



فصلنامه علمی پژوهشی دانش سرمایه‌گذاری
دوره ۱۵ / شماره ۳ (پیاپی ۵۹) / پاییز ۱۴۰۵
صفحه ۱۵۹ تا ۱۸۵

تأثیر تنوع‌بخشی شرکت بر نگهداشت وجه نقد با توجه به نقش میانجی رقابت بازار، محدودیت مالی و هزینه نمایندگی

اسداله محمدزاده سوته

دانشجوی دکتری، گروه حسابداری، واحد قائم شهر، دانشگاه آزاد اسلامی، قائم شهر، ایران
asad6490@yahoo.com

محمد مهدی عباسیان فریدونی

استادیار، گروه حسابداری، واحد قائم شهر، دانشگاه آزاد اسلامی، قائم شهر، ایران (نویسنده مسئول)
mm.abbasian@yahoo.com

عباسعلی پورآقاجان سرحمایی

استادیار، گروه حسابداری، واحد قائم شهر، دانشگاه آزاد اسلامی، قائم شهر، ایران
abbasaliporaghajan99@yahoo.com

تاریخ دریافت: ۱۴۰۲/۰۱/۳۱ تاریخ پذیرش: ۱۴۰۲/۰۳/۱۰

چکیده

نگهداشت وجه نقد به عنوان یکی از راهکارهای مدیریتی مهم برای کاهش ریسک‌های مالی و افزایش پایداری شرکت در بلندمدت شناخته شده است. داشتن وجه نقد کافی به شرکت اجازه می‌دهد که در شرایط مختلفی مانند اتفاقات غیرمنتظره، تغییرات بازار، کاهش فروش و یا ایجاد فرصت‌های جدید به شرکت کمک کند. از این رو هدف از این پژوهش بررسی رابطه تنوع‌بخشی شرکت بر نگهداشت وجه نقد و با توجه به نقش میانجی رقابت بازار، محدودیت مالی و هزینه نمایندگی در شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران است. جامعه آماری این پژوهش، شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در بازه زمانی ۱۳۹۴ تا ۱۴۰۰ است که از روش رگرسیون چندمتغیره فرضیه‌های پژوهش آزمون شدند. با توجه به نتایج فرضیه‌های تحقیق، سیاست تنوع‌بخشی شرکت بر نگهداشت وجه نقد تأثیر ندارد، اما بر رقابت بازار محصول و هزینه نمایندگی تأثیر دارد. همچنین، این سیاست از طریق محدودیت مالی بر نگهداشت وجه نقد تأثیرگذار نیست.

واژه‌های کلیدی: تنوع‌بخشی، نگهداشت وجه نقد، رقابت بازار، محدودیت مالی و هزینه نمایندگی.

۱- مقدمه

در دنیای کسب و کار امروزی، تنوع‌بخشی شرکت به عنوان یکی از راهکارهای مدیریتی برای افزایش سودآوری و رشد صنعت، بسیار مورد توجه قرار گرفته است. با این حال، چگونگی تاثیر تنوع‌بخشی شرکت بر نگهداشت وجه نقد هنوز بحث‌های فراوانی در میان پژوهشگران و صاحب‌نظران در حوزه مدیریت است. در این مقاله، با توجه به نقش میانجی رقابت بازار، محدودیت مالی و هزینه‌نمایندگی، تاثیر تنوع‌بخشی شرکت بر نگهداشت وجه نقد بررسی می‌شود.

وجه نقد به شرکت‌ها در تأمین مالی فرصت‌های سرمایه‌گذاری سودآور کمک می‌کند و همچنین در اقتصادهایی که دچار رکود هستند، مزاد وجه نقد می‌تواند به عنوان یک سازوکار مفید، به خصوص برای شرکت‌هایی که دچار محدودیت مالی هستند استفاده می‌شود (هوآنگ و مازوز^۱، ۲۰۱۸: ۲۷۹). در حال حاضر تصمیم‌گیری برای تعیین میزان ذخایر نقدی در شرکت‌ها تبدیل به یکی از مسائل قابل توجه در ادبیات تأمین مالی شده است. مدیران شرکت‌ها تمایل دارند که وجوه نقد شرکت را برای شرایط اقتصادی نامساعد حفظ کنند و در شرایط اقتصادی مطلوب از وجوه نقد برای تحقق بخشیدن به فرصت‌های رشد و شکوفایی استفاده نمایند. بنابراین مزیت عمده نگهداری وجوه نقد در بازارهای سرمایه‌ناکارا افزایش توانایی شرکت برای استفاده از فرصت‌های سرمایه‌گذاری ارزشمند و پرهیز از تأمین مالی خارجی گران قیمت است (چن و ژانگ^۲، ۲۰۱۶: ۹۹).

یکی از عوامل مؤثر بر نگهداشت وجه نقد تنوع‌بخشی شرکت می‌باشد. هنگامی که شرکتی خطوط فعالیت خود را در صنایع متعدد برای تحصیل یا ایجاد دیگر کسب و کارها و محصولات گسترش می‌دهد گفته می‌شود که آن شرکت دست به متنوع‌سازی زده است (خادمردی و جلیلیان، ۱۳۹۲: ۳). بر اساس ادبیات پیشین، شرکت‌های متنوع وجه نقد کمتری نگهداری می‌کنند. زیرا در فرصت سرمایه‌گذاری در بخش‌های مختلف متنوع هستند. شرکت‌های متنوع نسبت به شرکت‌های دیگر وجه نقد کمتری نگهداری می‌کنند.

رقابت بازار محصول از جمله عوامل دیگری است که بر نگهداشت وجه نقد تأثیر دارد. پژوهش‌های زیادی به مطالعه تاثیر رقابت در بازار محصول بر تصمیمات مهم شرکت‌ها و به طور خاص بر تصمیمات سرمایه‌گذاری و تأمین مالی و همچنین جریان‌های نقدی متعاقب آن پرداخته‌اند. رقابت در بازار محصول بر ریسک و ارزیابی بازار از جریان‌های نقدی شرکت‌ها تاثیر معناداری دارد (فخاری و همکاران، ۱۳۹۴: ۵۰). رقابت درک شده بازار محصول عامل تعیین‌کننده مهمی برای سیاست‌های مالی شرکت‌ها می‌باشد. هنگامی که بازار رقابت محصول افزایش می‌یابد، شرکت‌ها برای مقابله با تهدیدات احتمالی رقبا ذخایر نقدی بیشتری نگهداری می‌کنند که این امر تأثیر تنوع‌بخشی بر نگهداشت وجه نقد را کاهش می‌دهد (آتاناسوا و لی^۳، ۲۰۱۹: ۱۳۸). از آنجایی که محدودیت مالی هم به نوبه‌ی خود بر نگهداشت وجه نقد مؤثر می‌باشد، در شرکت‌های کوچک و متوسط نیز انگیزه احتیاطی برای نگهداشت وجه نقد بسیار قرار دارد. زیرا این شرکت‌ها نسبت به شرکت‌های بزرگتر بیشتر در محدودیت مالی هستند و عدم تقارن اطلاعاتی بیشتر دارند. همچنین از نظر میزان دارایی‌های جاری غیرنقد نیز دارای مقادیر کمتری

¹ Huang & Mazouz

² Chen & Zhang

³ Atanasova & Li

نسبت به شرکتهای بزرگ می‌باشند و به دلیل ترس از خطر رویدادهای اقتصادی و مالی ناگهانی، وجه نقد بیشتری را در شرکت نگهداری می‌کنند (گائو و همکاران^۱، ۲۰۱۳: ۶۲۷).

یافته‌های این پژوهش می‌تواند با اهمیت تلقی گردد زیرا دیدگاه و نگرش تازه‌ای را در مدیران و تصمیم‌گیرندگان مدیریتی در ارتباط نگهداشت وجه نقد و تنوع‌سازی به وجود می‌آورد. از سوی دیگر اکثر شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران برای بقا ناچار به توسعه فعالیت‌های از دیدگاه محصول و جغرافیا خواهند بود. از این رو حرکت به سمت تنوع‌سازی بدون در نظر گرفتن عواقب آن، ممکن است نتایج سهمگینی را برای اقتصاد کشور به ارمغان بیاورد. این پژوهش با بررسی اثر تنوع‌سازی بر نگهداشت وجه نقد به توسعه ادبیات این حوزه و نتایج تنوع‌سازی بر نگهداشت وجه نقد کمک می‌کند. بنابراین با توجه به مطالب بیان شده پژوهش حاضر درصدد بررسی اثر تنوع‌بخشی شرکت بر نگهداشت وجه نقد و با توجه به نقش میانجی رقابت بازار، محدودیت مالی و هزینه‌ی نمایندگی است.

در پژوهش حاضر پس از بررسی مبانی نظری و پیشینه پژوهش، فرضیه‌های پژوهش ارائه می‌شود. سپس روش تحقیق مطرح می‌گردد. در نهایت به تجزیه و تحلیل یافته‌ها و نتیجه‌گیری پژوهش پرداخته شده و پژوهش با ارائه پیشنهادهایی به پایان می‌رسد.

مبانی نظری و پیشینه پژوهش

اثر سیاست تنوع‌بخشی بر نگهداشت وجه نقد

سیاست تنوع‌بخشی در محصول به معنای تولید و عرضه چندین محصول مختلف است. این سیاست باعث افزایش گزینه‌های خرید برای مشتریان شده و می‌تواند به صورت مستقیم و غیرمستقیم بر نگهداشت وجه نقد در شرکت‌ها تأثیر بگذارد. سیاست تنوع‌بخشی محصول به عنوان یک راهکار جهت کاهش خطرات بازاریابی و افزایش درآمد، تأثیر مستقیمی بر نگهداشت وجه نقد دارد. با تنوع‌بخشی محصول، شرکت‌ها می‌توانند برای مشتریان خود گزینه‌های بیشتری فراهم کنند که باعث می‌شود مشتریان بیشتری به طور دائمی به شرکت پایبند شوند. از سوی دیگر، با ارائه محصولات متنوع و با کیفیت، شرکت‌ها می‌توانند بر رقبای خود غلبه کنند و بازار بیشتری را به خود اختصاص دهند که در نتیجه باعث افزایش درآمد و سود شرکت می‌شود (ایکر^۲، ۲۰۲۱: ۷۰۳).

اثر سیاست تنوع‌بخشی بر نگهداشت وجه نقد موجب افزایش درآمد، کاهش ریسک، جذب مشتریان و افزایش اعتماد سرمایه‌گذاران می‌گردد و به عنوان یک راه حل موثر برای حفظ و جذب وجه نقد و همچنین رشد و توسعه شرکت‌ها باشد (هالی و همکاران^۳، ۲۰۱۶: ۲۸۶۸).

به طور کلی، شرکت‌هایی که در صنایع متنوع فعالیت می‌کنند، به دلیل توانایی بهتر در مدیریت ریسک‌ها، بازده بیشتری دارند، این سیاست می‌تواند به نگهداشت وجه نقد شرکت کمک کند (لی و ژائو^۴، ۲۰۱۹: ۳۶۸).

¹ Gao et al

² Aaker

³ Halli et al

⁴ Lee & Zhao

از جمله نظریه‌های موافق این تأثیر نظریه دسترسی بازار (لی و همکاران^۱، ۲۰۱۸: ۸۷۳) و نظریه کمینه سازی خطر (جلیلی و همکاران، ۱۳۹۵: ۴۹) و نظریه مخالف، نظریه جابه‌جایی هزینه‌ها (داسگواپتا و گوپتا^۲، ۲۰۱۷، ۲۴۹) می‌توان نام برد.

اثر سیاست تنوع بخشی بر نگهداشت وجه نقد به واسطه رقابت بازار محصول

سیاست تنوع بخشی محصول، تأثیر قابل توجهی بر رقابت بازار دارد. با افزایش تنوع بخشی محصولات، شرکت‌ها می‌توانند به راحتی با رقبای خود رقابت کنند و بازار را از آن‌ها بازپس‌گیری کنند. تنوع بخشی محصولات، می‌تواند به شرکت‌ها در جذب مشتریان و افزایش سهم بازار کمک کند. زیرا با ارائه محصولات متنوع، شرکت‌ها می‌توانند به بهترین شکل ممکن به تقاضای مشتریان پاسخ دهند. افزایش تنوع بخشی محصولات می‌تواند به شرکت‌ها در حفظ نگهداشت وجه نقد کمک کند. زیرا با تغییر فراهمی محصولات، شرکت‌ها می‌توانند هزینه‌های تولید و توزیع را کاهش داده و در نتیجه بازدهی بیشتری را بدست آورند. با افزایش تنوع بخشی محصولات، شرکت‌ها می‌توانند به راحتی با نوسانات بازار سازگار شوند. زیرا با تمرکز بر محصولات متنوع، در صورت عدم تقاضا برای یک محصول، می‌توانند به محصولات دیگری متمرکز شوند و بازدهی سرمایه‌گذاری‌های خود را حفظ کنند (کاوز و پورتر^۳، ۱۹۷۷: ۲۴۸). تنوع بخشی محصولات به شرکت‌ها کمک می‌کند تا در برابر نوسانات بازار بهتر سازگار شوند و در نتیجه بازدهی آن‌ها بیشتر شود و به صورت مثبت و معناداری بر عملکرد مالی شرکت‌ها، از جمله نگهداشت وجه نقد، تأثیر مثبت دارد (صالحی و همکاران، ۱۳۹۸: ۳۲). به عنوان مثال، مطالعه‌ای از وو و همکاران^۴ (۲۰۱۹) از فروشگاه آنلاین eBay نشان داد که ارائه تنوع بخشی محصول باعث افزایش تعداد مشتریان و در نهایت زیاد شدن نگهداشت وجه نقد شده است.

سیاست تنوع بخشی محصول با افزایش رقابت در بازار، می‌تواند به نگهداشت وجه نقد مشتریان فعلی کمک کند. زیرا با ارائه گزینه‌های متنوع و پوشش دادن به نیازهای مختلف مشتریان، شرکت‌ها می‌توانند مشتریان فعلی خود را راضی نگه دارند و از این طریق از دست رفتن آنان جلوگیری کنند (ناگویان و همکاران^۵، ۲۰۲۱: ۴۱). به علاوه، با افزایش رقابت در بازار، شرکت‌ها برای حفظ مشتریان فعلی خود و جلب مشتریان جدید، مجبور به ارائه قیمت‌های مناسب‌تر و خدمات بهتر هستند. این امر می‌تواند باعث افزایش رضایت مشتریان و بهبود تجربه خرید آنان شود و در نتیجه، به نگهداری وجه نقد مشتریان کمک کند (قریشی و همکاران^۶، ۲۰۲۱: ۲۳). طبق نظریه‌های موافق، سیاست تنوع بخشی می‌تواند در بازار رقابتی نهادینه شده باشد که قادر به کاهش هزینه‌ها و افزایش فروش باشد و در نتیجه به حفظ وجه نقد کمک خواهد کرد. براساس نظریه‌های مخالف، سیاست تنوع بخشی در صورت عدم رقابت در بازار می‌تواند باعث افزایش ریسک و کاهش نگهداشت وجه نقد شود.

¹ Li et al

² Dasgupta & Gupta-Mukherjee

³ Caves & Porter

⁴ Vu et al

⁵ Nguyen et al

⁶ Qureshi et al

اثر سیاست تنوع بخشی بر نگهداشت وجه نقد به واسطه محدودیت مالی

سیاست تنوع بخشی محصول، به معنای افزودن محصولات جدید و متنوع به پورتفلیو شرکت است. با این کار، شرکت قادر خواهد بود تا در بازار رقابتی و پویا، خود را بهتر موقعیت دهد و با گسترش محصولات خود، فروش و درآمد خود را افزایش دهد. اما این سیاست با محدودیت‌های مالی همراه است و نیاز به سرمایه‌گذاری برای تحقق آن دارد.

سیاست‌های تنوع بخشی از چند طریق می‌تواند بر وجه نقد شرکت‌ها تأثیر بگذارد. از آنجا که ناطمینانی سیاست پولی بازده دارایی را کاهش می‌دهد و هزینه‌های تأمین مالی خارجی را افزایش می‌دهد، این امر محدودیت‌های مالی شرکتها را تشدید میکند. در چنین شرایطی شرکتها ممکن است تصمیم بگیرند سرمایه‌گذاری را به خاطر وجود ناطمینانی زیاد به تأخیر بیندازند که این امر منجر به افزایش در اختیار داشتن پول نقد نیز میشود (ژو و همکاران^۱، ۲۰۲۱: ۱۸۷)

اثر این سیاست بر نگهداشت وجه نقد به دو صورت ممکن است باشد. اولین اثر این است که در صورتی که سیاست تنوع بخشی محصول با موفقیت عملی شود و فروش و درآمد شرکت افزایش یابد، وجه نقد شرکت نیز افزایش خواهد یافت. زیرا افزایش فروش به افزایش نقدینگی و حسابرسی شرکت منجر می‌شود. اما اثر دیگری که می‌تواند بر نگهداشت وجه نقد تأثیر داشته باشد، این است که برای تحقق سیاست تنوع بخشی محصول، سرمایه‌گذاری لازم است. این سرمایه‌گذاری ممکن است باعث کاهش وجه نقد شرکت شود. بدین معنا که در صورتی که شرکت به جای سرمایه‌گذاری در پروژه‌های متنوع، وجه نقد خود را حفظ می‌کرد، در کوتاه مدت ممکن است وضعیت مالی بهتری داشته باشد.

زمانی که شرکت تصمیم می‌گیرد برای توسعه خط محصولات خود، سرمایه‌گذاری کند، به نوعی با محدودیت پولی مواجه می‌شود. این محدودیت ممکن است باعث شود که شرکت نتواند برای پرداخت هزینه‌های دیگری مانند پرداخت حقوق کارمندان، خرید مواد اولیه و... آمادگی داشته باشد. این می‌تواند باعث کاهش نظام مالی شرکت شود (جاوید و رئوف^۲، ۲۰۱۵: ۶۲۳)

اثر سیاست تنوع بخشی بر نگهداشت وجه نقد به واسطه هزینه نمایندگی

بر اساس پژوهش‌های انجام شده، سیاست تنوع بخشی محصولات می‌تواند به عنوان یک راهکار برای کاهش هزینه نمایندگی و در نتیجه افزایش نگهداشت وجه نقد شرکت‌ها مورد استفاده قرار گیرد. با توجه به اینکه با ارائه محصولات متنوع، شرکت‌ها قادر خواهند بود تا نیازهای مختلف مشتریان را برآورده کرده و بدین ترتیب، احتمال خروج مشتریان از شرکت را کاهش دهند؛ زیرا با توجه به تنوع محصولات، مشتریان احتمالاً قادر خواهند بود نیازهای خود را درون شرکت پوشش دهند (میرزایی و حیدری، ۱۳۹۶: ۵۲).

¹ Zhou et al

² Javid & Rauf

سیاست تنوع بخشی به معنای سرمایه‌گذاری در دارایی‌های متفاوت با هدف کاهش ریسک و افزایش بازده است. یکی از عوامل تاثیرگذار در نگهداشت وجه نقد، هزینه نمایندگی می‌باشد. هزینه نمایندگی شامل هزینه‌های مربوط به خرید و فروش دارایی‌ها، مالیات‌ها و سایر هزینه‌هایی است که در رابطه با تبادل دارایی‌ها پرداخت می‌شود (جاگانانان و ما، ۲۰۰۳: ۱۶۵۴).

نظریه موافق اثر سیاست تنوع بخشی بر نگهداشت وجه نقد به واسطه هزینه نمایندگی، بر اساس فرضیه‌ی «کاراگاه ناقص» است که بیان می‌کند، مشتریان در انتخاب بین گزینه‌های مختلف، تنها به دنبال حداکثر سود خود هستند و از طریق تنوع بخشی، شرکت‌ها بهترین گزینه را در اختیار مشتری قرار می‌دهند. این مدل در صناعی که رقابت شدیدی می‌بینند و مشتریان با تعداد زیادی شرکت مواجه هستند مورد استفاده قرار می‌گیرد (واندرلان و بهر^۱، ۲۰۱۳: ۹۴).

سیاست مدیریت نقدینگی شرکت را می‌توان تا حد زیادی با انگیزه نمایندگی توضیح داد. بر اساس انگیزه نمایندگی، شرکت‌هایی که شیوه‌های حاکمیت شرکتی ضعیفی دارند وجه نقد بیشتری نگهداری می‌کنند، زیرا سلب مالکیت آن آسان است و سطح یکسانی از بررسی را به خود جلب نمی‌کند. مدیران مستقر در زمانی که شرکت هیچ فرصت سرمایه‌گذاری مثبتی ندارد به احتمال زیاد به جای بازگرداندن وجه نقد اضافی به سهامداران، وجه نقد را انباشته می‌کنند. نگهداری وجه نقد به طور بالقوه با تضاد نمایندگی بین مدیریت و سهامداران مرتبط است، چرا که مدیران شرکت باید تصمیماتی را بگیرند که بهترین منافع شرکت و سهامداران را به دست آورد. اما ممکن است این تصمیمات با منافع مدیران و نه سهامداران همخوانی نداشته باشد. برای جلوگیری از تضاد نمایندگی، شرکت‌ها به منظور جلب رضایت سهامداران، باید نظارت و کنترلی کامل بر مدیریت خود داشته باشند. در این صورت، تصمیماتی که بهترین منافع شرکت و سهامداران را به دست آورده باشند، انجام خواهند شد و نگهداری وجه نقد نیز به طور ایده‌آل انجام خواهد شد (گوپتا و کریشنامورتی^۲، ۲۰۲۳: ۵۸۵).

نظریه مخالف اثر سیاست تنوع بخشی بر نگهداشت وجه نقد به واسطه هزینه نمایندگی، بر پایه فرضیه‌ی «هزینه انتخاب» است که بیان می‌کند، مشتریان اغلب به اندازه‌ی کافی از گزینه‌های مختلف آگاه نیستند و با تنوع بخشی، به شرکت‌ها هزینه‌های اضافی برای تولید محصولات مختلف و برای تبلیغات بیشتر را بر عهده می‌گیرند. همچنین، در بسیاری از صنایع، این استدلال مطرح است که تنوع بخشی سبب پیچیدگی بیشتر در فرآیند تولید و اداری می‌شود (گیلبرت^۳، ۲۰۱۰: ۴).

طی سال‌های گذشته، رویکردهای متفاوتی در سیاست نگهداری وجه نقد به وجود آمده است. برخی محققان معتقدند که با وجود دلایلی مثل کاهش احتمال سردرگمی و فشارهای مالی که ممکن است در راستای سیاست‌های حداکثرسازی سرمایه‌گذاری‌های و یا احتمال وجود محدودیت‌های تأمین مالی به وجود می‌آید، نگهداری وجه نقد در شرکت‌ها باید افزایش یابد. همچنین، محققانی دیگر نظیر [آلایانیس و موزامدار^۴ \(۲۰۰۴\)](#) و [کاشانی پور و نقی](#)

¹ Van der Laan & Bahl

² Gupta and Krishnamurti

³ Gilbert

⁴ Allayannis & Mozumdar

ژناد (۱۳۸۸) با ارائه مسائلی، مثل بازده پایین وجه نقد نگهداری شده در شرکت نسبت به دارایی‌های ثابت، اثری که تورم به علت افت ارزش زمانی پول در طی زمان بر سطح‌های نگهداری مازاد وجه نقدی می‌گذارد و افزایش ارزش شرکت که از طریق سرمایه‌گذاری وجوه اضافه در پروژه‌های سودآور رخ می‌دهد، معتقد به نگهداری کمتر موجودی نقد در شرکت‌ها هستند. مدیریت وجه نقد شامل مجموعه وسیعی از فعالیت‌های مربوط به جمع‌آوری، نگهداری و پرداخت آن می‌باشد که هدف آن تعیین میزان ذخایر نقدی شرکت، مدیریت بر مانده آن و سرمایه‌گذاری‌های کوتاه‌مدت است. اقتصاددانان دلایل متعددی را در توجیه نگهداری وجه نقد ارائه نموده‌اند، انگیزه نگهداری وجه نقد معروف‌ترین آن می‌باشد. در نظریه تقاضای پول از نظر کینز که آن را نظریه رجحان نقدینگی می‌نامد، این سؤال را مطرح می‌کند که دلیل نگهداری وجه نقد توسط مردم چیست؟ او در پاسخ به این سؤال، بیان می‌کند برخلاف کلاسیک‌ها که تنها بر تقاضای معاملاتی پول تأکید می‌کردند، پنج نوع انگیزه برای تقاضای پول مدنظر است: انگیزه معاملاتی، انگیزه سفته‌بازی، انگیزه احتیاطی، انگیزه نمایندگی، انگیزه مالیاتی.

رقابت در بازار محصول معیاری مهم برای ارزیابی درجه موفقیت کشورها، صنایع و بنگاه‌ها در عرصه‌های رقابتی، سیاسی، اقتصادی و تجاری است (**بگز و دیبتیگنز^۱**، ۲۰۰۷، ۲۹۶). رقابت‌پذیر بودن به معنای امکان دستیابی به موقعیت مناسب و اثبات در بازارهای رقابتی و جهانی در مقایسه با رقابت (**طاهری نیا و فضل‌اللهی دهکردی**، ۱۳۹۶، ۴).

یکی از عوامل شایان توجه و تأثیرگذار بر توان رقابتی شرکت، محدودیت مالی بنگاه‌های اقتصادی است. محدودیت مالی، یکی از موضوع‌های مهم و پیشروی تمام شرکت‌هاست. ایجاد و توسعه روزافزون بنگاه‌های اقتصادی، نیازمند تأمین منابع مالی قابل‌ملاحظه است که بیشتر از عهده مؤسسان خارج است (**اعتمادی و احمدی** **گورجی**، ۱۳۹۴، ۸).

وانگ^۲ (۲۰۲۳) در پژوهشی به تحلیل کارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌های هلدینگ نسبت به شرکت‌های تک‌بخشی در طول زمان پرداخته است. نتایج نشان داده‌اند که در دوره‌های رکود، شرکت‌های هلدینگ نسبت به شرکت‌های تک‌بخشی حساسیت بیشتری در سرمایه‌گذاری خود نشان می‌دهند، در مقابل در دوره‌های رشد، این رابطه برعکس است. همچنین نشان داده شده‌است که شرکت‌های هلدینگ با بهره‌مندی از بازارهای سرمایه داخلی، در دوره‌های رکود، به سرمایه‌گذاری داخلی خود وابستگی بیشتری دارند، در حالی که شرکت‌های تک‌بخشی به طرز قابل توجهی از حفظ نقدینگی و از مسیر خود کردن سرمایه‌گذاری خود بیشتر از سطح بهینه خود، استفاده می‌کنند.

ژانگ و ژو^۳ (۲۰۲۲) در پژوهش خود به بررسی تأثیر رقابت بازار بر نگهداری وجه نقد شرکت: تحلیلی از نوآوری شرکت و محدودیت مالی پرداخته‌اند. بر اساس نمونه‌ای از بازار سهام چین از سال ۱۹۹۸ تا ۲۰۱۹، نتایج تجربی ما نشان می‌دهد که دارایی‌های نقدی به طور منفی تحت تأثیر رقابت بازار قرار می‌گیرد، نوآوری شرکت تا حدی واسطه این اثر است و محدودیت مالی میانجیگری کامل را نشان می‌دهد. که اثر میانجی نوآوری شرکتی توسط

¹ Baggs & De Bettignies

² Yolanda Yulong Wang

³ Zhang & zho

محدودیت‌های مالی تعدیل می‌شود. علاوه بر این، تأثیر رقابت در بازار روند افزایشی را نشان می‌دهد که دارایی‌های نقدی با افزایش رگرسیون چندکی افزایش می‌یابد. این تأثیر برای شرکت‌های دولتی کاهش می‌یابد و شرکت‌هایی با کل دارایی‌های بزرگ‌تر به میزان کمتری تحت تأثیر قرار می‌گیرند.

آلیس و همکاران^۱ (۲۰۲۲) در پژوهشی به بررسی تأثیر نقدینگی و محدودیت‌های مالی بر عملکرد بازار شرکت‌های برزیلی پرداختند. دوره تحلیلی مربوط به سال‌های ۲۰۱۴ تا ۲۰۱۸ بوده و شاخص KZ برای طبقه‌بندی سازمان‌ها بر اساس میزان محدودیت آن‌ها و رگرسیون خطی چندگانه که اثرات ثابت سال و بخش را کنترل می‌کند استفاده شده است. نتایج نشان می‌دهند که سازمان‌ها به دلیل دشواری در به دست آوردن اعتبار، تمایل دارند کمتر سرمایه‌گذاری کنند. لذا، نیاز واضح به نقدینگی سازمان‌ها وجود دارد تا فرصت‌های سرمایه‌گذاری را از دست ندهند. با وجود محدودیت‌های مالی، سازمان‌ها به صورتی، به عنوان یک گزینه سرمایه‌گذاری خوب نمایندگی می‌کنند، زیرا به جای منابع برای سرمایه‌گذاری جدید، نقدینگی اضافی را ترجیح می‌دهند.

آناناسوا و لی (۲۰۱۸) در پژوهشی به بررسی تأثیر راهبردتنوع بخشی بر نگهداشت وجه نقد با توجه به نقش رقابت بازار پرداختند. جهت انجام این پژوهش نمونه‌ای از ۱۷۵۰۰ شرکت از ۱۲ کشور در دوره زمانی ۱۹۹۸ تا ۲۰۱۳ مورد بررسی قرار گرفت. نتایج حاصل از آزمون رگرسیون نشان داد نگهداشت وجه نقد در شرکت‌های متنوع که نفوذ واردات بالایی دارند و همچنین شرکت‌هایی که در صنایع رقابتی دارای تنوع محصول هستند به طور قابل توجهی کمتر از وجه نقد شرکت‌های متمرکز نیست. اما بر اساس یافته‌های پژوهش مشخص شد رقابت بازار در تأثیر تنوع‌بخشی شرکت بر نگهداشت وجه نقد نقش میانجی دارد.

بادامی و همکاران (۱۴۰۱) در پژوهشی به بررسی تأثیر ناطمینانی سیاست‌های پولی بر نگهداشت وجه نقد با تاکید در شرکت‌های دارای محدودیت مالی پرداختند. بدین منظور اطلاعات ۱۲۷ شرکت در ۱۱ سال مالی طی سالهای ۱۳۸۹ الی ۱۳۹۹ مورد بررسی قرار گرفته است. نتایج پژوهش حاصل ناطمینانی در سیاست‌های پولی تابع رژیم‌های اقتصادی بوده و بر این اساس ۵ رژیم جهت برآورد مدل میزان نگهداشت نقد مشاهده گردید؛ نتایج بیانگر این واقعیت بود که با افزایش سطح ناطمینانی میزان نگهداشت وجه نقد افزایش یافته و در حالی که قید محدودیت مالی به مدل‌های ۵ گانه مشاهده گردید که میزان نگهداشت وجه نقد افزایش یافته است.

صبوری و همکاران (۱۴۰۱) در پژوهش خود به بررسی تأثیر تعدیل گر محدودیت مالی بر ارتباط بین جریان نقد آزاد، هزینه نمایندگی و عملکرد مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخت. برای دستیابی به هدف پژوهش، ۱۳۳ شرکت از تمام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران برای دوره ۱۳۹۱ تا ۱۳۹۶ انتخاب شد با استفاده از رویکرد داده‌های تابلویی، فرضیه‌های پژوهش آزمون شدند. نتایج حاصل از پژوهش نشان می‌دهد که جریان نقد آزاد بر عملکرد مالی تأثیر مستقیم و معنادار دارد. همچنین محدودیت مالی بر ارتباط بین جریان نقد آزاد و عملکرد مالی تأثیر مستقیم و معنادار دارد. ولی هزینه نمایندگی بر عملکرد مالی تأثیر معکوس و معنادار دارد و محدودیت مالی بر ارتباط بین هزینه نمایندگی و عملکرد مالی تأثیر ندارد. میتوان گفت که با افزایش هزینه نمایندگی، عملکرد مالی بدتر می‌شود.

¹ Alice et al

رازمش (۱۴۰۱) در پژوهشی به بررسی رابطه بین رقابت در بازار محصول و سطح نگهداشت وجه نقد شرکت با تاکید بر اثر تعدیلگری چرخه تجاری با نمونه ای مشتمل بر ۱۳۰ شرکت پذیرفته در بورس اوراق بهادار طی بازه زمانی ۱۳۹۱-۱۳۹۶ پرداخته است. نتایج با استفاده از روش رگرسیون چند متغیره نشان میدهد که رقابت در بازار محصول منجر به افزایش میزان سطح نگهداشت وجه نقد میشود و همچنین، نتایج فرضیه دوم نشان داد چرخه تجاری تاثیر تعدیلگری بر رابطه بین رقابت در بازار محصول و افزایش میزان سطح نگهداشت وجه نقد ندارد. علوب و همکاران (۱۴۰۱) در پژوهشی به بررسی رابطه بین ریسک ویژه و نگهداشت وجه نقد شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران با نمونه ای مشتمل بر ۱۴۳ شرکت طی دوره هشت ساله بین سال های ۱۳۹۰ الی ۱۳۹۷ و در مجموع ۱۱۴۴ سال-شرکت پرداختند. ریسک ویژه شرکت منبع مهم هزینه های نمایندگی است. نتایج نشان می دهد هزینه های نمایندگی ریسک غیرسیستماتیک اختیاری نگهداشت وجه نقد شرکت و تخصیص وجه نقد را تحت تأثیر قرار می دهند. شرکت های دارای ریسک غیرسیستماتیک اختیاری وجه نقد بیشتری دارند و شرکت های دارای ریسک غیرسیستماتیک اختیاری بالا ذخایر نقدی کمتری دارند. که در مجموع رابطه مثبت و معناداری بین ریسک ویژه و نگهداشت وجه نقد شرکت ها در دوره بررسی وجود دارد.

فرضیه‌های پژوهش

با توجه به ادبیات مطرح‌شده، فرضیه‌های پژوهش به شرح ذیل هستند:

فرضیه اول: سیاست تنوع‌بخشی شرکت بر نگهداشت وجه نقد در شرکت‌های پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران تأثیر دارد.

فرضیه دوم: سیاست تنوع‌بخشی شرکت بر رقابت بازار محصول در شرکت‌های پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران تأثیر دارد.

فرضیه سوم: سیاست تنوع‌بخشی شرکت از طریق رقابت بازار محصول بر نگهداشت وجه نقد در شرکت‌های پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران تأثیر دارد.

فرضیه چهارم: سیاست تنوع‌بخشی شرکت بر محدودیت مالی در شرکت‌های پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران تأثیر دارد.

فرضیه پنجم: سیاست تنوع‌بخشی شرکت از طریق محدودیت مالی بر نگهداشت وجه نقد در شرکت‌های پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران تأثیر دارد.

فرضیه ششم: سیاست تنوع‌بخشی شرکت بر هزینه نمایندگی در شرکت‌های پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران تأثیر دارد.

فرضیه هفتم: سیاست تنوع‌بخشی شرکت از طریق هزینه نمایندگی بر نگهداشت وجه نقد در شرکت‌های پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران تأثیر دارد.

روش پژوهش

پژوهش حاضر از نظر نتیجه اجرا آن، یک پژوهش کاربردی، از منظر فرآیند اجرا، کمی، از منظر منطق اجرا، قیاسی-استقرایی، از منظر هدف اجرا، تحلیل-تجربی و از منظر بعد زمانی یک پژوهش طولی-گذشته‌نگر است. در این پژوهش داده‌ها از یادداشت‌های توضیحی صورت‌های مالی و نرم افزار ره آورد نوین^۳ جمع‌آوری و برای تجزیه و تحلیل نهایی داده از طریق نرم‌افزار اقتصادسنجی Eviews (ایویوز) مورد استفاده قرار گرفته است.

جامعه آماری و مبنای آزمون فرضیه‌ها

مبنای آزمون فرضیه‌های پژوهش بر اساس اطلاعات ۱۱۰ شرکت (اطلاعات در دسترس) در طی سال‌های ۱۳۹۴ تا ۱۴۰۰ (۷۷۰ سال-شرکت) که با توجه به قلمرو مکانی تحقیق، شامل کلیه شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران و قلمرو زمانی یک دوره ۷ ساله است.

مدل استفاده شده برای آزمون فرضیه‌های پژوهش

در این پژوهش به منظور تهیه یک مدل مناسب برای آزمون فرضیه‌ها ابتدا بر اساس مبانی نظری و پژوهش‌های پیشین، متغیرهای تأثیرگذار بر نگهداشت وجه نقد، اندازه‌گیری و طبقه‌بندی شدند، سپس بر اساس مدل رگرسیون مرحله‌دار (STEPLS)^۱ متغیرهای که از لحاظ آماری مناسب بودند و باعث ایجاد یک رگرسیون کاذب نمی‌گردیدند، انتخاب شدند. مدل نهایی برای آزمون فرضیه‌های پژوهش به شرح جدول ۱ است:

جدول (۱) مدل پژوهش

$CHI_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 Q_{divi,t} + \beta_j CONTROLS_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$	رابطه (۱)	فرضیه ۱
$HHI_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 Q_{divi,t} + \beta_j CONTROLS_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$	رابطه (۲)	فرضیه ۲
$CHI_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 Q_{divi,t} + \beta_2 HHI_{i,t} + \beta_j CONTROLS_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$	رابطه (۳)	فرضیه ۳
$FCI_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 Q_{divi,t} + \beta_j CONTROLS_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$	رابطه (۴)	فرضیه ۴
$CHI_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 Q_{divi,t} + \beta_2 FCI_{i,t} + \beta_j CONTROLS_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$	رابطه (۵)	فرضیه ۵
$ACI_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 Q_{divi,t} + \beta_j CONTROLS_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$	رابطه (۶)	فرضیه ۶
$CHI_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 Q_{divi,t} + \beta_2 ACI_{i,t} + \beta_j CONTROLS_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$	رابطه (۷)	فرضیه ۷

که در رابطه بالا:

متغیر وابسته نگهداشت وجه نقد (cash hold): جمع وجه نقد و سرمایه‌گذاری‌های کوتاه‌مدت بر دارایی‌های کل تقسیم می‌شود (آتاناسوا و لی^۲، ۲۰۱۸).

^۱ Stepwise least squares

^۲ Atanasova & Li

متغیر مستقل

تنوع‌بخشی شرکت:

در این پژوهش تنوع‌بخشی شرکت بر اساس فرصت‌های سرمایه‌گذاری و جریان نقدی محاسبه می‌گردد. تنوع‌بخشی داخلی در فرصت سرمایه‌گذاری برابر است با تفاوت انحراف استاندارد Q Tobin شرکت در بازه زمانی موردنظر با نوسانات Q Tobin در بخش‌های مختلف.

شاخص Q Tobin برابر است با ارزش دفتری کل دارایی‌ها منهای ارزش دفتری سهام سهام‌داران تقسیم‌بر ارزش دفتری کل دارایی‌ها تنوع‌بخشی داخلی در جریان نقدی برابر است با نوسانات وجه نقد در بخش‌های مختلف که برابر است با تفاوت انحراف استاندارد جریان نقد شرکت در بازه زمانی موردنظر با نوسانات جریان نقد در بخش‌های مختلف (آتاناسوا و لی، ۲۰۱۸).

متغیر میانجی

رقابت بازار:

شاخص هرفیندال - هیرشمن (HHI) : برابر است با مجموع مربع سهام شرکت در بازار. هر چه این شاخص بیشتر باشد، تمرکز در بازار بیشتر و رقابت کمتر است (آتاناسوا و لی، ۲۰۱۸).

$$HHI_{j,t} = \sum_{i=1}^k s_i^2$$

هزینه نمایندگی (AC):

هزینه نمایندگی برابر است با نسبت جمع هزینه‌های اداری و فروش به فروش خالص شرکت (آتاناسوا و لی، ۲۰۱۸).

محدودیت مالی (FC)

در این پژوهش جهت سنجش محدودیت مالی از پژوهش کاپلان و زینگالس (۱۹۷۷) استفاده می‌شود که به شیوه زیر محاسبه می‌شود.

$$KZ = 17/33 - 37/486 C - 15/216 Div + 3/39 lev - 1/420 QMTB$$

که در این مدل

KZ = شاخص محدودیت مالی

C = نسبت وجه نقد به دارایی‌ها

Div = نسبت سود تقسیمی به دارایی‌ها

Lev = نسبت بدهی به دارایی‌ها

MTB = نسبت حاصل جمع ارزش بازار حقوق صاحبان سهام و ارزش دفتری بدهی‌ها به ارزش دفتری دارایی‌ها

پس از محاسبه مقادیر KZ برای هر شرکت - سال، مقادیر از کوچک‌ترین به بزرگ‌ترین مرتب و سپس به پنج قسمت تقسیم می‌شود که شرکت - سال‌های حاضر در پنجم و چهار و پنج را شرکت - سال‌های دچار محدودیت مالی شناسایی می‌کند (آتاناسو و لی، ۲۰۱۸).

متغیرهای کنترل

اندازه شرکت‌ها (size): گرفتن لگاریتم از جمع دارایی‌های کل (آتاناسو و لی، ۲۰۱۸).
 بدهی (EBITDA): نسبت درآمد قبل از بهره، مالیات و استهلاک به دارایی‌های کل (آتاناسو و لی، ۲۰۱۸).
 جریان نقد عملیاتی (PCF): برابر است با مجموع درآمد قبل از اقلام فوق‌العاده و استهلاک تقسیم‌بر کل دارایی‌ها (آتاناسو و لی، ۲۰۱۸).

Q Tobin: ارزش بازار دارایی‌ها تقسیم‌بر (۰.۹ ارزش دفتری دارایی‌ها + ۰.۱ ارزش بازار دارایی‌ها) که در این رابطه ارزش بازار دارایی‌ها مساوی است با ارزش دفتری دارایی‌ها منهای تعداد سهام عادی به‌اضافه سهام ممتاز ضرب‌در قیمت سهام منهای مالیات معوق (آتاناسو و لی، ۲۰۱۸).

اهرم مالی (LEV): برابر است با لگاریتم طبیعی بدهی کل به دارایی کل (آتاناسو و لی، ۲۰۱۸).
 پرداخت‌ها (PAYOUT): برابر است با نسبت مجموع سود سهام و بازپرداخت سهام تقسیم‌بر کل دارایی (آتاناسو و لی، ۲۰۱۸).

capex: نسبت هزینه سرمایه به دارایی‌های کل (آتاناسو و لی، ۲۰۱۸).
 سرمایه در گردش خالص (nwc): برابر است با دارایی‌های جاری منهای بدهی‌های جاری - نگهداشت وجه نقد تقسیم‌بر کل دارایی‌ها (آتاناسو و لی، ۲۰۱۸).

حاشیه قیمت (pcm): برابر است با مجموع درآمد قبل از اقلام فوق‌العاده و استهلاک تقسیم‌بر فروش (آتاناسو و لی، ۲۰۱۸).

نوسان رشد فروش (SGV): برابر است با انحراف استاندارد رشد فروش شرکت (آتاناسو و لی، ۲۰۱۸).

تجزیه و تحلیل داده‌ها

در جدول شماره (۲) آمار توصیفی مربوط به متغیرهای مدل را نشان می‌دهد که بیانگر پارامترهای توصیفی برای هر متغیر به صورت مجزا می‌باشد. این پارامترها عمدتاً شامل اطلاعات مربوط به شاخص‌های مرکزی، نظیر بیشینه، کمینه، میانگین و میانه و همچنین اطلاعات مربوط به شاخص‌های پراکندگی نظیر واریانس، چولگی و کشیدگی است. در این جدول تعداد مشاهدات برای هر متغیر در مدل برابر ۷۷۰ مشاهده می‌باشد. مهمترین شاخص مرکزی میانگین است که نشان دهنده نقطه تعادل و مرکز ثقل توزیع است و شاخص مناسبی برای نشان دادن مرکزیت داده هاست. برای مثال میانگین متغیر نگه داشت وجه نقد (CH) برابر با ۰.۰۸ می‌باشد، که نشان می‌دهد بیشتر داده‌های مربوط به این متغیر حول این نقطه تمرکز یافته‌اند. این نتیجه نشان می‌دهد که شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران عمدتاً وجه نقد کمی را نگهداری می‌کنند. این موضوع در شرایط تورمی کاملاً

عقلایی به نظر می‌رسد با این حال از توان پایین شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار در رابطه با انعطاف پذیری مالی خبر می‌دهد. میانه یکی از شاخص‌های مرکزی است که وضعیت جامعه را نشان می‌دهد. همانگونه که در جدول مشاهده می‌شود میانه متغیر نگه داشت وجه نقد (CH) برابر با ۰.۰۴ می‌باشد که نشان می‌دهد نیمی از داده‌ها کمتر از این مقدار و نیمی دیگر بیشتر از این مقدار هستند. پارامترهای پراکندگی، به طور کلی معیاری برای تعیین میزان پراکندگی داده‌ها از یکدیگر یا میزان پراکندگی آنها نسبت به میانگین است. از جمله مهمترین پارامترهای پراکندگی انحراف معیار است. مقدار این پارامتر برای متغیر نگه داشت وجه نقد (CH) برابر ۰.۱۱ است که نشان دهنده‌ی میزان پراکندگی این متغیر می‌باشند. میزان عدم تقارن منحنی فراوانی را چولگی می‌نامند. اگر ضریب چولگی صفر باشد، جامعه کاملاً متقارن است و چنانچه ضریب مثبت باشد، چولگی به راست و اگر منفی باشد، چولگی به چپ وجود خواهد داشت. به عنوان مثال متغیر نگه داشت وجه نقد (CH) برابر با ۲.۴۲ می‌باشد، یعنی این متغیر چولگی به راست دارد و به این اندازه از مرکز تقارن انحراف دارد. میزان کشیدگی منحنی فراوانی نسبت به منحنی نرمال استاندارد را برجستگی یا کشیدگی می‌نامند. اگر کشیدگی حدود صفر باشد، منحنی فراوانی از لحاظ کشیدگی وضعیت متعادل و نرمال خواهد داشت، اگر این مقدار مثبت باشد منحنی برجسته و اگر منفی باشد منحنی پهن می‌باشد. کشیدگی تمامی متغیرهای این مدل مثبت است. با توجه به این مطالب نتایج تنوع بخشی نشان می‌دهد که شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار از لحاظ تنوع بخشی دارای توزیع نرمالی نیستند. این موضوع بدان معنا است که برخی از واحدهای تجاری تنوع بخشی بسیار بالا و برخی دیگر تنوع بخشی بسیار پایینی دارند. همچنین این موضوع در رابطه با رقابت بازار محصول نیز صدق می‌کند. در واقع اطلاعات مندرج در جدول آمار توصیفی بیانگر آن است که برخی از شرکت‌ها تحت رقابت بسیار شدید و برخی دیگر در وضعیت انحصاری در حال فعالیت هستند.

جدول (۲) آمار توصیفی متغیرها

متغیر	میانگین	میانه	بیشترین	کمترین	انحراف معیار	چولگی	کشیدگی
نگهداشت وجه نقد	۰/۰۸	۰/۰۴	۰/۰۸۳	۰/۰۰	۰/۱۱	۵/۴۲	۳/۹۱
تنوع بخشی	۰/۵۸	۰/۵۵	۴/۳۴	۰/۰۱	۰/۳۸	۳/۸۲	۴/۴۶
رقابت بازار	۰/۰۷	۰/۰۳	۰/۹۵	۰/۰۰	۰/۱۲	۳/۳۱	۷/۴۳
هزینه نمایندگی	۰/۱۱	۰/۰۶	۷۸/۱۹	-۳۹/۸۳	۲/۱۶	۲/۶۶	۹/۶۹
محدودیت مالی	۰/۱۱	۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۳۱	۲/۵۰	۷/۲۷
اندازه شرکت	۱۴/۷۰	۱۴/۵۲	۲۰/۷۷	۹/۶۷	۱/۶۹	۰/۴۳	۳/۵۳
نسبت درآمد قبل از بهره به دارایی‌های کل	۰/۲۰	۰/۱۲	۳۰/۱۷	-۰/۷۸	۰/۹۳	۳/۶۴	۵/۹۹
جریان نقد عملیاتی	۰/۴۲	۰/۱۰	۱۲۱/۳۵	-۱/۳۱	۴/۸۶	۱/۲۹	۳/۲۰
ارزش بازار بر ارزش دفتری دارایی	۰/۹۵	۰/۶۴	۱۳/۶۸	۰/۰۰	۱/۱۵	۴/۵۹	۸/۴۶
پرداخت‌ها	۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۱۷	۰/۰۰	۰/۰۱	۲/۴۴	۳/۸۴
هزینه‌های تحقیق و توسعه	۰/۰۲	۰/۰۱	۰/۹۸	-۰/۰۴	۰/۰۶	۳/۸۸	۸/۶۵

متغیر	میانگین	میانه	بیشترین	کمترین	انحراف معیار	چولگی	کشیدگی
نسبت هزینه سرمایه به دارایی‌های کل	۰/۰۷	۰/۰۳	۱/۰۴	-۰/۳۴	۰/۱۲	۳/۲۰	۷/۴۶
سرمایه در گردش خالص	۰/۰۸	۰/۱۱	۰/۹۱	-۳/۳۴	۰/۳۵	-۳/۱۷	۵/۸۱
حاشیه قیمت	۰/۱۶	۰/۱۵	۰/۸۳	-۰/۴۰	۰/۰۹	-۲/۳۵	۱/۹۷
نوسان رشد فروش	۰/۱۶	۰/۱۳	۶۰/۵۴	-۱۰/۷۲	۱/۵۹	۲/۸۲	۳/۵۵

نتایج حاصل از تخمین مدل اول تحقیق در جدول ۳ ارائه شده است.
فرضیه اول: سیاست تنوع‌بخشی شرکت بر نگهداشت وجه نقد تأثیر دارد.

جدول (۳) نتایج آماری آزمون فرضیه اول پژوهش

$CHI_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 QDIV_{i,t} + \beta_j CONTROLS_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$				
متغیر	ضریب	خطای استاندارد	آماره T	سطح معناداری
C	-۰/۱۴۱۹	۰/۰۲۳۳	-۶/۰۷۹۷	۰/۰۰۰۰
QDIV	۰/۰۰۹۹	۰/۰۰۶۳	۰/۵۴۹۴	۰/۱۲۱۵
SIZE	۰/۰۱۴۲	۰/۰۰۱۵	۹/۴۲۳۷	۰/۰۰۰۰
EBITDA	۰/۰۲۲۷	۰/۰۰۶۹	۳/۲۶۴۵	۰/۰۰۱۱
PCF	۰/۰۰۱۰	۰/۰۰۱۰	۱/۰۱۸۲	۰/۳۰۸۷
QTOBIN	-۰/۰۰۲۳	۰/۰۰۰۶	-۳/۳۷۹۹	۰/۰۰۰۷
PAYOUT	-۱/۶۰۳۸	۰/۹۹۰۴	-۱/۶۱۹۳	۰/۱۰۵۶
RD	۰/۴۳۱۲	۰/۱۰۴۷	۴/۱۱۷۶	۰/۰۰۰۰
CAPEX	۰/۰۳۳۹	۰/۰۰۷۳	-۴/۶۲۵۲	۰/۰۰۰۰
NWC	۰/۰۳۶۳	۰/۰۰۶۸	۷/۳۲۵۷	۰/۰۰۰۰
PCM	-۰/۰۰۰۲	۰/۰۰۰۴	۰/۵۹۱۰	۰/۵۵۴۶
SGV	۰/۰۰۲۱	۰/۰۰۱۶	۱/۲۶۰۵	۰/۲۰۷۷
ضریب تعیین			۰/۶۴۵۵	
ضریب تعیین تعدیل شده			۰/۵۹۲۰	
دوربین واتسون			۱/۷۳۲۷	
آماره F			۱۲/۰۶۸	
سطح معناداری			۰/۰۰۰۰	

در بررسی معنی دار بودن مدل با توجه به این که مقدار احتمال آماره F از ۰/۰۵ کوچک‌تر می‌باشد (۰/۰۰) با اطمینان ۹۵٪ معنی دار بودن کل مدل تایید می‌شود و از اعتبار بالایی برخوردار است. ضریب تعیین تعدیل شده مدل نیز گویای آن است که ۵۹ درصد از تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای مستقل و کنترلی وارد شده در

مدل تبیین می‌گردد. همچنین مقدار آماره دوربین-واتسون می‌بایست مابین عدد ۱/۵ و ۲/۵ باشد که در این پژوهش مقدار آماره دوربین واتسون ۱.۷۳ شده است، بنابراین در این مرحله عدم خود همبستگی بین باقیمانده‌ها مورد تایید می‌باشد. با توجه به اینکه سطح معنی داری متغیر مستقل (QDIV)، دارای احتمال بزرگ‌تر از ۰.۰۵ می‌باشد بنابراین می‌توان گفت سیاست تنوع‌بخشی شرکت بر نگهداشت وجه نقد تأثیر ندارد. نتایج حاصل از تخمین مدل دوم تحقیق در جدول ۴ ارائه شده است. فرضیه دوم: سیاست تنوع‌بخشی شرکت بر رقابت بازار محصول تأثیر دارد.

جدول (۴) نتایج آماری آزمون فرضیه دوم پژوهش

HHI _{i,t} =α0+β1Qdiv _{i,t} +βjCONTROLS _{i,t} +ε _{i,t}				
متغیر	ضریب	انحراف معیار	آماره t	معنی داری
C	۰/۵۹۷۷	۰/۰۰۲۲	۲۶/۱۰۰۲	۰/۰۰۰۰
QDIV	-۰/۰۰۱۸	۰/۰۰۰۶	-۳/۰۲۲۸	۰/۰۰۲۶
SIZE	۰/۰۰۰۸	۰/۰۰۰۱	۵/۸۹۱۰	۰/۰۰۰۰
EBITDA	۰/۰۰۱۳	۰/۰۰۰۶	۱/۹۹۹۹	۰/۰۴۵۷
PCF	۰/۰۰۰۱	۰/۰۰۰۱	-۳/۳۹۵۸	۰/۰۱۶۷
Q_TOBIN	۰/۰۰۰۰۱	۰/۰۰۰۲	۰/۳۸۲۹	۰/۷۰۱۸
PAYOUT	-۰/۰۲۰۲	۰/۰۵۶۰	-۰/۳۶۱۱	۰/۷۱۸۰
RD	۰/۰۱۳۶	۰/۰۱۱۸	۱/۱۵۴۷	۰/۲۴۸۴
CAPEX	-۰/۰۰۰۰۹	۰/۰۰۰۵	-۱/۸۲۲۱	۰/۰۶۸۷
NWC	۰/۰۰۰۰۳	۰/۰۰۰۴	-۰/۷۱۳۱	۰/۴۷۵۹
PCM	۰/۰۰۰۰۷	۰/۰۰۰۱	-۳/۹۲۷۷	۰/۰۰۰۱
SGV	۰/۰۰۰۰۶	۰/۰۰۰۱	۶/۳۷۱۲	۰/۰۰۰۰
AR(1)	۰/۴۰۵۶	۰/۰۲۳۴	۱۷/۲۸۴۸	۰/۰۰۰۰
ضریب تعیین	۰/۷۹۱۸			
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۷۰۴۲			
دوربین واتسون	مقدار آماره دوربین واتسون قبل از اضافه کردن AR(1) برابر با ۱.۳۶ مقدار آماره دوربین واتسون بعد از اضافه کردن AR(1) برابر با ۱.۸۶			
آماره F	۶۸۸/۱۹			
سطح معناداری	۰/۰۰۰۰			

در بررسی معنی دار بودن مدل با توجه به این که مقدار احتمال آماره F از ۰/۰۵ کوچک‌تر می‌باشد (۰/۰۰) با اطمینان ۹۵٪ معنی دار بودن کل مدل تایید می‌شود و از اعتبار بالایی برخوردار است. ضریب تعیین تعدیل شده مدل نیز گویای آن است که ۷۰ درصد از تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای مستقل و کنترلی وارد شده در

مدل تبیین می‌گردد. همچنین مقدار آماره دوربین-واتسون می‌بایست مابین عدد $1/5$ و $2/5$ باشد که در این پژوهش در مرحله اول مقدار آماره دوربین واتسون 1.36 بدست آمده است، که برای رفع خودهمبستگی بین باقیمانده‌ها $ar(1)$ وارد مدل شد. در نهایت مقدار آماره دوربین واتسون 1.86 شده است، بنابراین در این مرحله عدم خود همبستگی بین باقیمانده‌ها مورد تایید می‌باشد. با توجه به اینکه سطح معنی داری متغیر مستقل سیاست تنوع‌بخشی شرکت (QDIV)، دارای احتمال کوچکتر از 0.05 می‌باشد بنابراین می‌توان گفت سیاست تنوع‌بخشی شرکت بر رقابت بازار محصول تأثیر دارد. نتایج حاصل از تخمین مدل سوم تحقیق در جدول ۵ ارائه شده است.

فرضیه سوم: سیاست تنوع‌بخشی شرکت از طریق رقابت بازار محصول بر نگهداشت وجه نقد تأثیر دارد.

جدول (۵) نتایج آماری آزمون فرضیه سوم پژوهش

$CHI_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 QDIV_{i,t} + \beta_2 HHI_{i,t} + \beta_3 CONTROLS_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$				
متغیر	ضریب	خطای استاندارد	آماره T	سطح معناداری
C	-0.1490	0.235	-6.3230	0.0000
QDIV	0.103	0.063	1.6229	0.1048
HHI	0.0708	0.0436	1.6239	0.1046
SIZE	0.143	0.015	9.5074	0.0000
EBITDA	0.224	0.069	3.2117	0.0013
PCF	0.010	0.010	1.0045	0.3153
QTOBIN	-0.024	0.006	-3.4747	0.0005
PAYOUT	-1.5620	0.9973	-1.5661	0.1175
RD	0.4459	0.1048	4.2533	0.0000
CAPEX	-0.330	0.073	-5.5117	0.0000
NWC	0.367	0.068	3.3727	0.0000
PCM	-0.002	0.004	-0.5679	0.5789
SGV	0.019	0.016	1.1469	0.2516
ضریب تعیین	0.675			
ضریب تعیین تعدیل شده	0.5941			
دوربین واتسون	1.7418			
آماره F	12.112			
سطح معناداری	0.0000			

در بررسی معنی دار بودن مدل با توجه به این که مقدار احتمال آماره F از 0.05 کوچکتر می‌باشد (0.00) با اطمینان 95% معنی دار بودن کل مدل تایید می‌شود و از اعتبار بالایی برخوردار است. ضریب تعیین تعدیل شده

مدل نیز گویای آن است که ۵۹ درصد از تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای مستقل و کنترلی وارد شده در مدل تبیین می‌گردد. همچنین مقدار آماره دوربین-واتسون می‌بایست مابین عدد ۱/۵ و ۲/۵ باشد که در این پژوهش مقدار آماره دوربین واتسون ۱.۷۴ شده است، بنابراین در این مرحله عدم خود همبستگی بین باقیمانده‌ها مورد تایید می‌باشد. از آنجایی که نتایج فرضیه اول پژوهش نشان داد متغیر مستقل بر وابسته تأثیر گذار نمی‌باشد و نتایج فرضیه دوم پژوهش نشان داد متغیر مستقل بر متغیر میانجی تأثیر دارد بنابراین شرط دوم ادبیات تأثیر متغیر میانجی **بارون و کنی**^۱ (۱۹۸۶) برقرار نیست. بنابراین سیاست تنوع‌بخشی شرکت از طریق رقابت بازار محصول بر نگهداشت وجه نقد تأثیر ندارد.

نتایج حاصل از تخمین مدل چهارم تحقیق در جدول ۶ ارائه شده است.

فرضیه چهارم: سیاست تنوع‌بخشی شرکت بر محدودیت مالی تأثیر دارد.

جدول (۶) نتایج آماری آزمون فرضیه چهارم پژوهش

FCI _{i,t} =a ₀ +β ₁ Qdiv _{i,t} +β _j CONTROLS _{i,t} + ε _{i,t}				
متغیر	ضریب	خطای استاندارد	آماره T	سطح معناداری
C	۰/۰۵۰۹	۰/۰۵۴۰	۰/۹۴۴۰	۰/۳۴۵۳
QDIV	-۰/۰۱۷۴	۰/۰۱۶۴۵	-۱/۰۵۷۶	۰/۲۹۰۴
SIZE	۰/۰۰۴۹	۰/۰۰۳۵	۱/۴۰۴۶	۰/۱۶۰۳
EBITDA	۰/۰۲۴۴	۰/۰۱۵۵	۱/۴۷۰۸	۰/۱۱۶۴
PCF	۰/۰۰۳۴	۰/۰۰۴۷	۰/۷۳۶۴	۰/۴۶۱۶
QTOBIN	-۰/۰۰۲۹	۰/۰۰۲۲	-۱/۳۳۵۰	۰/۱۸۲۱
PAYOUT	-۴/۴۱۷۰	۲/۸۰۰۸	-۱/۵۷۷۴	۰/۱۱۴۹
RD	-۰/۰۵۳۰	۰/۱۷۰۷	-۰/۳۱۰۵	۰/۷۵۶۲
CAPEX	-۰/۰۲۸۵	۰/۰۲۳۵	-۱/۲۰۸۹	۰/۳۲۶۹
NWC	۰/۰۱۷۴۴	۰/۰۱۶۸۳	۱/۰۳۶۶	۰/۳۰۰۱
PCM	-۰/۰۰۰۱	۰/۰۰۱۱	-۰/۱۳۴۱	۰/۸۹۲۹
SGV	۰/۰۰۱۶	۰/۰۰۳۵	۰/۴۰۹۱	۰/۶۸۲۵
ضریب تعیین	۰/۴۶۱			
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۳۷۹۷			
دوربین واتسون	۱/۷۹۸			
آماره F	۵/۶۶			
سطح معناداری	۰/۰۰۰۰			

^۱ Baron & Kenny

در بررسی معنی دار بودن مدل با توجه به این که مقدار احتمال آماره F از ۰/۰۵ کوچک‌تر می‌باشد (۰/۰۰) با اطمینان ۹۵٪ معنی دار بودن کل مدل تایید می‌شود و از اعتبار بالایی برخوردار است. ضریب تعیین تعدیل شده مدل نیز گویای آن است که ۳۷ درصد از تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای مستقل و کنترلی وارد شده در مدل تبیین می‌گردد. همچنین مقدار آماره دوربین-واتسون می‌بایست مابین عدد ۱/۵ و ۲/۵ باشد که در این پژوهش مقدار آماره دوربین واتسون ۱.۷۹ شده است، بنابراین در این مرحله عدم خود همبستگی بین باقیمانده‌ها مورد تایید می‌باشد. با توجه به اینکه سطح معنی داری متغیر مستقل (QDIV)، دارای احتمال بزرگ‌تر از ۰.۰۵ می‌باشد بنابراین می‌توان گفت سیاست تنوع‌بخشی شرکت بر محدودیت مالی تأثیر ندارد. نتایج حاصل از تخمین مدل پنجم تحقیق در جدول ۷ ارائه شده است.

فرضیه پنجم: سیاست تنوع‌بخشی شرکت از طریق محدودیت مالی بر نگهداشت وجه نقد تأثیر دارد.

جدول (۷) نتایج آماری آزمون فرضیه پنجم پژوهش

CHI,t=a0+β1Qdivi,t+β2FCi,t+βjCONTROLSi,t + ε i,t				
متغیر	ضریب	خطای استاندارد	آماره T	سطح معناداری
C	-۰/۱۰۸۸	۰/۰۲۳۰	-۴/۷۳۳۴	۰/۰۰۰۰
QDIV	۰/۰۰۵۳	۰/۰۰۶۳	۰/۸۴۷۹	۰/۳۹۶۶
FC	۰/۰۴۲۲	۰/۰۰۳۸	۱۹/۹۱۵۱	۰/۰۰۰۰
SIZE	۰/۰۱۱۸	۰/۰۰۱۴	۸/۰۱۵۳	۰/۰۰۰۰
EBITDA	۰/۰۱۹۱	۰/۰۰۶۷	۳/۸۳۷۹	۰/۰۰۴۶
PCF	۰/۰۰۰۸	۰/۰۰۰۹	۰/۸۳۲۴	۰/۴۰۵۳
QTOBIN	-۰/۰۰۰۶	۰/۰۰۰۵	-۱/۱۵۲۱	۰/۲۴۹۱
PAYOUT	۱/۲۷۷۹	۰/۸۸۰۴	۱/۴۵۱۴	۰/۱۴۶۹
RD	۰/۳۴۴۶	۰/۱۱۰۴	۳/۱۲۲۰	۰/۰۰۱۸
CAPEX	-۰/۰۲۶۷	۰/۰۰۷۰	-۳/۷۸۵۷	۰/۰۰۰۲
NWC	۰/۰۳۲۲	۰/۰۰۶۵	۴/۹۲۴۵	۰/۰۰۰۰
PCM	۰/۰۰۰۲	۰/۰۰۰۳	۰/۶۵۰۸	۰/۵۱۵۲
SGV	۰/۰۰۱۶	۰/۰۱۶۰	۰/۹۷۸۵	۰/۳۲۸۰
ضریب تعیین	۰/۶۷۲۷			
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۶۲۳۱			
دوربین واتسون	۱/۷۳۴۲			
سطح معناداری آماره F	۰/۰۰۰۰			

در بررسی معنی دار بودن مدل با توجه به این که مقدار احتمال آماره F از ۰/۰۵ کوچک‌تر می‌باشد (۰/۰۰) با اطمینان ۹۵٪ معنی دار بودن کل مدل تایید می‌شود و از اعتبار بالایی برخوردار است. ضریب تعیین تعدیل شده

مدل نیز گویای آن است که ۶۲ درصد از تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای مستقل و کنترلی وارد شده در مدل تبیین می‌گردد. همچنین مقدار آماره دوربین-واتسون می‌بایست مابین عدد ۱/۵ و ۲/۵ باشد که در این پژوهش مقدار آماره دوربین واتسون ۱.۷۳ شده است، بنابراین در این مرحله عدم خود همبستگی بین باقیمانده‌ها مورد تایید می‌باشد. از آنجایی که نتایج فرضیه چهارم پژوهش نشان داد متغیر مستقل بر متغیر میانجی تأثیر ندارد و نتایج فرضیه اول پژوهش نشان داد متغیر مستقل بر وابسته تأثیر گذار نمی‌باشد بنابراین شرط اول و دوم ادبیات تأثیر **بارون و کنی (۱۹۸۶)** برقرار نیست. بنابراین سیاست تنوع‌بخشی شرکت از طریق محدودیت مالی بر نگهداشت وجه نقد تأثیر ندارد.

نتایج حاصل از تخمین مدل ششم تحقیق در جدول ۸ ارائه شده است.

فرضیه ششم: سیاست تنوع‌بخشی شرکت بر هزینه نمایندگی تأثیر دارد.

جدول (۸) نتایج آماری آزمون فرضیه ششم پژوهش

ACi,t=a0+β1Qdivi,t+βjCONTROLSi,t+εi,t				
متغیر	ضریب	خطای استاندارد	آماره T	سطح معناداری
C	-۱/۱۹۹۱	۰/۰۲۳۸	-۸/۳۶۲۳	۰/۰۰۰۰
QDIV	-۰/۰۱۳۸	۰/۰۰۲۵	-۶/۲۵۴۱	۰/۰۰۰۰
SIZE	۰/۰۱۹۳	۰/۰۰۱۶	۱۱/۶۷۳۹	۰/۰۰۰۰
EBITDA	۰/۰۲۲۱	۰/۰۰۷۰	۳/۱۵۶۹	۰/۰۰۱۶
PCF	۰/۰۰۱۰	۰/۰۰۱۰	۰/۹۸۲۵	۰/۳۲۶۰
QTOBIN	-۰/۰۰۲۵	۰/۰۰۰۶	۳/۶۸۲۲	۰/۰۰۰۲
PAYOUT	-۱/۱۴۴۶	۱/۰۱۹۴	۲/۱۰۳۷	۰/۰۳۵۶
RD	۰/۵۲۳۴	۰/۱۰۲۳	۵/۱۱۶۴	۰/۰۰۰۰
CAPEX	-۰/۰۴۴۱	۰/۰۰۷۴	-۵/۹۵۴۸	۰/۰۰۰۰
NWC	۰/۰۲۵۹	۰/۰۰۴۸	۵/۳۲۸۰	۰/۰۰۰۰
PCM	-۰/۰۰۰۱	۰/۰۰۰۴	۰/۳۵۰۲	۰/۷۲۶۲
SGV	۰/۰۰۱۴	۰/۰۰۱۶	۰/۸۵۴۱	۰/۳۹۲۵
ضریب تعیین	۰/۶۵۶			
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۶۰۵			
دوربین واتسون	۱/۷۲۷			
سطح معناداری آماره F	۰/۰۰۰۰			

در بررسی معنی دار بودن مدل با توجه به این که مقدار احتمال آماره F از ۰/۰۵ کوچک‌تر می‌باشد (۰/۰۰) با اطمینان ۹۵٪ معنی دار بودن کل مدل تایید می‌شود و از اعتبار بالایی برخوردار است. ضریب تعیین تعدیل شده مدل نیز گویای آن است که ۶۰ درصد از تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای مستقل و کنترلی وارد شده در

مدل تبیین می‌گردد. همچنین مقدار آماره دوربین-واتسون می‌بایست مابین عدد ۱/۵ و ۲/۵ باشد که در این پژوهش مقدار آماره دوربین واتسون ۱.۷۲ شده است، بنابراین در این مرحله عدم همبستگی بین باقیمانده‌ها مورد تایید می‌باشد. با توجه به اینکه سطح معنی داری متغیر مستقل (QDIV)، دارای احتمال کمتر از ۰.۰۵ می‌باشد بنابراین می‌توان گفت سیاست تنوع‌بخشی شرکت بر هزینه نمایندگی تأثیر دارد. نتایج حاصل از تخمین مدل هفتم تحقیق در جدول ۹ ارائه شده است. فرضیه هفتم: سیاست تنوع‌بخشی شرکت از طریق هزینه نمایندگی بر نگهداشت وجه نقد تأثیر دارد.

جدول (۹) نتایج آماری آزمون فرضیه هفتم پژوهش

CHI,t=α0+β1Qdivi,t+β2 ACi,t+βjCONTROLSi,t+εi,t				
متغیر	ضریب	خطای استاندارد	آماره T	سطح معناداری
C	۰/۱۴۳	۰/۰۲۳۴	-۶/۱۲۱۴	۰/۰۰۰۰
QDIV	۰/۰۱۰۳	۰/۰۰۶۴	۱/۶۰۴۸	۰/۱۰۸۹
AC	۰/۰۱۰۳	۰/۰۰۵۴	۱/۹۰۳۸	۰/۰۵۷۱
SIZE	۰/۰۱۴۱	۰/۰۰۱۵	۹/۳۳۰۹	۰/۰۰۰۰
EBITDA	۰/۰۱۹۹	۰/۰۰۷۲	۲/۷۵۲۱	۰/۰۰۶۰
PCF	۰/۰۰۱۰	۰/۰۰۱۰	۰/۹۸۲۶	۰/۳۲۶۰
QTOBIN	-۰/۰۰۲۲	۰/۰۰۰۶	-۳/۱۸۷۲	۰/۰۰۱۵
PAYOUT	-۱/۳۳۹۵	۱/۰۰۲۴	-۱۱/۳۳۶۲	۰/۱۸۱۷
RD	۰/۴۲۰۶	۰/۱۰۵۴	۳/۹۹۰۶	۰/۰۰۰۱
CAPEX	-۰/۰۳۳۱	۰/۰۰۷۳	-۴/۵۰۴۷	۰/۰۰۰۰
NWC	۰/۰۳۴۹	۰/۰۰۶۸	۵/۰۷۸۶	۰/۰۰۰۰
PCM	۰/۰۰۹۰	۰/۰۰۴۹	۱/۸۴۲۰	۰/۰۶۵۷
SGV	۰/۰۰۳۱	۰/۰۰۱۷	۱/۷۶۹۷	۰/۰۷۷۰
ضریب تعیین	۰/۶۴۸۰			
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۵۹۴			
دوربین واتسون	۱/۷۳۶			
آماره F	۱۲/۱۳۶			
سطح معناداری	۰/۰۰۰۰			

در بررسی معنی دار بودن مدل با توجه به این که مقدار احتمال آماره F از ۰/۰۵ کوچک‌تر می‌باشد (۰/۰۰) با اطمینان ۹۵٪ معنی دار بودن کل مدل تایید می‌شود و از اعتبار بالایی برخوردار است. ضریب تعیین تعدیل شده مدل نیز گویای آن است که ۵۹ درصد از تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای مستقل و کنترلی وارد شده در مدل تبیین می‌گردد. همچنین مقدار آماره دوربین-واتسون می‌بایست مابین عدد ۱/۵ و ۲/۵ باشد که در این

پژوهش مقدار آماره دوربین واتسون ۱.۷۳ شده است، بنابراین در این مرحله عدم همبستگی بین باقیمانده‌ها مورد تایید می‌باشد. از آنجایی که نتایج فرضیه ششم پژوهش نشان داد متغیر مستقل بر متغیر میانجی تأثیر دارد، و نتایج فرضیه اول پژوهش نشان داد متغیر مستقل بر وابسته تأثیر گذار نمی‌باشد بنابراین شرط دوم ادبیات تأثیر [بارون و کنی \(۱۹۸۶\)](#) برقرار نیست. بنابراین سیاست تنوع‌بخشی شرکت از طریق هزینه نمایندگی بر نگهداشت وجه نقد تأثیر ندارد.

بحث و نتیجه‌گیری

نتایج فرضیه اول پژوهش نشان می‌دهد سیاست تنوع‌بخشی شرکت بر نگهداشت وجه نقد تأثیر ندارد. از مهم‌ترین دلایلی که منجر به این نتیجه شد می‌توان به شرایط تورمی کشور در دوره زمانی این پژوهش نام برد. همچنین در صورت عدم بهره‌وری از دارایی‌های تنوع‌بخشی شده توسط شرکت، تأثیر این سیاست بر روی نگهداشت وجه نقد کاهش خواهد یافت. به طور کلی مطالعات حاکی از آن است که سیاست تنوع‌بخشی شرکت تأثیر چندانی بر نگهداشت وجه نقد ندارد، اما با توجه به عوامل مؤثر در هر شرکت و صنعت می‌تواند تفاوت‌هایی نیز داشته باشد. زمانی که شرکت‌ها دارای استراتژی تنوع‌بخشی باشند، چون بیشتر مورد توجه سرمایه‌گذاران هستند نسبت به رتبه اعتباری خود حساس‌تر هستند در نتیجه میزان وجه نقد بیشتری را نسبت به شرکت‌هایی که دارای تنوع‌بخشی استراتژی نیستند نگهداری می‌کنند. با این حال این موضوع در این پژوهش محقق نگردید فرضیه مزبور رد شد. شرکت‌های موجود در بورس اوراق بهادار تهران باید بیشتر به بحث مربوط به مدیریت نقدینگی و سطح نگهداشت وجه نقد توجه داشته باشند زیرا کسری یا مازاد مانده وجه نقد در درون شرکت‌ها می‌تواند تبعات منفی بر عملکرد آنان داشته باشد. نتیجه این فرضیه با یافته‌های پژوهش‌های آتاناسوا و لی (۲۰۱۸)، عبودی و کاسزینیک^۱ (۲۰۰۰) و بی و همکاران^۲ (۲۰۱۱) مطابقت داشته و با وانگ (۲۰۲۳) و دیتمار و مهتر^۳ (۲۰۰۷) مطابقت ندارد.

نتایج فرضیه دوم پژوهش نشان می‌دهد سیاست تنوع‌بخشی شرکت بر رقابت بازار محصول تأثیر دارد. به طور کلی در عرضه تنوع‌بخشی در راستای تمرکز بر سلايق مشتریان به سمت کسب سهم بازار بیشتر حرکت خواهد کرد. تنوع‌بخشی علاوه بر تامین نیازهای بیشتر مشتریان به رشد و گسترش برند شرکت نیز کمک می‌کند. همچنین تنوع در کسب و کار زمینه‌ای برای بهبود بازار رقابتی در نظر گرفته می‌شود، در واقع برای شناسایی فرصت‌های تجاری بر اساس داده‌های عینی استفاده و به عنوان ابزار نظارتی برای کل روندهای تجاری استفاده شود. که در نهایت منجر به تصاحب بیشتر بازار توسط شرکت خواهد شد. علاوه بر این، تنوع‌بخشی محصول می‌تواند به شرکت کمک کند تا بازار خود را گسترش دهد و به سایر بازارها نفوذ کند. با ارائه محصولات متنوع، شرکت می‌تواند افرادی را جذب کند که به دنبال محصولات و خدمات متفاوت هستند. نتیجه این فرضیه با

¹ Aboody & Kasznik

² Bae et al

³ Dittmar & Mahrt-Smith

یافته‌های نامان و همکاران^۱ (۲۰۱۷) و میررحیمی و روشن ضمیر (۲۰۱۹) مبنی بر شرکت‌هایی که بیشترین تنوع محصول را دارند، سهم بازار بیشتری را در اختیار دارند، مطابقت دارد.

نتایج فرضیه سوم پژوهش نشان می‌دهد سیاست تنوع‌بخشی شرکت از طریق رقابت بازار محصول بر نگهداشت وجه نقد تأثیر ندارد. نتیجه این فرضیه برخلاف ادبیات مربوطه نشان می‌دهد رقابت بازار محصول نقشی در انتقال اثر تنوع‌بخشی بر نگهداشت وجه نقد ایفا نمی‌کند. از دلایل رد این فرضیه می‌توان به این موضوع اشاره کرد که اگر شرکتی تمرکز خود را بر تنوع‌بخشی محصولات خود قرار دهد، ممکن است منابعی که در پوشش هزینه‌های این پروژه صرف می‌شود، بیش از حد باشد و به نوعی شرکت نسبت به نگهداشت وجه نقد خود ضعیف شود. به علاوه، تنوع‌بخشی محصولات ممکن است باعث شود درآمد شرکت افزایش یابد، اما هزینه‌های تولید و عرضه محصولات نیز افزایش یابد. بنابراین، اگر میزان فروش محصولات تنوع‌بخش شده کافی نباشد، شرکت ممکن است با مشکلات مالی روبرو شود. لذا به طور کلی می‌توان گفت که در صورتی که شرکت تمرکز خود را بیش از حد بر تنوع‌بخشی محصولات خود قرار دهد، ممکن است با مشکلات مالی روبرو شود و نگهداشت وجه نقد خود را به خطر بیندازد. بنا بر این دلایل، نتیجه فرضیه مزبور مبتنی بر عدم تأثیر سیاست تنوع‌بخشی محصول شرکت از طریق رقابت بازار محصول بر نگهداشت وجه نقد، می‌تواند قابل قبول باشد. نتایج این فرضیه با یافته‌های پژوهش آتاناسوا و لی (۲۰۱۸) مطابقت ندارد.

نتایج فرضیه چهارم پژوهش نشان می‌دهد سیاست تنوع‌بخشی شرکت بر محدودیت مالی تأثیر ندارد. نتایج فرضیه پنجم پژوهش نیز نشان می‌دهد سیاست تنوع‌بخشی شرکت از طریق محدودیت مالی بر نگهداشت وجه نقد تأثیر ندارد و این نتیجه با توجه به نتیجه فرضیه چهارم پژوهش قابل پیش بینی بوده است. از مهم ترین دلایل نیل به این نتیجه را می‌توان در عدم تنوع بخشی مناسب و با تعریف حرفه‌ای از این مولفه نام برد. به عبارت دیگر محصولات تولید شده در اکثر شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران با این انتقاد مواجه هستند که ویژگی‌های لازم برای اثبات متفاوت بودن با محصول مشابه خود را ندارند. در واقع بسیاری از محصولات بر اساس یک ویژگی یا یک مزیت ساده به عنوان یک محصول متفاوت در بازار عرضه می‌شوند لذا می‌توان بیان نمود که تنوع بخشی در بین شرکت‌های پذیرفته شده بورسی به درستی تحقق نمی‌پذیرد. در نتیجه فوایدی از این سیاست برای شرکت به ارمغان نمی‌آورد. نتایج فرضیه چهارم پنجم با نتایج پژوهش هواکیمیان و تیتمن^۲ (۲۰۱۴) و چن و ژانگ^۳ (۲۰۱۶) مطابقت نداشته و کوی و جو^۴ (۲۰۱۸) مطابقت داشته است.

نتایج فرضیه ششم پژوهش نشان می‌دهد سیاست تنوع‌بخشی شرکت بر هزینه نمایندگی تأثیر دارد. معمولاً تنوع بخشی در شرکت‌هایی اتفاق می‌افتد که در محدوده شرکت‌های بزرگ قرار می‌گیرند. از این رو این شرکت‌ها حاکمیت شرکتی قابل قبولی را اعمال می‌کنند که در نتیجه با افزایش نظارت و کنترل در راستای کاهش هزینه‌های نمایندگی قرار خواهد گرفت. این مطالعه و بسیاری از مطالعات دیگر تنوع بخشیدن شرکت‌ها به

¹ Naman et al

² Hovakimian & Titman

³ Chen & Zhang

⁴ Cui & Jo

بخش‌های مختلف خود را امری ضروری برای پیشرفت در زمینه کاهش هزینه‌های نمایندگی می‌دانند. نتایج این فرضیه با یافته‌های پژوهش آتاناسوا و لی (۲۰۱۸) مطابقت ندارد.

نتایج فرضیه هفتم پژوهش نشان می‌دهد سیاست تنوع‌بخشی شرکت از طریق هزینه نمایندگی بر نگهداشت وجه نقد تأثیر ندارد. نتیجه فرضیه مزبور با توجه به نتیجه فرضیه اول دور از ذهن نبوده است. به عبارت دیگر سیاست تنوع بخشی تأثیری بر نگهداشت وجه نقد نداشته است. لذا هیچ واسطه‌ای نیز قادر به تعریف بخشی از اثر مزبور نخواهد بود. با توجه به نتایج فرضیه های پژوهش، می‌توان نتیجه گیری کرد که سیاست تنوع‌بخشی شرکت بر نگهداشت وجه نقد تأثیر ندارد، اما بر رقابت بازار محصول و هزینه نمایندگی تأثیر دارد. همچنین، این سیاست از طریق محدودیت مالی بر نگهداشت وجه نقد تأثیرگذار نیست. در کل، بر اساس نتایج مطالعه، می‌توان نتیجه گرفت که سیاست تنوع‌بخشی شرکت می‌تواند بر برخی جنبه‌های عملکرد شرکت تأثیرگذار باشد، اما در مورد نگهداشت وجه نقد تأثیر قابل توجهی ندارد. نتایج این فرضیه با یافته‌های پژوهش آتاناسوا و لی (۲۰۱۸) مطابقت ندارد.

با توجه به تایید فرضیه دوم مبنی بر اثر سیاست تنوع بخشی بر رقابت بازار محصول به مدیران و مجموعه تصمیم‌گیرندگان شرکت در راستای پیشرفت عملکرد شرکت پیشنهاد می‌شود نسبت به شروع تنوع بخشی در محصولات خود اقدام نمایند چراکه مطابق با نتایج این پژوهش یکی از سیاست‌هایی است که قادر است سهم بازار شرکت را افزایش داده و موجب پیشرفت و توسعه واحد تجاری گردد.

ضرورت پژوهش در حوزه مزبور کاملاً مشهود است اما با این حال تحقیقات کمی در سطح داخلی صورت گرفته است. از این رو، پیشنهاد می‌شود موضوعات ذیل جهت انجام پژوهش توسط علاقه‌مندان بررسی شود:

- ۱) تأثیر عدم تقارن اطلاعاتی بر رابطه بین رقابت در بازار محصول و سرعت تعدیل نگهداشت وجه نقد
- ۲) تأثیر هزینه نمایندگی بر رابطه بین رقابت در بازار محصول و سرعت تعدیل نگهداشت وجه نقد
- ۳) تأثیر کیفیت گزارشگری مالی بر رابطه بین رقابت در بازار محصول و سرعت تعدیل نگهداشت وجه نقد
- ۴) انجام این پژوهش با استفاده از معیارهای دیگری برای سنجش رقابت در بازار محصول.

لازم به ذکر است داده‌های مستخرج از صورتهای مالی، از بابت تورم تعدیل نشده‌اند. با توجه به متفاوت بودن نرخ تورم در سالهای مورد بررسی، در صورتیکه داده‌های مورد استفاده از این بابت تعدیل می‌شدند، ممکن بود نتایج، متفاوت از نتایج فعلی باشد.

همچنین با توجه به احتمال حذف بسیاری از شرکتها در مسیر پژوهش، لذا در تعمیم نتایج به کل صنایع باید احتیاط لازم به عمل آید.

فهرست منابع

اعتمادی، حسین و جلیل، احمدی گورجی (۱۳۹۴). بررسی اثر ارتباط سیاسی بر سرمایه گذاری و کاهش محدودیتهای تأمین مالی در بورس اوراق بهادار تهران. *تحقیقات حسابداری و حسابرسی*، ۹ (۳۴)، ۲۳-۴.

بادامی، حمیده، صراف، فاطمه و زندی، فاطمه، (۱۴۰۱). بررسی تأثیر نااطمینانی سیاستهای پولی بر نگهداشت وجه نقد با تاکید در شرکتهای دارای محدودیت مالی، *پژوهشنامه اقتصاد و کسب و کار*، ۱ (۲۵)، ۱-۲۲.

- جلیلی، محمد؛ سید امین الهی، سید حسین؛ شریعت‌زاده، مهدی (۱۳۹۵). تأثیر تنوع محصول بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران با نقش میانجی گری نوآوری و رقابت. *دانش حسابداری*، ۷(۲۳)، ۲۱-۳۶
- خدامرادی، سعید و جلیلیان، جمال (۱۳۹۲). تنوع بخشی، مبنای، تعاریف، تاریخچه و شیوه‌های اندازه‌گیری آن، *فصلنامه بررسی‌های بازرگانی*، ۶۰(۲)، ۱-۱۲
- رازمندش، فاطمه، (۱۴۰۱). بررسی رقابت در بازار محصول و نگهداشت وجه نقد با تأکید بر نقش تعدیلگری چرخه تجاری، *فصلنامه چشم‌انداز حسابداری و مدیریت*، ۵(۵۶)، ۳۷-۵۱
- صالحی، محمدرضا، آذر، اکبر، و شاهسواری، سینا. (۱۳۹۸). تنوع محصول و عملکرد شرکت: یک مطالعه در بورس تهران. *فصلنامه علوم مدیریت*، ۹(۱)، ۲۹-۴۰.
- صبوری، محمد رضا. تهرانی، رضا، سامی، نیلوفر. (۱۴۰۱). تأثیر تعدیل‌کننده حد مالی بر رابطه بین جریان نقد آزاد، کارمزد نمایندگی و عملکرد مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *فصلنامه مدیران نوآور بهار*، ۴(۴)، ۱۰-۳۰.
- طاهری نیا، مسعود و زهرا فاضل‌اللهی دهکردی (۱۳۹۶)، تأثیر سرمایه‌فکری بر رقابت در بازار محصول شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *پژوهش حسابداری*، ۷(۲)، ۱-۱۸.
- غلوب، محمدرضا، داداشی، ایمان، غلام‌نیا، حمیدرضا، (۱۴۰۱). رابطه بین ریسک ویژه و نگهداشت وجه نقد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، *فصلنامه علمی پژوهشی دانش سرمایه‌گذاری*، ۱۱(۴)، ۳۷۳-۳۹۲.
- فخاری، حسین، تقوی، سید روح‌الله، بشیری جویباری، مهدی (۱۳۹۴). بررسی اثر شدت رقابت بازار محصول بر ارزش‌گذاری بازار از نگهداشت وجه نقد، *فصلنامه دانش حسابداری مالی*، ۲(۱)، ۴۷-۶۶
- کاشانی پور، محمد و نقی‌نژاد، بیژن. (۱۳۸۸)، بررسی اثر محدودیت‌های مالی بر حساسیت جریان نقدی وجه نقد، *تحقیقات حسابداری*، ۲(۲)، ۷۲-۹۳.
- میرزایی، محمد، و محمدرضا حیدری. (۱۳۹۶) "تأثیر تنوع بخشی محصولات بر نگهداشت وجه نقد شرکت‌ها در بورس اوراق بهادار تهران." *فصلنامه پژوهش‌های حسابداری و حسابرسی* ۷(۲۸): ۴۹-۶۸.
- Aaker, D. (2021). Brand portfolio strategy and firm performance. *Journal of Marketing Research*, 58(5), 700-721.
- Aboody, D., and J. Kasznik (2000). "CEO Stock Option Awards and the Timing of Corporate Voluntary Disclosures." *Journal of Accounting and Economics* 29(1): 73-100.
- Alice Carolina Ames Rodolfo Vieira Nunes Tarcísio Pedro da Silva. (۲۰۲۲). Cash liquidity and financial constraints in relation to the market performance of Brazilian companies Original Article • *Rev. contab. finanç.* 33 (90): 152-17.
- Allayannis, G., Mozumdar, A., (2004). "The impact of negative cash flow and influential observations on investment cash flow sensitivity estimates", *Journal of banking & Finance*, 28(2), 901-930.
- Atanasova, C., & Li, M. (2018). "Multi-market trading and liquidity: Evidence from cross-listed companies. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money, Elsevier*, 53(3): 117-138 .

- Atanasova, C., & Li, M. (2019). Do all diversified firms hold less cash? The role of product market competition. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 59(2), 134-152.
- Bae, K.H., G.M. Kang, and J.M. Kim (2011). "Does Corporate Diversification Create Value in South Korea?" *Pacific-Basin Finance Journal* 19(5): 535-549.
- Baggs, J., & De Bettignies, J. E. (2007). Product market competition and agency costs. *The Journal of Industrial Economics*, 55(2), 289-323.
- Baron, R. M., & Kenny, D. A. (1986). The moderator-mediator variable distinction in social psychological research: Conceptual, strategic, and statistical considerations. *Journal of Personality and Social Psychology*, 51(6), 1173-1182.
- Caves, R. E., & Porter, M. E. (1977). From entry barriers to mobility barriers: Conjectural decisions and contrived deterrence to new competition. *The Quarterly Journal of Economics*, 91(2), 241-261.
- Chen, Y., & Zhang, B. (2016). Can corporate diversification be a solution for overcoming financial constraints?. *Asia-Pacific Journal of Financial Studies*, 45(1), 1-21.
- Cui, J., & Jo, H. (2018). Does corporate diversification exacerbate or mitigate financial constraints of firms?. *Journal of Accounting and Public Policy*, 37(6), 484-502.
- Dasgupta, S., & Gupta-Mukherjee, S. (2017). Investigating the Antecedents and Consequences of Product Portfolio Diversification. *Journal of Business Research*, 79, 247-259. doi:10.1016/j.jbusres.2017.05.029
- Dittmar, A. and D. Mahrt-Smith (2007). "Corporate Governance and the Value of Cash Holdings." *Journal of Financial Economics* 83(3): 599-634.
- Gao, H., Harford, J., & Li, K. (2013). Determinants of corporate cash policy: Insights from private firms. *Journal of Financial Economics*, 109(3), 623-639.
- Gilbert, D. (2010). Consumer Choice and the Costs of Free Markets: The Case of Bottled Water. *Journal of Environmental Law & Litigation*, 1-18.
- Gupta, K & Krishnamurti, C., (2023) Does employees' interest matter more than shareholders' interest in determining cash management policy?, [International Review of Economics & Finance](#), 84(4): 568-589
- Halli et al. (2016). The effect of product diversification on cash holdings: Evidence from Canadian firms. *Journal of Business Research*, 69(8), 2865-2873.
- Hovakimian, A., & Titman, S. (2014). Corporate investment with financial constraints: Sensitivity of investment to funds from optimal debt. *Journal of Financial Economics*, 112(3), 287-307.
- Huang, W. Mazouz, K (2018). Excess cash, trading continuity, and liquidity risk, *Journal of Corporate Finance*, 48(2), 275-291.
- Jagannathan, R., & Ma, T. (2003). Risk reduction in large portfolios: Why imposing the wrong constraints helps. *The Journal of Finance*, 58(4), 1651-1683.
- Javid, M., & Rauf, A. (2015). Diversification and firm performance: Evidence from Pakistan. *Management Science Letters*, 5(7), 623-630.
- Lee, S., & Zhao, J. (2019). The benefits of product diversification for corporate cash holdings: Evidence from industrial firms. *Journal of Business Research*, 98, 365-376
- Li, L., Li, Y., Chen, Y., & Zeng, X. (2018). Product diversification and firm performance: a meta-analysis. *Asia Pacific Journal of Management*, 35(4), 869-898.
- Naman Shah, Hitesh Vyas & Parag Kalkar (2017) The impact of product diversification on firm's competitiveness, *International Journal of Applied Business and Economic Research*, 15(23), 49-64.
- Nguyen, T.T., Tran, T.K., & Doan, T.M.H. (2021). Product diversification and firm performance: Evidence from the Vietnamese manufacturing sector. *Journal of Asian Business Management*, 4(2), 39-50.

- Qureshi, T.M., Naeem, M.A., & Ahmad, U.N. (2021). Competitive Advantage through Product Diversification in Small and Medium Enterprises (SMEs). *Journal of Accounting and Marketing*, 10(3): 20-35.
- Seyedehzahra Mirrahimi & Ali Roshanzamir (2019) Investigating the effects of product diversification on financial performance in firms, *African Journal of Business Management*, 13(18), 607-614.
- Van der Laan, G., & Bahl, R. (2013). Revenue diversification and subnational government fiscal behavior: evidence from a panel of Indonesian provinces. *Public Budgeting & Finance*, 33(2), 90-111.
- Wang, Y. (2023). Holding Companies Versus Single Business Firms: A Comparative Analysis of Investment Efficiency Over Time. *Journal of Financial Economics*, 127(2), 347-369.
- Zhang, Y. & Zhu, L. (2022). The Effect of Market Competition on Corporate Cash Holdings: Evidence from Innovation and Financial Constraints. *Pacific-Basin Finance Journal*, 79(3): 147-169.
- Zhou, M., Cao, J., & Lin, B. (2021). CEO organizational identification and firm cash holdings. *China Journal of Accounting Research*, 14(2), 183-205.

The effect of the company's diversification on the maintenance of cash according to the mediating role of market competition, financial constraints and agency fees

Assadollah Mohammadzadeh Soteh

PhD Student, Department of Accounting, Ghaemshahr Branch, Islamic Azad University, Ghaemshahr, Iran
asad6490@yahoo.com

Mohammad Mehdi Abbasian Fereydoni

Assistant Professor, Department of Accounting, Ghaemshahr Branch, Islamic Azad University, Ghaemshahr, Iran
(Corresponding Author)
mm.abbasian@yahoo.com

Abbasali, pouraghajan Sarhamami

Assistant Professor, Accounting Department, Qaimshahr Branch, Islamic Azad University, Qaimshahr, Iran
abbasaliporaghajan99@yahoo.com

Abstract

Keeping cash is known as one of the important management strategies to reduce financial risks and increase the stability of the company in the long term. Having enough cash allows the company to help the company in various situations such as unexpected events, market changes, reduced sales or new opportunities. Therefore, the purpose of this research is to investigate the relationship of diversification of the company on cash retention and with regard to the mediating role of market competition, financial constraints and agency fees in Tehran Stock Exchange companies. The statistical population of this research is the companies admitted to the Tehran Stock Exchange in the time period of 1394 to 1400, which were tested using the multivariable regression method of the research hypotheses. According to the results of the research hypotheses, the company's diversification policy does not affect cash retention, but it does affect product market competition and agency costs. Also, this policy does not affect cash retention through financial restrictions.

Keyword: Diversification, cash retention, market competition, financial constraints and agency fees

