

## بررسی نقش تعدیلگری اندازه شرکت در رابطه بین نقدینگی سهام و ارزش بازار شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

محمد محمودیان درویشانی

دانشجوی کارشناسی ارشد حسابداری، مؤسسه غیرانتفاعی نورهدایت شهرکرد، ایران

Mohammad.shmone371@gmail.com

صادق احمدی

دانشجوی کارشناسی ارشد حسابداری، مؤسسه غیرانتفاعی نورهدایت شهرکرد، ایران

ahmadisadegh353@gmail.com

سیده محدثه ظاهری

دانشجوی دکتری تخصصی، گروه حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی، شهرکرد، ایران

m.zaheri8431@gmail.com

### چکیده

تسهیل معاملات و نقدشوندگی دارایی ها از ارکان کلیدی جلب اعتماد سرمایه گذاران و ارتقای ارزش بازار بنگاه های اقتصادی محسوب می شود. پژوهش حاضر با هدف واکاوی نقش تعدیل کنندگی اندازه شرکت در رابطه میان نقدینگی سهام و ارزش بازار در بورس اوراق بهادار تهران تدوین شده است. جامعه آماری پژوهش شامل کلیه شرکت های پذیرفته شده در بورس تهران بوده که با اعمال محدودیت های مورد نظر، ۱۶۱ شرکت طی دوره زمانی ۱۳۹۴-۱۴۰۲ به عنوان نمونه آماری انتخاب شدند. مدل سازی پژوهش با بهره گیری از داده های ترکیبی و روش رگرسیون حداقل مربعات تعمیم یافته (GLS) انجام پذیرفت. نتایج حاصل از تحلیل آماری نشان داد که بین نقدینگی و ارزش بازار رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. همچنین نتایج مؤید آن است که اندازه شرکت در رابطه مذکور نقش تعدیل گر ایفا کرده و باعث تشدید اثرگذاری نقدینگی بر ارزش بازار می گردد. این یافته ها بر اهمیت استراتژیک مدیریت نقدینگی و ظرفیت های عملیاتی شرکت (اندازه) در جهت بهینه سازی ارزش بازار تأکید دارد.

**واژگان کلیدی:** ارزش بازار، نقدینگی سهام، اندازه شرکت، متغیر تعدیل گر، داده های تابلویی.

### مقدمه

بازار سرمایه محلی برای خرید و فروش سهام شرکت ها می باشد. علی رغم اینکه سیستم حسابداری، ارزش دفتری سهام را بر اساس تفاوت دارایی ها و بدهی های شرکت محاسبه می نماید، ولیکن بازار نیز با مکانیسم های خاص خود به تعیین ارزش سهام شرکت می پردازد که برآیند آن ارزش بازار سهام شرکت از نگاه بازار می باشد. نوسانات در ارزش بازار سهام شرکت ها یک پدیده تکرار شونده است که اغلب بر رفتار سرمایه گذاران تأثیر می گذارد. این تغییرات ارزش بازار به ویژه برای سرمایه گذارانی که از ارزش گذاری های شرکت برای ارزیابی پتانسیل رشد آتی استفاده می کنند، بسیار مهم است (چن<sup>۱</sup>، ۲۰۲۲). هنگامی که یک شرکت ارزش بازار بالایی را حفظ می کند، علامت مثبتی در خصوص آینده شرکت به بازار ارائه می دهد که موجب جذب سرمایه گذاران به سوی شرکت می شود (لستری و پابولو<sup>۲</sup>، ۲۰۲۳). برعکس، کاهش ارزش بازار ممکن است نشانه ناکارآمدی مدیریتی یا شوک های بیرونی باشد که اعتماد سرمایه گذاران را از بین می برد و آینده نامطلوبی را برای شرکت پیش بینی می کند

<sup>1</sup>. Chen

<sup>2</sup>. Lestari and Pabulo

(امین و همکاران<sup>۳</sup>، ۲۰۲۱). این الگو مطابق با تئوری تعادلی<sup>۴</sup> در بازار است که استدلال می کند که شرکت ها باید انواع مختلف شاخص های مالی را برای دستیابی به نقطه تعادلی مدیریت نمایند تا ارزش شرکت را به حداکثر برسانند (آدنی و همکاران<sup>۵</sup>، ۲۰۲۲).

در این زمینه، نسبت های نقدینگی شرکت ها نقش حیاتی ایفا می کنند و بر عملکرد شرکت و ظرفیت و جذابیت آنها برای سرمایه گذاران تأثیر می گذارند. نسبت های نقدینگی معیارهای اساسی هستند که برای ارزیابی توانایی شرکت در انجام تعهدات کوتاه مدت و حفظ ثبات عملیاتی استفاده می شوند (ایسهاک و همکاران<sup>۶</sup>، ۲۰۲۵). بر اساس نظریه مبادله<sup>۷</sup> ارائه شده توسط مایرز و مجلوف<sup>۸</sup> (۱۹۸۴)، شرکت ها باید تعادلی بین نقدینگی و سودآوری ایجاد کنند تا ارزش شرکت را حداکثر کنند. در حالی که نقدینگی بالا اطمینان خاطر بیشتری برای شرکت در مواجهه با محدودیت های مالی ایجاد می کند، ولیکن ممکن است به دلیل ایجاد بستری برای فرصت طلبی مدیران، ممکن است به استناد تئوری نمایندگی<sup>۹</sup>، با بالا بردن هزینه های نمایندگی، باعث کاهش ارزش شرکت شود (کائور و سینگ<sup>۱۰</sup>، ۲۰۱۹). این پویایی ضرورت حفظ سطح بهینه ای از نقدینگی برای شرکت ها را برجسته می کند. سطح نقدینگی که ریسک مالی را بدون به خطر انداختن بازده به حداقل می رساند (کیم و همکاران<sup>۱۱</sup>، ۲۰۱۹). سطح بهینه، سطحی است که در آن یک شرکت بتواند تعهدات کوتاه مدت خود را بدون نگهداری دارایی های مازادی که در غیر این صورت می تواند در سرمایه گذاری های سودآور استفاده شوند، نگهداری نماید (نگویان و دائو<sup>۱۲</sup>، ۲۰۲۲).

مطالعات قبلی به طور گسترده نسبت های نقدینگی مانند نسبت جاری، نسبت سریع و نسبت نقدی را به عنوان شاخص های سلامت مالی شرکت مورد بررسی قرار داده اند (کوئیری و همکاران<sup>۱۳</sup>، ۲۰۲۱). این نسبت ها نمادی از توانایی شرکت برای پوشش بدهی های کوتاه مدت با استفاده از دارایی های جاری را اندازه گیری می کند. از دیدگاه تئوری مبادله، شرکت هایی با نقدینگی بالا به دلیل داشتن ظرفیت بالا برای تسویه فوری بدهی ها به عنوان شرکت با ریسک پایین تلقی می شوند. بر اساس تئوری علامت دهی<sup>۱۴</sup>، این تمایل به ارسال پیام های مثبت به سرمایه گذاران، اعتماد آنها را افزایش می دهند و به طور بالقوه ارزش بازار شرکت را افزایش می دهند (آدنی و همکاران، ۲۰۲۲). شرکت هایی که نقدینگی بالایی دارند عموماً موقعیت بهتری برای گذر از رکودهای اقتصادی دارند، زیرا منابع لازم برای پوشش بدهی ها را بدون نیاز به فروش دارایی های بلندمدت و یا استقراض بیشتر، دارند (ژانگ و همکاران<sup>۱۵</sup>، ۲۰۱۷). با این حال، نقدینگی بیش از حد نیز می تواند نشان دهنده ناکارآمدی باشد. شرکت هایی که حجم بالایی از نقدینگی را در اختیار دارند، به دلیل هزینه فرصت عدم مولدسازی دارایی ها در فرایند تولید، ممکن است با کاهش سودآوری مواجه شوند (این تارا و همکاران<sup>۱۶</sup>، ۲۰۲۴). علاوه بر این، نقدینگی بیش از حد ممکن است نشان دهنده مدیریت ضعیف دارایی توسط رهبری شرکت باشد که باعث ایجاد نگرانی در بین سرمایه گذاران در مورد کارایی عملیاتی شرکت شود و ارزش بازار سهام شرکت را کاهش دهد (کیم و همکاران، ۲۰۱۹). اگر شرکتی نتواند بدهی های جاری خود را تسویه کند - مانند حساب های پرداختی، مالیات ها یا بدهی های سررسید - ممکن است با بحران نقدینگی مواجه شود که بالقوه منجر به افزایش ریسک ورشکستگی آن می شود. این افزایش ریسک سیگنال های منفی را به سرمایه گذاران می فرستد و باعث می شود آنها برای کاهش ارزش شرکت اقدام نمایند، که به نوبه خود ارزش بازار آن را کاهش می دهد (فجری و نوردیانسیه<sup>۱۷</sup>، ۲۰۲۳). از سویی، نگهداری بیش از حد وجه نقد می تواند تحت تأثیر آثار تورمی قرار گرفته و کاهش قدرت خرید پول را به شرکت تحمیل نماید. سرمایه گذاران اغلب چنین سناریوهایی را نشانه مدیریت ضعیف دارایی و ناکارآمدی عملیاتی تفسیر نموده و ارزش

<sup>3</sup>. Amin et al

<sup>4</sup>. Trade-off

<sup>5</sup>. Adeneye et al

<sup>6</sup>. Ishak et al

<sup>7</sup>. Trade-off Theory

<sup>8</sup>. Myers and Majluf

<sup>9</sup>. Agance Theory

<sup>10</sup>. Kaur and Singh

<sup>11</sup>. Kim et al

<sup>12</sup>. Nguyen and Dao

<sup>13</sup>. Queiri et al

<sup>14</sup>. Signalic Theory

<sup>15</sup>. Zhang et al

<sup>16</sup>. Intara et al

<sup>17</sup>. Fadjri and Nurdiansyah,

شرکت را کمتر تعیین می نمایند (نگوین و همکاران<sup>۱۸</sup>، ۲۰۲۰). بنابراین همانگونه که پیداست، رابطه نقدینگی و ارزش بازار شرکت خطی نبوده و در بازارها و زمان های مختلف می تواند متفاوت باشد (رابطه U شکل).

بنابراین بیشتر به منابع داخلی متکی هستند. بنابراین نقدینگی بیشتری برای تامین مالی عملیات شرکت ذخیره می کنند (فدجری و نوردیانسیه، ۲۰۲۳؛ هان و همکاران<sup>۱۹</sup>، ۲۰۲۴). در چنین شرکت هایی، نقدینگی بالا می تواند به عنوان منبع تخصیص ناکارآمد تلقی شود، زیرا شرکت های کوچکتر اغلب با هزینه های فرصت بالاتری مواجه می شوند که وجوه بلااستفاده زیادی خواهند داشت که ارزشی برای شرکت ایجاد نمی نماید (لیو و سوزوکی<sup>۲۰</sup>، ۲۰۲۴). از سوی دیگر، شرکت های بزرگتر معمولاً از عملکرد بیشتری برخوردار هستند. انعطاف پذیری و تنوع، به آنها اجازه می دهد تا سطوح نقدینگی بالاتری را بدون فدا کردن سودآوری، حفظ کنند (کول و همکاران<sup>۲۱</sup>، ۲۰۱۵). علاوه بر این، شرکت های کوچکتر ممکن است با هزینه های بالاتر مرتبط با نگهداری نقدینگی مانند هزینه های ذخیره سازی برای موجودی بیش از حد یا کاهش بازده ذخایر نقدی مواجه شوند. از سویی، سرمایه گذاران ممکن است نقدینگی بالا در شرکت های کوچکتر را نشانه ای از مدیریت ناکارآمد منابع بدانند که باعث کاهش بالقوه ارزش بازار می شود (فریمپانگ و همکاران<sup>۲۲</sup>، ۲۰۲۴). در مقابل، شرکت های بزرگ ممکن است از حفظ نقدینگی بالاتر بهره مند شوند، زیرا توانایی آنها را در تادیه تعهدات کوتاه مدت و پیگیری فرصت های سرمایه گذاری بدون تکیه بر تامین مالی خارجی افزایش دهد (زو و همکاران، ۲۰۲۲). با توجه به تئوری سلسله مراتبی<sup>۲۳</sup> ارائه شده توسط مایرز (۱۹۸۴)، شرکت های بزرگتر معمولاً با عدم تقارن اطلاعاتی کمتری روبرو هستند و می توانند به راحتی به منابع مالی خارجی دسترسی پیدا کنند. این نیاز آنها به نگهداری نقدینگی بیش از حد را کاهش می دهد و در عین حال به آنها اجازه می دهد تا بدهی های کوتاه مدت را به طور مؤثر مدیریت کنند.

مبتنی بر تئوری ها و ادبیات ارائه شده، پژوهش به دنبال یافتن پاسخی برای سوال زیر است:

آیا اندازه شرکت در تاثیر نقدینگی بر ارزش بازار شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران نقش تعدیلگری دارد؟

#### پیشینه تحقیق

ایسهاک و همکاران (۲۰۲۵)، مطالعه ای با عنوان "نقدینگی و ارزش بازار شرکت: نقش تعدیل کننده اندازه شرکت" ارائه نمودند. این پژوهش با استفاده از نمونه ای از شرکت های غیر مالی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار اندونزی از سال ۲۰۱۶ تا ۲۰۲۲، از تحلیل داده های تابلویی از طریق روش حداقل مربعات معمولی برای آزمون فرضیه های پیشنهادی استفاده می کند. یافته ها نشان می دهد که نسبت های نقدینگی - به ویژه نسبت جاری، نسبت سریع و نسبت نقدی - بر ارزش بازار شرکت تأثیر منفی می گذارند. علاوه بر این، نتایج نشان می دهد که اندازه شرکت به طور قابل توجهی رابطه بین نسبت های نقدینگی و ارزش بازار را تعدیل می کند.

ساری<sup>۲۴</sup> (۲۰۲۵)، مطالعه ای با عنوان "تأثیر سودآوری و نقدینگی بر ارزش شرکت با سیاست تقسیم سود به عنوان یک متغیر تعدیل کننده در شرکت های تولیدی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار اندونزی" ارائه نموده است. این مطالعه از جمعیتی از شرکت های تولیدی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار اندونزی در سال های ۲۰۱۹-۲۰۲۳ با استفاده از ۴۷ نمونه شرکت استفاده می کند. این مطالعه از تحلیل رگرسیون خطی چندگانه استفاده نموده است. نتایج تحقیق حاکی از آن است که سودآوری بر ارزش شرکت تأثیر معناداری دارد، نقدینگی تأثیر معناداری بر ارزش شرکت ندارد. سودآوری تعدیل شده توسط سیاست تقسیم سود، رابطه با ارزش شرکت را تقویت نمی کند. شده توسط سیاست تقسیم سود، رابطه با ارزش شرکت را تقویت نمی کند.

گواتما و همکاران<sup>۲۵</sup> (۲۰۲۴)، مطالعه ای با عنوان "تأثیر سودآوری و نقدینگی بر ارزش شرکت با ساختار سرمایه به عنوان متغیر تعدیل کننده" ارائه نمودند. این مطالعه با هدف تجزیه و تحلیل اثر سودآوری و نقدینگی بر ارزش شرکت با ساختار سرمایه به عنوان یک متغیر

<sup>18</sup>. Nguyen et al

<sup>19</sup>. Han et al

<sup>20</sup>. Liu and Suzuki

<sup>21</sup>. Cull et al

<sup>22</sup>. Frimpong et al

<sup>23</sup>. Pecking Order Theory

<sup>24</sup>. Sari

<sup>25</sup>. Gautama et al

تعدیل کننده در شرکت های زیربخش پوشاک و کالاهای لوکس پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار اندونزی طی دوره ۲۰۱۸-۲۰۲۲ انجام شد. نتایج نشان داد که سودآوری و نقدینگی بر ارزش شرکت تأثیر مثبت و معناداری دارد. سودآوری بالا نشان دهنده عملکرد خوب اقتصادی است و سیگنال مثبتی را به سرمایه گذاران می دهد. در مقابل، نقدینگی بالا نشان دهنده توانایی شرکت در انجام تعهدات کوتاه مدت و کاهش ریسک ورشکستگی است. علاوه بر این، ساختار سرمایه به عنوان یک متغیر تعدیل کننده عمل می کند که می تواند اثر سودآوری و نقدینگی را بر ارزش شرکت تقویت یا تضعیف کند. ساختار سرمایه متعادل بین بدهی و حقوق صاحبان سهام می تواند مزایای سودآوری و نقدینگی را به حداکثر برساند، در حالی که ساختار سرمایه نامتعادل می تواند این اثرات مثبت را کاهش دهد.

حسن الدین و ویجانی<sup>۲۶</sup> (۲۰۲۴)، در پژوهشی موضوع "تأثیر ساختار سرمایه، نقدینگی و اندازه شرکت بر ارزش شرکت با سودآوری به عنوان یک متغیر مداخله گر" را دنبال نمودند. جامعه آماری این پژوهش شرکت های تولیدی زیرمجموعه مواد غذایی و آشامیدنی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار اندونزی در سال های ۲۰۱۸-۲۰۲۲ با نمونه کل ۲۴ شرکت و با استفاده از روش نمونه گیری هدفمند می باشد. همچنین داده ها به صورت کمی با استفاده از رگرسیون چندگانه جمع آوری شد. این مطالعه نشان می دهد که ساختار سرمایه بر سودآوری اثر منفی معنادار، نقدینگی بر سودآوری اثر مثبت و ناچیز و اندازه شرکت بر سودآوری اثر مثبت و معناداری دارد. ساختار سرمایه بر ارزش شرکت اثر مثبت و معنادار، نقدینگی بر ارزش شرکت اثر منفی و معنادار و اندازه شرکت بر ارزش شرکت اثر منفی و ناچیز دارد. ساختار سرمایه از طریق سودآوری بر ارزش شرکت اثر منفی و معناداری دارد، نقدینگی از طریق سودآوری بر ارزش شرکت اثر مثبت و ناچیز دارد و اندازه شرکت از طریق سودآوری بر ارزش شرکت اثر مثبت و معناداری دارد.

نگوین و دو<sup>۲۷</sup> (۲۰۲۲)، مطالعه ای با موضوع "نقدینگی، حاکمیت شرکتی و عملکرد شرکت" انجام دادند. بدین منظور، مشاهداتی از ۳۵۶ شرکت فعال در بورس کشور چین طی دوره زمانی ۲۰۱۰ تا ۲۰۱۹ انجام و با روش رگرسیون چندمتغیره نسبت به تجزیه و تحلیل آماری اقدام شده است. یافته های پژوهش حاکی از آن بوده است که نقدینگی تأثیر منفی و معناداری بر عملکرد شرکت دارد. از سویی، یافته های پژوهش حکایت از آن داشته است که حاکمیت شرکتی تأثیر مثبت و معناداری بر عملکرد مالی شرکت های مورد بررسی داشته است. یافته های پژوهش هزینه های نمایندگی ناشی از نگهداشت وجه نقد مازاد بر نیاز را به تصویر کشیده است و از سویی، حاکمیت شرکتی را به عنوان عاملی جهت کاهش هزینه های نمایندگی به تصویر کشیده است.

رجبی و همکاران (۱۴۰۴)، در مطالعه ای "اثر رقابت در بازار محصول بر رابطه بین شفافیت اطلاعاتی و حاکمیت شرکتی با ارزش شرکت" را مورد بررسی قرار دادند. برای این منظور نمونه ای مشتمل بر ۱۳۰ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار از سال ۱۳۹۴ تا ۱۴۰۱ به روش حذف سیستماتیک انتخاب و بر اساس رگرسیون چندگانه آزمون شده است. نتایج نشان داد که شفافیت اطلاعاتی شرکت منجر به افزایش ارزش شرکت می شود. علاوه بر این حاکمیت شرکتی با ارزش شرکت رابطه مثبت و معنادار دارد و رقابت در بازار محصول، رابطه بین شفافیت اطلاعاتی با ارزش شرکت و همچنین رابطه بین حاکمیت شرکتی با ارزش شرکت اثر ندارد. بنابراین با افزایش شفافیت اطلاعاتی شرکت و کیفیت حاکمیت شرکتی، ارزش آتی شرکت افزایش پیدا می کند. همچنین رقابت در بازار محصول، رابطه شفافیت اطلاعاتی با ارزش شرکت و رابطه حاکمیت شرکتی با ارزش شرکت را تعدیل نمی کند.

جمالی و احمدی (۱۴۰۳)، به "بررسی تأثیر مدیریت سود بر ارزش بازار شرکت (شواهدی از بورس اوراق بهادار تهران)" پرداختند. هدف پژوهش حاضر بررسی تأثیر مدیریت سود بر ارزش بازار شرکت (شواهدی از بورس اوراق بهادار تهران) است. پژوهش حاضر از لحاظ هدف، کاربردی بوده و از بعد روش شناسی از نوع تحقیقات علی (پس رویدادی) می باشد. جامعه آماری این پژوهش، شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در سال های ۱۳۹۵ تا ۱۴۰۱ بوده که ۱۳۳ شرکت برای انجام این پژوهش، در یک دوره هفت ساله مورد بررسی قرار گرفته است. همچنین برای تجزیه و تحلیل نتایج از مدل رگرسیونی استفاده شده است. نتایج به دست آمده نشان می دهند مدیریت سود (واقعی و تعهدی) تأثیر منفی و معناداری بر ارزش شرکت دارد.

<sup>26</sup>. Hasanudin and Wijareni

<sup>27</sup>. Nguyen and Dao



باغانی و عسگری (۱۴۰۳)، در مطالعه‌ای به بررسی "تاثیر مالکیت مدیریتی بر رابطه بین ارزش افزوده فکری و ارزش بازار شرکت" پرداختند. به این منظور شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران به عنوان جامعه آماری پژوهش و محدوده زمانی پژوهش از ابتدای سال ۱۳۹۵ تا پایان سال ۱۴۰۱ می باشد. بدین ترتیب در این پژوهش از اطلاعات کلیه شرکت‌هایی که در این بازه زمانی ۶ ساله، سهام خود را در بورس اوراق بهادار تهران عرضه کرده باشند و معاملات سهامشان بیش از ۳ ماه وقفه نداشته باشند، سال مالی آن‌ها به پایان هر سال شمسی ختم شود استفاده شده است. سرانجام پس از اعمال شرایط فوق در انتخاب نمونه‌ها، تعداد ۱۰۸ شرکت به عنوان نمونه آماری پژوهش انتخاب شدند. جهت دستیابی به اطلاعات صورت‌های مالی و قیمت‌های بازار شرکت‌های نمونه پژوهش از بانک اطلاعاتی نرم افزار ره آورد نوین استفاده شد. مدل‌هایی که برای آزمون فرضیه‌های پژوهش استفاده شده است رگرسیون خطی چند متغیره است. نتایج این پژوهش حاکی از تایید فرضیه اول و سوم و رد فرضیه دوم می باشد.

### روش تحقیق

این پژوهش از نظر هدف کاربردی، از لحاظ زمان، گذشته نگر، از نظر روش تجزیه و تحلیل داده‌ها توصیفی-همبستگی و از منظر نوع داده‌ها کمی می باشد. همچنین از روش قیاسی برای تعمیم نتایج پژوهش استفاده گردید. همچنین جمع آوری مطالب مورد نیاز برای انجام پژوهش به روش کتابخانه‌ای و با مراجعه به مجلات الکترونیکی، پایان نامه‌های پیشین، سایت‌های معتبر و کتب منتشر شده اقدام شده است. همچنین داده‌های مورد نیاز برای انجام پژوهش از طریق داده کاوی با مراجعه به سایت کدال استخراج شده است. جامعه آماری پژوهش حاضر را شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تشکیل داده است. در این پژوهش با استفاده از روش حذف سامانمند و اعمال محدودیت‌های زیر نسبت به تعیین نمونه نهایی پژوهش اقدام گردید.

- ۱- شرکت از گروه شرکت‌های تولیدی باشد و ماهیت مالی و واسطه گری مالی نداشته باشد.
- ۲- در طی دوره زمانی ۱۳۹۴ تا ۱۴۰۲ بصورت مستمر در بازار سرمایه حضور داشته باشد.
- ۳- اطلاعات مورد نیاز برای اندازه گیری متغیرهای پژوهش توسط شرکت افشا شده باشد.
- ۴- شرکت طی دوره مورد بررسی، تغییر سال مالی نداشته باشد.
- ۵- سال مالی شرکت به پایان سال شمسی ختم شده باشد.

روش مورد استفاده برای نمونه گیری، روش حذف سامانمند بوده است. روند انتخاب شرکت‌های نمونه در جدول (۱-۳) درج شده است.

### جدول ۱: روند انتخاب نمونه آماری پژوهش

۶۰۳	تعداد کل شرکت های پذیرفته شده در بورس در پایان سال ۱۴۰۲
	معیارها:
(۲۱۷)	تعداد شرکت هایی که در قلمرو زمانی ۱۳۹۵-۱۴۰۲ در بورس فعال نبوده اند
(۱۱۳)	تعداد شرکت هایی از سال ۱۳۹۵ به بعد در بورس پذیرفته شده اند
(۵۳)	تعداد شرکت هایی که جز هلدینگ، سرمایه گذاری ها، واسطه گری های مالی، بانک‌ها و یا لیزینگ ها بوده اند
(۵۶)	تعداد شرکت هایی که سال مالی آن ها منتهی به ۲۹ اسفند نبوده و یا در قلمرو زمانی تحقیق تغییر سال مالی داده اند
۳	تعداد شرکت هایی که در قلمرو زمانی تحقیق اطلاعات مورد آن ها در دسترس نمی باشد
۱۶۱	تعداد شرکت های نمونه

بعد از مدنظر قرار دادن کلیه معیارهای بالا تعداد ۱۶۱ شرکت به عنوان جامعه غربال گری شده باقیمانده است که تمامی آن‌ها به عنوان نمونه پژوهش انتخاب شده‌اند؛ بنابراین در بازه ۹ ساله (۱۳۹۴ تا ۱۴۰۲) مشاهدات به ۱۴۴۹ سال-شرکت (۹ سال × ۱۶۱ شرکت) می رسد.

### مدل های پژوهش

با توجه به ماهیت داده های پژوهش، از روش رگرسیون چندمتغیره برای آزمون فرضیه ها بهره گیری می شود. بر این اساس، دو مدل رگرسیونی به ترتیب برای آزمون فرضیه های اول و دوم ارائه می شود.

مدل (۱-۳)

$MV_{it} = \beta_0 + \beta_1 Liq_{it} + \beta_2 ProfitMargin_{it} + \beta_3 GrossMargin_{it} + \beta_4 OperatingMargin_{it} + \beta_5 CFO_{it} + \varepsilon_{it}$   
به منظور آزمون فرضیه اول پژوهش ضریب  $\beta_1$  مورد توجه قرار می گیرد، این ضریب بیانگر جهت تاثیرگذاری متغیر مستقل بر متغیر وابسته بوده و اگر سطح معناداری آماره آن کمتر از ۰/۰۵ باشد، با سطح اطمینان ۹۵٪ می توان ادعا نمود که فرضیه اول پژوهش رد نشده است.

مدل (۲-۳)

$MV_{it} = \beta_0 + \beta_1 Liq_{it} + \beta_2 Size_{it} + \beta_3 (Liq_{it} * Size_{it}) + \beta_4 ProfitMargin_{it} + \beta_5 GrossMargin_{it} + \beta_6 OperatingMargin_{it} + \beta_7 CFO_{it} + \varepsilon_{it}$   
به منظور آزمون فرضیه دوم پژوهش ضریب  $\beta_3$  مورد توجه قرار می گیرد. برای تایید فرضیه دوم پژوهش، باید ضریب تاثیر متغیر تعاملی ( $\beta_3$ ) با ضریب تاثیر متغیر مستقل ( $\beta_1$ ) مقایسه شود و اگر سطح معناداری آماره آن کمتر از ۰/۰۵ باشد با سطح اطمینان ۹۵٪ می توان ادعا نمود که فرضیه دوم پژوهش رد نشده است.

نتیجه یافته ها

آمار توصیفی

پیش از آزمون فرضیه ها در هر پژوهشی لازم است آماره های توصیفی متغیرهای به کار رفته، محاسبه و تفسیر شوند. آماره های توصیفی عددی هستند که به منظور بیان کمی توزیع اندازه ها در کل نمونه ی قابل مشاهده به کار می روند. جدول ۴-۱ به گزارش آمار توصیفی متغیرهای پژوهش پرداخته است. بدین منظور با استفاده از معیارهایی مانند میانگین، انحراف معیار، کمترین، بیشترین، چولگی و کشیدگی به توصیف توزیع داده ها از دو بعد تمرکز و پراکندگی پرداخته شده است.

جدول ۲: آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

متغیر	میان	میانگین	انحراف معیار	کمترین	بیشترین	چولگی	کشیدگی
ارزش بازار	۱۶/۰۷۹	۱۵/۹۰۸	۱/۷۶۳	۱۳/۰۲۷	۱۹/۳۵۴	۰/۰۷۷	۲/۱۵۳
نسبت نقدینگی	۰/۵۵۱	۰/۷۳۹	۰/۵۳۵	۰/۲۲۷	۲/۳۴۲	۱/۷۴۹	۵/۴۰۳
اندازه شرکت	۱۵/۱۶۸	۱۵/۳۷۲	۱/۵۷۳	۱۲/۹۴۸	۱۸/۷۵۲	۰/۴۹۷	۲/۴۹۱
حاشیه سود	۱۳/۲۹۰	۱۳/۲۳۱	۲/۱۵۲	۸/۷۹۷	۱۷/۱۶۶	-۰/۱۵۲	۲/۵۴۰
حاشیه سود ناخالص	۱۴/۲۹۲	۱۴/۴۸۰	۱/۷۲۲	۱۱/۵۹۴	۱۸/۰۸۳	۰/۳۴۴	۲/۴۶۰
حاشیه سود عملیاتی	۰/۴۶۸	۰/۴۹۱	۰/۱۱۵	۰/۳۱۶	۰/۷۵۱	۰/۶۴۵	۲/۶۲۵
جریان نقد عملیاتی	۰/۰۸۳	۰/۹۵۴	۲/۱۳۰	-۰/۰۷۱	۸/۳۶۸	۲/۶۹۱	۹/۰۴۷

آمار توصیفی ارائه شده مربوط به ۱۶۱ شرکت منتخب از بورس اوراق بهادار تهران در دوره زمانی ۹ ساله از ابتدای سال ۱۳۹۴ تا انتهای سال ۱۴۰۲ است. ارزش بازار شرکت به طور میانگین ۱۵/۹۰۸ است که لگاریتم طبیعی ارزش بازار شرکت های مورد بررسی را به تصویر می کشد. میان متغیر نیز ۱۶/۰۷۹ بوده که به میانگین نزدیک است. در کمترین مقدار این متغیر به ۱۳/۰۲۷ رسیده و در بالاترین حد به ۱۹/۳۵۴ دست یافته است. نسبت نقدینگی نیز به طور متوسط ۰/۷۳۹ بوده است که نگهداشت نسبتا بالای وجوه نقد در شرکت های مورد بررسی را نشان می دهد. این نسبت معیاری از سه نسبت نسبت سریع، نسبت جاری و نسبت وجوه نقد است. نسبت نقدینگی در دامنه ۰/۲۲۷ تا ۲/۳۴۲ قرار گرفته است. اندازه شرکت نیز که به واسطه لگاریتم طبیعی دارایی های شرکت مقیاس شده است، میانگین ۱۵/۳۷۲ می باشد. انحراف معیار این متغیر ۱/۵۷۳ است که پراکندگی بالای داده ها حول محور میانگین را به تصویر می کشد. هر چند بالاترین انحراف معیار در

بین متغیرهای مورد بررسی به حاشیه سود تعلق یافته است. جریان نقد عملیاتی نیز بالاترین کشیدگی و چولگی را داشته است و چولگی حاشیه سود به سمت چپ می باشد.

### نتایج حاصل از آزمون فرضیه اول پژوهش

فرضیه اول: نقدینگی بر ارزش بازار شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر معناداری دارد.

#### جدول ۳: نتایج آزمون فرضیه اول پژوهش

روش آزمون: الگوی حداقل مربعات تعمیم یافته مرتبه اول					
$MV_{it} = \beta_0 + \beta_1 Liq_{it} + \beta_2 ProfitMargin_{it} + \beta_3 GrossMargin_{it} + \beta_4 OperatingMargin_{it} + \beta_5 CFO_{it} + \varepsilon_{it}$					
عنوان متغیر	نماد	ضریب تاثیر	انحراف معیار	آماره Z	معناداری
نسبت نقدینگی	<i>Liq</i>	۰/۲۹۱	۰/۰۵۱	۵/۶۹	۰/۰۰۰
حاشیه سود	<i>Pro.Mar</i>	۰/۰۴۷	۰/۰۱۶	۲/۸۷	۰/۰۰۴
حاشیه سود ناخالص	<i>Gro.Mar</i>	۰/۷۰۸	۰/۰۲۳	۲۹/۹۰	۰/۰۰۰
حاشیه سود عملیاتی	<i>Ope.Mar</i>	۱/۸۱۴	۰/۲۵۶	۷/۰۶	۰/۰۰۰
جریان نقد عملیاتی	<i>CFO</i>	-۰/۰۳۱	۰/۰۱۲	-۲/۵۸	۰/۰۱۰
عرض از مبدا	$\beta_0$	۳/۹۱۸	۰/۲۷۲	۱۴/۴۰	۰/۰۰۰
ضریب تعیین: ۰/۴۹۵۵			ضریب تعیین تعدیل شده: ۰/۴۹۱۴		
ضریب آماره والد: ۲۲۴۸/۳۸			سطح معناداری: ۰/۰۰۰۰		

در صورتی که ضریب تاثیر متغیر مستقل مثبت و سطح معناداری آن کمتر از ۰/۰۵ باشد، می توان در خصوص تایید فرضیه اول پژوهش ادعا نمود. نتایج نشان داد که ضریب تاثیر نسبت نقدینگی برابر با ۰/۲۹۱ و سطح معناداری آن ۰/۰۰۰ است. بنابراین فرضیه اول پژوهش تایید شده است. به عبارت دیگر نسبت نقدینگی در سطح اطمینان ۹۵ درصد تاثیر مثبت و معناداری بر ارزش بازار شرکت داشته است. سطح معناداری آماره والد نیز برابر با ۰/۰۰۰۰ است که معناداری کل مدل پژوهش را تایید می نماید. ضریب تعیین مدل نیز برابر با ۰/۴۹۱۴ است. به عبارت دیگر متغیرهای توضیحی توانسته اند ۵۸/۶۶ درصد از تغییرات متغیر وابسته را برآورد نمایند. همچنین انتخاب متغیرهای کنترلی به درستی صورت پذیرفته و تمامی آنها بر متغیر وابسته تاثیر معناداری دارند.

### نتایج حاصل از آزمون فرضیه دوم پژوهش

فرضیه دوم: اندازه شرکت تاثیر نقدینگی بر ارزش بازار شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را تعدیل می کند.

#### جدول ۴ نتایج آزمون فرضیه دوم پژوهش

روش آزمون: الگوی حداقل مربعات تعمیم یافته مرتبه اول					
$MV_{it} = \beta_0 + \beta_1 Liq_{it} + \beta_2 Size_{it} + \beta_3 (Liq_{it} * Size_{it}) + \beta_4 ProfitMargin_{it} + \beta_5 GrossMargin_{it} + \beta_6 OperatingMargin_{it} + \beta_7 CFO_{it} + \varepsilon_{it}$					
عنوان متغیر	نماد	ضریب تاثیر	انحراف معیار	آماره Z	معناداری
نسبت نقدینگی	<i>Liq</i>	۰/۳۵۴	۰/۰۴۴	۸/۰۳	۰/۰۰۰
اندازه شرکت	<i>Size</i>	۰/۷۴۹	۰/۰۳۴	۲۱/۷۸	۰/۰۰۰
نسبت نقدینگی * اندازه شرکت	<i>Liq*Size</i>	۱/۹۵۴	۰/۲۴۹	۸/۹۲	۰/۰۰۰
حاشیه سود	<i>Pro.Mar</i>	۰/۰۰۹	۰/۰۱۴	۰/۶۶	۰/۵۱۲
حاشیه سود ناخالص	<i>Gro.Mar</i>	۰/۱۷۶	۰/۰۳۰	۵/۷۲	۰/۰۰۰
حاشیه سود عملیاتی	<i>Ope.Mar</i>	۰/۰۰۵	۰/۰۱۰	۰/۵۷	۰/۵۶۹
جریان نقد عملیاتی	<i>CFO</i>	-۰/۰۸۵	۰/۰۲۸	-۲/۹۸	۰/۰۰۳

عرض از مبدا	$\beta_0$	۰/۴۵۶	۰/۳۰۱	۱/۵۱	۰/۱۳۰
ضریب تعیین: ۰/۴۸۳۵	ضریب تعیین تعدیل شده: ۰/۴۸۰۳				
ضریب آماره والد: ۳۷۰۶/۳۴	سطح معناداری: ۰/۰۰۰۰				

برای تایید فرضیه دوم پژوهش باید دو شرط به صورت همزمان وجود داشته باشد. از یک سو، ضریب تاثیر متغیر تعاملی (نسبت نقدینگی/اندازه شرکت) نسبت به ضریب تاثیر متغیر مستقل (نسبت نقدینگی) افزایش یافته باشد و از سوی دیگر، سطح معناداری متغیر تعاملی کمتر از ۰/۰۵ باشد. همانگونه که گزارش شده است، ضریب تاثیر متغیر تعاملی در مدل دوم برابر با ۱/۹۵۴ است که نسبت به ضریب تاثیر متغیر مستقل که ۰/۳۵۴ بوده، افزایش یافته است. معناداری متغیر تعاملی نیز ۰/۰۰۰ است. بنابراین هر دو شرط لازم برقرار و با اطمینان ۹۵ درصد می توان فرضیه دوم پژوهش را تایید نمود. با توجه به سطح معناداری آماره والد، مدل دوم پژوهش از معناداری قابل قبولی برخوردار بوده و متغیرهای توضیحی پژوهش ۴۸/۰۳ درصد از تغییرات ارزش بازار شرکت را پیش بینی می نمایند.

### بحث و نتیجه گیری

عنوان انتخابی برای پژوهش حاضر، تعیین نقش تعدیلگری اندازه شرکت در تاثیر نقدینگی بر ارزش بازار شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می باشد. در راستای دستیابی به اهداف پژوهش، دو فرضیه در نظر گرفته شد که پس از گردآوری مشاهداتی از ۱۶۱ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، نسبت به تجزیه و تحلیل آماری اقدام گردید. نتایج در فصل پیشین به تفسیر با زبان آماری تحلیل گردید. یافته ها حاکی از آن بوده است که هر دو فرضیه پژوهش در سطح اطمینان ۹۵ درصد تایید شده است. به بیانی دیگر، در وهله اول مشخص گردید که نقدینگی بر ارزش بازار شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر معناداری دارد و از سویی اندازه شرکت در این رابطه نقش تعدیلگری ایفا نموده است. علی رغم اینکه شرکت ها بر اساس تفاوت دارایی ها و بدهی ها بر مبنای حسابداری ارزش گذاری می شوند، ولیکن بازار ممکن است رویکرد متفاوتی در پیش بگیرد و ارزشی کمتر یا بیشتر از ارزش دفتری برای شرکت در نظر گیرد. ارزش شرکت، بازنمایی اطلاعات خلاصه شده و طبقه بندی شده درباره وضعیت عملکرد مالی و انعطاف پذیری مالی واحد تجاری به گونه ای که برای طیف گسترده ای از استفاده کنندگان صورتهای مالی در اتخاذ تصمیمات اقتصادی فایده مند واقع شود، می باشد. از سویی شرکت ها بخشی از دارایی های خود را به صورت وجه نقد نگهداری می کنند تا در مواقع نیاز بتوانند از آن استفاده نمایند. تئوری های مختلفی در حوزه نگهداری وجه نقد معرفی شده است. وجه نقد از منابع مهم و حیاتی هر واحد اقتصادی است. ایجاد توازن بین وجه نقد موجود و وجه نقد مورد نیاز یکی از مهم ترین عوامل سلامت اقتصادی واحدهای تجاری و تداوم فعالیت آن ها می باشد و در بسیاری از تصمیمات مالی، الگوهای ارزش گذاری اوراق بهادار، روش های ارزیابی طرح های سرمایه ای و غیره، جریان نقدی نقش کلیدی دارد. شرکت ها را از نظر اندازه نیز در سه گروه شرکت های کوچک، متوسط و بزرگ طبقه بندی می نمایند. معیارهای مختلفی مانند میزان دارایی ها، میزان فروش و تعداد کارکنان برای تعیین اندازه شرکت ها استفاده می شود که در این مطالعه همانند بسیاری از پژوهش های انجام شده در کشور از لگاریتم طبیعی دارایی ها بدین منظور بهره گیری شده است. سیاست های مالی و سطح توجه به شرکت در شرکت های بزرگ نسبت به شرکت های کوچک تر متفاوت است. بنابراین سیاست های نگداری وجه نقد و به تبع آن ارزش بازار آنها نیز تحت تاثیر قرار می گیرد. در ادامه به تفسیر نتایج حاصل از آزمون فرضیه های پژوهش پرداخته می شود.

در آزمون فرضیه اول پژوهش به بررسی تاثیر نقدینگی بر ارزش بازار شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته شده است. نتایج نشان داد که به دلیل آنکه سطح معناداری متغیر مستقل در آزمون مدل اول کمتر از ۰/۰۵ است، می توان ادعا نمود که رابطه معنادار است و از سویی ضریب تاثیر مثبت متغیر مستقل حاکی از وجود رابطه مستقیم (تاثیر مثبت) است. وجه نقد برای شرکت ها دارای اهمیت فراوانی می باشد و شرکت هایی که دارای وجه نقد بیشتری هستند کمتر نیاز به تامین مالی خارجی دارند و همچنین اعتباردهندگان به این قبیل شرکت ها بدلیل اعتبار و پشتوانه مالی بیشتری که ناشی از وجه نقد خود دارند، به راحتی و با هزینه بهره کمتری تسهیلات می دهند. بنابراین این شرکت ها در مقایسه با سایر شرکت ها با سهولت و سرعت بیشتری امکان سرمایه گذاری داشته و از فرصت های سرمایه گذاری بخوبی بهره گیری خواهند نمود و بدلیل منابع نقدی بالای در دسترس سرمایه گذاری های بالایی انجام خواهند. بنابراین به دلیل ثبت عملکرد مناسب



می توانند جذابیت بیشتری برای سرمایه گذاران در بازار سرمایه داشته باشند که قیمت گذاری بالاتر سهام و افزایش ارزش بازار شرکت را به همراه خواهد داشت. بر اساس تئوری علامت دهی، نگهداری وجه نقد این پیام را به بازار انتقال می دهد که شرکت از وضعیت مالی مناسبی برخوردار است و جریان نقد عملیاتی آن مازاد بر نیازهای وی می باشد. بنابراین آینده خوبی را می توان برای شرکت متصور شد. چنین شرکت هایی گزینه های مناسبی برای سرمایه گذاری بوده و تقاضا برای خرید سهام آنها در بازار افزایش می یابد. افزایش تقاضا باعث خواهد شد تا قیمت هر سهم در معاملات افزایش یافته و ارزش بازار شرکت را ارتقاء بخشد. نتایج به دست آمده با یافته های ایسهاک و همکاران (۲۰۲۵) که نگهداری وجه نقد را عاملی برای افزایش هزینه های نمایندگی و کاهش ارزش بازار شرکت معرفی نموده بودند، در تضاد است ولیکن با نتایج پژوهش های گواتما و همکاران (۲۰۲۴) و حسن الدین و ویجانی (۲۰۲۴)، همسو می باشد که نگهداشت وجه نقد را عاملی برای افزایش ارزش شرکت مستند نموده اند.

در فرضیه دوم پژوهش ادعا بر این بوده است که اندازه شرکت در رابطه نگهداری وجه نقد و ارزش بازار شرکت نقش تعدیلگری دارد. نتایج تحلیل آماری پژوهش این ادعا را در سطح اطمینان ۹۵ درصد تایید نموده است. بر اساس تئوری توجه محدود، بازار در تجزیه و تحلیل شرکت ها به مولفه های اساسی توجه نموده و معاملات خود را بر اساس آن شکل می دهد. اندازه شرکت یکی از مواردی است که باعث افزایش شهرت شده و سهامداران را به سمت شرکت جلب می کند. شرکت های بزرگ به دلیل حجم بالای دارایی ها و نیروی انسانی، توانایی مالی بالاتری داشته و قدرت تامین مالی آنها نیز مطلوب است. چنین شرکت هایی به دلیل داشتن سرمایه انسانی قوی و ادغام آن با سرمایه های فیزیکی، تصمیمات با کیفیت تری در حوزه کسب و کار اتخاذ نموده و از روابط خود نیز در مسیر رشد استفاده می نمایند. همچنین از نگاه سهامدار، شرکت های بزرگ برای حفظ سرمایه اجتماعی و شهرت خود با احتیاط بیشتری عمل نموده و از تجربیات پیشین خود برای ثبت بهترین عملکرد استفاده می نمایند. همچنین، شرکت های بزرگ توانایی بیشتری برای تولید نقدینگی و نگهداشت آن دارند و محدودیت مالی پایین تری دارند. بنابراین این ظرفیت ها به شرکت کمک خواهد نمود تا در بازار نیز بهتر دیده شده و سهامداران خواهان بیشتری داشته باشد. لذا افزایش ارزش بازار شرکت دور از انتظار نیست. با توجه به تئوری سلسله مراتبی ارائه شده توسط مایرز (۱۹۸۴)، شرکت های بزرگتر معمولاً با عدم تقارن اطلاعاتی کمتری روبرو هستند و می توانند به راحتی به منابع مالی خارجی دسترسی پیدا کنند. این نیاز آنها به نگهداری نقدینگی بیش از حد را کاهش می دهد و در عین حال به آنها اجازه می دهد تا بدهی های کوتاه مدت را به طور مؤثر مدیریت کنند.

بر اساس نظریه های مالی، وجه نقد نگهداری توسط شرکت ها می تواند به میزان سرمایه گذاری محتاطانه، فرصت های رشد آینده، یا در مقابل، ناکارآمدی در ویژگی های منابع تلقی منجر شود. با این حال، شدت و در نتیجه ممکن است در شرکت هایی با اندازه های مختلف متفاوت باشد. از دیدگاه نظری، شرکت های بزرگ معمولاً به منابع مالی خارجی دسترسی آسان تری دارند، هزینه های مالی پایین تری را می سازند و از اطلاعات شفاف تر می کنند. بنابراین، حفظ سطح بالاتر از وجه نقد در چنین شرکت هایی ممکن است از سوی بازار به عنوان استفاده از ناکارا از منابع تعبیر شود و اثر مثبت نگهداری وجه نقد بر ارزش بازار را کاهش دهد. در مقابل، شرکت های کوچکتر با محدودیت های مالی و عدم تقارن اطلاعاتی بیشتر، نگهداری و نقد را به ابزارهایی برای مقابله با شوک های نقدینگی یا بهره برداری از فرصت های سرمایه گذاری در نظر می گیرند. این رو، ممکن است وجود نقدینگی بالا را در این شرکت ها به صورتی که ارزیابی کرده اید و آن را از توان بقا و آن نشان دهید، وجود دارد. بنابراین، در تحلیل های مالی و سیاست گذاری نقدینگی، با توجه به تفاوت های امور ساختاری ناشی از نیاز شرکت؛ زیرا تصمیمات مشابه در زمینه نگهداری وجه نقد می تواند در شرکت هایی با اندازه های مختلف، نتایج اقتصادی و بازاری متفاوت به همراه داشته باشد. همچنین، شرکت های بزرگتر در معرض حملات موشکافی بیشتر به وسیله گروه های مختلف جوامع هستند و بنابراین جامعه ایشان را وادار می نماید تا با اتخاذ سیاست های مناسب نقدینگی، رضایت سهامداران را نیز کسب نموده و ارزش بالاتری را برای شرکت نیز به ارمغان آورد. نظریه مشروعیت نیز اثر اندازه شرکت را نوعی حفظ شهرت اجتماعی دانسته و شرکت های بزرگ را در مسیر موفقیت قرار می دهد که در این راه ارتباطات سیاسی نیز به شرکت کمک می نماید تا موفقیت بیشتری را کسب نماید. براینچنین وضعیتی افزایش ارزش شرکت خواهد بود. نتایج به دست آمده با یافته های لیو و سوزوکی (۲۰۲۴) و ایسهاک و همکاران (۲۰۲۵)، همراستا می باشد.

با توجه به تایید تاثیر مثبت و معنادار نگهداری وجه نقد بر ارزش بازار شرکت، به شرکت ها و مدیران مالی آنها توصیه می شود همواره با مدیریت مناسب وجه نقد شرکت از یک سو باعث صدور پیام مثبت به بازار و افزایش ارزش گذاری سهام شرکت شده و از سویی دیگر با نگهداشت وجه نقد در سطح مناسب موجب کاهش آثار تورمی بر قدرت خرید پول شوند. شرکت ها در این مسیر باید به دقت به تحلیل نیازهای نقد آتی شرکت و شرایط حاکم بر بازار و صنعت پرداخته و متناسب با نیاز پیش بینی شده، نقدینگی شرکت را تنظیم نمایند. از بعد سرمایه گذاران و

سهامداران نیز برای انتخاب سهام با قابلیت رشد می توان به یافته های پژوهش استناد نمود و به دنبال خرید سهام شرکت هایی بود که نقدینگی مناسبی در صورت های مالی خود افشا نموده اند.

بر اساس نتایج فرضیه دوم پژوهش نیز که اندازه شرکت را عاملی برای تشدید اثر مثبت نگهداری وجه نقد بر ارزش بازار شرکت ها مستند نموده است، توصیه می شود مدیران ارشد شرکت های بزرگ برای ارتقاء وضعیت خود در بازار و رشد قیمت سهام که می تواند در تامین مالی کم ریسک و کم هزینه ایشان را یاری نماید، به سیاست گذاری مناسب در حوزه وجه نقد بپردازند. شرکت های بزرگ از آنجایی که بیشتر مورد توجه هستند، می بایست احتیاط لازم در نگهداشت وجه نقد را اعمال نموده و همواره بخشی از دارایی های خود را به صورت وجه نقد متناسب با نیاز خود نگهداری نمایند. برای سهامداران و تحلیل گران بازار سرمایه نیز اندازه شرکت می تواند راهنمای خوبی جهت قیمت گذاری سهام و پیش بینی نوسانات آتی آن باشد، مشروط به اینکه به صورت جامع شرایط شرکت مورد توجه قرار گیرد.

### منابع

- باغانی، ع. و عسکری، ع. (۱۴۰۳). تاثیر مالکیت مدیریتی بر رابطه بین ارزش افزوده فکری و ارزش بازار شرکت. نشریه علمی رویکردهای پژوهشی نوین مدیریت و حسابداری. ۵۹۲-۵۸۳، (۳۰)۸.
- برخوردار، س.، عبدلی، ق. و امیری، ر. (۱۴۰۰). بررسی تاثیرات تکانه های نقدینگی در ارزش صنایع منتخب در بورس اوراق بهادار تهران با رهیافت پارامترهای متغیر در زمان. ۱۴ (۴۷)، ۱-۳۴.
- جمالی، ز. و احمدی، ح. (۱۴۰۳). بررسی تاثیر مدیریت سود بر ارزش بازار شرکت (شواهدی از بورس اوراق بهادار تهران). چشم انداز حسابداری و مدیریت. ۹۰(۹)، ۱۲۳-۱۳۶.
- رجبی، ف.، ابراهیمی، س.ک. و امری اسرمی، م. (۱۴۰۴). اثر رقابت در بازار محصول بر رابطه بین شفافیت اطلاعاتی و حاکمیت شرکتی با ارزش شرکت. پژوهش های راهبردی بودجه و مالیه، ۱۶(۱)، ۴۹-۷۵.
- رهنمای رودپشتی، ف. و سروش یار، ا. (۱۳۹۲). ارزیابی مقایسه ای توانمندی معیارهای عملکرد اقتصادی و حسابداری در تبیین ارزش شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. تحقیقات مالی، ۱۵(۱)، ۲۹-۵۰.
- دیانتی دیلمی، ز. (۱۳۹۴). روش پژوهش در حسابداری، انجمن حسابداری مدیریت ایران، چاپ دوم.
- کریمی، غ.ر. و آخوندی، ا. (۱۴۰۲). مدل عوامل موثر بر اختلاف بین ارزش دفتری و ارزش بازار شرکت های بورس اوراق بهادار تهران. پژوهش های تجربی حسابداری. ۱۳(۱)، ۸۱-۱۰۰.
- محمدزاده، ا. و بحری، س. (۱۴۰۱). نقش تعدیلگر اندازه و عمر شرکت بر ارتباط بین مالکیت مدیریتی با محدودیت های نقدینگی و سرمایه گذاری. مدیریت دارایی و تامین مالی. ۱۰(۴)، ۱-۲۴.
- نصیری، م. و یغمائی علیشاه، ا. (۱۳۹۸). تأثیر تجدید ارائه صورت های مالی بر سیاست نگهداشت وجه نقد، پژوهش های تجربی حسابداری، ۹(۳)، ۱۲۳-۱۴۲.
- نوروش، ا.، مؤمنی یانسری، ا. و صفری گرایلی، م. (۱۳۹۴). کیفیت سود و ارزش شرکت: شواهدی از شرکت های ایرانی، پژوهش های حسابداری مالی، ۷(۴)، ۱۸-۱.

- Adeneye, Y. B., Kammoun, I., & Ab Wahab, S. N. A. (2022). Capital structure and speed of adjustment: the impact of environmental, social and governance (ESG) performance. In Sustainability Accounting, Management and Policy Journal, 14(5), 945-977.
- Amin, H. M., Mohamed, E. K. A., & Hussain, M. M. (2021). Corporate governance practices and firm performance: a configurational analysis across corporate life cycles. International Journal of Accounting and Information Management, 29(5), 669-697.
- Chatterjee, S., Hasan, I., John, K., & Yan, A. (2021). Stock liquidity, empire building, and valuation. Journal of Corporate Finance, 70, 102051.
- Chen, J. (2022). Market discipline and regulatory arbitrage: Evidence from ABCP liquidity guarantors. Journal of Banking & Finance, 145, 106656.
- Frimpong, F. A., Akwaa-Sekyi, E. K., Anyars, I. S., Peprah-Yeboah, A., & Saladrighes Sole, R. (2024). Macroeconomic factors and venture capital market liquidity: evidence from Europe\*. Cogent Economics & Finance, 12(1).
- Gautama, B. P., Asrifah, C. ., Nurhayati, N. S. ., Miftahuddin, A., & Perdana, Y. (2024). The Effect of Profitability and Liquidity on Firm Value with Capital Structure as a Moderating Variable. Atestasi : Jurnal Ilmiah Akuntansi, 7(1), 763-776.

- Hasanudin, & Nurma Wijareni. (2023). The Effect of Capital Structure, Liquidity, and Firm Size on Company Value with Profitability as an Intervening Variable. JMKSP (Jurnal Manajemen, Kepemimpinan, Dan Supervisi Pendidikan), 8(1), 461–473.
- Intara, P., Sangwichitr, K., & Sattayarak, O. anong. (2024). Earnings quality and firm value: Does corporate governance matter? Cogent Business & Management, 11(1).
- Ishak, K., & Selamat, M. I (2025). Liquidity and firm market value: The moderating role of firm size. Shirkah: Journal of Economics and Business, 10(1), 62-77
- Kaur, R., & Singh, B. (2019). Do CEO characteristics explain firm performance in India? Journal of Strategy and Management, 12(3), 409–426.
- Kim, J., McGuire, S. T., Savoy, S., Wilson, R., & Caskey, J. (2019). How quickly do firms adjust to optimal levels of tax avoidance? Contemporary Accounting Research, 36(3), 1824–1860.
- Murti, G. T., Azizah, Ch, Y, N., (2024). The Influence Of Profitability, Liquidity, And Firm Size On Firm Value. JASa (Jurnal Akuntansi, Audit dan Sistem Informasi Akuntansi). 6(3).
- Sari, S., (2025). The Effect of Profitability and Liquidity on Firm Value with Dividend Policy as a Moderating Variable in Manufacturing Companies Listed on the Indonesia Stock Exchange. Social Studies. 5 (1).
- Zhang, L., Li, Y., Huang, Z., & Chen, X. (2017). Stock liquidity and firm value: evidence from China. Applied Economics Letters, 25(1), 47–50.