

## مروری بر نقش تعدیلگری اندازه شرکت در رابطه بین نقدینگی 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

نقدینگی سهام به عنوان یکی از مهم ترین ویژگی های بازار سرمایه، نقش بسزایی در تصمیم گیری سرمایه گذاران، کشف قیمت و در نهایت ارزش بازار شرکت ها ایفا می کند. از سوی دیگر، اندازه شرکت به عنوان شاخصی از ظرفیت عملیاتی، شفافیت اطلاعاتی و میزان توجه سرمایه گذاران نهادی، می تواند شدت و جهت اثرگذاری نقدینگی بر ارزش بازار را تحت تأثیر قرار دهد. هدف این مقاله، مرور نظام مند پژوهش های داخلی و خارجی انجام شده در زمینه رابطه بین نقدینگی سهام و ارزش بازار شرکت ها با تأکید بر نقش تعدیلگری اندازه شرکت، به ویژه در بستر بورس اوراق بهادار تهران است. بدین منظور، مطالعات مرتبط منتشر شده در سال های اخیر مورد بررسی و تحلیل محتوایی قرار گرفته اند. نتایج حاصل از این مرور نشان می دهد که اغلب پژوهش ها بر وجود رابطه مثبت و معنادار بین نقدینگی سهام و ارزش بازار شرکت ها تأکید دارند و شواهد تجربی حاکی از آن است که اندازه شرکت می تواند این رابطه را تقویت نماید؛ به گونه ای که در شرکت های بزرگ تر، اثر نقدینگی بر ارزش بازار پررنگ تر و پایدارتر مشاهده می شود. همچنین، یافته ها بیانگر آن است که عواملی نظیر کاهش عدم تقارن اطلاعاتی، پوشش تحلیلی بیشتر و اعتماد بالاتر سرمایه گذاران در شرکت های بزرگ، زمینه ساز تقویت نقش تعدیلگری اندازه شرکت در این رابطه می گردد. در مجموع، نتایج این مقاله می تواند مبنای مناسبی برای توسعه مدل های تجربی آتی و تصمیم گیری آگاهانه سرمایه گذاران، مدیران و سیاست گذاران بازار سرمایه فراهم آورد.

**واژگان کلیدی:** نقدینگی سهام، ارزش بازار شرکت، اندازه شرکت، نقش تعدیلگر، بورس اوراق بهادار تهران.

### مقدمه

بازار سرمایه به عنوان بستری برای خرید و فروش سهام شرکت ها، نقش محوری در تخصیص بهینه منابع و شکل گیری انتظارات سرمایه گذاران ایفا می کند. اگرچه سیستم حسابداری، ارزش دفتری سهام را بر مبنای تفاوت دارایی ها و بدهی های شرکت محاسبه می نماید، اما بازار سرمایه با اتکا به مکانیسم های خاص خود، ارزشی متفاوت را برای سهام تعیین می کند که تحت عنوان ارزش بازار شناخته می شود. نوسانات ارزش بازار سهام، پدیده ای تکرارشونده در بازارهای مالی است که تأثیر قابل توجهی بر رفتار سرمایه گذاران دارد، به ویژه برای آن دسته از سرمایه گذارانی که از ارزش گذاری شرکت ها به منظور ارزیابی پتانسیل رشد آتی استفاده می کنند (چن، ۲۰۲۲).

مرور مطالعات پیشین نشان می دهد حفظ سطح بالای ارزش بازار، به عنوان سیگنالی مثبت در خصوص چشم انداز آتی شرکت تلقی شده و می تواند منجر به افزایش جذابیت شرکت برای سرمایه گذاران شود (لستری و پاپولو، ۲۰۲۳). در مقابل، کاهش ارزش بازار اغلب به ناکارآمدی مدیریتی یا بروز شوک های بیرونی نسبت داده می شود که اعتماد سرمایه گذاران را تضعیف کرده و انتظارات منفی نسبت به آینده شرکت ایجاد می کند (امین و همکاران، ۲۰۲۱). این دیدگاه ها با تئوری تعادلی بازار هم راستا هستند؛ تئوری ای که بیان می کند شرکت ها برای حداکثرسازی ارزش خود ناگزیر به مدیریت هم زمان مجموعه ای از شاخص های مالی جهت دستیابی به نقطه تعادل هستند (آدنی و همکاران، ۲۰۲۲).

در این چارچوب، نقدینگی به عنوان یکی از متغیرهای کلیدی در ادبیات مالی، جایگاه ویژه ای در تبیین تغییرات ارزش بازار شرکت ها دارد. نسبت های نقدینگی، ابزارهایی اساسی برای ارزیابی توان شرکت در ایفای تعهدات کوتاه مدت و حفظ ثبات عملیاتی محسوب می شوند (ایسهاک و همکاران، ۲۰۲۵). بر اساس نظریه مبادله مایرز و مجلوف (۱۹۸۴)، شرکت ها باید تعادلی میان نقدینگی و سودآوری برقرار کنند تا ارزش شرکت حداکثر شود. با این حال، مطالعات مختلف نشان داده اند که در کنار مزایای نقدینگی بالا، پیامدهای منفی بالقوه ای نظیر افزایش هزینه های نمایندگی و فرصت طلبی مدیریتی نیز وجود دارد که می تواند ارزش شرکت را کاهش دهد (کائور و سینگ، ۲۰۱۹).

مرور پژوهش ها حاکی از آن است که سطح بهینه نقدینگی، سطحی است که در آن ریسک مالی شرکت به حداقل رسیده و در عین حال بازده مورد انتظار قربانی نمی شود (کیم و همکاران، ۲۰۱۹). این سطح به شرکت اجازه می دهد تعهدات کوتاه مدت خود را ایفا کند، بدون آنکه منابع مازادی را نگهداری نماید که می توانست در فرصت های سرمایه گذاری سودآور به کار گرفته شود (نگویان و دائو، ۲۰۲۲). از این منظر، ادبیات مالی به طور گسترده از نسبت هایی نظیر نسبت جاری، نسبت سریع و نسبت نقدی به عنوان شاخص های سلامت مالی شرکت استفاده کرده است (کوئیری و همکاران، ۲۰۲۱).

بر اساس تئوری علامت دهی، نقدینگی مناسب می تواند پیام های مثبتی به بازار ارسال کرده و اعتماد سرمایه گذاران را افزایش دهد که این امر به طور بالقوه منجر به افزایش ارزش بازار می شود (آدنی و همکاران، ۲۰۲۲). همچنین، مطالعات نشان می دهد شرکت هایی با نقدینگی بالاتر، در مواجهه با رکودهای اقتصادی از انعطاف پذیری بیشتری برخوردار بوده و می توانند بدون اتکا به تأمین مالی خارجی یا فروش دارایی های بلندمدت، تعهدات خود را پوشش دهند (ژانگ و همکاران، ۲۰۱۷). با این حال، شواهد پژوهشی هم زمان هشدار می دهند که نقدینگی بیش از حد می تواند نشان دهنده ناکارآمدی در تخصیص منابع، کاهش سودآوری و ضعف در مدیریت دارایی ها باشد که نهایتاً به کاهش ارزش بازار منجر می شود (اینیتارا و همکاران، ۲۰۲۴؛ کیم و همکاران، ۲۰۱۹).

افزون بر این، عدم توانایی شرکت در ایفای تعهدات جاری می تواند منجر به بروز بحران نقدینگی و افزایش ریسک ورشکستگی شود؛ امری که سیگنال های منفی به بازار ارسال کرده و ارزش بازار شرکت را کاهش می دهد (فجری و نوردیانسیه، ۲۰۲۳). از سوی دیگر، نگهداری بیش از حد وجوه نقد در محیط های تورمی، قدرت خرید منابع شرکت را کاهش داده و از دید سرمایه گذاران به عنوان نشانه ای از مدیریت ناکارآمد تلقی می شود (نگوین و همکاران، ۲۰۲۰). بر این اساس، مرور ادبیات نشان می دهد که رابطه بین نقدینگی و ارزش بازار شرکت ها همواره خطی نبوده و در بسیاری از مطالعات، ماهیتی غیرخطی و U شکل برای آن گزارش شده است.

یکی از متغیرهایی که در ادبیات مالی به عنوان عامل تبیین کننده تفاوت در این رابطه مورد توجه قرار گرفته، اندازه شرکت است. اندازه شرکت که معمولاً با شاخص هایی نظیر حجم دارایی ها و میزان فروش سنجیده می شود، می تواند بر نحوه اثرگذاری نقدینگی بر ارزش بازار تأثیرگذار باشد. مطالعات نشان می دهد شرکت های کوچک تر به دلیل دسترسی محدودتر به بازارهای مالی خارجی، وابستگی بیشتری به منابع داخلی داشته و در نتیجه تمایل بیشتری به نگهداری نقدینگی دارند (فدجری و نوردیانسیه، ۲۰۲۳؛ هان و همکاران، ۲۰۲۴). با این حال، در این شرکت ها نقدینگی بالا ممکن است به عنوان تخصیص ناکارآمد منابع تلقی شود و ارزش آفرینی محدودی داشته باشد (لیو و سوزوکی، ۲۰۲۴).

در مقابل، شرکت های بزرگ تر به دلیل تنوع فعالیت ها، انعطاف پذیری بالاتر و دسترسی آسان تر به منابع مالی، قادرند سطوح بالاتری از نقدینگی را بدون کاهش سودآوری حفظ کنند (کول و همکاران، ۲۰۱۵). همچنین، از دید سرمایه گذاران، نقدینگی بالا در شرکت های بزرگ تر اغلب به عنوان نشانه ای از توان مالی و ثبات عملیاتی تفسیر می شود که می تواند ارزش بازار را تقویت کند (زو و همکاران، ۲۰۲۲). بر اساس

تئوری سلسله مراتبی مایرز (۱۹۸۴)، شرکت های بزرگ تر با عدم تقارن اطلاعاتی کمتری مواجه اند و همین امر نقش تعدیل گر اندازه شرکت در رابطه بین نقدینگی و ارزش بازار را برجسته تر می سازد.

در مجموع، مرور نظام مند ادبیات نشان می دهد اگرچه رابطه بین نقدینگی و ارزش بازار شرکت ها به طور گسترده مورد بررسی قرار گرفته است، اما نتایج مطالعات درباره نقش اندازه شرکت به عنوان متغیر تعدیل گر یکسان و قطعی نیست؛ به ویژه در بستر بازارهای نوظهوری مانند بورس اوراق بهادار تهران. بر این اساس، مقاله مروری حاضر در پی پاسخ به این پرسش اساسی است: آیا اندازه شرکت در تأثیر نقدینگی بر ارزش بازار شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران نقش تعدیل گری ایفا می کند؟

### مبانی نظری

#### ارزش بازار شرکت

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، 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، 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 (امین و همکاران، ۲۰۲۱). این الگو مطابق با تئوری تعادلی 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، ۲۰۲۲).

ارزش شرکت می تواند به عنوان قیمت تئوریک خرید به نظر آید اگر یک شرکت برای خرید باشد. ارزش شرکت به طور قابل ملاحظه ای از سرمایه بازار ساده به چند طریق تفاوت دارد، و خیلی آنرا به عنوان نمایانگر دقیق تری از ارزش یک بنیاد تجاری می پندارند. برای مثال، ارزش بدهی یک موسسه، در زمانی که موسسه به فروش می رسد باید توسط خریدار پرداخت شود، و در نتیجه، ارزش شرکت قیمت گذاری مناسب تری دارد چرا که در محاسبات ارزشی خود بدهی را نیز شامل می کند. چرا سرمایه بازار به درستی نمایانگر ارزش یک موسسه نیست؟ خیلی از فاکتورها را مانند بدهی شرکت در یک طرف، و ذخایر پولی آنرا در طرف دیگر مورد بررسی قرار نمی دهد. سرمایه شرکت در واقع اصلاحی است بر سرمایه بازار، که بدهی و ذخایر پولی را برای ارزش گذاری یک شرکت مورد بررسی قرار می دهد (ماچومادا و همکاران<sup>۱</sup>، ۲۰۲۰).

وقوع انقلاب صنعتی و تداوم آن در اروپای قرن نوزدهم، ایجاد کارخانه های بزرگ و اجرای طرح های عظیمی چون احداث شبکه های سراسری راه آهن را می طلبد که به سرمایه های پولی کلانی نیاز داشت، به نحوی که انجام آن از امکانات مالی یک یا چند سرمایه گذار و حتی دولت های آن زمان فراتر بود. از اینرو، با بهره گیری از دو دستاورد بزرگ و مفید انقلاب صنعتی، یعنی سازماندهی و همکاری، نخستین شرکت های سهامی شکل گرفت که مسئولیت صاحبان سهام آنها محدود به مبلغ سرمایه گذاریشان بود. این قالب نوین، راه حل مناسبی برای تأمین سرمایه های کلان و توزیع مخاطرات تجاری بود. از آن زمان تاکنون، در بیشتر موارد، قدرت و اختیار تصمیم گیری در شرکت های سهامی، از آن زمان تاکنون، در بیشتر موارد، قدرت و اختیار تصمیم گیری در شرکت های سهامی، اغلب در اختیار مدیرانی است که با منافع گروه های برون سازمانی، به ویژه سهامداران، تضاد منافع دارند. این تضاد منافع که نتیجه تفکیک مالکیت از مدیریت است، از زمان های گذشته توجه بسیاری را به خود معطوف داشته است. پژوهش های متعددی در زمینه شناسایی مشکلات ناشی از تفکیک از مدیریت انجام شده و پژوهشگران به ریشه یابی دلایل تضاد منافع مدیران و سهامداران پرداخته اند (کارنیا و همکاران<sup>۲</sup>، ۲۰۲۰). برای رفع نارسایی های مدل ارزیابی عملکرد که

<sup>۱</sup>. Machmuddah et al

<sup>۲</sup>. Kurnia et al

به دلیل استفاده از اطلاعات حسابداری به وجود می آید، پژوهشگرانی مانند «سوچانن»<sup>۳</sup>، «استوارت»<sup>۴</sup>، «باسیدور و همکاران»<sup>۵</sup> و «باش و همکاران»<sup>۶</sup> به جستجوی ارائه معیاری جدید برای ارزیابی عملکرد پرداختند. با پیدایش نظریه هایی در زمینه سود اقتصادی یا سود باقیمانده، مدل هایی به منظور محاسبه سود اقتصادی پیشنهاد شد (چانگ و همکاران<sup>۷</sup>، ۲۰۱۸). در این مدل ها، سود خالص عملیاتی پس از کسر مالیات و هزینه سرمایه به عنوان سود اقتصادی تعریف می شود. هدف اصلی بنگاه ها، حفظ و افزایش ثروت سهامداران است و ارزش آفرینی برای بنگاه ها تنها راه نیل به این هدف تلقی می شود. بنابراین، خلق سود و یا ارزش آفرینی برای بنگاه ها تنها راه نیل به این هدف تلقی می شود (چن و لی<sup>۸</sup>، ۲۰۱۷). بنابراین، خلق سود و یا ارزش افزوده اقتصادی را که باعث افزایش ارزش سهام در بازار و بهبود ثروت سهامداران می شود، می توان عامل ارزش افزوده اقتصادی پالایش شده دانست. ارزش افزوده بازار و سود اقتصادی در سیر تکاملی خود تلاش دارند ضمن توجه به پیچیدگی های رفتاری مدیران، به ارزیابی عملکرد آنها و تعادل تضاد منافع پرداخته و اطلاعات موجود در قیمت و بازده سهام را توضیح دهند (استیفانی<sup>۹</sup>، ۲۰۱۵).

در جهت تعدیل تضاد منافع، معیارهایی برای ارزیابی عملکرد مدیران و ارائه مبنایی برای تعیین میزان پرداخت های انگیزشی به آنها بر اساس نتایج این ارزیابی ها ابداع و مورد استفاده قرار گرفته است. جستجوهای اولیه برای دستیابی به بسیاری از معیارهای ارزیابی عملکرد منجر به استفاده از اعداد و اطلاعات حسابداری در این زمینه شده است. بسیاری از معیارهای ارزیابی عملکرد، مبتنی بر مدل های حسابداری به ویژه مدل سود حسابداری گزارش شده یا سود هر سهم است. با گذشت زمان، مدیران به منظور حفظ سطح پاداش و بهبود آن، به مدیریت سود از طریق تحریف اعداد حسابداری پرداختند. این موضوع باعث شده است که علیرغم آنکه برخی از شرکت ها دارای وضعیت مالی مطلوبی از نظر اعداد حسابداری و معیارهای ارزیابی عملکرد مبتنی بر مدل حسابداری بوده اند، با بحران های مالی از جمله کمبود نقدینگی مواجه شوند. بنابراین، معیارهای ارزیابی عملکرد مبتنی بر مدل های حسابداری و طرح های پاداش مبتنی بر آنها نتوانستند در جهت منافع سهامداران و سایر گروه های برون سازمانی حرکت کنند و موجب تعدیل تضاد منافع شوند (ناپیتوپولو و همکاران<sup>۱۰</sup>، ۲۰۲۰).

هدف شرکت های سهامی و مدیران آنها، حداکثر کردن ارزش حقوق صاحبان سهام (و به عبارت دیگر حداکثر نمودن ارزش شرکت و سهام آن) است (نمازی و کرمانی<sup>۱۳۸۷</sup>). حداکثر کردن ارزش شرکت، مستلزم به کار گیری بهینه منابع مالی و کسب بازده و ریسک متناسب است. اساسی ترین رکن بحث حاکمیت شرکتی، اطمینان یافتن از اعمال حاکمیت صحیح سهامداران بر اداره شرکت و حداکثر کردن ارزش شرکت است.

### نسبت بازده دارایی ها (سودآوری)

نسبت بازده دارایی ها، در اصطلاح اولیه، بیان می نماید که چه درآمدی از سرمایه ایجاد شده است. این شاخص برای شرکت های دولتی می تواند به طور قابل توجهی متفاوت باشد و به شدت به صنعت وابسته است. رقم سودآوری به سرمایه گذاران ایده می دهد که شرکت چقدر در تبدیل پولی که سرمایه گذاری می کند به درآمد خالص موثر است. هرچه عدد سودآوری بیشتر باشد، بهتر است، زیرا شرکت با سرمایه گذاری کمتر پول بیشتری به دست می آورد. به دلیل معادله حسابداری ترازنامه، توجه داشته باشید که کل دارایی ها نیز مجموع کل بدهی ها و حقوق صاحبان سهام است. هر دوی این نوع تامین مالی برای تامین مالی عملیات شرکت استفاده می شود. از آنجایی که دارایی های یک شرکت یا از طریق بدهی یا حقوق صاحبان سهام تامین می شود، برخی از تحلیلگران و سرمایه گذاران با اضافه کردن هزینه های بهره برگشتی در فرمول سودآوری، هزینه کسب دارایی را نادیده می گیرند. به عبارت دیگر، تأثیر گرفتن بدهی بیشتر با اضافه کردن هزینه وام گرفتن به درآمد خالص

<sup>3</sup>. Suojanen

<sup>4</sup>. Stewart

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

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

<sup>7</sup>. Chung et al

<sup>8</sup>. Chen and Lee

<sup>9</sup>. Stefani

<sup>10</sup>. Napitupulu et al



و استفاده از میانگین دارایی ها در یک دوره معین به عنوان مخرج، نفی می شود. هزینه بهره اضافه می شود زیرا مبلغ سود خالص در صورت سود و زیان شامل هزینه بهره نیست (دانگ و همکاران<sup>۱۱</sup>، ۲۰۲۰).

هم بازده دارایی ها و هم بازده حقوق صاحبان سهام معیارهایی هستند که نشان می دهد یک شرکت چگونه از منابع خود استفاده می کند. اساساً، بازده حقوق صاحبان سهام فقط بازده حقوق صاحبان سهام شرکت را اندازه گیری می کند و بدهی ها را کنار می گذارد. بنابراین بازده دارایی، بدهی یک شرکت را به حساب می آورد و بازده حقوق صاحبان سهام نه. هر چه یک شرکت اهرم و بدهی بیشتری بپذیرد، بازده حقوق صاحبان سهام نسبت به سودآوری بالاتر خواهد بود. بنابراین، وقتی یک شرکت بدهی بیشتری می گیرد، بازده حقوق صاحبان سهام آن بالاتر از سودآوری آن خواهد بود. با گرفتن بدهی، یک شرکت به لطف پول نقدی که وارد می شود، دارایی های خود را افزایش می دهد. با فرض ثابت بودن بازده، اکنون دارایی ها بالاتر از حقوق صاحبان سهام هستند و مخرج محاسبه بازده دارایی بالاتر است. بنابراین بازده دارایی کاهش می یابد در حالی که بازده حقوق صاحبان سهام در سطح قبلی خود باقی می ماند. بزرگترین مشکل بازده دارایی ها این است که نمی توان از آن در صنایع مختلف استفاده کرد. به این دلیل که شرکت های یک صنعت، مانند صنعت فناوری و صنعتی مانند حفاری های نفت، دارایی های متفاوتی خواهند داشت (پوتری و همکاران<sup>۱۲</sup>، ۲۰۱۶).

برخی از تحلیلگران همچنین احساس می کنند که فرمول بازده دارایی در کاربردهای آن محدود است و برای بانک ها مناسب تر است. ترازنامه بانک ها ارزش واقعی دارایی ها و بدهی های آنها را بهتر نشان می دهد زیرا آنها به ارزش بازار یا حداقل تخمینی از ارزش بازار در مقابل بهای تمام شده تاریخی محاسبه می شوند و هم هزینه بهره و هم درآمد بهره از قبل در نظر گرفته شده است. برای شرکت های غیرمالی، بدهی و سرمایه به شدت تفکیک شده است و بازده هر یک از آنها جدا محاسبه می شود. درآمد خالص بازده سرمایه گذاران سهام است. بنابراین فرمول راجع بازده دارایی با مقایسه بازده سرمایه گذاران سهام (درآمد خالص) با دارایی هایی که هم توسط سرمایه گذاران بدهی و هم سرمایه گذاران سهام (کل دارایی ها) تأمین می شوند، همه چیز را به هم می ریزد (کاشانی پور و قربانی، ۱۴۰۱).

#### نقدینگی شرکت

وجه نقد از منابع مهم و حیاتی هر واحد اقتصادی است. در اتخاذ بسیاری از تصمیمات مالی، جریان های نقدی نقشی محوری دارند. به طور کلی می توان گفت عوامل متعددی بر سطح نگهداشت وجه نقد تأثیرگذار است. شواهد نشان می دهد که حساب های دریافتنی، خالص سرمایه در گردش، موجودی های کالا و بدهی های کوتاه مدت به ترتیب عوامل با تأثیر منفی بر نگهداری موجودی های نقدی می باشند. از سوی دیگر فرصت های رشد شرکت، سود تقسیمی، نوسان جریان های نقدی و سود خالص به ترتیب از مهمترین عوامل با تأثیر مثبت بر نگهداری موجودی های نقدی به شمار می روند. اما شواهد کافی در مورد تأثیر منفی بدهی های بلندمدت و اندازه شرکت ها بر نگهداری موجودی های نقدی مشاهده نشد. یکی از وظایف اساسی مدیران مالی به طور اخص مدیریت وجه نقد می باشد. شرکت ها استراتژی های مدیریت وجه نقد خود را بر محور دو هدف تعیین می کنند: تهیه و تأمین وجه نقد برای انجام پرداخت های شرکت و به حداقل رساندن وجوهی که در شرکت به صورت راکد باقی می ماند. هدف دوم بازتاب این طرز تفکر است که اگر اقلامی از دارایی به درستی مصرف نشود، هیچ نوع بازدهی برای شرکت نخواهد داشت. متأسفانه این دو هدف ممکن است با یکدیگر در تضاد باشند. پایین آوردن سطح وجوه نقد و به کارگیری کلیه وجوه نقد احتمالاً باعث کمبود وجه نقد برای پرداخت های به موقع شرکت می شود (عظیمی یانچشمه و همکاران، ۱۳۹۳). وجه نقد از اقلام مهم دارایی های جاری در فرآیند اجرای عملیاتی شرکت ها و واحدهای انتفاعی تلقی می شود (رضایی و نظری، ۱۳۹۵). سطح نگهداشت وجه نقد معیاری برای اندازه گیری عملکرد شرکت ها است و وجه نقدی را نشان می دهد که شرکت پس از انجام مخارج لازم برای نگهداری یا توسعه دارایی ها و یا ذخایر احتیاطی در اختیار دارد (اله مددی و همکاران، ۱۳۹۵).

مدیریت وجه نقد شامل مجموعه گسترده ای از فعالیت های مربوط به جمع آوری، نگه داری و پرداخت وجوه نقد می باشد که هدف آن تعیین نقدینگی مورد نیاز واحد تجاری، مدیریت بر مانده وجوه نقد و انجام سرمایه گذاری های کوتاه مدت است (مرادی و همکاران، ۱۳۹۶).

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

<sup>12</sup>. Putri et al

وجه نقد یکی از با اهمیت ترین و متعارف ترین دارایی ها در واحد تجاری است و به عنوان یک ضرورت اجتناب ناپذیر مورد توجه تمامی شرکت ها و مؤسسات قرار دارد. لذا می توان آن را به عنوان یکی از حیاتی ترین منابع در هر واحد سودآور نام برد (دیتمار و اسمیت، ۲۰۰۷) و باید به مدیریت آن پرداخت. شرکت ها با توجه به مزایای نگهداری وجه نقد از جمله استفاده از تخفیفات تجاری، شرکت در حراجی ها و ... خواهان نگهداری وجه نقد می باشند، از طرفی دیگر نگهداری مازاد وجوه نقد خود منجر به ایجاد هزینه فرصت می شود (احمدپور و یحیی زاده فر، ۱۳۸۶)؛ بنابراین به ایجاد توازن در آن نیاز است. به همین علت امروزه پژوهش های زیادی در این زمینه انجام شده است که برخی پژوهش ها بر نگهداری مازاد وجه نقد و برخی بر عدم نگهداری وجه نقد تأکید دارند. مثلاً ایزدی نیا و رسائیان (۱۳۸۹) در پژوهش خود به این نتیجه رسیدند که نگهداری وجه نقد منجر به افزایش ارزش شرکت ها می شود و شرکت ها را به نگهداشت مازاد وجه نقد تشویق می نماید، در صورتی که پژوهش انجام شده توسط جنسن (۱۹۸۶) شرکت را از نگهداشت مازاد وجه نقد نفی می کند، به این صورت که نگهداشت مازاد منجر به آزادی عمل مدیران می گردد، بنابراین آن ها نیازی به موافقت سهامداران ندارند و به جای آنکه این وجوه را به سهامداران بپردازند، آن ها را هدر می دهند، بنابراین نگهداشت مازاد وجه نقد منجر به ایجاد هزینه نمایندگی می گردد. به طور معمول مدیران درصدد اتخاذ سیاستی هستند که به دلیل کمبود نقدینگی، ضررهای عمده به شرکت وارد نیاید و از طرفی با نگهداری وجه نقد مازاد، فرصت های سایر سرمایه گذاری ها از دست نرود و این همان هدف اصلی شرکت ها در تدوین یک سیاست بهینه درباره نگهداشت وجه نقد است (مرادی و همکاران، ۱۳۹۶). شرکت ها به دنبال یک سطح هدفمند وجه نقد هستند تا بتوانند از این طریق انعطاف پذیری مالی خود را حفظ کنند، اما ممکن است در برخی موارد شرکت ها از این سطح تعیین شده فاصله بگیرند و به تدریج، به سطح بهینه میزان وجه نقد نگهداری شده باز گردند. وجه نقد نگهداری شده و سطح هدفمند آن، ممکن است به دلیل وجود هزینه های تعدیل متفاوت باشد، و به همین دلیل، سرعت تعدیل تحت تاثیر ویژگی های شرکتی قرار می گیرد (کامیابی و همکاران، ۱۳۹۸). وجوه نقد از منابع حیاتی در هر واحد انتفاعی است و مهم ترین مؤلفه نقدینگی است؛ به طوری که تداوم فعالیت و تحقق اهداف را آسان و امکان پذیر می کند. توجه روزافزون به سطح نگهداشت وجه نقد، ناشی از این واقعیت است که شرکت ها مقادیر بااهمیتی از وجه نقد را در ترازنامه خود گزارش می کنند؛ درحالی که باید در سطحی نگهداری شوند که بین هزینه نگهداری وجه نقد و هزینه وجه نقد ناکافی تعادل برقرار شود. اهمیت نقدینگی تا حدی است که شرکت هایی با سودآوری پایین یا حتی غیرسودآور، تا مدت ها می توانند به فعالیت خود ادامه دهند؛ اما تداوم فعالیت شرکت های بدون نقدینگی، بسیار دشوار است. بنابراین، مطالعه عوامل مؤثر بر سطح نگهداشت وجه نقد اهمیت زیادی دارد و پژوهش های زیادی نیز این عوامل را شناسایی کرده اند؛ اما در ادبیات موجود به عوامل غیرمالی مؤثر بر سطح نگهداشت وجه نقد توجه نشده است (دلپسند و همکاران، ۱۳۹۷).

تضاد در سیاست های نگهداشت وجه نقد در طول زمان باعث شد مدیران به دنبال سطح بهینه ای از موجودی های نقدی باشند؛ به عبارت دیگر، مدیران برای میزان نقدینگی انتهای یک دوره، برنامه ریزی و برای رسیدن به آن تلاش می کنند (مران جوری و علی خانی، ۱۳۹۳). ادبیات نگهداری وجه نقد نیز به سه انگیزه معاملاتی و احتیاطی و کسب سود بیشتر توجه قرار می کند. مطابق با انگیزه معاملاتی، شرکت هایی که با کاهش منابع داخلی مواجه می شوند، از طریق فروش دارایی ها، انتشار سهام جدید، استقراض یا کاهش سود تقسیمی تأمین مالی می کنند؛ اما به کارگیری این استراتژی ها نیازمند هزینه هایی است. در نتیجه، شرکت هایی که برای پرداخت های خود با هزینه های بالای معاملاتی مواجه اند، دارایی های نقد بیشتری نگهداری می کنند (سان و لین<sup>۱۳</sup>، ۲۰۱۲). انگیزه احتیاطی نیز در موارد مقابله با ریسک کمبود نقدینگی، استفاده از فرصت های تجاری و اجتناب از ورشکستگی ایجاد می شود. براساس این، شرکت ها موجودی های نقدی را برای مواجهه با وقایع پیش بینی نشده نگهداری می کنند و در صورتی که هزینه سایر منابع تأمین مالی بسیار زیاد باشد، برای تأمین مالی سرمایه گذاری های خود از موجودی های نقدی نگهداری شده استفاده می کنند. تئوری های مختلفی از جمله تئوری سلسله مراتبی، مبادله ای (موازنه)، جریان نقد آزاد و نمایندگی مطرح شده است که هر کدام، عوامل مؤثر بر نگهداری وجه نقد و چگونگی آن را بررسی می کنند. مطابق با تئوری مبادله ای، شرکت ها یک سطح مطلوب از نگهداری وجه نقد را به عنوان توازن بین منافع و هزینه های نگهداری وجه نقد نگهداری می کنند (مران جوری و علی خانی، ۱۳۹۳). در حقیقت،

<sup>13</sup>. Sun and Lin

این تئوری بیان می کند شرکت ها سطح بهینه نگهداشت وجه نقد خود را با استفاده از توازن بین هزینه ها و منافع نهایی نگهداری وجه نقد تعیین می کنند (دراپتز و همکاران<sup>۱۴</sup>، ۲۰۱۰).

گاهی اوقات شرکت ها وجه نقد را به منظور بهره مند شدن از فرصت های سرمایه گذاری و موقعیت های سود آوری بالقوه نگهداری می کنند. نگهداری کردن وجوه نقد برای این هدف انگیزه سفته بازی نامیده می شود. گاهی یک شرکت ها از طریق خرید سایر شرکت ها تمایل به رشد دارند و منتظر شناسایی فرصت های جذاب هستند و وجه نقد را برای این منظور ذخیره می کنند (فرصت های خارج از شرکت) یا گاهی پیش بینی می شود فرصت هایی یا پروژه هایی با NPV مثبت در درون خود شرکت به وجود آید. انگیزه سوداگری کمک می کند تا واحد انتفاعی از فرصت های زیر برخوردار شود:

فرصت خرید مواد اولیه در زمان کاهش قیمت با پرداخت سریع وجه نقد  
استفاده از تغییرات نرخ بهره از طریق باز خرید اوراق بهادار هنگامی که نرخ بهره مورد انتظار کاهش می یابد.  
انجام هر گونه خرید دیگر با قیمت های مناسب.

به طور کلی انگیزه سوداگری بخش کم اهمیت تری از اولویت های شرکت برای نگهداری وجه نقد را تشکیل می دهد و انگیزه های معاملاتی و احتیاطی توجیه بیشتری برای نگهداری وجه نقد در شرکت را دارد و در آخر اینکه هر سه مانده فوق تحت تاثیر عدم اطمینان در مقدار و زمان جریان های نقدی قرار می گیرد (رهروی دستجردی، ۱۳۹۱).

بر اساس تئوری سلسله مراتبی، شرکت ها منابع داخلی تأمین مالی را به منابع خارجی ترجیح می دهند؛ زیرا افراد درون شرکت اطلاعات بهتری نسبت به سهام داران دارند و اگر منابع داخل شرکت برای تأمین مالی برنامه های سرمایه گذاری بهینه کافی نباشد و عدم تقارن اطلاعاتی نیز مانع شود، مدیران ممکن است مجبور به صرف نظر کردن از طرح های سودآور شوند. در این حالت، وجه نقد بسیار ارزشمند است و تنها فرصت برای انتشار سهام، بدون از دست دادن ارزش بازار، زمانی رخ می دهد که عدم تقارن اطلاعاتی وجود نداشته یا بسیار کم باشد (دراپتز و همکاران، ۲۰۱۰).

تئوری جریان نقد آزاد از دیگر تئوری هایی است که در تبیین ویژگی های شرکتی و عوامل مؤثر بر مانده وجه نقد استفاده شده است. جریان نقد آزاد، جریان نقدی است که مازاد بر آنچه برای تأمین مالی حاوی خالص ارزش فعلی مثبت لازم است، باقی می ماند. مطابق با این تئوری، وجوه نقد داخلی بیشتر به مدیران اجازه می دهد تا از کنترل بازار اجتناب کنند. پرداخت به سهام داران از قدرت مدیران می کاهد و نیز ممکن است در صورت نیاز به تأمین سرمایه به کمک بازارهای سرمایه، کنترل و نظارت شوند. به همین دلیل، مدیران با وجه نقد شرکت فعالیت می کنند تا مجبور به ارائه اطلاعات تفصیلی به بازار سرمایه نشوند؛ هر چند ممکن است سرمایه گذاری هایی را انجام دهند که اثر منفی بر ثروت سهام داران داشته باشد (جنسن و مکلینگ، ۱۹۷۶).

در تئوری نمایندگی نیز بین طرفین قرارداد، تضادهایی به وجود می آید که در توجیه رفتار نگهداشت وجه نقد توسط مدیریت به کار می رود. به بیانی دیگر، مشکلات نمایندگی یکی از مهم ترین عوامل تعیین کننده نگهداشت وجه نقد شرکت هاست (مران جوری و علی خانی، ۱۳۹۳).

#### عوامل تعیین کننده سطح نگهداشت وجه نقد

این موضوع را که شرکت ها چگونه سطح مناسبی برای نگهداری وجه نقد تعیین می کنند، می توان از دیدگاه های گوناگونی بررسی کرد. مدل های شناخته شده ای از دیدگاه های کلی به تبیین و بررسی این موضوع پرداخته اند. همچنین، علاوه بر این مدل ها می توان عوامل دیگری را نیز به عنوان عوامل تعیین کننده سطح نگهداشت وجه نقد و همچنین، انگیزه های نگهداری وجه نقد در شرکت ها برشمرد. در ادامه، برای موضوع های مورد بحث، به تفصیل توضیحاتی ارائه می شود.

#### ۱. سرمایه در گردش

<sup>14</sup>. Drobetz et al

می توان ادعا کرد که همه فعالیت های تجاری نیازمند سرمایه هستند. سرمایه عبارت است از تمام منابع مالی که شرکت مصرف می کند. سرمایه در گردش یک شرکت، مجموعه مبالغی است که در دارایی های جاری سرمایه گذاری می شود. به دلیل این که اجزای سرمایه در گردش از دارایی ها و بدهی های جاری تشکیل شده است، نحوه مدیریت سبد بر میزان نگهداشت وجه نقد که سیال ترین نوع دارایی های جاری است، اثر می گذارد. رهنمای رودپشتی بیان می کند که واحدهای انتفاعی با به کارگیری راهبردهای گوناگون در رابطه با مدیریت سرمایه در گردش می توانند میزان نقدینگی شرکت را تحت تأثیر قرار دهند (محمدی و نورش، ۱۳۹۷).

## ۲. فرصت های رشد

فرصت های رشد عبارت است از استفاده و بهره گیری از فرصت های سرمایه گذاری در جهت ایجاد یا افزایش ارزش شرکت. سرمایه گذاری عبارت است از تخصیص مبالغ جاری به دارایی ها و یا سرمایه که متعلق به شرکت بوده و به منظور دریافت بازده در مدت زمانی مشخص. انواع متفاوتی از سرمایه گذاری وجود دارد از قبیل سهام، بدهی ها، اوراق قرضه و ذخائر و ..... پژوهش های قبلی نشان می دهد که فرصت های رشد شرکت، دارای یک اثر مثبت بر سطح نگهداشت وجه نقد است برای مثال، دیتمار و همکاران<sup>۱۵</sup> (۲۰۰۳) معتقدند که شرکت های با فرصت های سرمایه گذاری بیشتر، نقدینگی بیشتری نگهداری می کنند تا مجبور به چشم پوشی از فرصت های سرمایه گذاری نشوند (عظیمی یانچشمه و شاه محمدی، ۱۳۹۳).

## ۳. اندازه شرکت

اندازه شرکت، متغیر مهم دیگری است که بر سطح وجه نقد نگهداری شده توسط شرکت اثر می گذارد. اندازه ی شرکت یک عامل تعیین کننده ابتدایی برای تخصیص دارایی ها و پارامترهای مربوط به ریسک و بازده سهام و صندوق های سرمایه گذاری در سهام است. اندازه شرکت بیانگر حجم و گستردگی فعالیت شرکت است، غالباً شاخص هایی را مبین اندازه می دانند که عملکرد شرکت را نشان دهد نه ظرفیت فیزیکی آن را. اندازه ی شرکت به طرق مختلفی، از جمله: میزان فروش شرکت، ارزش روز یا دفتری مجموع دارایی های شرکت، ارزش بازار یا دفتری سهام عادی، ارزش بازار یا دفتری حقوق صاحبان سهام، نسبت قیمت به سود، نسبت ارزش دفتری سهام به ارزش بازار آن، تعداد پرسنل و یا ترکیبی از عوامل مذکور اندازه گیری می شود (محمدی و نورش، ۱۳۹۷).

## ۴. اهرم مالی

نسبت های اهرمی توانایی شرکت برای انجام تعهدات کوتاه مدت و بلند مدت را نشان می دهند. نسبت های اهرم مالی میزان کلی بدهی های شرکت را اندازه می گیرند. این نسبت از طریق مقایسه هزینه های ثابت و سود (از صورت حساب سود و زیان) یا با ارتباط دادن بدهی ها به حقوق صاحبان سرمایه (از ترازنامه) محاسبه می شوند (برویان و هوکز<sup>۱۶</sup>، ۲۰۱۹).

اهرم مالی، احتمال ورشکستگی را نشان می دهد و انتظار می رود که شرکت های اهرمی برای کاهش ریسک مالی، وجه نقد بیشتری نگهداری کنند. از سوی دیگر، از آنجا که نسبت اهرم مالی، خود به عنوان عاملی برای تعیین توانایی شرکت برای انتشار اوراق بدهی جدید به شمار می رود، اگر قدرت بازپرداخت هزینه های تأمین مالی به وسیله شرکتی بالا باشد، از انعطاف پذیری مالی بالاتری برخوردار است؛ در نتیجه، ممکن است وجه نقد کمتری نگهداری کند. به همین علت، ارتباط بین اهرم مالی و میزان وجه نقد را به دقت نمی توان تبیین کرد (ایزدی نیا و رسائیان، ۱۳۸۹).

## ۵. نسبت جریان های نقدی

جریان نقدی، یک منبع نقدینگی در دسترس را فراهم می کند و می تواند جایگزینی مناسب برای وجه نقد باشد. بنابراین، انتظار می رود رابطه ای منفی بین جریان نقد و مانده وجه نقد وجود داشته باشد. نبود اطمینان در خصوص جریان های نقدی بر سطح نگهداشت وجه نقد اثر می گذارد (محمدی و نورش، ۱۳۹۷).

## اندازه شرکت

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

<sup>16</sup>. Bhuiyan and Hooks



اندازه شرکت بیانگر مقیاس شرکت در مقایسه با سایر شرکت ها می باشد. شرکت ها از نظر اندازه به سه گروه کوچک، متوسط و بزرگ طبقه بندی شده و ملاک این طبقه بندی، میزان دارایی ها و فروش می باشد (لیو و سوزوکی، ۲۰۲۴). شرکت های کوچکتر عموماً دسترسی محدودی به بازارهای سرمایه خارجی دارند و 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، 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، 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، ۲۰۱۵). اندازه شرکت در مطالعات متعدد نمایانگر جنبه های مختلفی از شرکت است. اندازه شرکت می تواند نمایانگر اهرم شرکت باشد. اهرم عبارت از وجود هزینه های ثابت در فهرست هزینه های شرکت است. اهرم عملیاتی بر هزینه های ثابت عملیاتی شرکت (همه هزینه های ثابت غیر از بهره بدهی ها) متکی است و اهرم مالی بر هزینه های ثابت مالی از قبیل بهره یا سود ثابت وامها متکی است. اهرم عملیاتی و مالی وسیله دستیابی به سود بیشتر است. اندازه شرکت می تواند نمایانگر برتری رقابتی باشد. از آنجایی که سهم بیشتر از بازار نیاز به تولید و فروش بیشتر دارد لذا داشتن منابع مالی کافی و اندازه بزرگتر می تواند شرکت را در تولید بیشتر و صرف هزینه های تولید و بازاریابی بیشتر یاری کند تا بتواند مزیت های رقابتی ایجاد نماید. اندازه شرکت می تواند نمایانگر توانایی مدیریت و کیفیت طرح های حسابداری باشد. توسعه اندازه شرکت نشانگر مدیریت قوی است که با استفاده از طرح های حسابداری سعی در افزایش منابع اقتصادی شرکت داشته باشد (پارسایان، ۱۳۸۱). اندازه شرکت می تواند نمایانگر کارایی اطلاعاتی باشد. معمولاً شرکت های بزرگتر توجه بیشتری از تحلیلگران و سرمایه گذاران می باشند، به همین جهت اطلاعات حسابداری فرآیند کاراتری در شرکت های بزرگتر دارند. بالاخره اندازه شرکت می تواند نمایانگر میزان ریسک کلی شرکت باشد. توان مالی بیشتر می تواند سبب کاهش ریسک کلی شرکت شود زیرا شرکت های بزرگتر در معرض ایمنی عمومی بیشتری می باشند، زیرا از نظر تحلیلگران مالی، شناخته شده تر هستند (موسس، ۱۹۸۷).

### تاثیر نقدینگی شرکت بر ارزش بازار شرکت

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، 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، 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، 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 (اینترتا و همکاران، 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 پرداختنی، 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، ۲۰۲۳). از سویی، نگهداری بیش از حد وجوه نقد می تواند تاثیر 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 شرکت را کمتر تعیین می نمایند (نگوین و همکاران، 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).

#### نقش تعدیلگری اندازه شرکت در تاثیر نقدینگی شرکت بر ارزش بازار شرکت

رابطه بین نقدینگی و ارزش بازار می تواند تحت تاثیر اندازه شرکت ها، متفاوت باشد. اندازه شرکت ها در ادبیات پژوهشی بر اساس عواملی مانند حجم دارایی ها و میزان فروش برآورد شده است. شرکت های کوچکتر عموماً دسترسی محدودی به بازارهای سرمایه خارجی دارند و 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، 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، 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، 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 مانند هزینه های ذخیره سازی برای موجودی بیش از حد یا کاهش بازده ذخایر نقدی مواجه شوند. ارزش بازار می شود (فریمپانگ و همکاران، 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>۱۷</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.

#### 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>۱۸</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. در حالی که نقدینگی تعدیل شده توسط سیاست تقسیم سود، رابطه با ارزش شرکت را تقویت نمی کند.

گواتما و همکاران<sup>۱۹</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>17</sup>. Pecking Order Theory

<sup>18</sup>. Sari

<sup>19</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>۲۰</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>۲۱</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>20</sup>. Hasanudin and Wijareni

<sup>21</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 ره‌آورد 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

پژوهش حاضر از نظر هدف، توسعه‌ای-کاربردی و از نظر ماهیت، کیفی است که با رویکرد مروری (Review Study) و مبتنی بر روش تحقیق کتابخانه‌ای انجام شده است. در این مطالعه، به منظور تبیین و تحلیل نقش تعدیل‌گری اندازه شرکت در رابطه بین نقدینگی و ارزش بازار شرکت‌ها، از منابع علمی موجود شامل مقالات پژوهشی، کتب تخصصی، گزارش‌های تحقیقاتی و اسناد معتبر داخلی و خارجی استفاده شده است.

#### ۱- روش گردآوری داده‌ها

گردآوری داده‌ها به صورت کتابخانه‌ای و از طریق جست‌وجوی نظام‌مند در پایگاه‌های اطلاعاتی معتبر داخلی و بین‌المللی انجام پذیرفته است. منابع مورد استفاده شامل مقالات منتشر شده در مجلات علمی-پژوهشی، پایان‌نامه‌ها، کتب تخصصی حوزه مالی و حسابداری و همچنین گزارش‌های معتبر پژوهشی بوده است. پایگاه‌هایی نظیر Web of Science، Scopus، Google Scholar، Noormags، Magiran، SID به عنوان منابع اصلی جست‌وجو مورد استفاده قرار گرفتند. کلیدواژه‌هایی از قبیل «نقدینگی»، «ارزش بازار شرکت»، «اندازه شرکت»، «نقش تعدیل‌گر»، «Market Value، Liquidity»، «Firm Size» و «Market Value، Liquidity» برای شناسایی مطالعات مرتبط به کار گرفته شدند.

#### ۲- معیارهای انتخاب و غربال منابع

در فرآیند انتخاب منابع، معیارهایی نظیر ارتباط موضوعی با متغیرهای پژوهش، اعتبار علمی منبع، سال انتشار، و تمرکز بر بازارهای سرمایه به ویژه بازارهای نوظهور مدنظر قرار گرفت. منابعی که فاقد ارتباط مستقیم با رابطه نقدینگی و ارزش بازار یا نقش اندازه شرکت بودند، از فرآیند بررسی حذف شدند. در نهایت، مجموعه‌ای از مطالعات منتخب به عنوان مبنای تحلیل نظری مورد استفاده قرار گرفت.

#### ۳- روش تحلیل داده‌ها

تحلیل داده‌ها به صورت تحلیل کیفی و مقایسه‌ای ادبیات انجام شده است. بدین ترتیب، نتایج، دیدگاه‌ها و چارچوب‌های نظری ارائه شده در پژوهش‌های پیشین مورد بررسی، مقایسه و طبقه‌بندی قرار گرفتند. در این مرحله، شباهت‌ها، تفاوت‌ها و تعارض‌های موجود در یافته‌های مطالعات پیشین درباره رابطه نقدینگی و ارزش بازار و همچنین نقش تعدیل‌گری اندازه شرکت شناسایی و تبیین شد. این رویکرد امکان استخراج الگوهای مفهومی، شناسایی روندهای غالب پژوهشی و تعیین شکاف‌های موجود در ادبیات را فراهم ساخت.

#### ۴- رویکرد پژوهش

رویکرد حاکم بر پژوهش قیاسی-تحلیلی است؛ بدین معنا که ابتدا نظریه‌ها و یافته‌های پیشین مرتبط با نقدینگی، ارزش بازار و اندازه شرکت مرور شده و سپس با تحلیل و ترکیب نتایج آن‌ها، چارچوبی مفهومی برای تبیین نقش تعدیل‌گری اندازه شرکت ارائه گردیده است. در نهایت، بر اساس جمع‌بندی ادبیات، پرسش پژوهش مطرح و زمینه برای انجام مطالعات تجربی آتی فراهم شده است.



## بحث و نتیجه گیری

هدف مقاله مروری حاضر، بررسی و تحلیل نظام مند ادبیات پژوهشی مرتبط با تأثیر نقدینگی شرکت بر ارزش بازار و نقش تعدیل گری اندازه شرکت در این رابطه بود. مرور مطالعات پیشین نشان می‌کند که هر دو متغیر نقدینگی و اندازه شرکت، از عوامل کلیدی و تعیین کننده در تبیین ارزش بازار شرکت‌ها محسوب می‌شوند، اما اثرگذاری آن‌ها یکنواخت و خطی نبوده و به شرایط ساختاری شرکت‌ها و ویژگی‌های بازار وابسته است. بر اساس ادبیات مالی، اندازه شرکت معمولاً با شاخص‌هایی نظیر میزان فروش، لگاریتم فروش، میزان دارایی و لگاریتم کل دارایی‌ها سنجیده می‌شود. این شاخص‌ها به‌طور گسترده در مطالعات مالی به کار رفته‌اند، زیرا توانایی شرکت در ایجاد جریان‌های نقدی، استفاده از دارایی‌ها به‌عنوان وثیقه و دسترسی به منابع مالی را به‌خوبی منعکس می‌کنند. شواهد پژوهشی نشان می‌دهد شرکت‌های بزرگ‌تر به دلیل برخورداری از دارایی‌های وثیقه‌ای بیشتر و جریان‌های نقدی باثبات‌تر، از ریسک نکول بدهی کمتری برخوردار بوده و در نتیجه توان استقراض بالاتری دارند (رضایی و ثمانی، ۱۳۹۳). این ویژگی‌ها سبب می‌شود اندازه شرکت به‌عنوان یک عامل ساختاری مهم، نقش معناداری در تصمیمات مالی و ارزش‌گذاری بازار ایفا کند.

مرور مطالعات پیشین نشان می‌دهد که نسبت‌های نقدینگی از جمله نسبت جاری، نسبت سریع و نسبت نقدی به‌طور گسترده به‌عنوان شاخص‌های سلامت مالی شرکت مورد استفاده قرار گرفته‌اند (کوئیری و همکاران، ۲۰۲۱). این نسبت‌ها بیانگر توانایی شرکت در ایفای تعهدات کوتاه‌مدت بوده و از منظر تئوری مبادله، شرکت‌هایی با نقدینگی بالاتر به‌عنوان شرکت‌های کم‌ریسک‌تر ارزیابی می‌شوند. همچنین بر اساس تئوری علامت‌دهی، سطح مناسب نقدینگی می‌تواند پیام‌های مثبتی به سرمایه‌گذاران ارسال کرده، اعتماد بازار را افزایش دهد و در نهایت منجر به رشد ارزش بازار شرکت شود (آدنانی و همکاران، ۲۰۲۲).

مطالعات نشان می‌دهد شرکت‌هایی که از نقدینگی کافی برخوردارند، در مواجهه با رکودهای اقتصادی انعطاف‌پذیری بیشتری داشته و می‌توانند بدون فروش دارایی‌های بلندمدت یا افزایش بدهی، تعهدات خود را ایفا کنند (ژانگ و همکاران، ۲۰۱۷). با این حال، یافته‌های پژوهشی هم‌زمان تأکید دارند که نقدینگی بیش از حد می‌تواند پیامدهای منفی به همراه داشته باشد. نگهداری حجم بالای وجوه نقد، به دلیل هزینه فرصت عدم مولدسازی دارایی‌ها، ممکن است سودآوری شرکت را کاهش داده و نشانه‌ای از ناکارآمدی در مدیریت منابع تلقی شود (اینتارا و همکاران، ۲۰۲۴). افزون بر این، نقدینگی بیش از حد می‌تواند نگرانی سرمایه‌گذاران را درباره کارایی عملیاتی و کیفیت تصمیم‌گیری مدیریتی افزایش داده و در نتیجه ارزش بازار شرکت را کاهش دهد (کیم و همکاران، ۲۰۱۹).

از سوی دیگر، کمبود نقدینگی نیز پیامدهای منفی قابل‌توجهی دارد. ناتوانی شرکت در تسویه بدهی‌های جاری می‌تواند منجر به بحران نقدینگی، افزایش ریسک ورشکستگی و ارسال سیگنال‌های منفی به بازار شود که نهایتاً کاهش ارزش بازار را در پی دارد (فجری و نوردیانسیه، ۲۰۲۳). همچنین در محیط‌های تورمی، نگهداری بیش از حد وجوه نقد موجب کاهش قدرت خرید منابع شرکت شده و از دید سرمایه‌گذاران به‌عنوان نشانه‌ای از مدیریت ضعیف دارایی‌ها تفسیر می‌شود (نگوین و همکاران، ۲۰۲۰). بنابراین، مرور ادبیات نشان می‌دهد رابطه بین نقدینگی و ارزش بازار غیرخطی و اغلب U شکل بوده و اثر آن به سطح نقدینگی و شرایط شرکت بستگی دارد.

یکی از مهم‌ترین یافته‌های ادبیات، تأکید بر نقش تعدیل‌گر اندازه شرکت در رابطه بین نقدینگی و ارزش بازار است. شرکت‌های کوچک‌تر به دلیل دسترسی محدود به بازارهای سرمایه خارجی، وابستگی بیشتری به منابع داخلی داشته و در نتیجه تمایل بیشتری به نگهداری نقدینگی دارند (فدجری و نوردیانسیه، ۲۰۲۳؛ هان و همکاران، ۲۰۲۴). با این حال، در این شرکت‌ها، نقدینگی بالا اغلب به‌عنوان تخصیص ناکارآمد منابع تلقی می‌شود، زیرا هزینه‌های فرصت نگهداری وجوه بلااستفاده بالا بوده و ارزش افزوده قابل‌توجهی برای شرکت ایجاد نمی‌کند (لیو و سوزوکی، ۲۰۲۴). افزون بر این، سرمایه‌گذاران ممکن است نقدینگی بالا در شرکت‌های کوچک‌تر را نشانه‌ای از ضعف در مدیریت منابع دانسته و ارزش بازار آن‌ها را کاهش دهند (فریمپانگ و همکاران، ۲۰۲۴).

در مقابل، شرکت‌های بزرگ‌تر به دلیل انعطاف‌پذیری عملیاتی، تنوع فعالیت‌ها و ثبات جریان‌های نقدی قادرند سطوح بالاتری از نقدینگی را بدون کاهش سودآوری حفظ کنند (کول و همکاران، ۲۰۱۵). در این شرکت‌ها، نقدینگی بالا می‌تواند توانایی ایفای تعهدات کوتاه‌مدت و بهره‌برداری از فرصت‌های سرمایه‌گذاری را افزایش داده و بدون اتکا به تأمین مالی خارجی، ارزش بازار شرکت را تقویت کند (زو و همکاران، ۲۰۲۴).

۲۰۲۲). بر اساس تئوری سلسله مراتبی مایرز (۱۹۸۴)، شرکت های بزرگ تر با عدم تقارن اطلاعاتی کمتری مواجه بوده و دسترسی آسان تری به منابع مالی دارند؛ امری که باعث می شود نقش نقدینگی در این شرکت ها متفاوت از شرکت های کوچک تر ارزیابی شود. در مجموع، نتایج این مقاله مروری نشان می دهد که نقدینگی به تنهایی تعیین کننده ارزش بازار شرکت نیست، بلکه اثر آن به شدت تحت تأثیر اندازه شرکت قرار دارد. در حالی که نقدینگی در شرکت های بزرگ تر می تواند عاملی ارزش آفرین باشد، در شرکت های کوچک تر ممکن است به عنوان نشانه ای از ناکارآمدی تعبیر شود. این تفاوت، اهمیت در نظر گرفتن اندازه شرکت به عنوان متغیر تعدیل گر را در تحلیل های مالی و ارزش گذاری بازار برجسته می سازد. بر این اساس، پیشنهاد می شود پژوهش های آتی با بهره گیری از داده های تجربی، این روابط را در بستر بازار سرمایه ایران به طور دقیق تر آزمون کرده و تفاوت های ساختاری میان شرکت های کوچک و بزرگ را مورد توجه قرار دهند.

### منابع

- ابراهیمی کردلر، ع.، حسن بیگی، و. و غواصی کناری، م. (۱۳۹۷). بررسی تأثیر نقاط ضعف کنترل های داخلی بر عملکرد و ارزش شرکت. دانش حسابداری مالی، (۳)، ۴۵-۶۸.
- اسماعیل زاده، ع. و کیوانفر، م. (۱۳۹۷). رابطه بین استحکام مدیریت، مدیریت سود و ارزش شرکت ها. پژوهش های حسابداری مالی و حسابرسی، (۳۹)، ۸۹-۱۰۶.
- انصاری، ع.م. و کریمی، م. (۱۳۸۷). بررسی معیارهای مالی ارزیابی عملکرد مدیریت در ارزش آفرینی برای سهامداران با تأکید بر معیارهای اقتصادی، ۲۰۰، ۳-۱۱.
- باغانی، ع. و عسکری، ع. (۱۴۰۳). تأثیر مالکیت مدیریتی بر رابطه بین ارزش افزوده فکری و ارزش بازار شرکت. نشریه علمی رویکردهای پژوهشی نوین مدیریت و حسابداری، (۳۰)، ۵۸۳-۵۹۲.
- برخوردار، س.، عبدلی، ق. و امیری، ر. (۱۴۰۰). بررسی تأثیرات تکان های نقدینگی در ارزش صنایع منتخب در بورس اوراق بهادار تهران با رهیافت پارامترهای متغیر در زمان. ۱۴ (۴۷)، ۱-۳۴.
- عبدلی، م.، بخشی، ج. و حسینی، س.ا. (۱۳۹۲). بررسی رابطه گزارشگری متهورانه مالی و اندازه شرکت ها با سیاست های متهورانه مالیاتی. پژوهشنامه مالیات، (۱۹)، ۱۵۷-۱۷۰.
- غضنفری، ب.، خوشکار، ف. و گرچی زاده، د. (۱۳۹۸). رابطه ابقای مدیریتی با مدیریت سود واقعی و ارزش شرکت. چشم انداز حسابداری و مدیریت، (۱۵)، ۱-۱۵.
- کریمی، غ. 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، (۱۱)، 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 تأمین مالی، (۴)، ۱-۲۴.
- محمدی، ع. و بهمنی فریز، ن. (۱۳۹۹). تأثیر کیفیت حاکمیت شرکتی بر متغیرهای مبتنی بر ارزش شرکت. فصلنامه چشم انداز حسابداری و مدیریت، (۲۳)، ۱۳۴-۱۴۹.
- ملکیان، ا. و اصغری، ج. (۱۳۸۵). مطالعه رابطه بین ارزش افزوده اقتصادی و نرخ بازده داراییها در راستای ارزیابی عملکرد شرکتهای پذیرفته شده در سازمان بورس اوراق بهادار ایران، بورس، ۵۴-۵۵، ۳۳-۲.
- مهرانی، س. و نوروزی، س. (۱۳۹۴). بررسی اثر حاکمیت شرکتی بر ارتباط بین ارزش شرکت و مدیریت سود، فصلنامه دانش حسابداری مالی، (۳)، ۱۰۵-۱۲۲.
- نصیری، م. و یغمائی علیشاه، ا. (۱۳۹۸). تأثیر تجدید ارائه صورت های مالی بر سیاست نگهداشت وجه نقد، پژوهش های تجربی حسابداری، (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، (۴)، ۷-۱۸.

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.

- 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.
- Lestari, N. A., & Pabulo, A. M. A. (2023). Pengaruh rasio solvabilitas, rasio likuiditas dan rasio profitabilitas terhadap nilai perusahaan. Jurnal Ilmiah Manajemen, Ekonomi, & Akuntansi (MEA), 7(3), 1249–1266.
- Liu, W., & Suzuki, Y. (2024). Corporate governance, institutional ownership, and stock liquidity of SMEs: evidence from China. Asia-Pacific Journal of Accounting & Economics, 1–30.
- 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).
- Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. Journal of Financial Economics, 13(2), 187–221.
- Nguyen, C., Hoang, L., Shim, J., & Truong, P. (2020). Internet search intensity, liquidity, and returns in emerging markets. Research in International Business and Finance, 52, 101166.
- Nguyen, N. P. A., & Dao, T. T. B. (2022). Liquidity, corporate governance and firm performance: A meta-analysis. Cogent Business & Management, 9(1), 2137960.
- Queiri, A., Madbouly, A., Reyad, S., & Dwaikat, N. (2021). Corporate governance, ownership structure, and firms' financial performance: insights from Muscat securities market (MSM30). Journal of Financial Reporting and Accounting, 19(4), 640– 665.
- 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.