

## تاثیر ارزش گذاری نادرست سهام بر نگهداشت وجه نقد

سحر کیامرثی

دانشجوی کارشناسی ارشد حسابداری، واحد گچساران، دانشگاه آزاد اسلامی، گچساران، ایران. (نویسنده مسئول).

sahar.kiamarsi@yahoo.com

دکتر محسن احمدی

استادیار گروه حسابداری، واحد گچساران، دانشگاه آزاد اسلامی، گچساران، ایران.

mohsentarh@yahoo.com

### چکیده

وجه نقد یک شرکت از مهم‌ترین دارایی‌های قابل مبادله‌ی هر شرکتی است. مدیران شرکت‌ها در شرایط اقتصادی متفاوت تصمیم متفاوتی برای دارایی‌های نقدی شرکت اتخاذ می‌کنند. آن‌ها ممکن است تصمیم به افزایش ذخایر وجه نقد، توزیع وجه نقد بین سهامداران، مصرف منابع نقدی برای امورات داخلی شرکت، مصرف آن برای تحصیل خارجی یا انباشت ذخایر نقدی بگیرند که در هر صورت سطح انباشت وجه نقد شرکت تحت تأثیر قرار می‌گیرد و همچنین پدیده اضافه ارزشیابی، موجب خراب شدن ارزش شرکت و از بین رفتن اعتبار شرکت برای صداقت و راست‌گویی می‌گردد، اعتباری که برای موفقیت یک شرکت لازم است. از این رو هدف پژوهش بررسی این موضوع است که آیا ارزش‌گذاری نادرست سهام بر نگهداشت وجه نقد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر دارد؟ جامعه آماری پژوهش، کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بین بازه زمانی ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۹ هست که بعد از اعمال محدودیت‌ها ۱۲۵ شرکت به‌عنوان نمونه پژوهش انتخاب شد که نتایج تحلیل فرضیه تحقیق نشان داد که ارزش‌گذاری نادرست سهام بر نگهداشت وجه نقد تأثیر معنادار و معکوسی دارد.

**واژگان کلیدی:** ارزش‌گذاری نادرست سهام، نگهداشت وجه نقد، عملکرد شرکت.

### مقدمه

از دیدگاه مالی می‌تواند چنین گفت که اتخاذ تصمیماتی در مورد مقدار ذخیره برای نگهداری وجه نقد در شرکت‌ها موضوعی بسیار بااهمیت و چالش‌برانگیز می‌باشد. در واقع واحدهای تجاری به دنبال مقدار ذخیره‌ای هستند که بتوانند میزان ارزش و سهام شرکت را نیز مورد ارتقا قرار دهند (نیراج و همکاران، ۲۰۲۰). در حسابداری وجوه نقد حساسی است که در ترازنامه مبلغ کلانی را به خود اختصاص می‌دهد و دارای ماهیت بااهمیتی است زیرا سرمایه‌گذاران، تحلیل‌گران و مشاوران مالی نسبت به وجوه در اختیار شرکت‌ها نیز تصمیمات مالی را لحاظ می‌کند. اکثر دانشمندان مالی بر این باور هستند که واحدهای تجاری باید برای تأمین مالی جهت سرمایه‌گذاری در پروژه‌های سود ده، تماماً از منابع خارجی نیز استفاده نکنند زیرا اصطکاک‌های موجود در بازار باعث کاهش ارزش سهام این شرکت می‌شود (واعظ و همکاران، ۱۳۹۷). یکی از دلایلی که می‌تواند باعث دگرگونی در اتخاذ سیاست‌های سطح نگهداشت وجه نقد شود، عوامل محیطی پیرامون شرکت است. درصد تغییرپذیری در محیط بیرون از واحدهای تجاری که می‌تواند شامل: مشتریان ویژه، مقررات مربوط به امورات دولتی، شهرت نام تجاری (ارزش برند) و غیره تعریف کرد، که این عوامل می‌تواند در نوسانات وجه نقد نگه‌داری شده توسط شرکت تأثیر بسزایی داشته باشد (علیم و همکاران، ۲۰۲۰). از دستی دیگر نگهداری وجه نقد، هزینه‌ای نیز دارد و آن، هزینه فرصت از دست‌رفته سرمایه‌گذاری در دارایی‌های جاری است که در نتیجه نگهداشت وجه نقد ایجاد

می‌شود. نکته مهم نظریه موازنه، این است که سطح مطلوبی از وجه نقد برای شرکت‌ها وجود دارد که در آن مدیران با رویکردی فعال، بر اساس تحلیل منفعت هزینه نسبت به نگهداری وجه نقد تصمیم‌گیری می‌کنند که این امر سبب ارزش آفرینی و افزایش شهرت شرکت می‌گردد (لارکین<sup>۱</sup>، ۲۰۱۳؛ علیم و همکاران، ۲۰۲۰).

پدیده اضافه ارزشیابی، موجب خراب شدن ارزش شرکت و از بین رفتن اعتبار شرکت برای صداقت و راست‌گویی می‌گردد، اعتباری که برای موفقیت یک شرکت لازم است. توجه به این نکته ضروری است که هر صدمه و زیانی که توسط سهامداران تجربه شود به کل اقتصاد تزریق می‌گردد و سبب می‌شود اقتصاد به‌عنوان کل، به علت منافع آنی که از توانایی افزایش یافته شرکت برای بالا بردن سرمایه به دست می‌آید، از رشد باز بماند؛ بنابراین، شناخت و بررسی اضافه ارزشیابی و اثرات ناشی از آن و اقداماتی که به‌منظور حمایت از آن انجام می‌شود، می‌تواند برای سرمایه‌گذاران، تحلیل‌گران، حساب‌رسان، بانک‌های سرمایه‌گذاری و نهادهای قانون‌گذاری مفید واقع شود (بادآورنهدی و سرافراز، ۱۳۹۷). از طرفی ادبیات مالی به‌طور وسیعی نشان می‌دهند که ارزشیابی بازار مالی از یک شرکت، رفتارهای مدیریتی و اقدامات شرکت را تحت تأثیر قرار می‌دهد. قیمت‌های سهام، جریان‌های نقدی آتی مورد انتظار مبنی بر اطلاعات موجود را منعکس می‌کنند. پنهان کردن یا عدم افشای اطلاعات مهم درباره وضعیت آتی شرکت ممکن است به تعیین قیمت نادرست سهام منجر شود یکی از نتایج عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیران و سرمایه‌گذاران، اضافه ارزشیابی سهام توسط سرمایه‌گذاران است (صالحی و همکاران، ۱۳۹۳).

هنگامی که ارزش بازار سهام، بالاتر از ارزش واقعی آن باشد، سهام اضافه ارزشیابی شده است. سهام اضافه ارزشیابی شده، بدین معنی است که شرکت قادر نخواهد بود عملکرد موردنیاز برای توجیه ارزش بازار سهامش را ارائه دهد مدیران به علت دستیابی به اطلاعات بیشتر، قبل از دیگران (سرمایه‌گذاران، تحلیل‌گران، بانک‌های سرمایه‌گذاری و...) به اضافه ارزشیابی، پی خواهند برد. جنسن (۲۰۰۵) معتقد است که مدیران شرکت‌های اضافه ارزشیابی شده، با دو انتخاب روبرو هستند. اول این که مدیران ممکن است با بازاری که نمی‌توانند عملکرد عملیاتی موردنیاز برای توجیه اضافه ارزشیابی سهام را ارائه دهند، ارتباط برقرار کرده و همه‌چیز را آشکارا بیان کنند و یا تا تاریخ گزارشگری بعدی منتظر بمانند و یک عملکرد منفی شگفت‌آوری را گزارش کنند. این انتخاب اثرات بالقوه منفی را روی حرفه و پاداش مدیران در بردارد. انتخاب دوم برای مدیران، این است که اقداماتی را انجام دهند تا عملکرد گزارش شده را متورم سازند تا از این طریق، اضافه ارزشیابی سهام را توجیه نمایند. زمانی که مدیران شرکت‌های اضافه ارزشیابی شده، برای بالا بردن یا حفظ نمایش ارزش شرکت، نمی‌توانند توضیحی داشته باشند سعی در فریب بازار با استفاده از روش‌های ممکن می‌نمایند (جنسن<sup>۲</sup>، ۲۰۰۵). از این رو هدف پژوهش بررسی این موضوع است که آیا ارزش‌گذاری نادرست سهام بر نگهداشت وجه نقد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر دارد؟

در ادامه، پیشینه پژوهش، فرضیه‌های پژوهش، روش‌شناسی پژوهش (شامل نحوه انتخاب شرکت‌های مدنظر و نیز الگوها و متغیرهای پژوهش)، یافته‌های پژوهش و در پایان، نتایج و پیشنهادها ارائه شده است.

### پیشینه تحقیق

احمدی زاده و امیر بیگی (۱۳۹۹) در تحقیقی به بررسی تأثیر سطح نگهداشت وجه نقد و بحران مالی بر سرریز ریسک از شرکت‌های بخش مالی به شرکت‌های بخش غیرمالی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران مورد مطالعه قرار گرفت. جامعه آماری تحقیق شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است و با استفاده از روش غربالگری

<sup>1</sup> Larkin, Y

<sup>2</sup> Jensen, M

سیستماتیک، ۱۳۶ شرکت به عنوان نمونه آماری تحقیق انتخاب شد. قلمروی زمانی تحقیق از سال ۱۳۸۴ تا ۱۳۹۵ به مدت ۱۲ سال است. رویکرد انتخابی برای آزمون فرضیات با استفاده از تلفیق داده‌های ترکیبی بوده و از روش رگرسیون حداقل مربعات ادغام شده استفاده شده است. نتایج آزمون فرضیه‌ها بیانگر وجود رابطه معنی‌دار سطح نگهداشت وجه نقد و بحران مالی بر سرریز ریسک از شرکت‌های بخش مالی به شرکت‌های بخش غیرمالی است.

متین فرد و همکاران (۱۳۹۹) در مطالعه به بررسی تأثیر نا اطمینانی سیاسی بر نگهداشت وجه نقد در دوره زمانی ۱۳۸۷ تا ۱۳۹۶ پرداختند. با توجه به بازه زمانی تحقیق، سال‌های ۱۳۸۸، ۱۳۹۲ و ۱۳۹۶ به عنوان سال‌های با نا اطمینانی سیاسی بالا انتخاب شده‌اند. روش: تحقیق حاضر از لحاظ هدف، از نوع تحقیقات کاربردی است. همچنین در این تحقیق با توجه به نوع داده‌ها و روش‌های تجزیه و تحلیل موجود، از روش داده‌های ترکیبی استفاده شده است. شواهد تجربی به دست آمده از آزمون فرضیه‌های تحقیق حاکی از آن است که نا اطمینانی سیاسی حاصل از انتخابات ریاست جمهوری بر سطح نگهداشت وجه نقد و ارزش بازار نگهداشت وجه نقد شرکت، تأثیر معناداری دارد. همچنین یافته‌های تحقیق حاکی از آن است که، ارزش نهایی نگهداشت وجه نقد با حضور متغیر نا اطمینانی سیاسی در سال‌های برگزاری انتخابات ریاست جمهوری کاهش یافته است.

مهربان پور و همکاران (۱۳۹۹) در تحقیقی به بررسی رابطه بین قابلیت مقایسه صورت‌های مالی و نگهداشت وجه نقد را مورد بررسی قرار دادند این تحقیق. با استفاده از داده‌های ۱۱۰ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، در دوره زمانی ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۵، آزمون فرضیه‌ها با استفاده از مدل‌های رگرسیون چندگانه صورت گرفته است. افزایش قابلیت مقایسه صورت‌های مالی به طور چشمگیری نگهداشت وجه نقد شرکت‌ها را کاهش می‌دهد. از سوی دیگر، کیفیت گزارشگری مالی (با دو شاخص اقلام تعهدی اختیاری و کیفیت افشا) میانجی رابطه بین قابلیت مقایسه صورت‌های مالی و نگهداشت وجه نقد نیست. نتایج به سنج‌های جایگزین قابلیت مقایسه صورت‌های مالی و نگهداشت وجه نقد حساس نیستند و این نتایج با مقیاس‌های جایگزین نیز تأیید می‌شوند. افزون بر این، نتایج آزمون‌های اضافه نشان داد که اعتبار تجاری در رابطه بین قابلیت مقایسه صورت‌های مالی و نگهداشت وجه نقد، نقش میانجی ایفا نمی‌کند.

صفری گرابلی و دهقان (۱۳۹۶) به بررسی کیفیت حسابرسی و ارزش‌گذاری بازار از نگهداشت وجه نقد شرکت‌ها پرداختند. فرضیه پژوهش با استفاده از نمونه‌ای متشکل از ۹۷ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۸۹ تا ۱۳۹۳ و با بهره‌گیری از الگوی رگرسیون چندگانه مبتنی بر تکنیک داده‌های تابلویی مورد آزمون قرار گرفت. یافته‌های به دست آمده حاکی از آن است که سرمایه‌گذاران برای وجه نقد نگهداری شده شرکت‌هایی که توسط حسابرسان متخصص در صنعت صاحب‌کار حسابرسی شده‌اند، ارزش بیشتری قائل‌اند. یافته‌های تحقیق ضمن پر کردن خلأ تحقیقاتی صورت گرفته در این حوزه می‌تواند برای سرمایه‌گذاران، تدوین‌کنندگان مقررات بازار حسابرسی و سایر ذینفعان اطلاعات حسابداری در امر تصمیم‌گیری راهگشا باشد.

موسوی شیری و همکاران (۱۳۹۶) تحقیقی با عنوان بررسی رابطه بین حاشیه ارزش نگهداشت وجه نقد و سرمایه‌گذاری بیش‌ازحد و نقش حاکمیت شرکتی بر این ارتباط انجام دادند. در این پژوهش با جمع‌آوری داده‌های مالی ۱۶۲ شرکت در بازه زمانی ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۴ و با آزمون فرضیه‌های پژوهش از طریق نرم‌افزار R، مشخص شد حاشیه ارزش وجه نقد نگهداری شده در شرکت‌هایی با سرمایه‌گذاری بیش‌ازحد، نسبت به شرکت‌هایی با سرمایه‌گذاری کمتر از حد، تفاوتی ندارد. ضمن آن‌که در سطح شرکت‌های با سرمایه‌گذاری بیش‌ازحد، بین حاشیه ارزش وجه نقد نگهداری شده و سرمایه‌گذاری بیش‌ازحد، رابطه معکوس و معناداری وجود دارد؛ به طوری که این ارتباط از طریق سرمایه‌گذاران نهادی تعدیل می‌شود، ولی استقلال هیئت‌مدیره و شهرت حسابرسی تأثیری بر آن ندارند.

بادآورنهدی و همکاران (۱۳۹۷) مقاله‌ای تحت عنوان نقش تعدیل گری ارزش‌گذاری نادرست سهام بر رابطه بین عدم تقارن اطلاعاتی و ساختار سرمایه انجام دادند. نمونه آماری این پژوهش در بازه زمانی ۱۳۸۷ تا ۱۳۹۴ برای تعداد ۱۴۲ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران تشکیل می‌دهند. برای محاسبه متغیر ارزش‌گذاری نادرست سهام از اختلاف قیمت معاملاتی و ارزش ذاتی سهام، برای محاسبه عدم تقارن اطلاعاتی از اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش و برای محاسبه ساختار سرمایه نیز از نسبت کل بدهی استفاده شده است، تأثیر متغیرهای اندازه شرکت، قابلیت مشاهده، سودآوری و رشد شرکت نیز کنترل گردیده‌اند. جهت آزمون فرضیه‌های پژوهش از رگرسیون خطی چند متغیره مبتنی بر داده‌های تابلویی بهره گرفته شده است. نتیجه پژوهش حاکی از وجود ارتباط معنادار و معکوس بین عدم تقارن اطلاعاتی و ساختار سرمایه است. نتایج بررسی نقش تعدیل گری ارزش‌گذاری نادرست سهام نیز نشان می‌دهد که متغیر ارزش‌گذاری نادرست سهام باعث تعدیل رابطه عدم تقارن اطلاعاتی و ساختار سرمایه می‌گردد، لذا برای بررسی دقیق‌تر این رابطه، شرکت‌ها به گروه‌های بیش ارزش‌گذار و کم ارزش‌گذار تفکیک و موضوع پژوهش در این دسته شرکت‌ها باهم مقایسه می‌شوند. مقایسه نتایج رگرسیون نشان داده، در شرایط عدم تقارن اطلاعاتی شرکت‌های کم ارزش‌گذار در مقایسه با شرکت‌های بیش ارزش‌گذار بیشتر از بدهی استفاده می‌کنند.

بادآور نهدی و سرافراز (۱۳۹۷) در تحقیقی تحت عنوان ارتباط بین قیمت‌گذاری نادرست سهام و میزان سرمایه‌گذاری-های شرکت با تأکید بر نقش محدودیت‌های مالی و افق زمانی سرمایه‌گذاری سهامداران پرداختند. و با استفاده از روش نمونه‌گیری حذف سیستماتیک، ۱۲۸ شرکت به‌عنوان نمونه پژوهش انتخاب، و دوره زمانی آن بین سال‌های ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۳ است. روش مورد استفاده جهت جمع‌آوری اطلاعات، کتابخانه‌ای و برای آزمون فرضیه‌های پژوهش از رگرسیون خطی چندمتغیره استفاده شده است. نتایج پژوهش نشان می‌دهد که بین قیمت‌گذاری نادرست سهام و میزان سرمایه‌گذاری‌های شرکت ارتباط مثبت و معنادار وجود دارد. محدودیت‌های مالی و افق زمانی سرمایه‌گذاری سهامداران بر ارتباط بین قیمت‌گذاری نادرست سهام و میزان سرمایه‌گذاری‌های شرکت تأثیر ندارد. بین شدت بیش ارزشیابی سهام و میزان سرمایه‌گذاری‌های شرکت ارتباط وجود ندارد همچنین بین شدت کم ارزشیابی سهام و میزان سرمایه‌گذاری‌های شرکت ارتباط وجود ندارد.

هیرو<sup>۱</sup> (۲۰۲۰) در تحقیقی به بررسی رابطه بین استراتژی متنوع سازی و ارزشیابی نادرست سهام در کشور هند پرداخت. برای دستیابی به این هدف تحقیق ۵۲۰ شرکت هندی طی دوره‌های مالی ۲۰۰۴ تا ۲۰۱۶ استفاده شده است. فرضیه پژوهش به کمک رگرسیون چندگانه با استفاده از داده‌های تلفیقی مورد آزمون قرار گرفت نتایج نشان داد که هر دو معیار استراتژی متنوع سازی شرکت موجب بهبود ارزشیابی سهام شده و ارزشیابی نادرست سهام را کاهش می‌دهد.

نیراج و همکاران<sup>۲</sup> (۲۰۲۰) در تحقیقی به بررسی رابطه بین ارزش برند و نگهداشت وجه نقد شرکت‌های آمریکایی پرداختند. جهت آزمون فرضیه تحقیق از مشاهداتی شامل ۱۱۵۰ سال شرکت در بازه زمانی سال‌های ۲۰۰۷ تا ۲۰۱۵ در قالب داده‌های تابلویی از نرم‌افزار اویوز استفاده شده است. نتایج تحقیق نشان داد که ارزش برند بالای شرکت موجب کمتر شدن سطح نگهداشت وجه نقد می‌گردد. بدین نحو که بین ارزش برند و نگهداشت وجه نقد رابطه معکوس وجود دارد.

علیم و همکاران<sup>۳</sup> (۲۰۲۰) در تحقیقی به بررسی تأثیر ساختار مالکیت و نگهداشت وجه نقد بر تمرکز مالکیت شرکت‌های پاکستانی پرداختند. آنان برای بررسی فرضیه‌های تحقیق خود با استفاده از داده‌های پانلی و مدل رگرسیون چند متغیره

<sup>1</sup> Heru S.

<sup>2</sup> Neeraj B

<sup>3</sup> Alim

برای بازه زمانی ۲۰۰۰ تا ۲۰۱۵ برای نمونه مشتمل بر ۲۰۰ شرکت پاکستانی به این نتیجه رسیدند که بین ساختار سرمایه و تمرکز مالکیت رابطه مستقیم وجود دارد ولی بین نگهداشت وجه نقد و تمرکز مالکیت رابطه منفی وجود دارد. کیم و همکاران<sup>۱</sup> (۲۰۱۹) در تحقیقی به بررسی تأثیر استراتژی کسب و کار بر ارزشیابی نادرست قیمت سهام شرکت‌های کره‌ای پرداختند. آنان برای این منظور با استفاده از مشاهداتی بالغ بر ۸۱۱۷ سال شرکت در بازه زمانی سال‌های ۲۰۰۶ تا ۲۰۱۷ و با استفاده از داده‌های پانلی و با بهره‌گیری از رگرسیون چند متغیره به این نتیجه رسیدند که بین استراتژی تهاجمی و ارزش‌یابی نادرست قیمت سهام شرکت‌های کره‌ای رابطه مستقیم وجود دارد و همچنین بین استراتژی تدافعی و ارزش‌یابی نادرست قیمت سهام شرکت‌های کره‌ای رابطه معکوس وجود دارد.

پیتر و همکاران<sup>۲</sup> (۲۰۱۸) در تحقیق به بررسی شرایط و عوامل مؤثر بر ارزش‌یابی نادرست شرکت‌های چینی پرداختند. آنان بر روی مشاهدات بالغ بر ۵۸۰۴ نمونه شرکت‌های بورس شانگهای و شینزن بین سال‌های ۲۰۰۰ تا ۲۰۱۵ با استفاده از داده‌های تابلویی پرداختند. در این تحقیق برای اندازه‌گیری قیمت‌گذاری اشتباه از نسبت حقوق صاحبان سهام بر ارزش دفتری آن استفاده شده است. آنان کاهش ارزش (سقوط) حقوق صاحبان سهام ناشی از حباب قیمتی را به دو بخش قیمت‌گذاری نادرست و عوامل قیمت‌گذاری نادرست تقسیم نمودند و دریافتند که حباب قیمتی ناشی از تأثیراتی بوده است که در اثر قیمت‌گذاری نادرست اولیه ایجاد گردیده است.

آمالیا و همکاران<sup>۳</sup> (۲۰۱۸) در تحقیقی با عنوان بررسی تأثیر اهرم مالی و مخارج سرمایه‌ای بر سطح نگهداشت وجه نقد با تأکید بر عدم اطمینان محیطی در کشور اندونزی پرداختند. در این مطالعه از نمونه ۱۰۵ شرکت تولیدی برای بازه زمانی بین ۲۰۱۱ الی ۲۰۱۵ استفاده شده است. جهت آزمون فرضیات تحقیق از رگرسیون چندمتغیره استاندارد نیز استفاده شده است. نتایج بیانگر این است که اهرم مالی در شرایط عدم اطمینان بالا تأثیر مثبت و معناداری بر سطح نگهداشت وجه نقد دارد، درحالی‌که مخارج سرمایه‌ای هیچ تأثیری در شرایط عدم اطمینان محیطی بر سطح نگهداشت وجه نقد ندارد. هوانگ و چئو<sup>۴</sup> (۲۰۱۸) در تحقیقی به بررسی رابطه بین ضعف کنترل داخلی و ارزش نگهداشت وجه نقد پرداختند و از این رو با بررسی ۱۴۷۷۲ سال شرکت در بازه زمانی ۲۰۰۴ تا ۲۰۱۲ و همچنین از روش تجزیه و تحلیل پانل و رگرسیون حداقل مربعات ادغامی به منظور آزمون فرضیه‌ها و تخمین ضرایب استفاده گردید. به این نتیجه رسیدند که بین ضعف کنترل داخلی و ارزش نگهداشت وجه نقد یک رابطه معکوس وجود دارد بدین نحو که هر چه مقدار ضعف کنترل داخلی بیشتر باشد ارزش نگهداشت وجه نقد کاهش می‌یابد.

محمد عطیف<sup>۵</sup> (۲۰۱۷) در تحقیقی به بررسی رابطه بین پاداش هیئت مدیره و نگه داشت وجه نقد شرکت‌های استرالیایی پرداخت. وی برای این منظور با استفاده از داده‌های پانلی و مدل رگرسیون خطی چند متغیره برای ۵۰۰ نمونه شرکت در طی بازه زمانی سال‌های ۲۰۰۱ تا ۲۰۱۵ به این نتیجه دست‌یافت که، بین پاداش هیئت مدیره و نگهداشت وجه نقد یک رابطه مثبت و معناداری وجود دارد.

## فرضیه‌های پژوهش

فرضیه اصلی: ارزش‌گذاری نادرست سهام بر نگهداشت وجه نقد تأثیر معناداری دارد.

<sup>1</sup> Kim, y

<sup>2</sup> Peter L

<sup>3</sup> Amalia C

<sup>4</sup> Huang. Ying and Ting-Kai Chou

<sup>5</sup> Muhammad Atif

## روش پژوهش

پژوهش حاضر بر اساس هدف، از نوع توصیفی و بر اساس ماهیت و روش از نوع همبستگی است با توجه به اینکه این پژوهش می‌تواند در فرایند تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران مورد استفاده قرار گیرد از نوع پژوهش کاربردی محسوب می‌شود؛ برای تدوین مبانی نظری پژوهش از روش کتابخانه‌ای و برای گردآوری داده‌های مورد نظر از ماهنامه‌های بورس و سایت‌های بورس و بانک مرکزی و نرم‌افزارهای اطلاعات مالی شرکت‌ها از نرم‌افزار ره‌آورد نوین و تدبیر پرداز استفاده شده است. برای آماده‌سازی اطلاعات از نرم‌افزار اکسل استفاده شده است و به منظور آزمون فرضیه‌ها از نرم‌افزار ایویوز استفاده شده است. جامعه آماری پژوهش، کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بین بازه زمانی ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۹ هست. در این پژوهش، برای تعیین نمونه آماری از روش غربالگری استفاده شد: بدین صورت که در هر مرحله از بین کلیه شرکت‌های موجود در پایان سال، شرکت‌هایی که دارای شرایط زیر نبوده‌اند، حذف شده و شرکت باقی‌مانده برای انجام آزمون انتخاب شدند: شرکت‌هایی که سال مالی آن‌ها به انتهای اسفند ماه ختم می‌شود، جزء شرکت‌های بیمه، بانک‌ها و واسطه‌گری‌های مالی و مؤسسات تأمین مالی نباشند، شرکت‌هایی که در طی دوره مورد نظر تغییر سال مالی نداشته باشند و شرکت‌هایی که اطلاعات مالی مورد نیاز آن‌ها جهت سنجش متغیرها در دسترس باشند. بعد از اعمال این شرایط ۱۲۵ شرکت به عنوان نمونه پژوهش انتخاب شد.

## متغیر وابسته: نگهداشت وجه نقد

با توجه به موضوع متغیر وابسته تحقیق حاضر، نگهداشت وجه نقد است که عبارت است از میزان موجودی نقد که در پایان دوره مالی نزد شرکت در حساب‌های بانکی و یا صندوق شرکت نگهداری می‌شود. بنابراین موجودی نقد تقسیم بر جمع دارایی‌ها شرکت معین کننده نگهداشت وجه نقد شرکت می‌باشد. شایان ذکر است از این معیار در تحقیق احمدی زاده و امیر بیگی (۱۳۹۹) استفاده شده است.

## متغیر مستقل: ارزش گذاری نادرست سهام

در این تحقیق متغیر مستقل ارزش گذاری نادرست سهام می‌باشد و از آنجایی که یک معیار ارزشیابی رایج، نسبت ارزش بازار حقوق صاحبان سهام به ارزش دفتری سهام است و در ادبیات حسابداری و مالی نسبت به عنوان نماینده‌ای معتبر برای ارزشیابی‌های نادرست استفاده شده است در این تحقیق با بهره‌گیری از مدل رودز- کروپف و همکاران<sup>۱</sup> (۲۰۰۵) که بر همین اساس طراحی گردیده، ارزشیابی نادرست محاسبه گردیده است. که از این معیار در تحقیق بادآور نهندی و سرافراز (۱۳۹۷) نیز استفاده شده است که فرمول آن به شرح زیر می‌باشد:

$$MISP_{it} = LnMit - v(\theta_{it}; \alpha_t)$$

در رابطه فوق؛

$LnMit$ : لگاریتم طبیعی ارزش بازار شرکت می‌باشد که ارزش بازار شرکت از طریق رابطه زیر محاسبه می‌شود:  
ارزش بازار شرکت = ارزش دفتری بدهی‌ها + (ارزش بازار سهام \* تعداد سهام در دست سهامداران)

$v(\theta_{it}; \alpha_t)$ : ارزش بنیادی شرکت  $i$  در سال  $t$  می‌باشد که ارزش بنیادی شرکت از طریق رابطه زیر قابل محاسبه است:  
$$v(\theta_{it}; \alpha_t) = \alpha_0 + \alpha_1 b_{it} + \alpha_2 \ln NI_{it} + \alpha_3 I_{it} + \alpha_4 LEV_{it} + \varepsilon_{it}$$
  
bit: لگاریتم طبیعی ارزش دفتری دارایی شرکت  $i$  در پایان سال  $t$ .

<sup>1</sup> Rhodes-Kropf, M., D. Robinson, and S. Viswanathan



$\ln I_{NI} I_{it}$ : لگاریتم طبیعی قدر مطلق سود خالص شرکت  $i$  در پایان سال  $t$  ( $I < 0$ ) یک متغیر مجازی است در صورتی که شرکت  $i$  در سال  $t$  زیانده باشد مقدار آن برابر عدد یک و در غیر این صورت مقدار آن صفر در نظر گرفته می شود).  
LEV $_{it}$ : اهرم مالی شرکت  $i$  در پایان سال  $t$  که از تقسیم کل بدهی ها بر کل دارایی ها محاسبه می شود.  
شایان ذکر است که شرکت هایی که مقادیر قیمت گذاری نادرست سال قبال آن ها بیشتر از عدد صفر باشد (یعنی مثبت) دارای بیش ارزشیابی بوده و شرکت هایی که مقادیر قیمت گذاری نادرست سال قبال آن ها کمتر از عدد صفر باشد (یعنی منفی) دارای کم ارزشیابی می باشد. در این تحقیق قدر مطلق مقدار MIS $Pit$  به عنوان متغیر ارزشیابی نادرست محسوب می شود که مقادیر بالا نشانگر شدت ارزشیابی نادرست بوده و مقادیر کم نشانگر خطای کم ارزشیابی می باشد.

## متغیرهای کنترلی

متغیرهای کنترلی تحقیق حاضر برگرفته شده از تحقیق هیرو (۲۰۲۰) مطابق زیر می باشد:  
در این تحقیق از پنج متغیر کنترلی به شرح زیر استفاده می کنیم:  
اهرم مالی (Lev): نسبت کل بدهی بر کل دارایی ها  
اندازه شرکت (Size): لگاریتم طبیعی جمع ارزش دفتری دارایی شرکت در پایان سال  $t$ .  
بازده حقوق صاحبان سهام (ROE): بازده حقوق صاحبان سهام به عنوان شاخص سود اوری می باشد که از تقسیم سود خالص بر ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام حاصل می گردد.  
عمر شرکت (Age): عمر شرکت که به عنوان زمان بین تأسیس اولیه یک شرکت و زمان حال شرکت (برحسب سال) اندازه گیری می گردد.

## یافته ها

### آمار توصیفی متغیرها

جدول (۱): آمار توصیفی متغیرهای تحقیق

متغیر	میانگین	میان	ماکزیمم	مینیمم	انحراف معیار	چولگی	کشیدگی
ارزشیابی نادرست سهام	۰.۸۰	۰.۷۷	۲.۷۲	۰.۰۰۴	۰.۵۸	۰.۶۲	۲.۸۳
نگهداشت وجه نقد	۰.۰۶	۰.۰۴	۰.۶۴	۰.۰۱	۰.۰۹	۱.۵۱	۲.۱۲
اهرم مالی	۰.۵۸	۰.۵۹	۱.۷۴	۰.۰۱	۰.۲۷	۱.۷۲	۱۴.۸۹
بازده حقوق صاحبان سهام	۰.۴۴	۰.۰۸	۱۰.۷۶	-۸.۹۹	۱.۸۱	۱.۷۵	۱۵.۲۹
عمر شرکت	۲.۰۶	۲.۱۶	۳.۱۹	۰.۳۰	۰.۴۳	-۱.۰۷	۴.۴۱
اندازه شرکت	۶.۱۷	۶.۱۶	۸.۳۸	۴.۰۲	۰.۶۳	۰.۵۴	۴.۴۲

در بخش آمار توصیفی، تجزیه و تحلیل داده ها با استفاده از شاخص های مرکزی هم چون میانگین و میان و شاخص های پراکندگی انحراف معیار، چولگی و کشیدگی انجام پذیرفته است. در این ارتباط میانگین، اصلی ترین شاخص مرکزی بوده و متوسط داده ها را نشان می دهد، به طوری که اگر داده ها بر روی یک محور به صورت منظم ردیف شوند، مقدار میانگین دقیقاً نقطه تعادل یا مرکز ثقل توزیع قرار می گیرد. انحراف معیار از پارامترهای پراکندگی بوده و میزان پراکندگی داده ها را نشان می دهد. چولگی نیز از پارامترهای تعیین انحراف از قرینگی بوده و شاخص تقارن داده ها است. در صورتی که جامعه از توزیع متقارن برخوردار باشد، ضریب چولگی مساوی صفر، در صورتی که جامعه چوله به چپ باشد، ضریب چولگی منفی و در صورتی که دارای چوله به راست باشد، ضریب چولگی مثبت خواهد بود. کشیدگی نیز شاخص سنجش

پراکندگی جامعه نسبت به توزیع نرمال می‌باشد. با توجه به جدول میانگین متغیرهای ارزشیابی نادرست سهام، نگهداشت وجه نقد، اهرم مالی، بازده حقوق صاحبان سهام، عمر شرکت و اندازه شرکت به ترتیب برابر ۰,۸۰، ۰,۰۶، ۰,۵۸، ۰,۴۴، ۲,۰۶، ۶,۱۷ می‌باشد. بیشترین و کمترین مقدار متغیرهای ارزشیابی نادرست سهام، نگهداشت وجه نقد، اهرم مالی، بازده حقوق صاحبان سهام، عمر شرکت و اندازه شرکت (بیشترین: ۲,۷۲، ۰,۶۴، ۱,۷۴، ۱۰,۷۶، ۳,۱۹، ۸,۳۸ و کمترین: ۰,۰۰۴، ۰,۰۱، ۰,۰۱، ۰,۰۱، ۸,۹۹، ۰,۳۰، ۴,۰۲) می‌باشد.

## آزمون ایستایی

قبل از برآورد هر رگرسیون جهت حصول اطمینان از رگرسیون غیر کاذب و در پی آن نتایج نامطمئن، لازم است که چگونگی ساکن پذیری متغیرها را مورد آزمون قرار دهیم. پایایی متغیرها به معنی ثابت بودن میانگین و واریانس متغیرها در طول زمان و کوواریانس متغیرها بین سالهای مختلف است. بدین منظور در این تحقیق از روش ایم، پسران و شین استفاده شده است.

جدول (۲): ایستایی متغیرهای تحقیق

نام متغیر	آماره	P_value	نتیجه
ارزشیابی نادرست سهام	-۳/۶۰	۰/۰۰۰۲	مانا
نگهداشت وجه نقد	-۳/۶۹	۰/۰۰۰۱	مانا
اهرم مالی	-۱۱/۱۷	۰/۰۰۰۰	مانا
بازده حقوق صاحبان سهام	-۱۰/۹۰	۰/۰۰۰۰	مانا
عمر شرکت	-۱۲/۵۶	۰/۰۰۰۰	مانا
اندازه شرکت	-۷/۹۵	۰/۰۰۰۰	مانا

نتایج آزمون ایستایی نمایان گر این است که در مورد تمامی متغیرها، سطح معناداری آن‌ها کمتر از ۰/۰۵ می‌باشد و تمامی متغیرها مانا هستند.

## نتایج آزمون F لیمر

اولین آزمون تشخیصی در داده‌های مقطع عرضی، سری زمانی، آزمون F- لیمر است. در روش پانل دیتا برای اینکه تعیین کنیم که تخمین مدل از روش داده‌های تلفیقی (pool) یا داده‌های تابلویی (panel) صورت بگیرد، از آزمون F- لیمر استفاده شده است. تفاوت روش رگرسیون pool و panel در این است که pool برای همه شرکت‌ها دارای یک عرض از مبدا است اما در روش panel به ازای هر مقطع که در اینجا شرکت است می‌تواند یک عرض از مبدا به ما بدهد.

جدول (۳): نتایج آزمون F لیمر در سطح ۵ درصد

معادله مربوط به	F لیمر محاسباتی	P_value
فرضیه اول	۱۰/۴۰	۰,۰۰۰

از آنجایی که سطح معناداری برای فرضیه‌های تحقیق که در این جدول با P\_value نمایش داده می‌شود از ۰,۰۵ کمتر شده است، در نتیجه فرضیه صفر رد و فرضیه مقابل آن تایید می‌شود. یعنی فرضیه امکان وجود داده‌های تلفیقی به نفع داده‌های تابلویی رد می‌شود.



### نتایج آزمون هاسمن

بعد از مشخص شدن نوع مدل داده ها، باید مشخص شود که از کدام روش اثرات ثابت و یا روش اثرات تصادفی برای تخمین استفاده شود. بنابراین برای تشخیص این موضوع از آزمون هاسمن استفاده می شود.

جدول (۴): نتایج آزمون هاسمن

P_value	مقدار آماره کای دو	معادله مربوط به
۰/۰۲۸۸	۱۲/۴۷	فرضیه اول

از آنجایی که سطح معناداری در این جدول که با P\_value نمایش داده می شود از آنجایی که سطح معناداری از ۰,۰۵ کوچکتر است در نتیجه فرضیه صفر رد و فرضیه مقابل آن تایید می شود. و روش مناسب برآورد مدل تحقیق، اثرات ثابت می باشد.

### همبستگی بین متغیرهای تحقیق

ماتریس ضرایب همبستگی بین متغیرهای وابسته، مستقل و کنترلی ها، در جدول ۵ ارائه شده است. براساس نتایج، متغیر نگهداشت وجه نقد با متغیر ارزشگذاری نادرست سهام همبستگی مثبت و معنادار و با متغیر بازده حقوق صاحبان سهام و عمر شرکت همبستگی منفی و معناداری دارد.

جدول (۵): همبستگی بین متغیرهای تحقیق

متغیر	نگهداشت وجه نقد	ارزشگذاری نادرست سهام	اهرم مالی	بازده حقوق صاحبان سهام	عمر شرکت	اندازه شرکت
نگهداشت وجه نقد	۱,۰۰					
ارزشگذاری نادرست سهام	۰,۱۳	۱,۰۰				
اهرم مالی	-۰,۰۳	-۰,۰۵	۱,۰۰			
بازده حقوق صاحبان سهام	۰,۰۴	۰,۰۱	-۰,۰۱	۱,۰۰		
عمر شرکت	-۰,۰۷	-۰,۰۳	-۰,۰۳	-۰,۰۱	۱,۰۰	
اندازه شرکت	۰,۰۳	۰,۰۲	۰,۰۷	-۰,۱۱	-۰,۰۵	۱,۰۰

### آزمون فرضیه تحقیق

جدول (۶): نتایج تخمین مدل تحقیق

متغیر وابسته: نگهداشت وجه نقد						
متغیرهای مستقل	ضریب	آماره t	خطای استاندارد	ضریب تورم واریانس	سطح معناداری	رابطه

معنی دار	۰.۰۱	۱.۰۰	۰.۱۷	-۲.۸۰	-۰.۴۹	ارزشگذاری نادرست سهام
بی معنی	۰.۸۸	۱.۰۱	۰.۰۰۱	۰.۱۵	۰.۰۰۰۲	اهرم مالی
بی معنی	۰.۵۲	۱.۰۱	۰.۰۰	-۰.۶۴	-۰.۰۰۰۱	بازده حقوق صاحبان سهام
معنی دار	۰.۰۲	۱.۰۳	۰.۲۶	-۲.۳۱	-۰.۶۰	عمر شرکت
معنی دار	۰.۰۳	۱.۰۴	۰.۰۶	۲.۲۱	۰.۱۴	اندازه شرکت
۰.۵۹	ضریب تعیین					
۰.۴۳	ضریب تعیین تعدیل شده مدل					
۱.۷۱	F					آماره White
۰.۰۰۹۰	سطح معناداری					
۱.۵۸	آماره Durbin-Watson					
۷۶۸۶.۸۱	آماره F جدول					
۰.۰۰۰	سطح معناداری					

یکی از مفروضات رگرسیون کلاسیک همسانی واریانس باقیمانده‌ها است. در این مطالعه برای بررسی همسانی واریانس‌ها از آزمون وایت استفاده شده است. با توجه به سطح اهمیت این آزمون که کوچکتر از ۰,۰۵ می باشد (۰,۰۰) فرضیه صفر مبنی بر وجود همسانی واریانس رد شده و می توان گفت مدل دارای مشکل ناهمسانی واریانس می باشد. در این مطالعه جهت رفع مشکل در برآورد مدل از روش برآورد حداقل مربعات تعمیم یافته استفاده شده است همچنین در این مطالعه برای آزمون همبسته نبودن باقیمانده‌ها که یکی از مفروضات تجزیه و تحلیل رگرسیون می باشد و خود همبستگی نامیده می شود از آزمون دوربین واتسون استفاده شده است. با توجه به نتایج اولیه برآورد مدل مقدار آماره دوربین واتسون مابین ۱,۵ و ۲,۵ بوده، می توان نتیجه گرفت باقیمانده‌ها مستقل از هم می باشند. مقدار آماره دوربین واتسون برابر با ۱,۵۸ می گردد. ضریب تعیین مدل (۰/۵۹) معرف قدرت توضیح کنندگی مدل برآورد شده می باشد. با افزایش مشاهدات و هم چنین با افزایش متغیرهای مستقل میزان ضریب تعیین افزایش می یابد و این افزایش ممکن است کاذب باشد. ضریب تعیین تعدیل شده (۰,۴۳)، نشان دهنده تاثیر واقعی متغیرهای مستقل مدل بر وابسته است. در بررسی معنی داری ضرایب با توجه به جدول ۶، از آن جایی که احتمال آماره t برای ضریب متغیر ارزشگذاری نادرست سهام (۰,۰۱) کوچکتر از ۰,۰۵ می باشد، در نتیجه وجود تاثیر معناداری این متغیر بر نگهداشت وجه نقد در سطح اطمینان ۰,۹۵ رد نمی گردد. منفی بودن ضریب متغیر ارزشگذاری نادرست سهام (-۰,۴۹)، نشان دهنده میزان تاثیر منفی این متغیر بر نگهداشت وجه نقد می باشد. در بررسی سطح معنی داری متغیرهای کنترلی عمر شرکت و اندازه شرکت با توجه به سطح معناداری کمتر از ۵ درصد رابطه معناداری نگهداشت وجه نقد دارند و همچنین متغیرهای کنترلی اهرم مالی و بازده حقوق صاحبان سهام با توجه به سطح معناداری بزرگتر از ۵ درصد رابطه معناداری با نگهداشت وجه نقد ندارد.

### بحث و نتیجه گیری و پیشنهادهای پژوهش

وجه نقد به عنوان یکی از مهم ترین اجزای سرمایه در گردش، همواره مورد توجه خاص مدیران و سرمایه گذاران قرار داشته است. نگهداشت وجه نقد در شرکت، علیرغم وجود مزایایی چون توانایی انجام معاملات تجاری، توانایی مواجهه با وقایع احتمالی، انعطاف پذیری به منظور تأمین مالی از محل منابع داخلی و اجتناب از تضییع فرصت های سرمایه گذاری به هنگام محدودیت در تأمین مالی خارجی، زمینه ساز ایجاد مشکلاتی مثل، افزایش بالقوه سرمایه گذاری های غیر بهینه به دلیل مسائل نمایندگی است. بر اساس نظریه نمایندگی، در شرایط وجود مسائل نمایندگی ناشی از عدم تقارن اطلاعاتی بین

مدیران و مالکان، مدیران مایل اند به جای توزیع وجوه در دسترس بین سهامداران، وجوه را به نفع خود و به هزینه سهامداران در شرکت نگهداری کنند. همسو با این نظریه، مایرز و راجان (۱۹۹۸) و جانسون و همکاران (۲۰۰۰) نیز نشان دادند که منابع نقدی شرکت نسبت به منابع غیر نقدی، بیشتر مورد سوءاستفاده مدیران قرار می‌گیرند. اگرچه نگهداشت وجه نقد از طریق کاهش مشکل سرمایه‌گذاری کمتر از حد می‌تواند موجب افزایش ارزش شرکت گردد. از این رو هدف پژوهش بررسی این موضوع است که آیا ارزشگذاری نادرست سهام بر نگهداشت وجه نقد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر دارد؟ جامعه آماری پژوهش، کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بین بازه زمانی ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۹ هست که بعد از اعمال محدودیت‌ها ۱۲۵ شرکت به‌عنوان نمونه پژوهش انتخاب شد که نتایج تحلیل فرضیه تحقیق نشان داد که ارزشگذاری نادرست سهام بر نگهداشت وجه نقد تأثیر معنادار و معکوسی دارد. هر پژوهشی که انجام می‌شود ممکن است با محدودیت‌هایی همراه باشد که باعث کند شدن روند انجام پژوهش گردد که در این پژوهش می‌توان به محدودیت‌های ذیل اشاره کرد: یکی از برجسته‌ترین مشکلاتی که در بیشتر پژوهش‌های داخل ایران با آن مواجه هستیم، عدم انجام پژوهش مشابه با پژوهش انجام شده در ایران هستیم که امکان مقایسه یافته‌های پژوهش را کاهش می‌دهد. تحلیل گران، ذی‌نفعان و در حالت کلی کسانی که از یافته‌های این پژوهش استفاده می‌کنند در تسری آن به شرکت‌های غیر بورسی محتاط‌تر عمل کنند. از آنجایی که بازه زمانی پژوهش بین سال‌های ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۹، در عمومیت دادن یافته‌های پژوهش به سال‌های قبل و بعد از بازه زمانی اشاره شده باید احتیاط لازم عمل شود. از آنجایی که نمونه آماری پژوهش و شرکت‌های موجود در این نمونه سال مالی این شرکت‌ها منتهی به آخر سال هست در بسط دادن یافته‌های پژوهش به دیگر شرکت‌ها بایستی با احتیاط انجام گیرد. برای اندازه‌گیری متغیرهای پژوهش از داده‌های شرکت‌ها و گزارش‌هایی که ارائه دادند استفاده شده است و این گزارش‌ها بر مبنای بهای تمام شده تاریخی استفاده شده است، در صورت اصلاح اطلاعات استفاده شده از بابت تورم ممکن است برداشت متفاوت از یافته‌های فعلی حاصل شود. برای بررسی و پژوهش‌های آتی می‌توان مواردی همچون؛ در پژوهش‌های آتی می‌توان با انتخاب بازه زمانی طولانی این تحقیق رو انجام و نتایج آن را به تفکیک صنایع بررسی کرد. تأثیر بیش اطمینانی مدیران بر رابطه بین ارزشگذاری نادرست سهام و نگهداشت وجه نقد را نام برد.

## منابع

- ✓ احمدی زاده، عفت، امیر بیگی، حبیب، (۱۳۹۹)، بررسی تأثیر سطح نگهداشت وجه نقد و بحران مالی بر سرریز ریسک از شرکت‌های بخش مالی به شرکت‌های بخش غیرمالی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه مدیریت توسعه و تحول، دوره ۷، شماره ۴۰، صص ۵۵-۷۲.
- ✓ بادآورنهدی، یونس، خجسته، هیوا، شریف‌زاده، غفور، (۱۳۹۷)، نقش تعدیل‌گری ارزش‌گذاری نادرست سهام بر رابطه بین عدم تقارن اطلاعاتی و ساختار سرمایه، فصلنامه تحقیق‌های حسابداری مالی، دوره ۱۰، شماره ۳۷، صص ۵۳-۸۴.
- ✓ بادآورنهدی، یونس، سرافراز، الهه، (۱۳۹۷)، ارتباط بین قیمت‌گذاری نادرست سهام و میزان سرمایه‌گذاری‌های شرکت با تأکید بر نقش محدودیت‌های مالی و افق زمانی سرمایه‌گذاری سهامداران، دانش مالی تحلیل اوراق بهادار، دوره ۱۱، شماره ۳۷، صص ۱۱۹-۱۳۲.
- ✓ صالحی، مهدی، موسوی شیری، محمود، رضوی، یاسر، (۱۳۹۳)، رابطه بین اضافه ارزشیابی سهام و افشای اینترنتی اطلاعات مالی، تحقیق‌های تجربی حسابداری، دوره ۴، شماره ۴، صص ۷۹-۱۰۳.
- ✓ صفری گرایلی، مهدی، دهقان، فریبا، (۱۳۹۶)، کیفیت حسابرسی و ارزش‌گذاری بازار از نگهداشت وجه نقد شرکت‌ها، حسابداری مدیریت، دوره ۱۰، شماره ۳۲، صص ۵۹-۷۰.

- ✓ متین فرد، مهران، اولی، محمدرضا، میناب، مریم، (۱۳۹۹)، بررسی تأثیر نااطمینانی سیاسی بر نگهداشت وجه نقد، فصلنامه دانش حسابداری، دوره ۱۱، شماره ۱، صص ۱۱۳-۱۳۴.
- ✓ موسوی شیری، محمود، مصطفوی، نیلوفر، یزدانی، مهدیه، (۱۳۹۶)، بررسی رابطه بین حاشیه ارزش نگهداشت وجه نقد و سرمایه‌گذاری بیش از حد و نقش حاکمیت شرکتی بر این ارتباط، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، دوره ۲۴، شماره ۲، صص ۲۶۳-۲۸۲.
- ✓ مهربان پور، محمدرضا، فرجی، امید، سجادیپور، رضا، (۱۳۹۹)، نقش میانجی کیفیت گزارشگری مالی در رابطه بین قابلیت مقایسه صورت‌های مالی و نگهداشت وجه نقد، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، دوره ۲۷، شماره ۱، صص ۱۳۲-۱۵۳.
- ✓ Alim M. and M. Sweisbach, (2020), Investigating the Impact of Ownership Structure and Cash Retention on the Ownership Concentration of Pakistani Companies..., journal of finance, 59(11): 234-261.
- ✓ Amalia Cut Intan, Muhammad Arfan, Mulia Saputra. (2018). The effect of financial leverage and capital expenditure on cash holding level with emphasis on environmental uncertainty in listed companies in Indonesia, <http://creativecommons.org/licenses/by/4.0/legalcode>.
- ✓ Huang. Ying and Ting-Kai Chou. (2018). Internal Control Weakness and Value of Cash Holdings. Accounting and Information Technology, National Chung Cheng. 23: 247-269.
- ✓ Muhammad Atif (2017), CEO Compensation and Firm's Cash Holding: A pitch. Griffith University, 170 Kessels Road, Nathan 4111, Brisbane, Queensland, Australia, 7(4): 263-276.
- ✓ Neeraj Bharadwaj & Dominique M. Hanssens and Ramesh K. S. Rao. (2020). Corporate brand value and cash holdings. Journal of Brand Management.
- ✓ Peter L & Dehong Liu, Hongmei GU. (2018), The Equity Mispricing: Evidence from China's Stock Market, Pacific-Basin Finance Journal 39, PP. 211-223.
- ✓ Kim, Y & Sangkwon CHA and Sunpil HWANG (2019). Business Strategy and Overvaluation: Evidence from Korea. Journal of Asian Finance, Economics and Business Vol 6 No 4 (2019) 83-90.
- ✓ Rhodes-Kropf, M., D. Robinson, and S. Viswanathan, (2005). Valuation waves and merger activity: The empirical evidence. Journal of Financial Economics 77, 561-603.
- ✓ Heru S. (2020), Corporate diversification and firms' value in emerging economy: the role of growth opportunity, Journal of Asian Business and Economic Studies, Vol. 27 No. 2, pp. 195-207.