




## The Firm's Business Strategy, Cash Holdings, and Its Speed of Adjustment

- Abbas Aflatooni**  \* | Assistant Professor of Accounting, Bu-Ali Sina University, Hamadan, Iran
- Zahra Nikbakht**  | Assistant Professor of Accounting, Payame Noor University, Tehran, Iran
- Kefsan Mansouri**  | Ph.D. Student in Accounting, Bu-Ali Sina University, Hamadan, Iran

### Abstract


The existence of firms' excess cash causes resources to stagnate, and cash deficit causes loss of investment opportunities. Therefore, firms generally try to maintain an optimal level of cash holdings. In addition, firms attempt to quickly correct any deviations from the optimal level of cash holdings. The level of cash holdings and the speed of correcting the gap between the actual and the optimal level of cash holdings depend on several factors. The purpose of this study is to investigate the effect of the firm's business strategies (defenders and prospectors) on the level of cash holding and its speed of adjustment. In this regard, the data of 120 firms listed in the Tehran Stock Exchange (TSE) during 2013-2020 (960 firm-years) have been used. The static models are estimated using ordinary least squares (OLS) estimator and, the system generalized method of moments estimator (GMM) is used to estimate dynamic models. The results show that the prospectors have a smaller cash holdings ratio than defenders. Also, the prospectors have lower cash holdings' speed of adjustment than defenders. The results of supplementary tests that confirm the research's main findings are consistent with the predictions made in trade-off theory.


**Keywords:** Defensive Strategy, Prospective Strategy, Cash Holding, Adjustment Speed, Trade-Off Theory.


\* Corresponding Author: A.Aflatooni@basu.ac.ir

**How to Cite:** Aflatooni, A., Nikbakht, Z., Mansouri, K. (2022). The Firm's Business Strategy, Cash Holdings, and Its Speed of Adjustment, *Empirical Studies in Financial Accounting Quarterly*, 19(73), 57-84.

## راهبرد تجاری شرکت، نگهداشت وجه نقد و سرعت تعدیل آن

عباس افلاطونی \*  استادیار حسابداری، دانشگاه بوعلی سینا، همدان، ایران.

زهره نیکبخت  استادیار حسابداری، دانشگاه پیام نور، تهران، ایران.

کفسان منصوری  دانشجوی دکتری حسابداری، دانشگاه بوعلی سینا، همدان، ایران.

### چکیده

وجود مازاد وجه نقد در شرکت موجب راکد ماندن منابع می‌شود و کسری وجه نقد باعث از دست رفتن فرصت‌های سرمایه‌گذاری می‌گردد. به همین دلیل، شرکت‌ها عموماً سعی می‌کنند سطح بهینه‌ای از وجه نقد را نگهداری کنند. افزون بر آن، شرکت‌ها تلاش می‌کنند هرگونه انحراف نگهداشت وجه نقد از سطح بهینه آن را به‌سرعت، تصحیح کنند. سطح نگهداشت وجه نقد و نیز سرعت تصحیح شکاف بین نسبت نگهداشت وجه نقد واقعی و نسبت بهینه، تابع عوامل مختلفی است. هدف این پژوهش بررسی تأثیر راهبردهای تجاری (تدافعی و آینده‌نگر) شرکت بر سطح نگهداشت وجه نقد و سرعت تعدیل آن است. در این راستا، از داده‌های ۱۲۰ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران در بازه زمانی ۱۳۹۹-۱۳۹۲ (۹۶۰ سال - شرکت) استفاده شده است. جهت برازش مدل‌های ایستا از برآوردگر حداقل مربعات معمولی و جهت تخمین مدل‌های پویا از رویکرد گشتاورهای تعمیم‌یافته سیستمی استفاده شده است. نتایج پژوهش نشان می‌دهد شرکت‌هایی که از راهبرد تجاری آینده‌نگر بهره‌مند هستند، در مقایسه با شرکت‌هایی با راهبرد تدافعی، نسبت نگهداشت وجه نقد کوچک‌تری دارند و فاصله بین نسبت نگهداشت وجه نقد واقعی و نسبت بهینه را با سرعت بیشتری تصحیح می‌کنند. نتایج آزمون‌های تکمیلی که یافته‌های اصلی پژوهش را تأیید می‌کنند با پیش‌بینی‌های مطرح در نظریه توازن، سازگاری دارند.

**کلیدواژه‌ها:** راهبرد تدافعی، راهبرد آینده‌نگر، نگهداشت وجه نقد، سرعت تعدیل، نظریه توازن.

## مقدمه

وجه نقد از مهم‌ترین دارایی‌های جاری شرکت‌ها محسوب می‌شود. شرکت‌ها وجه نقد را با سه انگیزه معاملاتی<sup>۱</sup> (وجه نقد برای معاملات جاری)، احتیاطی<sup>۲</sup> (وجه نقد به‌عنوان سپری در برابر شوک‌های اقتصادی و عدم قطعیت آتی) و سفته‌بازی<sup>۳</sup> (وجه نقد برای کسب فرصت‌های سودآور آینده) نگهداری می‌کنند (Keynes, 1936). در سال‌های اخیر، شرکت‌ها وجه نقد بیشتری نگهداری می‌کنند (Zuckerman, 2005) به‌طوری‌که نسبت نگهداشت وجه نقد در شرکت‌های آمریکایی از ۱۹۸۰ تا ۲۰۰۶ بیش از دو برابر شده است (Orlova, & Rao, 2018). به‌علاوه، بحران مالی ۲۰۰۷ و ۲۰۰۸ و اختلاف نظر درخصوص مالیات شرکت‌های چندملیتی، اهمیت مدیریت وجوه نقد را بیش‌ازپیش، افزایش داد و توجه پژوهشگران را به این حوزه جلب نمود. در این مسیر، برخی پژوهش‌ها (Opler et al., 1999; Bates et al., 2009; Chen et al., 2015; Pinkowitz et al., 2006; Kalcheva et al., 2007; Orlova et al., 2017) ارزش‌گذاری وجه نقد<sup>۴</sup> را بررسی کردند. همچنین، مارتینز‌سولا<sup>۵</sup> و همکاران (۲۰۱۳) دریافتند سطح بهینه‌ای از نگهداشت وجه نقد وجود دارد که در آن، ارزش شرکت بیشینه می‌شود و مدیران هرگونه انحراف از آن را به‌سرعت تصحیح می‌کنند. ولی جیانگ<sup>۶</sup> و همکاران (۲۰۱۷) نشان دادند که فرآیند تعدیل به سمت نسبت بهینه (هدف)<sup>۷</sup> هزینه‌بر و تدریجی است و این موضوع، سرعت تعدیل<sup>۸</sup> را کاهش می‌دهد. برای نمونه،

---

۱. Transaction

۲. Precautionary

۳. Speculative

۴. Valuation of Cash

۵. Martínez-Sola

۶. Jiang

۷. Optimal (Target)

۸. Speed of Adjustment

اصطکاک‌های تأمین مالی<sup>۱</sup> (Dietmar and Dachin, 2011; Batis et al., 2018) و شوک‌های اقتصادی و هزینه‌های نمایندگی<sup>۲</sup> (گائو و همکاران، ۲۰۱۳)، می‌توانند سرعت تعدیل نگهداشت وجه نقد را کاهش دهند.

با آن‌که پژوهش‌های داخلی متعدد (مانند دستگیر و همکاران، ۱۳۹۲؛ فخاری و اسدزاده، ۱۳۹۶؛ معطوفی و گلچوبی، ۱۳۹۶؛ کامیابی و همکاران، ۱۳۹۸؛ کامیابی و محسنی ملکی رستاقی، ۱۳۹۹؛ صابرمهانی و همکاران، ۱۴۰۰) و نیز پژوهش‌های خارجی فراوانی (Venkiteswaran, 2011; Jiang & Li, 2016; Chou et al., 2018; Martínez-Sola et al., 2018; Orlova & Rao, 2018; Bugshan et al., 2021) عوامل اثرگذار بر سرعت تعدیل وجه نقد را مورد بررسی قرار داده‌اند، ولی آن‌ها نسبت وجه نقد را به‌عنوان یک مفهوم ایستا<sup>۳</sup> لحاظ نموده و پویایی موجود در فرآیند تغییرات نسبت وجه نقد را مدنظر قرار نداده‌اند. از این جهت، پژوهش‌های فوق‌توان پاسخ دادن به برخی پرسش‌های اساسی مطرح در خصوص تغییرات نسبت وجه نقد را ندارند (برای مثال، آیا شرکت‌ها نسبت وجه نقدی هدف برای خود تعیین می‌کنند؟ آیا شرکت‌ها نسبت وجه نقد خود را به سمت نسبت هدف، تعدیل می‌نمایند؟ آیا این تعدیل به‌صورت تدریجی است یا آنی؟ و در نهایت چه مؤلفه‌هایی می‌توانند سرعت تعدیل نسبت وجه نقد را دستخوش تغییر قرار دهند؟). برای پاسخ به این سؤالات، نسبت وجه نقد باید به‌عنوان یک مفهوم پویا<sup>۴</sup> لحاظ شود، ولی پژوهش‌های معدودی (Orlova & Sun, 2018; Orlova, 2020) به این موضوع توجه داشته‌اند و در پژوهش‌های داخلی نیز به این امر اقدام نشده است.

از سوی دیگر، در پژوهش‌های داخلی، راهبرد تجاری<sup>۵</sup> که در واقع راه و روش تحقق مأموریت سازمانی شرکت تلقی می‌شود (نمازی و همکاران، ۱۳۹۶)، بر بهبود موقعیت

---

۱. Financing Frictions

۲. Economic Shocks and Agency Costs

۳. Static

۴. Dynamic

۵. Business Strategy

رقابتهی محصولات شرکت در یک صنعت یا بخشی از بازار تأکید دارد (Hambrick, 2003) و انتظار می‌رود شیوه مدیریت وجه نقد و سرعت تعدیل آن را تحت تأثیر قرار دهد (Magrakis and Zelpis, 2020)، مدنظر قرار نگرفته است. این موضوع می‌تواند درک پژوهشگران را از میزان صحیح سرعت تعدیل نسبت وجه نقد مخدوش کند (Orlova & Sun, 2018)؛ بنابراین، هدف پژوهش حاضر بررسی تأثیر نوع راهبرد تجاری بر سطح نگهداشت وجه نقد و سرعت تعدیل آن است. در ادامه، به ترتیب مبانی نظری و پیشینه پژوهش، روش پژوهش، یافته‌ها و بحث و نتیجه‌گیری، ارائه شده است.

### مبانی نظری و ادبیات پژوهش

در یک بازار کامل و کارا، بین سطح نگهداشت وجه نقد و ارزش واحد تجاری رابطه خاصی وجود ندارد ولی در یک دنیای واقعی، اصطکاک‌های تأمین مالی و نواقص بازار<sup>۱</sup>، موجب می‌شوند سطح نگهداشت وجه نقد، بر ارزش شرکت اثر بگذارد (Opler et al., 1999). برای تبیین رفتار نگهداشت وجه نقد، پژوهشگران عموماً از نظریه‌های توازن<sup>۲</sup> (Miller, 1997)، نمایندگی<sup>۳</sup> (Jensen & Mackling, 1976)، سلسله مراتبی<sup>۴</sup> (Myers & Majluf, 1984) و زمان‌بندی بازار<sup>۵</sup> (Baker & Wurgler, 2002) استفاده می‌کنند. بر اساس نظریه توازن، یک نقطه تعادل بین مزایا و مخاطرات نگهداشت وجه نقد وجود دارد که می‌تواند ارزش شرکت را به حداکثر برساند و شرکت‌ها هرگونه انحراف از سطح نگهداشت بهینه وجه نقد را تصحیح می‌کنند (Dittmar & Duchin, 2011). مطابق با نظریه نمایندگی، مدیران از وجه نقد تنها برای افزایش توان تصمیم‌گیری خود بهره می‌گیرند (Gao et al., 2013) و علاقه‌ای به تأمین مالی برون‌سازمانی ندارند؛ زیرا این کار

۱. Perfect and Efficient

۲. Market Frictions and Imperfections

۳. Trade-Off

۴. Agency

۵. Pecking Order

۶. Market Timing

رفتار آنان را در کانون توجه رقبا و بررسی نهادهای ناظر قرار می‌دهد (Orlova and Rao, 2018). طبق نظریه سلسله مراتبی، به دلیل هزینه‌های عدم تقارن اطلاعاتی<sup>۱</sup> ناشی از تأمین مالی برون‌سازمانی، شرکت‌ها وجوه نگهداری شده در واحد تجاری را به منابع برون‌سازمانی ترجیح می‌دهند (Myers & Majluf, 1984). بر اساس نظریه زمان‌بندی بازار، میزان نگهداشت وجه نقد بیانگر آن است که برخی از ابزارهای تأمین مالی شرکت صرفاً به دلیل ارزش‌گذاری نادرست بازار<sup>۲</sup>، منتشر شده‌اند (Baker & Wurgler, 2002). سه نظریه اخیر، اعتقادی به وجود سطح بهینه برای نگهداشت وجه نقد ندارند. ادبیات جاری نشان می‌دهد که هر یک از نظریه‌های فوق‌الذکر قادر است صرفاً بخشی از رفتار مدیران را در مدیریت وجه نقد، تبیین کند (Dittmar & Duchin, 2011) و در این بین، نظریه توازن توجه بیشتری را به خود جلب کرده است (Orlova & Rao, 2018). مطابق با این نظریه، شرکت‌ها تنها زمانی نسبت نگهداشت وجه نقد را به سمت نسبت بهینه تعدیل می‌کنند که مزایای این کار بیش از هزینه‌های آن باشد. به بیان دیگر، هزینه‌های تعدیل می‌توانند از سرعت تعدیل بکاهند (Orlova, 2020).

از سوی دیگر، راهبرد تجاری به‌عنوان نقشه راه و دورنمایی از اهداف آتی شرکت، می‌تواند هزینه‌های تعدیل و به‌تبع آن، سرعت تعدیل و نیز سطح نگهداشت وجه نقد را تحت تأثیر قرار دهد (Magerakis & Tzelepis, 2020). به عقیده مایلز و اسنو<sup>۳</sup> (۱۹۷۸)، شرکت‌ها برای حفظ و افزایش توان رقابت خود، یکی از چهار راهبرد تدافعی<sup>۴</sup>، آینده‌نگر<sup>۵</sup>، تحلیل‌گر<sup>۶</sup> و منفعل<sup>۷</sup> را برمی‌گزینند. با این حال، راهبردهای تدافعی و آینده‌نگر به‌عنوان دو سر طیف، شرکت‌ها را در معرض سطوح متفاوت‌تری از نظارت و اختیارات

۱. Information Asymmetry

۲. Market Mis-Valuation

۳. Miles and Snow

۴. Defender

۵. Prospector

۶. Analyzer

۷. Reactor

مدیران قرار می‌دهند (برزیده و همکاران، ۱۳۹۷) و از این جهت، با در نظر گرفتن این دو راهبرد کاملاً متفاوت، می‌توان اثر مفهوم کلی راهبرد تجاری را بر سایر متغیرها سنجد (Magerakis & Tzelepis, 2020). شرکت‌های تدافعی طیف محدودی از محصولات را ارائه می‌کنند؛ سعی در حفظ جایگاهی با ثبات در بازار دارند و این کار را با کاهش بهای تمام‌شده محصول انجام می‌دهند؛ در طراحی محصولات جدید پیش‌قدم نمی‌شوند و مدیران در این شرکت‌ها از اختیارات چندانی برخوردار نیستند (Chen et al., 2017). در مقابل، شرکت‌های آینده‌نگر محصولات متنوعی عرضه می‌کنند که هر از چندگاهی نیاز به بازتعریف دارد؛ در تولید محصولات جدید پیشگام هستند حتی اگر چندان سودده نباشند؛ بخش عظیمی از بودجه خود را به تحقیق و توسعه و بازاریابی اختصاص می‌دهند و تمایل دارند ترکیب محصولات خود را به سرعت تغییر دهند. در این راهبرد، مدیران از اختیار عمل زیادی برخوردارند (Navissi et al., 2017). با توجه به موارد فوق، در قیاس با شرکت‌های تدافعی، شرکت‌های آینده‌نگر ریسک پذیرترند، سرمایه‌گذاری‌های بیشتری دارند و به تبع، وجه نقد کمتری نگهداری می‌کنند، هزینه‌های نمایندگی بیشتری دارند، عدم تقارن اطلاعاتی بالاتری در خصوص آن‌ها وجود دارد، بابت انحراف از سطح بهینه نگهداشت وجه نقد، کمتر توسط بازار جریمه می‌شوند و هزینه‌های تعدیل بیشتری را تجربه می‌کنند؛ بنابراین، سرعت تعدیل نسبت نگهداشت وجه نقد در آن‌ها کمتر از شرکت‌های تدافعی است (Magerakis & Tzelepis, 2020).

در پژوهش‌های پیشین خارجی، اوپلر<sup>۱</sup> و همکاران (۱۹۹۹) دریافتند شرکت‌هایی که با کسری مالی مواجه‌اند، سرعت تعدیل کمتری دارند. دیتمار و داچین<sup>۲</sup> (۲۰۱۱) نشان دادند که در مراحل مختلف چرخه عمر شرکت، نظریه‌های متفاوتی رفتار نگهداشت وجه نقد شرکت را تبیین می‌کنند. ونکیتشواریان<sup>۳</sup> (۲۰۱۱) دریافت که اندازه شرکت و کسری

---

۱. Opler

۲. Dittmar and Duchin

۳. Venkiteswaran

مالی آن، به ترتیب اثر منفی و مثبتی بر سرعت تعدیل دارند. فالکندر<sup>۱</sup> و همکاران (۲۰۱۲) نشان دادند که با افزایش محدودیت‌های مالی، سرعت تعدیل افزایش می‌یابد. اورلوا و رائو<sup>۲</sup> (۲۰۱۸) نشان دادند که وجود وجوه نقد مازاد و درعین حال محدودیت در تأمین مالی برون‌سازمانی، سرعت تعدیل را افزایش می‌دهد. یافته‌های اورلوا و سان<sup>۳</sup> (۲۰۱۸) بیانگر تأثیر مثبت عوامل نهادی (مانند حاکمیت شرکتی قوی‌تر) بر سرعت تعدیل است. نتایج دیائو<sup>۴</sup> (۲۰۲۰) از سرعت تعدیل پایین در شرکت‌های فعال در بازارهای نوظهور، حکایت دارد. یافته‌های اورلوا<sup>۵</sup> (۲۰۲۰) نشان می‌دهند که محیط نهادی و شرایط کلان اقتصادی بهتر، سرعت تعدیل بالاتری را نتیجه می‌دهد. نتایج مگراکیز و زلیپس<sup>۶</sup> (۲۰۲۰) بیانگر سرعت تعدیل آهسته‌تر نگهداشت وجه نقد در شرکت‌ها با راهبرد آینده‌نگر است. یافته‌های باقشان<sup>۷</sup> و همکاران (۲۰۲۱) بیانگر سرعت تعدیل بالاتر در شرکت‌هایی است که از قوانین شریعت اسلام پیروی می‌کنند. در پژوهش‌های داخلی، نتایج دستگیر و همکاران (۱۳۹۲) بیانگر تأثیر اندازه شرکت، عدم تعادل مالی، جریان وجه نقد آزاد و حاکمیت شرکتی بر سرعت تعدیل است. نتایج فخاری و اسدزاده (۱۳۹۶) حاکی از تأثیر اهرم مالی بزرگ‌تر و جریان وجوه نقد آزاد بیشتر، بر افزایش سرعت تعدیل است. معطوفی و گلچوبی (۱۳۹۶) دریافتند که سرعت تعدیل نسبت نگهداشت وجه نقد در شرکت‌هایی با مالکیت خانوادگی، بیش از سایر شرکت‌ها است. یافته‌های کامیابی و همکاران (۱۳۹۸) نشان داد که سرعت تعدیل نسبت نگهداشت وجه نقد در شرکت‌های کوچک بیش از شرکت‌های بزرگ است. کامیابی و محسنی ملکی رستاقی (۱۳۹۹) دریافتند در قیاس با سایر واحدهای تجاری، شرکت‌هایی که مقادیر کمتر از حد بهینه، وجه نقد نگهداری

---

۱. Faulkender

۲. Orlova and Rao

۳. Orlova and Sun

۴. Diaw

۵. Orlova

۶. Magerakis and Tzelepis

۷. Bugshan



می‌کنند؛ سرعت تعدیل وجه نقد بالاتری دارند ولی با لحاظ نمودن اهرم مالی، شرکت‌هایی که وجه نقدی بیش از سطح بهینه نگهداری می‌کنند، از سرعت تعدیل وجه نقد بالاتری برخوردار خواهند بود. نتایج صابرماهانی و همکاران (۱۴۰۰) بیانگر تأثیر برخورداری از مشتریان عمده بر افزایش سرعت تعدیل وجه نقد است. در ادامه، بر اساس مبانی نظری و پیشینه، فرضیه‌های پژوهش به صورت زیر ارائه می‌شوند:

فرضیه اول: شرکت‌های آینده‌نگر، نسبت نگهداشت وجه نقد کمتری در مقایسه با شرکت‌های تدافعی دارند.

فرضیه دوم: شرکت‌های آینده‌نگر، سرعت تعدیل نسبت نگهداشت وجه نقد آهسته‌تری در مقایسه با شرکت‌های تدافعی دارند.

### روش پژوهش

بر اساس نتایج، پژوهش حاضر کاربردی است؛ از نظر هدف، از نوع تحلیلی، شبه‌تجربی و همبستگی است و از نظر بُعد زمانی داده‌ها، گذشته‌نگر و پس‌رویدادی است. در این پژوهش، برای گردآوری داده‌های مالی و حسابداری از بانک اطلاعاتی ره‌آورد نوین و گزارش‌های منتشره در سایت گُدال<sup>۱</sup> استفاده شده و جهت تجزیه و تحلیل داده‌ها، نرم‌افزار استاتا<sup>۲</sup> به کاررفته است. برای تخمین مدل‌های ایستا از برآوردگر حداقل مربعات معمولی و جهت برازش مدل‌های پویا، برآوردگر گشتاورهای تعمیم‌یافته سیستمی<sup>۳</sup> بلاندل و بوند<sup>۴</sup> (۱۹۹۸) به کاررفته است. در برآورد مدل‌ها، اثرات سال‌ها و صنایع کنترل گردیده است. با پیروی از اورلوا و راثو (۲۰۱۸)، در برازش مدل‌های پویا، وقفه دوم متغیر وابسته و وقفه اول متغیرهای مستقل (به جز متغیرهای مجازی سال‌ها و صنایع) به عنوان متغیر ابزاری، به کار رفته‌اند. همچنین، نتایج تحلیل‌های تکمیلی با استفاده از برآوردگر گشتاورهای تعمیم‌یافته

---

۱. Codal.Ir

۲. Stata

۳. System-Gmm

۴. Blundell and Bond

تفاضلی<sup>۱</sup> آرلانو و بوند<sup>۲</sup> (۱۹۹۱) و به کارگیری رویکرد دومرحله‌ای<sup>۳</sup> ارائه شده توسط اورلوا و راثو (۲۰۱۸) گزارش شده است. در برازش تمام مدل‌ها، جهت تخفیف اثر ناهمسانی واریانس و خودهمبستگی سریالی احتمالی در اجزای اخلال مدل‌ها، با پیروی از فوزو<sup>۴</sup> و همکاران (۲۰۱۶) از انحراف استاندارد تقویت شده<sup>۵</sup> استفاده شده است. جامعه آماری پژوهش، کل شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در دوره ۱۳۸۲ تا ۱۳۹۹ است که به منظور دستیابی به مجموعه‌ای از مشاهدات همگن، پایان سال مالی آن‌ها منتهی به پایان اسفندماه بوده و در طول دوره مطالعه، تغییر سال مالی نداشته باشند؛ به دلیل ماهیت خاص فعالیت، از شرکت‌های فعال در صنایع بیمه‌ای، بانکی و سرمایه‌گذاری مالی، هدلینگ‌ها و لیزینگ‌ها نباشند؛ ارزش دفتری سهام آن‌ها منفی نباشد و داده‌های مورد نیاز برای دوره زمانی پژوهش، در دسترس باشد. با اعمال شروط فوق، حجم جامعه آماری در دسترس برابر ۱۲۰ شرکت (معادل ۹۶۰ مشاهده) شده است.

جهت مقایسه نسبت نگهداشت وجه نقد در شرکت‌ها با راهبرد آینده‌نگر و تدافعی (آزمون فرضیه اول پژوهش)، با پیروی از اورلوا و راثو (۲۰۱۸) و مگراکیز و زلیس (۲۰۲۰) از مدل زیر استفاده شده است:

$$CH_{it+1} = \alpha + \psi BS_{it} + \sum_{j=1}^8 \beta_j Controls_{j,it} + \zeta_{it+1} \quad \text{مدل (۱)}$$

که در آن، با پیروی از آقایی و امری اسرمی (۱۴۰۰)،  $CH_{it+1}$  به دو صورت نسبت وجه نقد به کل دارایی‌ها ( $CH_{TA}$ ) و نسبت وجه نقد به کل دارایی‌های غیرنقد ( $CH_{NA}$ ) تعریف شده است. همچنین،  $BS$  متغیر دو ارزشی نوع راهبرد تجاری است که برای شرکت‌ها با

۱. Difference-Gmm

۲. Arellano and Bond

۳. Two Stage Approach

۴. Fosu

۵. Robust

راهبرد آینده‌نگر مقدار ۱ و برای شرکت‌ها با راهبرد تدافعی، مقدار صفر دارد. همان‌طور که پیش‌ازاین بیان شد، چون راهبردهای تدافعی و آینده‌نگر در دو سر طیف راهبردهای چهارگانه مایلز و اسنو (۱۹۷۸) قرار می‌گیرند و با لحاظ نمودن این دو راهبرد می‌توان اثر مفهوم کلی راهبرد تجاری را بر سایر متغیرها سنجید (مگراکیز و زلیس، ۲۰۲۰)، در ادامه برای تعریف عملیاتی راهبرد تجاری، با پیروی از تنانی و محب‌خواه (۱۳۹۳) از رویکرد امتیازدهی ترکیبی ایتنر و لرکر<sup>۱</sup> (۱۹۹۷) استفاده شده است. در این رویکرد، به مشاهدات واقع در پنجک اول تا پنجم میانگین پنج سال اخیر متغیرهای نسبت تعداد کارکنان به فروش شرکت جهت سنجش کارایی شرکت در تولید و توزیع محصولات (شرکت‌های آینده‌نگر نسبت تعداد کارکنان به فروش بیشتری نسبت به شرکت‌های تدافعی دارند؛ بنتلی و همکاران، ۲۰۱۳)، رشد فروش (شرکت‌های آینده‌نگر رشد فروش بیشتری نسبت به شرکت‌های تدافعی دارند؛ سعید و همکاران، ۲۰۰۳)، نسبت هزینه‌های عمومی، اداری و فروش به کل فروش (نسبت هزینه‌های عمومی، اداری و فروش به کل فروش در شرکت‌های آینده‌نگر بیش از شرکت‌های تدافعی است؛ کوتا و نایر، ۱۹۹۵) به ترتیب امتیازات ۱ تا ۵ و به مشاهدات واقع در پنجک اول تا پنجم میانگین پنج سال اخیر انحراف استاندارد تعداد کل کارکنان جهت سنجش ثبات سازمانی (در شرکت‌های آینده‌نگر که کارها تخصص محور است، انحراف استاندارد کل کارکنان کم‌تر از شرکت‌های تدافعی است، بنتلی و همکاران، ۲۰۱۳) و نسبت دارایی‌های ثابت به کل دارایی‌ها جهت سنجش کارایی فناوری و میزان سرمایه‌بر بودن (شرکت‌های آینده‌نگر نسبت دارایی‌های ثابت کمتری در مقایسه با شرکت‌های تدافعی دارند، هیگینز و همکاران، ۲۰۱۵) به ترتیب امتیازات ۵ تا ۱ تعلق می‌گیرد و سپس، امتیازات هر سال - شرکت که بین ۵ تا ۲۵ قرار دارد، جمع می‌شود. در پایان، شرکت‌ها با امتیازات ۵ تا ۱۵ به‌عنوان دارنده راهبرد تدافعی و شرکت‌ها با امتیازات ۱۶ تا ۲۵، دارنده راهبرد آینده‌نگر رده‌بندی می‌شوند. افزون بر آن، *Controls<sub>j,it</sub>* نماد متغیرهای کنترلی است که با پیروی از اورلوا و رانو (۲۰۱۸) شامل

۱. Ittner and Larcker

فرصت‌های رشد *MTB* (نسبت مجموع ارزش دفتری بدهی‌ها و ارزش بازار سهام به ارزش دفتری دارایی‌ها)، اندازه شرکت *SIZE* (لگاریتم کل دارایی‌ها در مبنای ده)، جریان وجوه نقد عملیاتی *CFO* (نسبت جریان وجوه نقد عملیاتی به کل دارایی‌ها)، خالص سرمایه در گردش *NWC* (نسبت تفاضل دارایی‌های جاری غیرنقد و بدهی‌های جاری بر کل دارایی‌ها)، مخارج سرمایه‌ای *CAPEX* (نسبت تغییرات در دارایی‌های ثابت بر کل دارایی‌ها)، نسبت اهرمی *LEV* (نسبت کل بدهی‌ها بر کل دارایی‌ها)، نوسان جریان وجوه نقد عملیاتی در سطح صنعت *ICFOV* (میانۀ انحراف معیار سه سال اخیر نسبت جریان وجوه نقد عملیاتی بر کل دارایی‌ها در سطح صنعت) و توزیع سود نقدی *DIVID* (متغیر مجازی که برای شرکت‌های توزیع‌کننده سود نقدی، مقدار ۱ و در سایر موارد مقدار صفر دارد) است. بر اساس فرضیه نخست پژوهش، انتظار می‌رود ضریب متغیر *BS* منفی و معنادار باشد.

جهت سنجش سرعت تعدیل نسبت نگهداشت وجه نقد، با پیروی از اورلوا و راثو (۲۰۱۸) و افلاطونی و نیکبخت (۱۳۹۹)، رویکرد تعدیل جزئی<sup>۱</sup> به کار رفته است:

$$CH_{it+1} - CH_{it} = \lambda(CH_{it+1}^* - CH_{it}) + \zeta_{it+1} \quad \text{رابطه (۱)}$$

که در آن،  $CH_{it+1} - CH_{it}$  بخشی از انحراف از سطح بهینه نگهداشت وجه نقد است که در یک دوره تصحیح می‌شود،  $CH_{it+1}^* - CH_{it}$  مقدار انحراف از سطح بهینه نگهداشت وجه نقد است که شرکت باید آن را تصحیح کند. بنابراین،  $\lambda$  کس؛ از انحراف است که در یک دوره، رفع می‌گردد و لذا، معادل سرعت تعدیل تعریف می‌شود.  $CH_{it+1}^*$  نسبت وجه نقد هدف و معادل مقادیر برآزش شده متغیر وابسته مدل (۲) است:

$$CH_{it+1} = \alpha + \sum_{j=1}^8 \beta_j Controls_{j,it} + \zeta_{it+1} \quad \text{مدل (۲)}$$

---

۱. Partial Adjustment

که در آن تمام متغیرها پیش‌ازاین تعریف شده‌اند. با جایگذاری مقادیر مذکور، در رابطه (۱) و اندکی محاسبات جبری، مدل (۳) حاصل می‌شود که در عمل برای سنجش سرعت تعدیل به کار می‌رود:

$$CH_{it+1} = \omega + (1 - \lambda)CH_{it} + \sum_{j=1}^8 (\lambda\beta_j)Controls_{j,it} + \zeta_{it+1} \quad \text{مدل (۳)}$$

در پایان، برای بررسی معناداری تفاوت سرعت تعدیل نسبت نگهداشت وجه نقد در شرکت‌ها با راهبردهای تجاری تدافعی و آینده‌نگر (آزمون فرضیه دوم پژوهش)، از مدل زیر استفاده شده است:

$$CH_{it+1} = \omega + (1 - \lambda)CH_{it} + \phi_1 BS_{it} + \phi_2 BS_{it} * CH_{it} + \sum_{j=1}^8 (\lambda\beta_j)Controls_{j,it} + \zeta_{it+1} \quad \text{مدل (۴)}$$

که در آن، تمام متغیرها پیش‌ازاین تعریف شده‌اند. مطابق با فرضیه دوم پژوهش، انتظار می‌رود که سرعت تعدیل برای شرکت‌ها با راهبرد آینده‌نگر  $(\lambda - \phi_2)$  کمتر از شرکت‌ها با راهبرد تدافعی  $(\lambda)$  باشد. به بیان دیگر، انتظار می‌رود که ضریب متغیر تعاملی  $BS_{it} * CH_{it}$  مثبت و معنادار باشد.

## یافته‌ها

### آماره‌های توصیفی

برای ارائه شمایی کلی از وضعیت توزیع داده‌ها، آماره‌های توصیفی متغیرهای پژوهش در جدول ۱ گزارش شده‌اند.

جدول ۱. آماره‌های توصیفی

متغیرها	میانگین	میانه	کمینه	بیشینه	انحراف معیار
نسبت وجه نقد به کل دارایی‌ها	۰/۰۴۱۲	۰/۰۲۳۸	۰/۰۰۰۳	۰/۳۱۸۸	۰/۰۴۸۹
نسبت وجه نقد به دارایی‌های غیرنقد	۰/۰۴۶۱	۰/۰۲۴۴	۰/۰۰۰۳	۰/۴۶۰۲	۰/۰۶۱۸
فرصت‌های رشد	۲/۰۹۳۶	۱/۶۳۰۸	۰/۷۳۳۴	۱۰/۷۰۰۸	۱/۳۱۹۹

۰/۶۵۶۶	۸/۱۱۵۵	۴/۵۵۸۶	۶/۲۰۷۵	۶/۲۶۰۹	اندازه شرکت
۰/۱۲۶۲	۰/۵۱۹۳	-۰/۲۶۹۱	۰/۰۹۶۶	۰/۱۱۱۱	جریان وجوه نقد عملیاتی
۰/۲۲۷۷	۰/۶۸۸۲	-۰/۵۴۰۱	۰/۱۲۰۳	۰/۱۱۵۱	خالص سرمایه در گردش
۰/۰۹۲۸	۰/۵۰۸۹	-۰/۱۸۲۱	۰/۰۰۷۸	۰/۰۳۳۱	مخارج سرمایه‌ای
۰/۲۰۰۸	۰/۹۶۰۰	۰/۰۶۵۸	۰/۶۰۳۲	۰/۵۸۲۲	نسبت اهرمی
۰/۰۱۳۴	۰/۱۱۱۰	۰/۰۲۸۵	۰/۰۶۴۴	۰/۰۶۵۴	نوسان جریان وجوه نقد عملیاتی صنعت
۰/۱۹۲۸	۱/۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰	۱/۰۰۰۰	۰/۹۶۱۴	متغیر مجازی توزیع سود نقدی
حدود ۳۹ درصد مشاهدات (۳۷۳ سال - شرکت) راهبرد آینده‌نگر دارند.					
حدود ۶۱ درصد مشاهدات (۵۸۷ سال - شرکت) راهبرد تدافعی دارند.					

نتایج نشان می‌دهد که شرکت‌ها حدود ۴ درصد از دارایی‌های خود را به صورت نقد، نگهداری می‌کنند، نسبت مجموع ارزش بازار حقوق صاحبان سهام و ارزش دفتری بدهی‌ها بیش از ۲ برابر دارایی‌ها است، جریان وجوه نقد عملیاتی و خالص سرمایه در گردش به ترتیب رقمی معادل ۱۱ و ۱۱/۵ درصد دارایی‌ها هستند و مخارج سرمایه‌ای حدود ۳ درصد دارایی‌ها است. افزون بر آن، نتایج نشان می‌دهد که شرکت‌ها حدود ۵۸ درصد از منابع مالی خود را از محل بدهی‌ها تأمین کرده‌اند و در ۹۶ درصد سال - شرکت‌ها، سود نقدی توزیع شده است. همچنین، نتایج نشان می‌دهد که از مجموع ۹۶۰ سال - شرکت، ۳۷۳ مورد دارای راهبرد آینده‌نگر هستند و ۵۸۷ سال - شرکت از راهبرد تدافعی بهره می‌برند.

### نتایج آزمون فرضیه اول پژوهش

برای آزمون فرضیه اول پژوهش، نتایج برازش مدل (۱) در جدول ۲ گزارش شده‌اند.

جدول ۲. نتایج برازش مدل (۱) و آزمون فرضیه نخست پژوهش

متغیر وابسته: CH <sub>NA</sub>		متغیر وابسته: CH <sub>TA</sub>		نماد متغیرها
آماره t	ضریب	آماره t	ضریب	
-۲/۳۸	-۰/۰۱۳۱**	-۲/۴۳	-۰/۰۱۰۷**	BS
۲/۸۵	۰/۰۱۴۸***	۲/۸۴	۰/۰۱۰۷***	MTB
-۰/۳۸	-۰/۰۰۲۷	-۰/۵۵	-۰/۰۰۳۱	SIZE

متغیر وابسته: $CH_{NA}$		متغیر وابسته: $CH_{TA}$		نماد متغیرها
ضریب	آماره t	ضریب	آماره t	
۰/۰۳۸۲	۱/۵۶	۰/۰۳۴۳*	۱/۷۸	CFO
-۰/۰۴۳۳**	-۲/۰۹	-۰/۰۳۴۵**	-۲/۰۷	NWC
-۰/۰۴۵۰**	-۲/۰۳	-۰/۰۳۷۵**	-۲/۱۳	CAPEX
-۰/۰۶۲۵**	-۲/۳۹	-۰/۰۵۰۶**	-۲/۴۲	LEV
۰/۳۳۳۵	۱/۶۴	۰/۲۶۲۳	۱/۶۵	ICFOV
۰/۰۰۶۵	۰/۶۶	۰/۰۰۶۲	۰/۷۶	DIVD
۰/۰۳۷۶	۰/۸۲	۰/۰۴۱۷	۱/۱۳	عرض از مبدأ
کنترل شد		کنترل شد		اثرات سالها
کنترل شد		کنترل شد		اثرات صنایع
۲۲/۳۹		۲۲/۶۰		ضریب تعیین تعدیل شده (%)
۷/۴۰***		۷/۴۸***		آماره فیشر
۱/۶۰		۱/۶۰		میانگین عامل تورم واریانس
***, **, * به ترتیب معناداری در سطح ۱ درصد، ۵ درصد و ۱۰ درصد				

نتایج با متغیر وابسته  $CH_{TA}$  نشان می‌دهد که ضریب متغیر فرصت‌های رشد (۰/۰۱۰۷) در سطح ۱ درصد، ضریب متغیرهای راهبرد آینده‌نگر (۰/۰۱۰۷-)، خالص سرمایه در گردش (۰/۰۳۴۵-)، مخارج سرمایه‌ای (۰/۰۳۷۵-) و نسبت اهرمی (۰/۰۵۰۶-) در سطح ۵ درصد و ضریب جریان‌های نقد عملیاتی (۰/۰۳۴۳) در سطح ۱۰ درصد، معنادارند و میانگین آماره تورم واریانس (۱/۶۰) نشان می‌دهد که متغیرهای مستقل، هم خط نیستند. ضریب تعیین تعدیل شده بیان می‌کند که متغیرهای مستقل قادر به تبیین ۲۲/۶۰ درصد از تغییرات متغیر وابسته هستند و معناداری آماره فیشر (۷/۴۸) بیانگر معناداری کلی مدل است. منفی و معنادار بودن ضریب متغیر مجازی راهبرد آینده‌نگر (۰/۰۱۰۷-) نشان می‌دهد که نسبت نگهداشت وجه نقد در شرکت‌ها با راهبرد آینده‌نگر به صورت معناداری کمتر از شرکت‌ها با راهبرد تدافعی است. برآورد مدل (۱) با متغیر وابسته  $CH_{NA}$ ، نتایج مشابهی دربر دارد و بیانگر عدم رد فرضیه اول پژوهش است.

### نتایج آزمون فرضیه دوم پژوهش

در جدول ۳ (جدول ۴)، نتایج برآورد مدل (۳) با متغیر وابسته  $CH_{TA}$  ( $CH_{NA}$ ) جهت سنجش سرعت تعدیل نگهداشت وجه نقد در شرکت‌ها با راهبرد تدافعی (ستون ۱) و آینده‌نگر (ستون ۲) ارائه شده است.

جدول ۳: آزمون فرضیه دوم پژوهش (متغیر وابسته:  $CH_{TA}$ )

نماد متغیرها		(۱) راهبرد تدافعی		(۲) راهبرد آینده‌نگر		(۳) مقایسه (۱) و (۲)	
ضریب	آماره t	ضریب	آماره t	ضریب	آماره t	ضریب	آماره t
CH	۰/۴۳۳۹***	۱۱/۸۸	۰/۶۲۸۴***	۱۲/۷۰	۰/۲۵۹۹***	۵/۶۵	
BS						-۱/۱۲	-۰/۰۰۵۲
BS*CH						۲/۲۳	۰/۱۹۶۰**
MTB	۰/۰۰۳۴	۱/۳۴	۰/۰۰۱۷	۰/۹۲	۰/۰۰۲۵	۱/۳۳	
SIZE	۰/۰۰۸۰	۱/۲۰	-۰/۰۰۵۰	-۰/۶۴	-۰/۰۱۹۷	-۱/۵۶	
CFO	-۰/۰۵۳۹***	-۵/۱۶	-۰/۱۰۳۰***	-۵/۹۸	-۰/۰۴۷۸***	-۵/۰۵	
NWC	۰/۰۶۸۵***	۳/۳۶	-۰/۰۲۸۹**	-۱/۹۷	۰/۰۲۲۵	۱/۵۸	
CAPEX	۰/۰۳۲۹**	۲/۱۸	۰/۰۱۲۵	۰/۸۳	۰/۰۲۴۱**	۲/۱۰	
LEV	۰/۰۴۲۹	۱/۵۸	-۰/۰۰۸۷	-۰/۴۵	۰/۰۷۳۴***	۴/۶۱	
ICFOV	-۰/۰۵۹۰	-۰/۶۰	۰/۷۵۰۶***	۵/۷۹	۰/۰۳۶۳	۰/۳۶	
DIVID	-۰/۰۱۱۳**	-۲/۳۱	-۰/۰۰۱۱	-۰/۰۴	-۰/۰۱۴۱**	-۲/۰۸	
عرض از مبدأ	-۰/۰۶۰۵	-۱/۲۵	۰/۰۳۲۹	۰/۶۰	-۱/۱۹۴۳	-۱/۴۱	
اثرات سال‌ها	کنترل شد	کنترل شد	کنترل شد	کنترل شد	کنترل شد	کنترل شد	
اثرات صنایع	کنترل شد	کنترل شد	کنترل شد	کنترل شد	کنترل شد	کنترل شد	
سرعت تعدیل (/)	۵۶/۶۱	۳۷/۱۶					
نیمه عمر (ماه)	۹/۹۶	۱۷/۹۰					
معناداری آماره سارگان - هنسین:							
	۰/۸۲۶۹		۰/۱۱۰۶		۰/۳۳۹۵		
معناداری آماره آرلانو - بوند:							
در وقفه دوم	۰/۳۷۳۸		۰/۴۶۰۱		۰/۷۸۲۱		

\*\*\*، \*\* و \* به ترتیب معناداری در سطح ۱ درصد، ۵ درصد و ۱۰ درصد



جدول ۴. آزمون فرضیه دوم پژوهش (متغیر وابسته: CH<sub>NA</sub>)

مقایسه (۱) و (۲)		(۲) راهبرد آینده‌نگر		(۱) راهبرد تدافعی		نماد متغیرها
ضرب	آماره t	ضرب	آماره t	ضرب	آماره t	
۰/۲۲۶۴***	۶/۸۲	۰/۶۲۹۶***	۱۴/۶۲	۰/۳۸۳۱***		CH
-۰/۰۰۶۴*	-۱/۶۸					BS
۰/۱۸۶۷***	۳/۲۳					BS*CH
۰/۰۰۴۲*	۱/۹۲	۰/۰۰۲۵	۱/۱۸	۰/۰۰۶۲**	۲/۲۳	MTB
-۰/۰۳۲۴**	-۲/۳۶	۰/۰۰۱۹	۰/۱۹	۰/۰۰۴۶	۰/۶۶	SIZE
-۰/۰۵۸۳***	-۵/۷۷	-۰/۱۲۴۷***	-۵/۸۸	-۰/۰۶۵۰***	-۵/۶۴	CFO
۰/۰۲۴۶	۱/۵۸	-۰/۰۴۰۶**	-۲/۳۶	۰/۰۸۰۸***	۳/۶۶	NWC
۰/۰۲۹۱**	۲/۴۶	۰/۰۰۴۰	۰/۲۳	۰/۰۳۷۱**	۲/۲۵	CAPEX
۰/۰۸۱۱***	۴/۵۵	-۰/۰۱۶۲	-۰/۸۲	۰/۰۴۲۸	۱/۴۴	LEV
۰/۰۹۳۱	۰/۸۴	۰/۹۷۸۷***	۶/۵۳	-۰/۰۵۷۴	-۰/۵۲	ICFOV
-۰/۰۲۱۹***	-۲/۸۶	-۰/۰۱۲۴	-۰/۴۴	-۰/۰۱۳۷**	-۲/۵۵	DIVID
-۰/۰۹۹	-۰/۹۳۱۲	-۰/۰۰۰۲	-۰/۰۱	-۰/۰۳۸۶	-۰/۷۴	عرض از مبدأ
کنترل شد		کنترل شد		کنترل شد		اثرات سال‌ها
کنترل شد		کنترل شد		کنترل شد		اثرات صنایع
		۳۸/۰۴		۶۱/۶۹		سرعت تعدیل (%)
		۱۷/۳۸		۸/۶۷		نیمه عمر (ماه)
						معناداری آماره سارگان - هنسن:
۰/۱۸۸۶		۰/۱۱۲۲		۰/۸۹۱۸		
						معناداری آماره آرتانو - بوند:
۰/۹۶۰۴		۰/۲۹۰۹		۰/۴۰۸۳		در وقفه دوم
***، ** و * به ترتیب معناداری در سطح ۱ درصد، ۵ درصد و ۱۰ درصد						

به منظور آزمون فرضیه دوم پژوهش، نتایج برآورد مدل (۴) در ستون (۳) گزارش گردیده است. نتایج برآورد مدل (۳) در ستون (۱) نشان می‌دهد که ضریب نسبت نگهداشت وجه نقد در دوره جاری (۰/۴۳۳۹)، جریان وجوه نقد عملیاتی (-۰/۰۵۳۹) و خالص سرمایه در گردش (۰/۰۶۸۵) در سطح ۱ درصد و ضریب مخارج سرمایه‌ای (۰/۰۳۲۹) و متغیر مجازی

توزیع سود نقدی (۰/۰۱۱۳-) در سطح ۵ درصد، معنادارند. معنادار نبودن آماره سارگان - هنسن (۰/۸۲۶۹) بیانگر اعتبار ابزارهای مورد استفاده در برآورد مدل است. به علاوه، معنادار نبودن آماره آزمون آرلانو- بوند در وقفه دوم (۰/۳۷۳۸) بیانگر عدم وجود خودهمبستگی سریالی در باقیمانده مدل‌ها است. یافته‌های دو آزمون فوق مبین اعتبار نتایج برآورد مدل است.<sup>۱</sup> نتایج نشان می‌دهد که سرعت تعدیل در شرکت‌ها با راهبرد آینده‌نگر (۳۷/۱۶) کمتر از شرکت‌ها با راهبرد تدافعی (۵۶/۶۱) است. به بیان دیگر و بر اساس نتایج تحلیل نیمه‌عمر<sup>۲</sup> مطرح در پژوهش اورلوا و راثو (۲۰۱۸)، شرکت‌های آینده‌نگر (تدافعی) نیمی از فاصله بین نسبت نگهداشت وجه نقد واقعی و هدف را در بازه زمانی حدود ۱۸ (۱۰) ماه، تصحیح می‌کنند. این نتایج مؤید وجود نسبت نگهداشت وجه نقد بهینه است. مثبت و معنادار بودن ضریب متغیر تعاملی  $CH_{it} * BS_{it}$  (۰/۱۹۶۰) در مدل (۴) نشان می‌دهد که سرعت تعدیل نگهداشت وجه نقد در شرکت‌های آینده‌نگر به صورت معناداری آهسته‌تر از شرکت‌های تدافعی است. نتایج برازش مدل‌های (۳) و (۴) با متغیر وابسته  $CH_{NA}$  که در جدول ۴ گزارش شده‌اند، مشابه نتایج جدول ۳ است. به طور خلاصه، نتایج جدول ۴ نشان می‌دهند که سرعت تعدیل نگهداشت وجه نقد در شرکت‌ها با راهبرد آینده‌نگر (۳۸/۰۴) کمتر از شرکت‌ها با راهبرد تدافعی (۶۱/۶۹) است، به طوری که شرکت‌های آینده‌نگر (تدافعی) نیمی از فاصله بین نسبت نگهداشت وجه نقد واقعی و هدف را در بازه زمانی حدود ۱۷ (۹) ماه، کاهش می‌دهند. نتایج جداول ۳ و ۴ بیانگر عدم رد فرضیه دوم پژوهش هستند.

### آزمون‌های تکمیلی

جهت اطمینان از استحکام یافته‌ها، نتایج آزمون‌های تکمیلی در جدول ۵ گزارش شده‌اند. در بخش الف جدول ۵، برای اطمینان از حساس نبودن نتایج آزمون فرضیه دوم پژوهش به نوع برآوردگر به کاررفته در برازش مدل‌های پویا، از برآوردگر گشتاورهای تعمیم یافته

۱. شیوه تفسیر نتایج سایر مدل‌های پویا نیز به همین صورت است که به منظور حفظ فضای مقاله، ارائه نشده‌اند.

۲.  $half-life = 12 * \ln(0.5) / \ln(1-\lambda)$

تفاضلی آرلانو و بوند (۱۹۹۱) استفاده شده است. نتایج برآورد مدل (۴) با متغیر وابسته  $CH_{TA}$  (نشان می‌دهد که ضریب متغیر تعاملی  $CH_{it} * BS_{it}$  ۰/۲۱۹۱) در سطح ۵ درصد (۱ درصد) معنادار است. نتایج مؤید آن است که سرعت تعدیل نگهداشت وجه نقد در شرکت‌های آینده‌نگر به صورت معناداری کم‌تر از شرکت‌های تدافعی است. در بخش ب جدول ۵، نتایج آزمون فرضیه دوم، با استفاده از رویکرد دو مرحله‌ای اورلوا و رانو (۲۰۱۸) ارائه شده است. آنان عقیده دارند که تصریح مدل تعدیل جزئی بر اساس رابطه (۱) و استفاده از رویکرد یک مرحله‌ای مورد استفاده در بخش قبل جهت آزمون فرضیه دوم پژوهش، ناهمگنی<sup>۱</sup> سرعت تعدیل در شرکت‌های مختلف را در نظر نمی‌گیرد. برای لحاظ نمودن این موضوع، با پیروی از اورلوا و رانو (۲۰۱۸)، در این بخش یک رویکرد دو مرحله‌ای به کار رفته است که در آن فرض می‌شود سرعت تعدیل، تابعی از متغیرهای مختلف ( $X_{it}$ ) است:

$$\lambda_{it+1} = \gamma_0 + \gamma_{it+1} X_{it} \quad \text{رابطه (۲)}$$

با جایگذاری رابطه (۲) در رابطه (۱)، مدل زیر به دست می‌آید که با به کارگیری آن می‌توان فرض همگنی سرعت تعدیل را کنار گذاشت:

$$CH_{it+1} - CH_{it} = (\gamma_0 + \gamma_{it+1} X_{it})(CH_{it+1}^* - CH_{it}) + \zeta_{it+1} \quad \text{مدل (۶)}$$

جدول ۵. نتایج آزمون‌های تکمیلی

بخش الف: استفاده از برآورد گر آرلانو و بوند (۱۹۹۱)					
متغیر وابسته: $CH_{NA}$		متغیر وابسته: $CH_{TA}$		نماد متغیرها	
ضریب	آماره t	ضریب	آماره t	$BS*CH$	
۰/۲۰۲۵***	۳/۳۸	۰/۲۱۹۱**	۲/۴۲		

بخش ب: استفاده از رویکرد دو مرحله‌ای اورلوا و رانو (۲۰۱۸)

متغیر وابسته: $CH_{NA}$		متغیر وابسته: $CH_{TA}$		نماد متغیرها
ضریب	آماره t	ضریب	آماره t	-
۰/۶۳۸۱***	۱۱/۸۹	۰/۶۲۱۴***	۱۰/۸۳	$(CH_{it+1}^* - CH_{it})$
-۰/۱۸۷۷**	-۲/۱۳	-۰/۱۵۰۸*	-۱/۷۱	$BS_{it} * (CH_{it+1}^* - CH_{it})$
***، ** و * به ترتیب معناداری در سطح ۱ درصد، ۵ درصد و ۱۰ درصد				

در نخستین مرحله رویکرد اخیر، مدل (۲) با برآوردگر بلاندر و بوند (۱۹۹۸) برآورد می‌شود و مقادیر برازش شده آن  $(CH_{it+1}^*)$  استخراج می‌شوند. در مرحله دوم، مقادیر استخراج شده مرحله قبل، در مدل (۶) جایگذاری می‌شوند. به این ترتیب، تصریحی ایجاد می‌شود که با رویکرد حداقل مربعات معمولی، قابل برازش است. در مدل (۶)، ضریب  $\gamma_0$  معادل سرعت تعدیل و ضریب  $\gamma_{it+1}$  بیانگر میزان اثر متغیر  $X_{it}$  (در اینجا متغیر مجازی راهبرد آینده‌نگر) بر سرعت تعدیل است که انتظار می‌رود بر اساس فرضیه دوم پژوهش، منفی و معنادار باشد. نتایج رویکرد دوم مرحله‌ای با متغیر وابسته  $CH_{TA}$  ( $CH_{NA}$ )، سرعت تعدیل را حدود ۶۲ (۶۴) درصد ارزیابی می‌کند. افزون بر آن، منفی و معنادار بودن ضریب متغیر تعاملی  $BS_{it} * (CH_{it+1}^* - CH_{it})$ ،  $-۰/۱۵۰۸$  ( $-۰/۱۸۷۷$ ) در برازش مدل (۶) با متغیر وابسته  $CH_{TA}$  ( $CH_{NA}$ ) نشان می‌دهد که سرعت تعدیل در شرکت‌های آینده‌نگر به شکل معناداری آهسته‌تر از شرکت‌های تدافعی است. نتایج، مؤید یافته‌های پیشین پژوهش است.

### بحث و نتیجه‌گیری

انگیزه شرکت‌ها برای نگهداشت مقادیر بهینه وجه نقد از این موضوع ناشی می‌شود که انحراف از سطح بهینه نگهداشت آن، می‌تواند باعث کاهش ارزش شرکت گردد؛ بنابراین، چنانچه هزینه‌های انحراف از سطح بهینه نگهداشت وجوه نقد بیش از هزینه‌های تعدیل باشد، شرکت‌ها به سرعت هرگونه انحرافی را تصحیح خواهند (مارتینز سولا و همکاران، ۲۰۱۳). هزینه‌های تعدیل نسبت نگهداشت وجه نقد و به تبع آن، سرعت تعدیل، تابع عوامل متعددی در سطح شرکت، صنعت و اقتصاد کلان است. یکی از مؤلفه‌های شرکتی مؤثر بر سطح نگهداشت وجه نقد و سرعت تعدیل آن که در پژوهش‌های پیشین داخلی به آن توجه

نشده است، راهبرد تجاری شرکت است. راهبرد تجاری به عنوان خط‌مشی کلی شرکت، بیانگر شیوه‌های اجرایی شرکت به منظور حفظ توان رقابتی در بازار است. در این پژوهش، راهبرد تجاری با به کارگیری سیستم امتیازدهی ایتنر و لرکر (۱۹۹۷) به صورت مجازی تعریف شده و اثر آن بر سطح نگهداشت وجه نقد و سرعت تعدیل آن بررسی شده است. یافته‌ها مؤید وجود سطح نگهداشت بهینه وجه نقد در شرکت‌ها با راهبردهای تدافعی و آینده‌نگر است. افزون بر آن، نتایج نشان می‌دهند که در قیاس با شرکت‌هایی با راهبرد تدافعی، شرکت‌های آینده‌نگر نسبت وجه نقد کوچک‌تری دارند و انحراف بین نسبت وجه نقد فعلی و نسبت هدف را آهسته‌تر تصحیح می‌کنند. این نتایج که با یافته‌های مگراکیز و زلیپس (۲۰۲۰) مطابقت دارند، با مفاهیم مطرح در نظریه توازن، سازگارند.

یافته‌های این پژوهش می‌تواند برای مدیران و سرمایه‌گذاران مفید باشد. نخست، چون انحراف از سطح بهینه نگهداشت وجه نقد، کاهش ارزش شرکت را در پی دارد، به مدیران پیشنهاد می‌شود برای دستیابی به نسبت فوق، برنامه‌ریزی کنند. به علاوه، به سرمایه‌گذاران نیز توصیه می‌شود که در زمان اتخاذ تصمیم‌های سرمایه‌گذاری، به بحث انحراف نسبت نگهداشت وجه نقد از سطح بهینه، توجه داشته باشند. همچنین، یافته‌های پژوهش مبنی بر سطح نگهداشت کمتر و سرعت تعدیل آهسته‌تر نسبت نگهداشت وجه نقد در شرکت‌های آینده‌نگر و درعین حال، اهمیت نیل به نسبت هدف، می‌تواند مورد توجه مدیران سطوح عالی شرکت‌ها جهت تصمیم‌گیری در خصوص تعیین راهبرد تجاری شرکت قرار گیرد.




در این پژوهش، جهت اطمینان از عدم تأثیر نوع برآوردگر بر نتایج برازش مدل‌های پویا، از دو برآوردگر گشتاورهای تعمیم‌یافته سیستمی و تفاضلی استفاده شد و به منظور اطمینان از عدم تأثیر ناهمگنی سرعت تعدیل در شرکت‌های مختلف بر نتایج مدل‌های پویا، در کنار رویکرد یک مرحله‌ای، از رهیافت دومرحله‌ای نیز استفاده گردید. افزون بر آن، با به کارگیری دو سنجه برای اندازه‌گیری نسبت نگهداشت وجه نقد، از عدم حساسیت نتایج به تعاریف عملیاتی متفاوت متغیر مذکور، اطمینان حاصل گردید. در پایان، با کنترل

اثرات سال‌ها و صنایع و به‌کارگیری تعداد زیادی متغیر کنترلی، از عدم ایجاد تورش متغیرهای محدود<sup>۱</sup>، اطمینان حاصل شد. با این حال، برخی موارد ممکن است مانع از تعمیم مناسب نتایج پژوهش شود. برای مثال، این پژوهش از رویکرد مایلز و اسنو (۱۹۷۸) برای تعیین نوع راهبرد تجاری شرکت‌ها بهره‌مند است و به‌کارگیری سایر روش‌ها مانند رویکرد مارچ<sup>۲</sup> (۱۹۹۱)، تریسی و ویرسما<sup>۳</sup> (۱۹۹۵) پورتر<sup>۴</sup> (۱۹۹۸) (که قابل توصیه به پژوهشگران آتی است) می‌تواند نتایج دیگری دربر داشته باشد.

### تعارض منافع

پژوهش حاضر فاقد هرگونه تعارض منافع است.

### ORCID

Abbas Aflatooni  <https://orcid.org/0000-0002-0573-376X>  
Zahra Nikbakht  <https://orcid.org/0000-0003-0200-397X>  
Kefsan Mansouri  <https://orcid.org/0000-0002-8297-8699>

---

۱. Omitted Variable Bias

۲. March

۳. Treacy and Wiersema

۴. Porter

## منابع

- برزیده، فرخ، جوانی قلندری، موسی و عظیمی، عابد. (۱۳۹۷). تأثیر استراتژی‌های تجاری بر کارایی سرمایه‌گذاری. *دانش حسابداری*، ۹(۴)، ۱۵۳-۱۸۴. doi: 10.22103/jak. 2018.11158.2532
- افلاطونی، عباس و نیکبخت، زهرا. (۱۳۹۹). نقش کیفیت سود در اتخاذ سیاست سود نقدی پایدار: رویکرد گشتاورهای تعمیم‌یافته سیستمی. *مطالعات تجربی حسابداری مالی*، ۱۷(۶۷)، ۱۷۵-۱۵۳. doi: 10.22054/qjma.2020.38991.1943
- آقایی، محمدعلی و امری اسرمی، محمد. (۱۴۰۰). تأثیر بیش اعتمادی مدیریت بر رابطه بین نگهداشت وجه نقد با بازده مازاد. *مطالعات تجربی حسابداری مالی*، (در حال نشر). doi: 10.22054/qjma.2021.51016.2139
- تنانی، محسن و محب‌خواه، محمد. (۱۳۹۳). بررسی رابطه بین استراتژی کسب‌وکار با کیفیت سود و بازده سهام در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار. *پژوهش‌های تجربی حسابداری*، ۴(۳)، ۱۰۵-۱۲۷. doi: 10.22051/jera.2015.1886
- دستگیر، محسن، یوسفی، امین و ایمانی، کریم. (۱۳۹۲). سرعت تعدیل نگهداشت وجه نقد و ویژگی‌های شرکتی مؤثر بر آن. *حسابداری، پاسخگویی و منافع جامعه*، ۳(۳)، ۱۹-۳۳. doi: 10.22051/ijar.2014.470
- صابرماهانی، معصومه، نیکبخت، محمدرضا و دلدار، مصطفی. (۱۴۰۰). آزمون اثربخشی تمرکز مشتری بر سرعت تعدیل نگهداشت وجه نقد در بورس اوراق بهادار تهران. *راهبرد مدیریت مالی*، ۹(۱)، ۵۵-۷۸. doi: 10.22051/jfm.2019.23264.1864
- فخاری، حسین و اسدزاده، احمد. (۱۳۹۶). اثر اهرم مالی و جریان وجه نقد آزاد بر سرعت تعدیل نگهداشت وجه نقد. *راهبرد مدیریت مالی*، ۵(۴)، ۱-۲۳. doi: 10.22051/jfm.2018.15769.1402
- کامیابی، یحیی و محسنی ملکی رستاق، بهرام. (۱۳۹۹). نگهداشت وجه نقد، سرعت تعدیل آن و درجه اهرم مالی در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. *تحقیقات حسابداری و حسابرسی*، ۱۲(۴۸)، ۶۱-۷۸. doi: 10.22034/iaar.2020.128191
- کامیابی، یحیی، حسن‌نجاج‌کردی، محسن و ابراهیمی، جمیل. (۱۳۹۸). تأثیر فرصت‌های رشد، محدودیت مالی و درماندگی مالی بر سرعت تعدیل نگهداشت وجه نقد در شرکت‌های

- کوچک و متوسط. دانش حسابداری مالی، ۶(۴)، ۹۹-۱۳۱. doi: 10.30479/jfak. 2020.9909.2372
- معطوفی، علی‌رضا و گلچوبی، محمد. (۱۳۹۶). بررسی رابطه مالکیت خانوادگی و سرعت تعدیل در میزان نگهداشت وجه نقد: شواهدی از بورس اوراق بهادار تهران. پژوهش‌های حسابداری مالی، ۹(۴)، ۶۱-۸۲. doi: 10.22108/far.2018.107551.1167
- نمازی، محمد، دهقانی سعدی، علی‌اصغر و قوهستانی، سمانه (۱۳۹۶). خودشیفتگی مدیران و استراتژی تجاری شرکت‌ها. دانش حسابداری و حسابرسی مدیریت، ۶(۲۲)، ۳۷-۵۱.

### References

- Arellano, M., & Bond, S. (1991). Some tests of specification for panel data: Monte Carlo evidence and an application to employment equations. *The Review of Economic Studies*, 58(2), 277-297. <https://doi.org/10.2307/2297968>
- Baker, M., & Wurgler, J. (2002). Market timing and capital structure. *The Journal of Finance*, 57(1), 1-32. <https://doi.org/10.1111/1540-6261.00414>
- Bates, T. W., Chang, C. H., & Chi, J. D. (2018). Why has the value of cash increased over time? *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 53(2), 749-787. doi.org/10.1017/S002210901700117X
- Bates, T. W., Kahle, K. M., & Stulz, R. M. (2009). Why do US firms hold so much more cash than they used to? *The Journal of Finance*, 64(5), 1985-2021. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2009.01492.x>
- 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>
- Blundell, R., & Bond, S. (1998). Initial conditions and moment restrictions in dynamic panel data models. *Journal of Econometrics*, 87(1), 115-143. [https://doi.org/10.1016/S0304-4076\(98\)00009-8](https://doi.org/10.1016/S0304-4076(98)00009-8)
- Bugshan, A., Alnori, F., & Bakry, W. (2021). Shariah compliance and corporate cash holdings. *Research in International Business and Finance*, 56, 101383. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2021.101383>
- Chen, Y., Dou, P. Y., Rhee, S. G., Truong, C., & Veeraraghavan, M. (2015). National culture and corporate cash holdings around the world. *Journal of Banking and Finance*, 50, 1-18. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2014.09.018>
- Chen, Y., Eshleman, J. D., & Soileau, J. S. (2017). Business strategy and auditor reporting. *Auditing: A Journal of Practice & Theory*, 36(2), 63-86. <https://doi.org/10.2308/ajpt-51574>



- Diaw, A. (2021). Corporate cash holdings in emerging markets. *Borsa Istanbul Review*, 21(2), 139-148. <https://doi.org/10.1016/j.bir.2020.09.005>
- Dittmar, A.K., & Duchin, R. (2011). *The dynamics of cash*. Working Paper. Ross School of Business. doi:10.2139/ssrn.1569529
- Faulkender, M., Flannery, M. J., Hankins, K. W., & Smith, J. M. (2012). Cash flows and leverage adjustments. *Journal of Financial Economics*, 103(3), 632-646. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2006.00894.x>
- Fosu, S., Danso, A., Ahmad, W., & Coffie, W. (2016). Information asymmetry, leverage and firm value: Do crisis and growth matter? *International Review of Financial Analysis*, 46, 140-150. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2016.05.002>
- Gao, H., Harford, J., & Li, K. (2013). Determinants of corporate cash policy: Insights from private firms. *Journal of Financial Economics*, 109(3), 623-639. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2013.04.008>
- Hambrick, D. C. (2003). On the staying power of defenders, analyzers, and prospectors. *Academy of Management Executive*, 17(4), 115-118.
- 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/10.1111/1911-3846.120877>
- Ittner, C. D., & Larcker, D. F. (1997). Product development cycle time and organizational performance. *Journal of Marketing Research*, 34(1), 13-23. <https://doi.org/10.2307/3152061>
- 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, F., Jiang, Z., Huang, J., Kim, K. A., & Nofsinger, J. R. (2017). Bank competition and leverage adjustments. *Financial Management*, 46(4), 995-1022. <https://doi.org/10.1111/fima.12174>
- 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>
- Kalcheva, I., & Lins, K. V. (2007). International evidence on cash holdings and expected managerial agency problems. *The Review of Financial Studies*, 20(4), 1087-1112. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhm023>
- Kamyabi, Y., & Mohseni Maleki, B. (2021). Cash holding levels, its adjustment speed and financial leverage ratio in Tehran Stock Exchange (TSE). *Journal of Accounting and Auditing Researches*, 12(48), 61-78. <https://doi.org/10.22034/IAAR.2020.128191>
- Keynes, J. M. (1936). *The general theory of employment, interest, and money*. London: Harcourt Brace.

- Kotha, S., & Nair, A. (1995). Strategy and environment as determinants of performance: evidence from the Japanese machine tool industry. *Strategic Management Journal*, 16(7), 497-518. <https://www.jstor.org/stable/2486972>
- 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>
- March, J. G. (1991). Exploration and exploitation in organizational learning. *Organization Science*, 2(1), 71-87. <https://doi.org/10.1287/orsc.2.1.71>
- Martínez-Sola, C., García-Teruel, P. J., & Martínez-Solano, P. (2013). Corporate cash holding and firm value. *Applied Economics*, 45(2), 161-170. <https://doi.org/10.1080/00036846.2011.5956966>
- Miles, R.E., Snow, C.C., Meyer, A.D., & Coleman Jr, H. J. (1978). Organizational strategy, structure, and process. *Academy of Management Review*, 3(3), 546-562. <https://doi.org/10.2307/257544>
- Miller, E. M. (1977). Risk, uncertainty, and divergence of opinion. *The Journal of Finance*, 32(4), 1151-1168. <https://doi.org/10.2307/2326520>
- 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)
- Navissi, F., Sridharan, V. G., Khedmati, M., Lim, E. K., & Evdokimov, E. (2017). Business strategy, over-(under-) investment, and managerial compensation. *Journal of Management Accounting Research*, 29(2), 63-86. <https://doi.org/10.2308/jmar-51537>
- Opler, T., Pinkowitz, L., Stulz, R., & Williamson, R. (1999). The determinants and implications of corporate cash holdings. *Journal of Financial Economics*, 52(1), 3-46. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(99\)00003-3](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(99)00003-3)
- Orlova, S. V. (2020). Cultural and macroeconomic determinants of cash holdings management. *Journal of International Financial Management & Accounting*, 31(3), 270-294. <https://doi.org/10.1111/jifm.12121>
- 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>
- Orlova, S. V., & Sun, L. (2018). Institutional determinants of cash holdings speed of adjustment. *Global Finance Journal*, 37, 123-137. <https://doi.org/10.1016/j.gfj.2018.05.002>

- Orlova, S., Rao, R., & Kang, T. (2017). National culture and the valuation of cash holdings. *Journal of Business Finance & Accounting*, 44(1-2), 236-270. <https://doi.org/10.1111/jbfa.12233>
- Pinkowitz, L., Stulz, R., & Williamson, R. (2006). Does the contribution of corporate cash holdings and dividends to firm value depend on governance? A cross-country analysis. *The Journal of Finance*, 61(6), 2725-2751. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2006.01003.x>
- Porter, M.E. (1998). *Competitive strategy: techniques for analyzing industries and competitors*. New York, NY: The Free Press.
- Said, A. A., HassabElnaby, H. R., & Wier, B. (2003). An empirical investigation of the performance consequences of nonfinancial measures. *Journal of Management Accounting Research*, 15(1), 193-223. <https://doi.org/10.2308/jmar.2003.15.1.193>
- Treacy, M., & Wiersema, F. (1995). *The discipline of market leaders*. Reading, MA: Addison-Wesley.
- Venkiteswaran, V. (2011). Partial adjustment toward optimal cash holding levels. *Review of Financial Economics*, 20(3), 113-121. <https://doi.org/10.1016/j.rfe.2011.06.002>
- Zuckerman, G. (2005). Cash-rich firms feel pressure to spend. *The Wall Street Journal* C, I. Retrieved from <https://www.wsj.com/articles/SB1121044342967818255>

#### References [In Persian]

- Aflatooni, A., & Nikbakht, Z. (2020). The role of earnings quality in adopting a persistent dividend policy: The system generalized method of moments. *Empirical Studies in Financial Accounting*, 17(67), 153-175. doi: 10.22054/qjma.2020.38991.1943 [In Persian]
- Aghaei, M., & Amri Asrami, M. (2021). The impact of CEO's overconfidence on the relation between cash holding with excess returns. *Empirical Studies in Financial Accounting*, In Press. doi: 10.22054/qjma.2021.51016.2139 [In Persian]
- Barzide, F., Javani Ghalandari, M., & Azimi, A. (2019). Effects of business strategies on investment efficiency. *Journal of Knowledge Accounting*, 9(4), 153-184. doi: 10.22103/jak.2018.11158.2532 [In Persian]
- Dastgir, M., Yosefi, A., & Imani, K. (2013). Speed of adjustment of cash and effective corporate factors on it. *Journal of Accounting, Accountability and Society Interests*, 3(3), 19-33. doi: 10.22051/ijar.2014.470 [In Persian]
- Fakhari, H., & Asadzadeh, A. (2018). The effect of leverage and free cash flow on the cash holding. *Financial Management Strategy*, 5(4), 1-23 doi: 10.22051/jfm.2018.15769.1402 [In Persian]

- Kamyabi, Y., & Mohseni Maleki, B. (2021). Cash holding levels, its adjustment speed and financial leverage ratio in Tehran Stock Exchange (TSE). *Journal of Accounting and Auditing Researches*, 12(48), 61-78. <https://doi.org/10.22034/IAAR.2020.128191> [In Persian]
- 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. *Journal of Financial Accounting Knowledge*, 6(4), 99-131 doi: 10.30479/jfak.2020.9909.2372 [In Persian]
- Matoufi, 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 doi: 10.22108/far.2018.107551.1167 [In Persian]
- Namazi, M., Dehghani Sadi, A.A., & Ghouhestani, S. (2017). CEO Narcissism and corporate business strategy. *Journal of Accounting Knowledge and Managerial Accounting*, 6(22), 37-51 [In Persian]
- Sabermahani, M., Nikbakht, M., & Deldar, M. (2021). The effectiveness test of customer concentration on cash holdings adjustment speed in listed companies in Tehran Stock Exchange. *Financial Management Strategy*, 9(1), 55-78. doi: 10.22051/jfm.2019.23264.1864 [In Persian]
- Tanani, M., Mohebkah, M. (2014). 6) The relation of business strategy with earnings quality and stock return in firms listed in TSE. *Empirical Research in Accounting*, 4(3), 105-127. doi: 10.22051/jera.2015.1886 [In Persian]

استناد به این مقاله: افلاطونی، عباس، نیکبخت، زهرا، کفسان، منصور. (۱۴۰۱). راهبرد تجاری شرکت، نگهداشت وجه نقد و سرعت تعدیل آن، فصلنامه مطالعات تجربی حسابداری مالی، ۱۹(۷۳)، ۵۷-۸۴.  
DOI: 10.22054/qjma.2022.63925.2320



Empirical Studies in Financial Accounting is licensed under a Creative Commons Attribution-NonCommercial 4.0 International License.