲۰)، پژوهشی را با عنوان تأثیر فرصت‌های رشد، محدودیت مالی و خود تحت تأثیر فرصت‌های رشد، محدودیت‌های مالی و درماندگی مالی قرار می‌گیرد. (نوروش و همکاران، ۲۰۱۸)، با بررسی مالکیت مدیریتی، نگهداشت وجه نقد و ارزش شرکت نشان دادند که ارزش شرکت با نگهداشت وجه نقد، رابطه‌ی منفی و با میزان مالکیت مدیریتی رابطه‌ی مثبت و معناداری دارد. با این وجود، هیچ‌گونه شواهدی مبنی بر تأثیر مالکیت مدیریتی بر رابطه بین نگهداشت وجه نقد با ارزش شرکت یافت نشد. (معطوفی و گلچویی، ۲۰۱۸)، با بررسی رابطه‌ی

¹ Hu² Lim³ Habib & Hasan

مالکیت خانوادگی و سرعت تعدیل در میزان نگهداشت وجه نقد: شواهدی از بورس اوراق بهادار تهران به روش رگرسیون چند متغیره نشان دادند که بین مالکیت خانوادگی و سرعت تعدیل در میزان نگهداشت وجه نقد رابطه‌ی مثبت و معنادار وجود دارد. علاوه بر این، شرکت‌های خانوادگی جوان و شرکت‌های خانوادگی با محدودیت مالی، سرعت تعدیل در میزان نگهداشت وجه نقد بیشتری دارند.

فرضیه‌های پژوهش

با توجه با مبانی نظری بیان شده در بخش چارچوب نظری و پیشینه‌ی پژوهش، فرضیه‌های پژوهش به شرح زیر تدوین می‌گردد:

- فرضیه‌ی اول: شرکت‌های با استراتژی تهاجمی با نگهداشت وجه نقد رابطه‌ی معناداری دارند.
- فرضیه‌ی دوم: شرکت‌های با استراتژی تدافعی، با نگهداشت وجه نقد رابطه‌ی معناداری دارند.
- فرضیه‌ی سوم: شرکت‌های با استراتژی تهاجمی با سرعت تعدیل نگهداشت وجه نقد رابطه‌ی معناداری دارند.
- فرضیه‌ی چهارم: شرکت‌های با استراتژی تدافعی، با سرعت تعدیل نگهداشت وجه نقد رابطه‌ی معناداری دارند.

روش‌شناسی پژوهش

پژوهش حاضر، توصیفی از نوع همبستگی است و روش نمونه‌گیری مبتنی بر حذف سیستماتیک می‌باشد. در این پژوهش از تحلیل رگرسیون چندگانه مبتنی بر داده‌های ترکیبی با رویکرد تابلویی به منظور پردازش و تجزیه و تحلیل داده‌ها با استفاده از تعداد ۱۶۸ شرکت از شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران استفاده شده است. نمونه‌ی پژوهش از بین شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۹۴ تا ۱۳۹۸ بر اساس محدودیت‌های زیر انتخاب شده است:

- ۱- به‌منظور قابل مقایسه بودن اطلاعات، پایان سال مالی شرکت‌ها منتهی به پایان اسفند باشد.
 - ۲- در دوره‌ی مورد بررسی تغییر دوره‌ی مالی نداده باشند.
 - ۳- کلیه‌ی داده‌های مورد نیاز پژوهش برای شرکت‌های مورد بررسی موجود و در دسترس باشد.
 - ۴- جزء شرکت‌های واسطه‌گری مالی (بانک‌ها، شرکت‌های سرمایه‌گذاری و لیزینگ و شرکت‌های بیمه) نباشد.
 - ۵- سهام آنها در بازار بیش از سه ماه وقفه‌ی معاملاتی نداشته باشد.
- همچنین، روش مورد استفاده جمع‌آوری داده‌ها، روش اسناد کاوی و کتابخانه‌ای است و برای جمع‌آوری داده‌های مورد نیاز از اطلاعات صورت‌های مالی و یادداشت‌های همراه استفاده شده است. بدین منظور از نرم افزار ره‌آورد نوین و همچنین از طریق اینترنتی (سایت کدال وابسته به شرکت بورس اوراق بهادار تهران) استفاده شده است. همچنین برای انجام محاسبات لازم و تجزیه و تحلیل نهایی فرضیه‌های پژوهش از اکسل و نرم افزار Eviews9 استفاده شده است.

مدل پژوهش و تعریف عملیاتی متغیرهای پژوهش

به استناد پژوهش (ماگراکس و تزیلیس، ۲۰۲۰)، برای آزمون فرضیه‌ی اول و دوم پژوهش از مدل رگرسیونی چندگانه مبتنی بر داده‌های ترکیبی به شرح مدل شماره (۱) استفاده می‌شود:

$$\text{Cash}_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{P.Strategy}_{i,t} + \beta_2 \text{D.Strategy}_{i,t} + \beta_3 \text{LEV}_{i,t} + \beta_4 \text{NWC}_{i,t} + \beta_5 \text{SIZE}_{i,t} + \beta_6 \text{MTB}_{i,t} + \beta_7 \text{Dividend}_{i,t} + \beta_8 \text{Loss}_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1) \text{ مدل}$$

که در مدل فوق داریم:

Cash_{i,t}: وجه نقد شرکت i در سال t؛ P.Strategy_{i,t}: استراتژی تهاجمی شرکت i در سال t؛ D.Strategy_{i,t}: استراتژی تدافعی شرکت i در سال t؛ LEV_{i,t}: اهرم مالی شرکت i در سال t؛ NWC_{i,t}: خالص سرمایه در گردش به دارایی‌های شرکت i در سال t؛ SIZE_{i,t}: اندازه شرکت i در سال t؛ MTB_{i,t}: ارزش بازار به ارزش دفتری دارایی‌های شرکت i در سال t؛ Dividend_{i,t}: سود تقسیمی شرکت i در سال t؛ Loss_{i,t}: زیان شرکت i در سال t؛ ε_{i,t}: باقیمانده رگرسیون. همچنین، به استناد پژوهش (ماگراکیس و تزلیپس، ۲۰۲۰)، برای آزمون فرضیه سوم و چهارم پژوهش از مدل رگرسیونی چندگانه مبتنی بر داده‌های ترکیبی به شرح مدل شماره (۲) استفاده می‌شود:

$$\text{مدل (۲)} \quad \text{Cash}_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{P.Strategy}_{i,t-1} + \beta_2 \text{D.Strategy}_{i,t-1} + \beta_3 \text{LEV}_{i,t} + \beta_4 \text{NWC}_{i,t} + \beta_5 \text{SIZE}_{i,t} + \beta_6 \text{MTB}_{i,t} + \beta_7 \text{Dividend}_{i,t} + \beta_8 \text{Loss}_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

که در مدل فوق داریم:

P.Strategy_{i,t-1}: استراتژی تهاجمی شرکت i در سال t-1؛ D.Strategy_{i,t-1}: استراتژی تدافعی شرکت i در سال t-

متغیرهای وابسته

نگهداشت وجه نقد

به استناد پژوهش‌های (ماگراکیس و تزلیپس، ۲۰۲۰)، از نسبت وجه نقد و معادل وجه نقد بر کل دارایی‌ها به دست می‌آید.

سرعت تعدیل نگهداشت وجه نقد

به استناد پژوهش‌های (ماگراکیس و تزلیپس، ۲۰۲۰)، (اورلوا و رانو، ۲۰۱۸) و (محمدی ملقرنی و خدابنده لو، ۲۰۱۹)، سرعت تعدیل نگهداشت وجه نقد به شرح رابطه‌ی شماره (۱) و (۲)، محاسبه می‌گردد. ابتدا باید سطح بهینه نگهداشت وجه نقد برآورد شود؛ بدین منظور از رابطه‌ی شماره (۱) استفاده خواهد شد که مزایا و مخارج نگهداشت وجه نقد را مدنظر قرار می‌دهد:

$$\text{Cash}_{i,t} = \beta_0 \text{Size}_{i,t-1} + \beta_1 \text{TobinQ}_{i,t-1} + \beta_2 \text{Industry CF risk}_{i,t-1} + \beta_3 \text{CFO}_{i,t-1} + \beta_4 \text{WC}_{i,t-1} + \beta_5 \text{CAPEX}_{i,t-1} + \beta_6 \text{Lev}_{i,t-1} + \beta_7 \text{R\&D}_{i,t-1} + \beta_8 \text{Dividend}_{i,t-1} + \beta_9 \text{Age}_{i,t-1} + \text{Industry Dummies} + \varepsilon_{i,t} \quad (۱)$$

که در رابطه‌ی فوق داریم:

Cash_{i,t}: وجه نقد و معادل نقد که توسط جمع کل دارایی‌ها در سال گذشته مقیاس زدائی گردیده است؛ Size_{i,t-1}: لگاریتم طبیعی جمع کل دارایی‌های شرکت i در سال t-1؛ TobinQ_{i,t-1}: ارزش دفتری دارایی‌ها منهای ارزش حقوق صاحبان سهام به علاوه ارزش بازار حقوق صاحبان سهام که توسط مجموع دارایی‌ها مقیاس زدائی شده است؛ Industry CF risk_{i,t-1}: میانگین انحراف معیار جریان‌های نقدی شرکت‌های موجود در یک صنعت در طی ده سال اخیر که توسط مجموع دارایی‌ها مقیاس زدائی شده است؛ CFO_{i,t-1}: سود عملیاتی قبل از کسر بهره، مالیات و استهلاک، منهای بهره، مالیات و سود تقسیمی سهام عادی که توسط جمع کل دارایی‌ها در سال گذشته مقیاس زدائی شده است؛ WC_{i,t-1}: سرمایه در گردش خالص پس از کسر نقد و معادل نقد که توسط جمع کل دارایی‌ها در سال گذشته مقیاس زدائی شده است؛ CAPEX_{i,t-1}: مخارج سرمایه‌ای شرکت i در سال t-1؛ Lev_{i,t-1}: نسبت بدهی کل به دارایی کل شرکت i در سال t-1؛ R&D_{i,t-1}: نسبت هزینه‌های تحقیق و توسعه تقسیم بر درآمد فروش شرکت i در سال t-1؛ Dividend_{i,t-1}: متغیر

مجازی است که برای شرکت‌هایی که سودنقدی پرداخت می‌کنند؛ عدد یک و برای سایر شرکت‌ها برابر با صفر خواهد بود؛ $Age_{i,t-1}$: عمر شرکت i در سال $t-1$.

$$Cashi,t - Cashi,t-1 = (\lambda_0) + (\lambda_1) (Cash_{i,t} - Cashi,t-1) + (\lambda_n) Controls + \epsilon_{i,t} \quad (2)$$

که در رابطه‌ی فوق داریم:

تعدیلات نگهداشت وجه نقد $(Cash_{i,t} - Cash_{i,t-1})$: $Cash_{i,t}$: نسبت موجودی نقد واقعی به ارزش دفتری دارایی‌های شرکت i در سال t ; $Cash_{i,t-1}$: نسبت موجودی نقد واقعی به ارزش دفتری دارایی‌های شرکت i در سال $t-1$ ؛ میزان انحراف از سطح وجه نقد بهینه $(Cash_{i,t} - Cash_{i,t-1})$: $Cash_{i,t}^*$: موجودی نقدی بهینه (هدف) شرکت i در سال t ; $\epsilon_{i,t}$: جزء اخلاص (خطا) در مدل؛ λ_1 : ضریب انحراف نگه‌داشت وجه نقد واقعی از سطح بهینه، برابر با میانگین سرعت تعدیلات ذخایر نقدی نسبت به سطح بهینه می‌باشد، که نشان‌دهنده‌ی میزان سرعتی می‌باشد که موجودی نقد جاری شرکت با این نرخ به سمت سطح بهینه در حال حرکت است.

متغیر مستقل

استراتژی تجاری

به استناد پژوهش‌های (ماگراکیس و تزلییس، ۲۰۲۰)، (بنتلی و همکاران، ۲۰۱۳)، در این پژوهش جهت اندازه‌گیری استراتژی تجاری از پنج معیار استفاده می‌شود که عبارتند از: رشد فروش، نسبت هزینه‌های اداری و فروش، شدت سرمایه، تعداد کارکنان به فروش و انحراف معیار تعداد کارکنان.

در مرحله‌ی نخست، میزان رشد فروش هر شرکت نمونه نسبت به سال قبل محاسبه می‌شود. سپس شرکت‌ها با توجه به نسبت محاسبه شده، از بزرگ به کوچک مرتب می‌شوند و با توجه به پنج‌ک‌های آماری، به هر یک از شرکت‌ها نمره ۱ تا ۵ تعلق می‌گیرد. نمره‌ی ۵ را شرکتی دریافت می‌کند که بیشترین نسبت را داشته باشد. در مرحله‌ی دوم، نسبت هزینه‌های اداری و فروش به مبلغ فروش هر شرکت نمونه محاسبه می‌شود. ادامه‌ی روند این مرحله مانند مرحله‌ی نخست (مرتب کردن، اختصاص دادن نمره‌ی ۱ تا ۵ و...) است. در مرحله‌ی سوم، شدت سرمایه از تقسیم دارایی‌های ثابت به کل دارایی‌های هر شرکت نمونه محاسبه می‌شود. ادامه‌ی روند و توضیحات این مرحله نیز مانند دو مرحله‌ی پیش است. در مرحله‌ی چهارم، نسبت تعداد کارکنان به فروش هر شرکت محاسبه می‌شود و ادامه‌ی روند مانند مراحل پیشین. در مرحله‌ی پنجم، انحراف معیار تعداد کارکنان در هر شرکت نمونه محاسبه می‌شود و ادامه‌ی روند مانند مراحل قبل. در مرحله‌ی پایانی، جمع امتیاز هر شرکت محاسبه می‌شود. دامنه‌ی امتیازات ترکیبی مجموع پنج نسبت هر شرکت طی یک سال بین ۵ تا ۲۵ خواهد شد. شرکت‌هایی که مجموع امتیازشان در بازه ۵ تا ۱۵ باشد به عنوان شرکت‌های تدافعی و شرکت‌هایی که مجموع امتیازشان در بازه ۱۵ تا ۲۵ باشد به عنوان شرکت‌های تهاجمی تعیین می‌گردند.

متغیرهای کنترلی

- ۱- اهرم مالی (LEV): نسبت کل بدهی‌ها به ارزش دفتری کل دارایی‌ها.
- ۲- خالص سرمایه در گردش به دارایی‌ها (NWC): دارایی‌های جاری منهای وجه نقد و معادل وجه نقد منهای بدهی‌های جاری به کل دارایی‌ها.
- ۳- اندازه شرکت (SIZE): لگاریتم طبیعی جمع کل دارایی‌ها.
- ۴- ارزش بازار به ارزش دفتری (MTB): نسبت ارزش بازار دارایی‌ها به ارزش دفتری کل دارایی‌ها.

- ۵- سود تقسیمی (Dividend): متغیر مجازی است که اگر شرکت سود به سهامدارن پرداخت کرده باشد عدد یک و در غیر این صورت صفر تعلق می‌گیرد.
- ۶- زیان (Loss): اگر شرکت مورد بررسی زیان ده باشد این متغیر برابر است با یک، در غیر این صورت صفر می‌باشد.

یافته‌های پژوهش

آمار توصیفی

جدول ۱ بیانگر مقدار پارامترهای توصیفی برای هر متغیر به صورت مجزا می‌باشد.

جدول ۱. آمار توصیفی متغیرهای پژوهش.

نام متغیر	میانگین	میانه	ماکزیمم	مینیمم	انحراف معیار	چولگی
نگهداشت وجه نقد	۰/۰۳۶	۰/۰۲۱	۰/۴۷۰	۰	۰/۰۴۳	۳/۲۲۳
سرعت تعدیل نگهداشت وجه نقد	-۰/۰۰۰۸	-۰/۰۱۹	۰/۶۹۰	-۰/۱۵۳	۰/۰۸۰	۲/۸۰۳
استراتژی تدافعی	۰/۷۸۵	۱	۱	۰	۰/۴۱۰	-۱/۳۹۲
استراتژی تهاجمی	۰/۲۱۴	۰	۱	۰	۰/۴۱۰	۱/۳۹۲
اهرم مالی	۰/۶۱۸	۰/۵۹۵	۲/۶۳۳	۰/۰۱۳	۰/۳۲۲	۲/۴۲۰
خالص سرمایه در گردش به دارایی‌ها	۰/۰۴۹	۰/۰۸۴	۰/۸۱۹	-۱/۹۰۶	۰/۳۱۱	-۲/۱۱۴
اندازه شرکت	۱۴/۴۸۰	۱۴/۳۰۰	۱۹/۷۷۱	۱۱/۰۷۰	۱/۵۶۱	۰/۸۴۱
ارزش بازار به ارزش دفتری	۲/۵۴۰	۲/۲۴۱	۷/۸۰۵	-۲/۹۷۱	۱/۵۷۸	۰/۵۰۳
سود تقسیمی	۰/۷۲۵	۱	۱	۰	۰/۴۴۶	-۱/۰۰۷
زیان	۰/۱۷۱	۰	۱	۰	۰/۳۷۷	۱/۷۴۳

همان‌طور که در جدول ۱ مشاهده می‌شود میانگین نگهداشت وجه نقد برابر با ۰/۰۳۶ است که نشان می‌دهد بیشتر داده‌های مربوط به این متغیر در حول این نقطه تمرکز یافته‌اند. میانه متغیر اندازه شرکت برابر با ۱۴/۳۰ است که نشان می‌دهد نیمی از داده‌های این متغیر کمتر از این مقدار و نیمی دیگر بیشتر از این مقدار است. در طی قلمرو زمانی پژوهش بیشترین مقدار متغیر سرعت تعدیل نگهداشت وجه نقد برابر با ۰/۶۹ بوده و کمترین مقدار این متغیر برابر با -۰/۱۵۳ است. شاخص‌های پراکندگی به طور کلی معیاری برای تعیین میزان پراکندگی داده‌ها از یکدیگر یا میزان پراکندگی آنها نسبت به میانگین است. از جمله مهم‌ترین شاخص‌های پراکندگی که شرط مطلوب برای وارد کردن متغیر به مدل رگرسیونی است، انحراف معیار است. همان‌طور نیز که قابل مشاهده است، انحراف معیار متغیرها صفر نبوده و حائز این شرط می‌باشند. در جامعه‌ی آماری مورد بررسی بیشترین و کمترین مقدار این پارامتر برابر ۱/۵۷۸ و ۰/۰۴۳ است که به ترتیب مربوط به متغیرهای ارزش بازار به ارزش دفتری و نگهداشت وجه نقد است.

آزمون ناهمسانی واریانس باقی‌مانده‌ها

یکی از فروض رگرسیون خطی به روش حداقل مربعات معمولی^۱ (OLS) این است که تمامی جملات پسماند دارای واریانس برابر هستند، برای بررسی فرض ناهمسانی واریانس در این پژوهش، از آزمون وایت استفاده شده که نتایج آن در جدول ۲ ارائه شده است.

^۱ Ordinary Least Squares (OLS)

جدول ۲. نتایج آزمون ناهمسانی واریانس باقی‌مانده‌ها.

روش تخمین	نتیجه	سطح معناداری	آماره آزمون	مدل	فرضیه H ₀
OLS	H ₀ رد نمی‌شود	۰/۰۷۳۶	۱/۴۲۱	اول	همسانی واریانس
GLS	H ₀ رد می‌شود	۰/۰۰۰۰	۳/۰۹۳	دوم	

نتایج مندرج در جدول ۲ نشان می‌دهد که سطح معناداری محاسبه شده در آزمون وایت برای مدل‌های اول و دوم پژوهش بیشتر از سطح خطای ۵ درصد می‌باشد. از این رو H₀ این آزمون مبنی بر همسان بودن واریانس‌ها رد نمی‌شود که نشان می‌دهد همسانی واریانس وجود دارد و روش تخمین مدل‌های مورد بررسی به صورت رگرسیون حداقل مربعات معمولی (OLS) می‌باشد. همچنین سطح معناداری محاسبه شده در آزمون وایت برای مدل‌های سوم و چهارم پژوهش کمتر از سطح خطای ۵ درصد است. از این رو H₀ این آزمون مبنی بر همسان بودن واریانس‌ها رد می‌شود که نشان می‌دهد همسانی واریانس وجود ندارد و روش تخمین مدل‌های مورد بررسی به صورت رگرسیون حداقل مربعات تعمیم یافته^۱ (GLS) می‌باشد.

آزمون تشخیص روش تخمین مدل

در این پژوهش از داده‌های ترکیبی و برای تعیین نوع داده‌های ترکیبی از آزمون F لیمر و هاسمن استفاده شده است، که نتایج آن در جدول ۳ برای مدل‌های پژوهش نشان داده شده است، برای تخمین این مدل‌ها، روش به‌کارگیری داده‌ها تلفیقی یا تابلویی است. مقدار سطح معناداری مربوط به این آماره برای مدل‌های پژوهش کمتر از ۵ درصد است، در نتیجه و بر مبنای این نتایج فرض صفر آزمون مبنی بر تلفیقی بودن داده‌ها رد می‌شود و داده‌های مدل‌های پژوهش به صورت تابلویی تخمین زده می‌شود. همچنین، با توجه به آزمون F لیمر لازم است آزمون هاسمن برای تعیین نوع داده‌های تابلویی (اثرات ثابت یا تصادفی) انجام گیرد. مقدار سطح معناداری مربوط به این آماره برای مدل‌های اول و دوم پژوهش بیشتر از ۵ درصد است، در نتیجه و بر مبنای این نتایج، داده‌های مدل‌های پژوهش به صورت تصادفی تخمین زده می‌شود. همچنین مقدار سطح معناداری مربوط به این آماره برای مدل‌های سوم و چهارم پژوهش کمتر از ۵ درصد است، در نتیجه و بر مبنای این نتایج، داده‌های مدل‌های پژوهش به صورت ثابت تخمین زده می‌شود.

جدول ۳. نتایج آزمون تعیین نوع داده‌های ترکیبی.

آزمون هاسمن			آزمون F لیمر		
نتیجه	سطح معناداری	آماره	نتیجه	سطح معناداری	آماره
اثرات تصادفی	۰/۱۳۰۳	۱۱/۱۹	روش تابلویی	۰/۰۰۰۰	۳/۶۸۹
اثرات ثابت	۰/۰۰۲۷	۲۱/۸۲	روش تابلویی	۰/۰۰۰۰	۳/۹۶۵

نتایج آزمون مدل‌های پژوهش

همان‌طور که در جدول ۴ و ۵، مشاهده می‌شود؛ مقدار سطح معناداری آماره F در هر دو مدل برابر با ۰/۰۰۰۰ است. و با توجه به اینکه مقدار آن کمتر از ۰/۰۵ است، بنابراین فرض صفر در سطح اطمینان ۹۵ درصد رد می‌شود، یعنی مدل‌های معنی‌داری وجود دارد؛ به عبارتی مدل‌های مورد بررسی دارای اعتبار هستند. ضریب تعیین تعدیل شده نیز برای مدل‌های اول و دوم پژوهش به ترتیب ۶۳٪ و ۶۵٪ می‌باشد. این ضریب بیان‌گر آن است که متغیرهای مستقل و کنترلی،

¹ Generalized Least Squares (GLS)

توانایی توجیه بیش از ۶۳٪ و ۶۵٪ از تغییرات سطوح متغیر وابسته را مدل های پژوهش دارا می‌باشند. همچنین، سطح معنی‌داری آماره دوربین واتسون برای مدل اول ۲/۰۵ و برای مدل دوم ۲/۱۳ می‌باشد که این حاکی از عدم وجود خودهمبستگی بین باقی‌مانده‌های مدل است.

جدول ۴. نتایج آزمون مدل اول پژوهش.

نام متغیر	ضریب بتا	سطح معناداری	آماره t	انحراف استاندارد
عرض از مبدا	۰/۰۷۲	۰/۰۰۰۰	۵/۰۲۳	۰/۰۱۴۵
استراتژی تهاجمی	۰/۰۰۰۹	۰/۰۳۹۶	۲/۹۵۵	۰/۰۰۰۵
استراتژی تدافعی	-۰/۰۰۱۲	۰/۰۴۲۱	-۳/۱۰۲	۰/۰۰۲۲
اهرم مالی	-۰/۰۲۲	۰/۰۰۰۰	-۴/۱۴۶	۰/۰۰۵۳
خالص سرمایه در گردش به دارایی‌ها	-۰/۰۲۷	۰/۰۰۰۰	-۵/۳۵۶	۰/۰۰۵۱
اندازه شرکت	-۰/۰۰۱	۰/۰۷۸۲	-۱/۷۶۴	۰/۰۰۰۹
ارزش بازار به ارزش دفتری	۰/۰۰۱۵	۰/۰۰۰۰	۴/۵۷۳	۰/۰۰۰۳
سود تقسیمی	-۰/۰۰۱	۰/۳۲۵۳	-۰/۹۸۴	۰/۰۰۱۸
زیان	-۰/۰۰۳	۰/۰۴۵۷	-۲/۰۰۱	۰/۰۰۱۶
آماره F	۹/۲۲۵	آزمون دوربین واتسون	۲/۰۵	
احتمال آماره F	۰/۰۰۰۰	ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۶۳	

همان طور که در جدول ۴ مشاهده می‌شود، مقدار احتمال محاسبه شده برای متغیر استراتژی تهاجمی برابر با ۰/۰۳۹۶ می‌باشد که نشان می‌دهد رابطه‌ی این متغیرها در سطح اطمینان ۹۵ درصد به صورت معنادار است، همچنین ضریب برآورد شده متغیر ذکر شده برابر با ۰/۰۰۰۹ است که نشان می‌دهد رابطه‌ی مورد بررسی به صورت مثبت و مستقیم می‌باشد. بنابراین با توجه به سطح معناداری و ضریب برآورد شده‌ی متغیر استراتژی تهاجمی، می‌توان رابطه‌ی بین شرکت‌های با استراتژی تهاجمی و نگهداشت وجه نقد را تأیید کرد. براساس این نتایج، فرضیه‌ی اول پژوهش تأیید می‌شود. همچنین مشاهده می‌شود، مقدار احتمال محاسبه شده برای متغیر استراتژی تدافعی برابر با ۰/۰۴۲۱ می‌باشد که نشان می‌دهد رابطه‌ی این متغیرها در سطح اطمینان ۹۵ درصد به صورت معنادار می‌باشد، همچنین ضریب برآورد شده متغیر ذکر شده برابر با -۰/۰۰۱۲ است که نشان می‌دهد رابطه‌ی مورد بررسی به صورت منفی و معکوس می‌باشد. بنابراین با توجه به سطح معناداری و ضریب برآورد شده‌ی متغیر استراتژی تدافعی، می‌توان رابطه‌ی بین شرکت‌های با استراتژی تدافعی و نگهداشت وجه نقد را تأیید کرد. براساس این نتایج، فرضیه‌ی دوم پژوهش نیز تأیید می‌شود.

جدول ۵. نتایج آزمون مدل دوم پژوهش.

نام متغیر	ضریب بتا	سطح معناداری	آماره t	انحراف استاندارد
عرض از مبدا	۰/۰۲۳	۰/۵۳۲۵	-۰/۶۲۴	۰/۰۳۷۹
استراتژی تهاجمی	-۰/۰۰۱۷	۰/۰۲۸۳	-۲/۰۶۲	۰/۰۰۱۶
استراتژی تدافعی	۰/۰۰۳۵	۰/۰۴۴۲	۱/۸۱۸	۰/۰۰۲۲
اهرم مالی	-۰/۰۲۵۳	۰/۰۰۳۸	-۲/۹۰۷	۰/۰۰۸۷
خالص سرمایه در گردش به دارایی‌ها	-۰/۰۰۷	۰/۳۱۵۹	-۱/۰۰۳۷	۰/۰۰۷۴
اندازه شرکت	۰/۰۰۳	۰/۱۸۶۴	۱/۳۲۲	۰/۰۰۲۵
ارزش بازار به ارزش دفتری	-۰/۰۰۱۹	۰/۰۰۴۸	-۲/۸۲۹	۰/۰۰۰۷

نام متغیر	ضریب بتا	سطح معناداری	آماره t	انحراف استاندارد
سود تقسیمی	-۰/۰۰۵	۰/۰۸۷۳	-۱/۷۱۲	۰/۰۰۳۴
زیان	۰/۰۰۲	۰/۳۰۶۶	۱/۰۲۳	۰/۰۰۲۵
آماره F	۱۰/۱۴۵	آزمون دوربین واتسون	۲/۱۳	
احتمال آماره F	۰/۰۰۰۰	ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۶۵	

همچنین نتایج جدول ۵ بیان می‌کند مقدار احتمال محاسبه شده برای متغیر استراتژی تهاجمی ۰/۰۲۸۳ می‌باشد که این نشان از رابطه‌ی این متغیرها در سطح اطمینان ۹۵ درصد به صورت معنادار می‌باشد. از طرفی، ضریب برآورد شده برابر با ۰/۰۰۱۷- است که نشان می‌دهد رابطه‌ی مورد بررسی به صورت منفی و معکوس می‌باشد؛ بنابراین با توجه به سطح معناداری و ضریب برآورد شده‌ی متغیر استراتژی تهاجمی، می‌توان رابطه‌ی بین شرکت‌های با استراتژی تهاجمی و سرعت تعدیل نگهداشت وجه نقد را تأیید کرد. بر این اساس، فرضیه‌ی سوم پژوهش تأیید می‌شود. همچنین در جدول ۵ مشاهده می‌شود، مقدار احتمال محاسبه شده برای متغیر استراتژی تدافعی ۰/۰۴۴۲ می‌باشد که نشان می‌دهد رابطه‌ی این متغیرها در سطح اطمینان ۹۵ درصد به صورت معنادار می‌باشد، همچنین ضریب برآورد شده متغیر ذکر شده برابر با ۰/۰۰۳۵ است که نشان می‌دهد رابطه‌ی مورد بررسی به صورت مثبت و مستقیم می‌باشد. با توجه به سطح معناداری و ضریب برآورد شده‌ی متغیر استراتژی تدافعی، می‌توان رابطه‌ی بین شرکت‌های با استراتژی تدافعی و سرعت تعدیل نگهداشت وجه نقد را تأیید کرد. در نتیجه، در سطح اطمینان ۹۵٪ فرضیه‌ی چهارم پژوهش تأیید می‌گردد.

بحث و نتیجه‌گیری

نتایج حاصل از فرضیه‌ی اول پژوهش نشان داد که بین شرکت‌های با استراتژی تهاجمی و نگهداشت وجه نقد رابطه‌ی معناداری وجود دارد و این رابطه به صورت مثبت و معنادار می‌باشد. بدین معنا که شرکت‌های با استراتژی تهاجمی وجه نقد بیشتری نگهداری می‌کنند. شرکت‌های با استراتژی تهاجمی بیشتر بر روی رشد و نوآوری تمرکز داشته، به شدت دنبال فرصت‌های جدید بوده، و این استراتژی برای به دست آوردن سهم بیشتر از بازار به کار برده می‌شود. شرکت‌های پیرو استراتژی تهاجمی، سرمایه‌گذاری سنگین‌تری در تحقیق و توسعه انجام می‌دهند، زیرا اهداف استراتژیک آنان متمرکز بر کشف و بهره‌برداری از تغییرات جدید و مستمر فرصت‌های بازار سرمایه است، لذا به منابع مالی بیشتری نیاز دارند. نتایج فرضیه‌ی حاضر مطابق با پژوهش‌های (ماگراکیس و تزلیپس، ۲۰۲۰)، (هیگینز و همکاران، ۲۰۱۵)^۱ و (بنتلی و همکاران، ۲۰۱۳) می‌باشد. با توجه به نتایج، استراتژی‌های تهاجمی به علت تمرکزشان بر کشف و بهره‌برداری از فرصت‌های جدید بازار محصول، در مقایسه با شرکت‌های پیرو استراتژی تدافعی، گزینه‌های رشد بیشتری دارند. بنابراین به سرمایه‌گذاران پیشنهاد می‌شود، در صورتی که به دنبال رشد و نوآوری هستند، می‌توانند در شرکت‌هایی با استراتژی تهاجمی سرمایه‌گذاری کنند.

فرضیه‌ی دوم پژوهش نیز نشان داد که بین شرکت‌های با استراتژی تدافعی و نگهداشت وجه نقد رابطه‌ی منفی و معناداری وجود دارد. به عبارتی، شرکت‌هایی با استراتژی تدافعی، وجه نقد کمتری نگهداری می‌کنند. استراتژی‌های تدافعی تلاش می‌کنند تا جایگاهی مطمئن در حوزه‌های با ثبات خدمت یا کالا پیدا کنند و آن را حفظ نمایند. همچنین طیف نسبتاً محدودی از کالاها یا خدمات را در مقایسه با رقبا عرضه می‌کنند و معمولاً در صنعت خود و در توسعه و طراحی محصولات جدید تکنولوژیکی پیش قدم نمی‌شوند و تغییراتی را که مستقیماً با حوزه‌ی کاری آنها مربوط می‌شود نادیده می‌گیرند، لذا به منابع نقدی کمتری نیاز دارند. نتایج این فرضیه مطابق با پژوهش‌های (ماگراکیس و تزلیپس، ۲۰۲۰)، (هیگینز و همکاران، ۲۰۱۵) و (بنتلی و همکاران، ۲۰۱۳) می‌باشد. با توجه به نتایج حاصل از فرضیه‌ی دوم،

¹ Higgins

مدیران شرکت‌های پیرو استراتژی تدافعی، گرایش در به‌کارگیری ساختار پاداش‌های نقدی دارند؛ و این امکان وجود دارد که مدیران چنین شرکت‌هایی پروژه‌های سودآور کوتاه‌مدت را در اولویت قرار دهند و به صورت بالقوه این موجب سرمایه‌گذاری کمتر از حد در پروژه‌های بلندمدت شود تا بتوانند سطح بالایی از پاداش جاری را پوشش دهند. در نتیجه به سرمایه‌گذارانی که به دنبال پروژه‌های سودآور بلندمدت هستند، توصیه می‌شود در سرمایه‌گذاری در شرکت‌های با استراتژی تدافعی احتیاط لازم را به عمل آورند.

همچنین، فرضیه‌ی سوم پژوهش نشان داد که بین استراتژی تهاجمی و سرعت تعدیل نگهداشت وجه نقد رابطه‌ی منفی و معناداری وجود دارد. بدین معنا که شرکت‌های با استراتژی تهاجمی، انحراف بیشتری از سطح وجه نقد بهینه دارند. شرکت‌های با استراتژی تهاجمی، اغلب شرکت‌های نوآورانه‌ای هستند که به دنبال محصولات جدید و استثمار فرصت‌های بازار هستند. آنها بخش عظیمی از بودجه خود را به تحقیق و توسعه و بازاریابی اختصاص می‌دهند، علاوه بر این، آنها دامنه محصولات گسترده‌ای داشته، و تمایل دارند سریعاً ترکیب محصولات خود را تغییر دهند تا بتوانند در بازار مربوطه، اولین قدرت را داشته باشند. این مهم نیاز به سرمایه‌گذاری در فناوری‌های جدید و چندگانه جهت تأمین مالی طراحی محصولات نو و کشف بازارهای جدید محصولات دارد. لذا این نیاز بیشتر به پول نقد استراتژی‌های تهاجمی، منجر به انحراف بالاتر از سطح بهینه ذخایر نقدی شرکت می‌شود. بنابراین سرعت تعدیل نگهداشت وجه نقد برای استراتژی‌های تهاجمی کمتر است و زمان بیشتری لازم است تا ذخایر نقدی خود را با سطح بهینه وجه نقد تنظیم کنند. نتایج این فرضیه با یافته‌های پژوهش (ماگراکیس و تزلییس، ۲۰۲۰) هم‌راستا است.

نتایج حاصل از فرضیه‌ی چهارم پژوهش نیز نشان داد که بین استراتژی تدافعی و سرعت تعدیل نگهداشت وجه نقد رابطه‌ی مثبت و معناداری وجود دارد. به‌عبارتی، شرکت‌های با استراتژی تدافعی، انحراف کمتری از سطح وجه نقد بهینه دارند. تدافعی‌ها بر کارایی در تولید و توزیع کالا و خدمات تأکید می‌کنند و ترکیب محدودی از کالاها یا خدمات را نگه می‌دارند به سخنی دیگر تمرکز خود را بر کسب مزیت رقابتی در بازار مورد نظرشان محدود می‌گذارند. شرکت‌های پیرو استراتژی تدافعی ممکن است چندین محصول تولید کنند، اما به احتمال زیاد محصولات آنها مرتبط است. این گونه شرکت‌ها به منظور حداکثرسازی کارایی تولید، بر تقویت قابلیت‌های فنی و اجرایی فناوری انتخاب شده تمرکز می‌کنند. حفظ قدرت چنین شرکت‌هایی، صرفاً به دلیل بهبود مستمر آنها در کارایی فناوری مورد استفاده نیست، بلکه به دلیل توانایی آنها در عدم ورود به سرمایه‌گذاری‌های غیرمرتبط است. چنین استراتژی‌هایی معمولاً به سرمایه‌گذاری کمتری نیاز دارند و ذخایر نقدی کمتری نگهداری می‌کنند. لذا نیاز کمتر به وجه نقد، منجر به انحراف پایین‌تر از سطح بهینه ذخایر نقدی می‌گردد. بنابراین تدافعی‌ها با سرعت بیشتری وجه نقد نگهداری شده را تعدیل می‌کنند. نتایج این فرضیه مطابق با یافته‌های (ماگراکیس و تزلییس، ۲۰۲۰) و (چن و همکاران، ۲۰۱۶) می‌باشد.

با توجه به نتایج فرضیه‌های سوم و چهارم پژوهش، پیشنهاد می‌شود تا مدیران با بررسی روند عوامل تأثیرگذار بر وجه نقد بهینه درصد دست‌یابی به سطحی بهینه از وجه نقد برآیند تا از هزینه‌های ناشی از وجود مازاد و یا کمبود وجه نقد جلوگیری شود. همچنین مدیران می‌توانند با کنترل عوامل موثر بر سرعت تعدیل نگهداشت وجه نقد، سرعت حرکت به سمت وجه نقد بهینه را بهبود بخشند. همچنین به مدیران شرکت‌ها پیشنهاد می‌شود، برای اینکه بتوانند تعدیلات لازم را برای رساندن موجودی وجه نقد، به سطح بهینه با سرعت تعدیل مورد نظر شرکت انجام دهند، می‌توانند از روش‌های مختلفی استفاده کنند که به موقعیت فعلی موجودی نقد شرکت بستگی دارد؛ برای مثال، هنگامی که موجودی نقدی شرکت بیش از سطح مطلوب شرکت باشد، می‌توانند از روش‌هایی مانند افزایش در پرداخت سود سهام، پاداش‌های مدیران، هزینه‌های پژوهش و توسعه، هزینه تبلیغات و یا پرداخت بدهی‌ها زودتر از موعد سررسید استفاده کنند. از سوی دیگر، در حالتی که ذخایر نقدی از سطح مطلوب کمتر باشد، شرکت‌ها می‌توانند از روش‌های بالا در جهت معکوس و یا صدور سهام جدید و فروش بخش‌های فرعی خود استفاده کنند.

پیشنهاد‌های برای پژوهش‌های آتی

با توجه به نتایج تحقیق حاضر، پژوهش‌های زیر جهت تکمیل و توسعه نتایج به پژوهشگران پیشنهاد می‌گردد:

- ۱- بررسی تأثیر استراتژی تهاجمی بر ارزش بازاری دارایی‌های نقدی.
- ۲- بررسی تأثیر استراتژی تدافعی بر ارزش بازاری دارایی‌های نقدی.
- ۳- بررسی تأثیر استراتژی تحلیل‌گر بر سیاست‌های نقدی شرکت.
- ۴- بررسی تأثیر استراتژی منفعل بر سیاست‌های نقدی شرکت.
- ۵- بررسی تأثیر توانایی مدیریت بر رابطه‌ی بین استراتژی تهاجمی و سیاست‌های نقدی شرکت.
- ۶- بررسی تأثیر توانایی مدیریت بر رابطه‌ی بین استراتژی تدافعی و سیاست‌های نقدی شرکت.
- ۷- بررسی تأثیر استراتژی تهاجمی بر نوع گزارش حسابرسی صادر شده.
- ۸- بررسی تأثیر استراتژی تدافعی بر نوع گزارش حسابرسی صادر شده.

محدودیت‌های پژوهش

- ۱- با توجه به این‌که داده‌های استخراج‌شده از صورت‌های مالی شرکت‌ها، از بابت تورم تعدیل نگردیده است. در صورت تعدیل اطلاعات مذکور، ممکن است نتایج متفاوتی از نتایج فعلی حاصل شود.
- ۲- با توجه به این‌که وجود عوامل کلان اقتصادی همچون نرخ تورم، نرخ بهره و بی‌ثباتی اقتصادی کشور که بر سرمایه‌گذاری‌ها و معامله در بورس اثرگذار بوده و روابط بین متغیرها را تحت تأثیر قرار می‌دهد، ممکن است نتایج متفاوتی از نتایج فعلی حاصل شود.
- ۳- نتایج پژوهش حاضر با استفاده از داده‌های شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران بوده، لذا در تعمیم نتایج حاصل از پژوهش به سایر شرکت‌ها باید احتیاط لازم به عمل آید.
- ۴- با توجه به اینکه قلمرو زمانی پژوهش، سال‌های ۱۳۹۴ تا ۱۳۹۸ بوده است، باید در تعمیم نتایج به دوره‌های قبل و بعد از آن، جنبه احتیاط رعایت گردد.

References

- Aghaei, M. A., Nezafat, A. R., Nazemi Ardakani, M., & Javan, A. A. (2009). The Effective Factors in Cash Holdings Corporations in Listed Companies on Tehran Stock Exchange. *Journal of Financial Accounting Research*, 1(1), 53-70. https://far.ui.ac.ir/article_16862_en.html
- Babae Sadaghianie, J., & Jabbarzadeh, S. (2017). The impact of cash holdings and debt financing of the sensitivity of investment to cash flow with an emphasis on financial constraints. *Journal of New Researches in Accounting and Auditing*, 1(2), 156-189. http://jnraa.khatam.ac.ir/article_51989_67e2ab367cdb24def3e5c118310d7255.pdf
- Bentley, K. A., Omer, T. C., & Sharp, N. Y. (2013). Business Strategy, Financial Reporting Irregularities, and Audit Effort. *Contemporary Accounting Research*, 30(2), 780-817. <https://doi.org/10.1111/j.1911-3846.2012.01174.x>
- Chen, Y., Eshleman, J. D., & Soileau, J. S. (2016). Business Strategy and Auditor Reporting. *AUDITING: A Journal of Practice & Theory*, 36(2), 63-86. <https://doi.org/10.2308/ajpt-51574>
- Faulkender, M., & Wang, R. (2006). Corporate Financial Policy and the Value of Cash. *The Journal of Finance*, 61(4), 1957-1990. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2006.00894.x>

- Habib, A., & Hasan, M. M. (2017). Business strategy ,overvalued equities, and stock price crash risk. *Research in International Business and Finance*, 39, 389-405. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2016.09.011>
- Hajiha, Z., & Ranjbar Navi, R. (2018). The Effect of Business Strategy and Overvalued Equities on Stock Price Crash Risk. *Journal of Financial Accounting Research*, 10(2), 45-64. <https://doi.org/10.22108/far.2018.106483.1142>
- Hambrick, D. C. (1983). Some Tests of the Effectiveness and Functional Attributes of Miles and Snow's Strategic Types. *Academy of Management Journal*, 26(1), 5-26. <https://doi.org/10.5465/256132>
- Higgins, D., Omer, T. C., & Phillips, J. D. (2015). The Influence of a Firm's Business Strategy on its Tax Aggressiveness. *Contemporary Accounting Research*, 32(2), 674-702. <https://doi.org/10.1111/1911-3846.12087>
- Hosseinpour, M., Jamshidi, M. J., Mohamadifar, Y., & Behvar, S. (2021). Investigating the effect of strategic innovation on innovative performance with the role of the moderator of the business environment (Case study: small and medium companies in Kermanshah). *Karafan Quarterly Scientific Journal*, 17(5), 177-194. <https://doi.org/10.48301/kssa.2021.128450>
- Hu, Y., Li, Y., & Zeng, J. (2019). Stock liquidity and corporate cash holdings. *Finance Research Letters*, 28, 416-422. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2018.06.018>
- Jensen, M. C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *The American economic review*, 76(2), 323-329. <https://www.jstor.org/stable/1818789>
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)
- Jiang, Z., & Lie, E. (2016). Cash holding adjustments and managerial entrenchment. *Journal of Corporate Finance*, 36, 190-205. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2015.12.008>
- Kamyabi, Y., Hasan Nataj Kordi, M., & Ebrahimi, J. (2020). The Effect of Growth Opportunities, Financial Constraints, and Financial Distress on Cash Holding Adjustment's Speed in Small and Medium Sized Companies. *Financial Accounting Knowledge*, 6(4), 99-131. <https://doi.org/10.30479/jfak.2020.9909.2372>
- Keyghobadi, A. (2019). The Effect of Earnings Quality on the Level of Cash Holdings with an Emphasis on the Moderating Role of Managers' Ability. *The Financial Accounting And Auditing Researches*, 11(43), 177-197. <https://www.sid.ir/en/Journal/ViewPaper.aspx?ID=690577>
- Lim, E. K., Chalmers, K., & Hanlon, D. (2018). The influence of business strategy on annual report readability. *Journal of Accounting and Public Policy*, 37(1), 65-81. <https://doi.org/10.1016/j.jaccpubpol.2018.01.003>
- Maetoofi, A., & Golchoubi, M. (2018). The Effect of Family Ownership on Speed of Adjustment of Cash Holding: Evidence from Tehran Stock Exchange. *Journal of Financial Accounting Research*, 9(4), 61-82. <https://doi.org/10.22108/far.2018.107551.1167>
- Magerakis, E., & Tzelepis, D. (2020). The impact of business strategy on corporate cash policy. *Journal of Applied Accounting Research*, 21(4), 677-699. <https://doi.org/10.1108/JAAR-05-2019-0077>
- Miles, R. E., Miles, R. C., & Snow, C. C. (1978). *Organizational Strategy, Structure, and Process*. McGraw-Hill. <https://books.google.com/books?id=Nx5HAAAMA AJ>

- Mohammadi, A., & Khodabandehlu, N. (2019). The effect of cash holding adjustments on managerial entrenchment. *Management Accounting*, 12(41), 185-196. https://jma.srbiau.ac.ir/article_14163.html?lang=en
- Mohammadpour, L., & Noori, A. (2020). The Impact of Abnormal Growth of Inventories on Expected Stock Returns for Listed Companies on the Tehran Stock Exchange. *Karafan Quarterly Scientific Journal*, 17(3), 221-236. <https://doi.org/10.48301/kssa.2020.124668>
- Moradi, M., & Sepahvandi, S. (2015). The Impact of Competitive Strategies on Stability of Financial Performance and Risk. *Journal of Financial Accounting Research*, 7(3), 75-90. https://far.ui.ac.ir/article_17053.html?lang=en
- Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13(2), 187-221. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(84\)90023-0](https://doi.org/10.1016/0304-405X(84)90023-0)
- Najafi, N., & Tootiyani Esehani, S. (2020). The Effect of Prospectors and Defenders Strategy on financial distress in Firms Enlisted in Tehran Stock Exchange. *Journal of Business Management*, 12(45), 335-351. https://bmj.ctb.iau.ir/article_673308.html?lang=en
- Navissi, F., Sridharan, V., Khedmati, M., Lim, E. K., & Evdokimov, E. (2016). Business Strategy, Over- (Under-) Investment, and Managerial Compensation. *Journal of Management Accounting Research*, 29(2), 63-86. <https://doi.org/10.2308/jmar-51537>
- Noravesh, I., Safari Gerayli, M., & Momeni Yanesari, A. (2018). Managerial Ownership, Cash Holdings and Firm Valuation. *Accounting and Auditing Research*, 10(39), 5-20. http://www.iaaaar.com/article_98813.html?lang=en
- Orlova, S. V., & Rao, R. P. (2018). Cash holdings speed of adjustment. *International Review of Economics & Finance*, 54, 1-14. <https://doi.org/10.1016/j.iref.2017.12.011>
- Razeghi, G., & Amirhosseini, Z. (2016). The Investigation of the Relationship between the Value of Cash Holding and EVA Performance Evaluation of Companies Listed in Tehran Stock Exchange. *Financial Management Strategy*, 4(1), 123-139. <https://doi.org/10.22051/jfm.2016.2378>
- Safari Gerayli, M., & Rezaei Pitenoei, Y. (2019). Business strategy and financial reporting readability. *Financial accounting*, 11(42), 130-150. <https://www.sid.ir/en/Journal/ViewPaper.aspx?ID=728673>
- Smith, D. J., Chen, J., & Anderson, H. D. (2012). The relationship between capital structure and product markets: evidence from New Zealand. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 38(1), 1-24. <https://doi.org/10.1007/s11156-010-0216-x>
- Tanani, M., & Mohebkah, M. (2014). The Relation of Business Strategy with Earnings Quality and Stock Return in Firms listed in TSE. *Empirical Research in Accounting*, 4(3), 105-127. <https://doi.org/10.22051/jera.2015.1886>