Quarterly Financial Accounting
E-ISSN: 2783-4417
Vol. 14, Issue 2, No. 54, Summer 2022, p 85-100
Received: 05.06.2022 Accepted: 09.02.2023

Research Paper

The Impact Determining the Moderating Role of Financial Constraints and Growth Opportunities in the Impact of Excess Cash on Company Value

Ardeshir Baharvand
Department of Accounting, Isfahan (Khorasgan) Branch, Islamic Azad University, Isfahan, Iran.
dr.bahar1359@gmail.com

Mohsen Dastgir*
Department of Accounting, Isfahan (Khorasgan) Branch, Islamic Azad University, Isfahan, Iran.
m.dastgir@khuisf.ac.ir

Afsaneh Soroushyar
Department of Accounting, Isfahan (Khorasgan) Branch, Islamic Azad University, Isfahan, Iran.
a.soroushyar@khuisf.ac.ir

Abstract
The main purpose of the company is to maximize the value of shareholders' equity. To achieve this goal, the management seeks to increase the stock market value and consequently increase the value of the company. Holding excess cash by companies leads to the formation of agency conflict between managers and shareholders, which increases the authority of the manager and can cause damage to the interests of shareholders. Cash is one of the important and vital resources in any profit-making unit. A company that does not have enough cash may go bankrupt. In this regard, the aim of the current research is to investigate the effect of excess cash on company value, considering the moderating role of financial constraints and growth opportunities on this relationship, among companies listed on the Tehran Stock Exchange in the 10-year period between 2015 to 2022 .
The statistical population of this research was the companies admitted to the Tehran Stock Exchange, and 116 companies were selected using the systematic elimination method. Baron and Kenny (1986) model was used to test the hypotheses.
The research findings showed that excess cash has a positive and significant effect on the value of the company. Research findings regarding the moderating role of financial constraints and growth opportunities showed that financial constraints and growth opportunities do not affect the relationship between excess cash and company value. The findings of the present research can help in improving the company's cash management policies in situations where the company is limited in financial resources or facing investment opportunities, so that the company can create more added values for the owners.

Keywords: Excess Cash, Firm Value, Financial Constraints, Growth Opportunities.

Introduction

Studies show that the amount of cash retention in companies admitted to the Tehran Stock Exchange is 6% on average (Kiamarthi & Ahmadi, 2022; Maleki, Jalalinia & Hamzai, 2023). Theoretically, the liquidity of the company can affect the decision making in the company. For example, by maintaining financial flexibility, a company can maintain its normal operation and inflow of assets, thereby increasing its market value. Companies can reduce potential risk and increase company value by maintaining an appropriate level of liquidity (Du, Wu & Liang, 2016). Cash reserves held by companies have increased significantly in recent years. Managers in commercial companies that have high free cash flow invest in projects that generate non-monetary returns. As a result, they lead to the expansion of companies' investment, and the so-called excessive investment occurs in these companies (Jensen, 1986). Decreasing the liquidity of shares causes the price of shares to decrease and as a result increases the risk of liquidity of the companies' shares.

* Corresponding author
Baharvand, A., Dastgir, M., Soroushyar, A. (2022). The Impact Determining the Moderating Role of Financial Constraints and Growth Opportunities in the Impact of Excess Cash on Company Value, *Quarterly Financial Accounting*, 14(54): 85-100.

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

Method and Data

Based on the results, the current research is of applied type; because different people can use its results. Based on the method, it is descriptive-correlation type. In terms of the nature of the data, the type of research is quantitative. In addition, in terms of the type of reasoning, it is considered inductive-deductive. In terms of post-event time dimension and in terms of information collection methods and techniques, it is archival type. In terms of its nature, it is an original (first-hand) research. The statistical population of the research is all the companies admitted to the Tehran Stock Exchange.

Findings

The results of the first hypothesis test of the research indicated that excess cash has a positive and significant effect on the value of the company. The results of the test of the second hypothesis of the research indicated that, firstly, the financial limitation has a significant effect on the value of the company, but it does not have a significant effect on the relationship between excess cash and the value of the company. The results of the third hypothesis test indicated that growth opportunities do not have a significant effect on the relationship between excess cash and company value.

Conclusion and discussion

Considering that keeping cash has a positive and significant effect on the value of the company, it is suggested to the managers of the companies admitted to the Tehran Stock Exchange to always keep an appropriate level of cash to use investment opportunities so that they can In this way, improve the value of the company. Considering that different methods have been proposed to measure the variables of the research, it is suggested to measure the variables with other valid models in future researches and compare the results with the findings of the current research. Also, it is suggested to conduct the current research using macroeconomic variables as a moderating variable, because macroeconomic variables can affect the liquidity of the society and cause companies to experience financial and liquidity turbulences.

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

فصلنامه حسابداری مالی
سال چهاردهم، شماره ۵۴، تابستان ۱۴۰۱، ص ۱۰۰-۸۵
تاریخ دریافت: ۱۴۰۱/۰۳/۱۵ تاریخ پذیرش: ۱۴۰۱/۱۱/۱۰

مقاله پژوهشی

تعیین نقش تعدیلگری محدودیت مالی و فرصت‌های رشد در تأثیر وجه نقد مازاد بر ارزش شرکت

اردشیر بهاروند
گروه حسابداری، واحد اصفهان (خوراسگان) ، دانشگاه آزاد اسلامی، اصفهان، ایران.
dr.bahar1359@gmail.com

محسن دستگیر*

گروه حسابداری، واحد اصفهان (خوراسگان) ، دانشگاه آزاد اسلامی، اصفهان، ایران.
m.dastgir@khuisf.ac.irEmail

افسانه سروش یار
گروه حسابداری، واحد اصفهان (خوراسگان) ، دانشگاه آزاد اسلامی، اصفهان، ایران.
a.soroushyar@khuisf.ac.ir

چکیده:
هدف اصلی شرکت به حداکثر رسانیدن ارزش حقوق صاحبان سهام است. مدیریت برای رسیدن به این هدف به دنبال افزایش ارزش بازار سهام و به‌تبع آن افزایش ارزش شرکت است. نگهداری وجه نقد مازاد توسط شرکت‌ها منجر به شکل‌گیری تضاد نمایندگی بین مدیران و سهامداران می‌شود که این امر موجب افزایش اختیارات مدیر و مس تواند باعث آسیب رسیدن به منافع سهامداران می‌گردد. وجوه نقد از منابع مهم و حیاتی در هر واحد انتفاعی است. شرکتی که دارای وجه نقد کافی نباشد، ممکن است دچار ورشکستگی شود. در این راستا، هدف پژوهش حاضر، بررسی تأثیر وجه نقد مازاد بر ارزش شرکت، با توجه به نقش تعدیلگری محدودیت مالی و فرصت‌های رشد بر این رابطه، در بین شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در بازه زمانی ۷ ساله بین سال‌های ۱۳۹۳ تا ۱۴۰۰ است.
جامعه آماری این پژوهش، شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران بود که با استفاده از روش حذف سامانمند، ۱۱۶ شرکت انتخاب شد. برای آزمون فرضیه‌ها، از مدل بارون و کنی (۱۹۸۶) استفاده شد.
یافته‌های پژوهش، نشان داد وجه نقد مازاد تأثیر مثبت و معناداری بر ارزش شرکت دارد. یافته‌های پژوهش در خصوص نقش تعدیل‌کنندگی محدودیت‌های مالی و فرصت‌های رشد نشان داد که محدودیت مالی و فرصت‌های رشد بر رابطه بین وجه نقد مازاد با ارزش شرکت تأثیر ندارد. یافته‌های پژوهش حاضر می‌تواند در بهبود سیاست‌های مدیریت وجوه نقد شرکت در شرایطی که شرکت دچار محدودیت در منابع مالی است و یا با فرصت‌های سرمایه‌گذاری روبرو می‌باشد، کمک نماید تا بدین‌وسیله شرکت بتواند ارزش‌افزوده بیشتر برای مالکان ایجاد نماید.

واژه‌های کلیدی: وجه نقد مازاد، ارزش شرکت، محدودیت مالی، فرصت‌های رشد.

---

* نویسنده مسئول

بهاروند، اردشیر، دستگیر، محسن، سروش یار، افسانه. (۱۴۰۱). تعیین نقش تعدیلگری محدودیت مالی و فرصت‌های رشد در تأثیر وجه نقد مازاد بر ارزش شرکت. *فصلنامه حسابداری مالی*، ۱۴(۵۳): ۱۰۰-۸۵.

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

مقدمه

بررسی‌ها نشان می‌دهد که میزان نگهداشت وجه نقد در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران به‌طور میانگین ۶ درصد می‌باشد (کیامرثی و احمدی، ۱۴۰۰؛ ملکی، جلالی نیا و حمزه ئی، ۱۴۰۱). از لحاظ نظری، نقدینگی شرکت می‌تواند بر تصمیم‌گیری در شرکت تأثیر بگذارد. برای مثال، با حفظ انعطاف‌پذیری مالی، یک شرکت می‌تواند عملکرد عادی خود و ورودی دارایی‌ها را حفظ کند و در نتیجه ارزش بازار آن را افزایش دهد. شرکت‌ها می‌توانند ریسک بالقوه را کاهش داده و ارزش شرکت را با حفظ سطح مناسب نقدینگی افزایش دهند (دو، وو و لیانگ[1]، ۲۰۱۶). ذخایر نقدی نگهداری شده توسط شرکت‌ها در طی سال‌های اخیر به میزان قابل‌توجهی افزایش‌یافته است. مدیران در شرکت‌های تجاری که جریان نقد آزاد بالایی دارند، در طرح‌هایی که بازده غیر پولی به وجود می‌آورند، سرمایه‌گذاری می‌کنند. در نتیجه موجب گسترش سرمایه‌گذاری شرکت‌ها می‌شوند و به‌اصطلاح سرمایه‌گذاری بیش از حد در این شرکت‌ها رخ می‌دهد (جنسن[2]،۱۹۸۶). کاهش میزان نقد شوندگی سهام، باعث کاهش قیمت سهام و در نتیجه باعث افزایش ریسک نقد شوندگی سهام شرکت‌ها می‌شود. افزایش ریسک نقد شوندگی باعث کاهش حجم معاملات و ارزش شرکت‌ها می‌شود. از سوی دیگر وجود وجه نقد مازاد در شرکت برای سرمایه‌گذاری در پروژه‌های سودآور باعث ایجاد جذابیت سهام این‌گونه شرکت‌ها برای سهامداران است که این امر باعث افزایش حجم معاملات، کاهش هزینه معاملات و کاهش ریسک نقد شوندگی سهام این‌گونه شرکت‌ها می‌شود (ایرانی، ۱۳۹۶). همچنین، دیتمار و مارت اسمیت[3] (۲۰۰۷) دریافتند که ساختار حاکمیت شرکتی بر چگونگی اثرات وجه نقد مازاد بر ارزش شرکت بسیار مهم است؛ بنابراین ارزش شرکت رابطه‌ای مثبت با وجه نقد آزاد دارد. از این رو در شرکت‌هایی که دارای حاکمیت شرکتی بهتری هستند، وجه نقد اضافی ارزش بیشتری برای سهامداران دارد. همچنین وجوه نقد اضافی ارزش کمتری برای سهامداران در شرکت‌هایی دارد که عدم تقارن اطلاعات در آن‌ها بیشتر است (چانگ، کیم، کیم و ژانگ[4]، ۲۰۱۵).

مستند به ادبیات پژوهش، یک راه برای کاهش اثرات معکوس در شرکت‌های با محدودیت مالی، اتکای بیشتر به منابع تأمین مالی داخلی از جمله جریان نقدی و موجودی نقدی (دارایی‌های نقدی) است. شرکت‌های مواجه با محدودیت مالی خارجی می‌توانند از دارایی‌های نقدی در دسترس به‌منظور تأمین وجه مخارج ضروری استفاده کنند. مطابق با این دیدگاه شرکت‌هایی که در به دست آوردن سرمایه از خارج از شرکت با مشکلات بیشتری روبرو هستند وجه نقد بیشتری انباشت می‌کنند (دنیس و سیبیلکو[5]، ۲۰۱۰). از سویی، یافته‌های آلمیدا، کاپملو و ویزباخ[6] (۲۰۰۴) نشان داد، بنگاه‌های مواجه با محدودیت مالی سهم بیشتری از جریان‌های نقدی خود را به‌صورت وجه نقد پس‌انداز می‌کنند. در واقع شرکت‌های دارای محدودیت مالی، نگهداری موجودی‌های نقدی خود را در پاسخ به افزایش نوسانات جریان‌های وجوه نقد افزایش می‌دهند، زیرا محدودیت مالی یک نوع رقابت و تضاد بین سرمایه‌گذاری‌های جاری و آتی به وجود آورده، با وجود ریسک جریان‌های وجوه نقد آتی، باعث ایجاد انگیزه جهت اقدام برای پس‌اندازهای احتیاطی می‌شود؛ بنابراین شرکت‌هایی که دارای محدودیت مالی بیشتر هستند، باید وجوه نقد بیشتری در مقایسه با شرکت‌هایی که دارای محدودیت مالی کمتری هستند، نگهداری نمایند (بادآورنهندی و درخور، ۱۳۹۲).

پژوهش حاضر با هدف تعیین نقش تعدیلگری محدودیت مالی و فرصت‌های رشد در تأثیر وجه نقد مازاد بر ارزش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران صورت پذیرفته است. ایران از کشورهایی است که به دلیل بالا بودن نرخ بهره بانکی، هزینه‌های تأمین مالی در آن در مقایسه با بسیاری از کشورها بیشتر است. از سویی تورم افسارگسیخته سالیان گذشته در ایران باعث آن گردیده است تا ارزش پول به‌صورت روزانه کاهش یافته و قدرت خرید پولی کاهش یابد؛ بنابراین شرکت‌ها می‌بایست به‌نوعی برنامه‌ریزی نمایند که بتوانند از وجوه نقد خود به بهترین شکل استفاده نمایند. درصورتی‌که شرکت‌ها در سیاست‌های نگهداشت وجه نقد خود نتوانند موفق عمل نمایند، با انباشت بیش از حد وجوه نقد روبرو شده که اثر تورمی باعث کاهش

[1] Du, Wu & Liang
[2] Jensen
[3] Dittmar & Mahrt-Smith
[4] Chung, Kim, Kim & Zhang
[5] Denis & Sibikov
[6] Almeida, Capmello & Weisbach

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

قدرت خرید وجوه نقد نگهداری شده می‌گردد و یا در نقطه مقابل، نگهداشت کمتر از نیاز وجوه نقد موجب از دست رفتن فرصت‌های سرمایه‌گذاری شده و یا هزینه‌های تأمین مالی زیادی را به شرکت‌ها تحمیل خواهد نمود. همچنین شرکت-ها در شرایطی که با محدودیت مالی مواجه هستند، می‌بایست به نحو مطلوب‌تری به مدیریت منابع مالی خود اقدام نمایند، زیرا در صورت بی‌توجهی با افزایش ریسک شرکت و خطر ورشکستگی مواجه خواهند گردید. بر این اساس پژوهش حاضر می‌تواند به مدیران در مدیریت صحیح منابع مالی در اختیار، به تحلیل گران و سهامداران در ارزیابی آینده شرکت‌ها و میزان رشد ارزش شرکت و به اعتباردهندگان و تأمین‌کنندگان مواد اولیه و کالا در تعیین ریسک شرکت‌ها کمک نماید. لذا با توجه به‌ضرورت و اهمیت موضوع و خلأ پژوهشی موجود در ایران، این پژوهش به دنبال یافتن پاسخی به سؤالات زیر بوده است:

آیا وجه نقد مازاد بر ارزش شرکت تأثیر دارد؟ آیا محدودیت مالی بر رابطه بین وجه نقد مازاد و ارزش شرکت تأثیر دارد؟ و آیا فرصت‌های رشد بر رابطه بین وجه نقد مازاد و ارزش شرکت تأثیرگذار است؟

بر این اساس، پژوهش حاضر در ابتدا به بیان مبانی نظری و پیشینه پژوهش پرداخته و سپس به روش‌شناسی پژوهش پرداخته خواهد شد. سپس با استفاده از روش‌های آماری در قالب دو آمار توصیفی و استنباطی به تجزیه‌وتحلیل داده‌های گردآوری شده پرداخته و در نهایت به تفسیر نتایج و ارائه پیشنهادات کاربردی پرداخته شده است.

مبانی نظری و پیشینه پژوهش

از دلایلی که مدیران وجه نقد نگهداری می‌کنند این است که آن‌ها مخالف ریسک هستند. مدیران فرصت‌طلب سعی می‌کنند وجه نقد بیشتری را به هزینه سهامداران نگهداری کنند. از آنجا که نگهداری وجه نقد مازاد امکان انجام اقدامات خودسرانه را برای پرهیز از اصول بازار سرمایه به مدیران می‌دهد، سرمایه‌گذاری در وجه نقد می‌تواند آثار زیانباری بر ارزش شرکت داشته باشد. با این تفسیر فرض وجود هزینه‌های نمایندگی نظریات مدیریتی به این معنی است که مدیریت می‌تواند وجه نقد را به هزینه سهامداران اما به نفع خود نگهداری کند (فروغی، امیری و فرزادی، ۱۳۹۵). زمانی که میزان نقد شوندگی شرکت کم باشد، شرکت برای پرداخت بدهی‌های کوتاه‌مدت، به تأمین مالی خارجی روی خواهد آورد؛ اما این اقدام، هزینه‌های خاص خود را در پی خواهد داشت؛ بنابراین در صورت نگهداشت وجه نقد اضافی در شرکت، سرمایه‌گذاران ارزش بیشتری برای هر ریال وجه نقد اضافی قائل‌اند؛ اما اگر در زمان سررسید بدهی، سطح نقد شوندگی شرکت از ثبات برخوردار باشد، شرایط متفاوت خواهد بود، زیرا دیگر وجه نقد اضافی برای شرکت ایجاد ارزش بیشتری نخواهد کرد و سرمایه‌گذاران با اطلاع از این موضوع ارزش کمتری برای هر ریال وجه نقد اضافی قائل خواهند شد (سان، یانگ و رحمان[1]، ۲۰۱۲).

نقدینگی توانایی شرکت برای برآورده کردن تعهدات کوتاه‌مدت خود است. هرچه نسبت نقدینگی شرکت بالاتر باشد، توانایی شرکت برای انجام تعهداتش بالاتر است. شرکت‌هایی که سطح بالایی از نقدینگی دارند، به‌طور حتم، چشم‌اندازهای خوبی برای سرمایه‌گذاران محسوب می‌شوند، زیرا سرمایه‌گذاران شرکت‌ها را به داشتن عملکرد خوب می‌شناسند تا بتوانند قیمت سهام را افزایش دهند، که این بدان معنی است که ارزش شرکت آن‌ها نیز افزایش می‌یابد (پوتری و ویکسوانا[2]، ۲۰۲۱). در واقع ارزش شرکت تصویری از عملکرد شرکت است که می‌تواند بر ارزیابی کیفی یک شرکت تأثیر گذارد.

ارزش شرکت می‌تواند تحت تأثیر چندین عامل یعنی سیاست بدهی، توانایی شرکت برای اداره امور مالی در تأمین مالی همه تعهدات شرکت، مقیاس شرکت، قیمت سهام و سود باشد. هدف شرکت افزایش رفاه صاحبان شرکت با به حداکثر رساندن قیمت سهام است. افزایش ارزش شرکت یک هدف مناسب برای هدایت تصمیمات مدیریت مالی است. به حداکثر رساندن ارزش شرکت، به حداکثر رساندن سود یا درآمد با در نظر گرفتن عوامل خطر و ارزش زمانی پول است (ساری و سدانا[3]، ۲۰۲۰). به زعم جنسن و مک لینگ[4] (۱۹۹۹) ارزش شرکت تابعی از چگونگی تخصیص سهام بین افراد درونی (نظیر مدیران) و بیرونی (نظیر سرمایه‌گذاران نهادی) شرکت است. موجودی نقد با توجه به تأثیرات متفاوت آن (هم می‌تواند با سرمایه‌گذاری در

[1] Sun, Yung & Rahman
[2] Putri & Wiksuana
[3] Sari & Sedana
[4] Jensen & Meckling

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

پروژه‌های سودآور موجب بهبود عملکرد و افزایش ارزش شرکت شده و هم می‌تواند با سرمایه‌گذاری در پروژه‌های دارای ریسک زیاد موجب کاهش ارزش شرکت شود) همواره موردتوجه سرمایه‌گذاران و مدیران شرکت‌ها بوده است (نوروش، صفری گراییلی و مؤمنی یانسری، ۱۳۹۷). بر اساس تئوری توازن، نگهداشت وجه نقد شرکت‌ها می‌بایست بین نیازهای مالی خود و موجودی نقد خود توازن برقرار نمایند و درصورتی‌که این توازن برقرار نباشد، موجب مشکلات متعدد برای شرکت از جمله آسیب رساندن به ارزش شرکت و قیمت سهام می‌شود (ریدیک و ویتد[1]،۲۰۰۹). همچنین بر اساس تئوری نمایندگی، در صورت انباشت زیاد وجوه نقد در شرکت، به دلیل نبود نظارت کافی بر مدیر امکان اینکه مدیران در راستای کسب سود و تأمین منافع شخصی دست به سرمایه‌گذاری زیاد و بیش از حد بزنند در مقایسه با سایر شرکت‌ها بیشتر بوده و مدیران شرکت‌ها به دلیل عدم محدودیت مالی در انتخاب پروژه‌ها برای سرمایه‌گذاری دقت کافی نخواهند داشت (لی و پاول[2]،۲۰۱۱؛ بویان و هوکز[3]،۲۰۱۹). همچنین شرکت‌های دارای نقدینگی بالا برای تصاحب شرکت‌های کوچک‌تر تمایل بیشتری داشته و مدیران به دنبال ایجاد امپراطوری خواهند بود که این امر موجب کاهش تمرکز مدیر بر فعالیت‌های شرکت و قدرت‌طلبی گردیده که آثار منفی بر عملکرد شرکت خواهد داشت (بیدل، هایلی و وردی[4]،۲۰۰۹). همچنین، استیگلتز[5] (۱۹۷۴)، نیز اعتقاد دارد که در غیاب ناقص بودن بازار تصمیمات مالی شرکت‌ها، بر ارزش شرکت تأثیر نمی‌گذارد. علت این است که در این وضعیت، تأمین مالی برون‌سازمانی می‌تواند همواره بدون هیچ مشکلی و با بهای منطقی صورت گیرد. علاوه بر این، بدون وجود هیچ‌گونه صرف نقدینگی یا مالیات، نگهداری وجه نقد، نه هزینه فرصت دارد و نه منجر به شرایط نامساعد مالی می‌شود. در این حالت، نگهداری دارایی‌های نقدی، عامل نامربوطی بوده و تصمیمات راجع به سرمایه‌گذاری در دارایی‌های نقدی، تأثیری بر ثروت سهامداران ندارد (ملکی، ۱۳۹۵).

نظریه سلسله مراتبی بیان می‌کند که شرکت‌ها، منابع مالی موردنیاز خود را ابتدا با سود انباشته، پس از آن با بدهی‌ها و سرانجام با انتشار سهام، تأمین می‌کنند. هدف از رعایت این ترتیب، کاهش هزینه‌های تأمین مالی است. در نتیجه، از آنجا که مدیریت منابع داخلی تأمین مالی را بر منابع خارجی ترجیح می‌دهد، تمایل به انباشت وجه نقد دارد تا بتواند در مرحله اول از داخل شرکت تأمین مالی را انجام دهد و به خارج از شرکت مراجعه نکند. به‌طورکلی بر اساس این نظریه انتظار می‌رود که بین نگهداشت وجه نقد و ارزش شرکت رابطه مثبت وجود داشته باشد. از سوی دیگر، بر اساس نظریه جریان نقدی آزاد، مدیران انگیزه دارند که وجه نقد را انباشت کنند تا منابع تحت کنترل خود را افزایش دهند و بتوانند در خصوص تصمیمات سرمایه‌گذاری از قدرت قضاوت و تشخیص بهره‌مند شوند. پرداخت به سهامداران از قدرت مدیران می‌کاهد و از سوی دیگر ممکن است در صورت نیاز به تأمین سرمایه، توسط بازارهای سرمایه، تحت کنترل و نظارت قرار گیرند درحالی‌که تأمین مالی داخلی مدیران را قادر می‌سازد از این نظارت شانه خالی نمایند (آمر[6]، ۲۰۱۲). به‌بیان‌دیگر، در وضعیت عدم تقارن اطلاعاتی مدیران ممکن است جریان‌های نقدی را در پروژه‌های غیر سودآور سرمایه‌گذاری کنند؛ چنین پروژه‌هایی کاهش ثروت سهامداران را به همراه خواهد داشت؛ اما احتمالاً منافع شخصی مدیران را تأمین می‌کند (چانگ و کیم[7]، ۲۰۰۵). بر اساس این نظریه، رابطه منفی بین نگهداشت وجه نقد و ارزش شرکت پیش‌بینی می‌گردد.

شرکت‌های با محدودیت مالی، نگهداری موجودی‌های نقد را در پاسخ به افزایش نوسانات جریان‌های وجوه نقد افزایش می‌دهند، زیرا محدودیت مالی یک نوع رقابت و تضاد بین سرمایه جهت اقدام برای پس‌اندازهای احتیاطی می‌شود. به‌علاوه روش‌های تأمین مالی و مدیریت مطالبات، بر وضعیت نقدینگی شرکت مؤثرند (کمپلو، گراهام و هاروی[8]، ۲۰۱۰). مدیریت باید متناسب با سطح محدودیت تأمین مالی شرکت‌ها مبادرت به نگهداری وجوه نقد در شرکت نماید. شرکت‌هایی که دارای محدودیت مالی بیشتر هستند باید وجوه نقد بیشتری نگهداری نمایند و شرکت‌هایی که دارای محدودیت مالی کمتری هستند

[1] Riddick & Whited
[2] Lee & Powell
[3] Bhuiyan & Hooks
[4] Biddle, Hilary & Verdi
[5] Stiglitz
[6] Ameer
[7] Chung & Kim
[8] Campello, Graham & Harvey

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

وجوه نقد کمتری نگهداری نمایند. عدم تعادل بین محدودیت مالی، وجوه نقد نگهداری شده و میزان سرمایه‌گذاری می‌تواند شرکت را دچار مشکلات نقدینگی نموده و هزینه‌های شرکت را افزایش دهد. حال یا در قالب هزینه‌های تأمین مالی و یا در قالب هزینه فرصت از دست رفته که هر دوی این هزینه‌ها در نهایت سودآوری شرکت‌ها را تهدید خواهد نمود. از طرفی رشد آتی شرکت‌ها نیز می‌تواند منوط به تصمیمات صحیح مدیریت و در رابطه بین محدودیت مالی، ارزش وجه نقد و میزان سرمایه‌گذاری باشد؛ بنابراین توجه به میزان نگهداری وجه نقد با توجه به سطح سرمایه‌گذاری در شرکت‌هایی که دارای محدودیت مالی هستند می‌تواند برای مدیریت شرکت از اولویت‌های تصمیم‌گیری باشد (بادآور نهندی و درخور، ۱۳۹۲).

هنگامی که شرکت با فرصت رشد بالا مواجه می‌شود، امکان دارد نگهداشت وجه نقد منافع مالی خاصی برای آن‌ها فراهم نکند. درست است که مطالعات نشان می‌دهد که ارزش وجه نقد در شرکت‌ها با فرصت رشد بالا نسبت به شرکت‌های با فرصت رشد کم، بیشتر است، اما نگهداشت وجه نقد همراه با فرصت رشد بالا، باعث کاهش فرصت‌هایی می‌شود که در شرایط کنونی منافع مدیران را حداقل می‌کند؛ بنابراین حسابرسان ممکن است این وضعیت را در نظر گرفته و ارزیابی خود را از ریسک حسابرسی و تلاش حسابرسی در چنین شرکت‌های افزایش دهند. در مقابل، جنسن (۱۹۸۶) با فرضیه جریان نقدی آزاد بر روی مسئله اخلاقی هزینه نمایندگی استدلال می‌کند در شرکت‌های با فرصت رشد کم به‌احتمال زیاد حسابرسان توجه بیشتری به نگهداری وجه نقد می‌کنند. هنگامی که شرکت فرصت‌های سرمایه‌گذاری را از دست می‌دهد، منابع نقدی خود را به سمت پروژه‌هایی که باعث حداکثر کردن ارزش نمی‌شود سوق می‌دهد و تبعاتی همانند کاهش ارزش شرکت در پی دارد (همتی، امیری و علی پور، ۱۳۹۸). همچنین بر اساس تئوری انتظارات منطقی، انتظار می‌رود شرکت‌هایی با فرصت رشد بالاتری مواجه هستند، به دلیل مطلوبیت سهام آن‌ها در بازار، توان بیشتری برای تأمین مالی برون شرکتی داشته باشند و به همین دلیل وجوه نقد مازاد کمتری را انباشت نمایند. بر اساس تئوری نمایندگی در این شرکت‌ها، به دلیل در دسترس نبودن وجوه نقد مازاد، هزینه‌های نمایندگی کمتر بوده و مدیران تمرکز بیشتری بر بهبود عملکرد مالی شرکت و در نتیجه افزایش ارزش شرکت خواهند داشت (کوهن و زاروین[1]، ۲۰۱۰). بر این اساس انتظار بر این است که فرصت‌های رشد در تأثیر وجوه نقد مازاد بر ارزش شرکت نقش تعدیلگری ایفا نماید.

از سویی بر اساس ادبیات پژوهشی، انتظار می‌رود محدودیت مالی موجب تغییر سیاست‌های مدیریتی شرکت در نگهداری وجوه نقد شده و از این طریق ارزش شرکت را تحت تأثیر قرار دهد. محدودیت مالی نشان‌دهنده‌ی مبلغی است که شرکت برای تأمین مالی سرمایه‌گذاری‌های مورد نظر خود در دسترس دارد (هی و رن[2]،۲۰۱۷). به‌بیان‌دیگر شرکت‌ها زمانی در محدودیت مالی قرار دارند که بین مصارف داخلی و مصارف خارجی وجوه تخصیص داده شده با یک شکاف روبرو باشند (فازاری، هابرد و پترسون[3]، ۱۹۸۸). بر اساس تئوری فرصت‌طلبی، مدیران شرکت‌هایی که دچار محدودیت مالی شده‌اند بیشتر بر اقدامات کوتاه‌مدت تمرکز نموده و سرمایه‌گذاری‌های بلندمدت خود را کاهش خواهند داد. شرکت‌ها در زمان محدودیت مالی، سرمایه عملیاتی کمتری حفظ نموده و وجوه نقد آن‌ها نیز به دلیل کاهش فروش و افول ورود جریانات نقدی، کاهش خواهد یافت (فالکاندر، فلانری، هانکینز و اسمیت[4]، ۲۰۱۲). محدودیت مالی موجب عدم امکان سرمایه‌گذاری در موجودی‌ها و دارایی‌های جاری شده و با سرمایه عملیاتی، توان شرکت برای سرمایه‌گذاری و کسب سود کاهش یافته و در نتیجه ارزش شرکت با افول روبرو خواهد شد (حبیب و حسن[5]،۲۰۱۷). در دوران محدودیت مالی، شرکت‌ها سرمایه عملیاتی کمتری برای اجرای عملیات تجاری دارند و بخش زیادی از سرمایه را صرف پرداخت هزینه‌های جاری می‌نمایند (حبیب، بهوییان، هوانگ و میاه[6]، ۲۰۱۹). همچنین بر اساس تئوری سلسه‌مراتبی، شرکت‌ها در دوران محدودیت مالی، به دلیل کاهش توان تأمین مالی خارجی، بر وجوه داخلی تمرکز نموده و با کاهش سرمایه‌گذاری و تولید، سودآوری آن‌ها کاهش خواهد یافت. در شرایط محدودیت مالی به دلیل کاهش اعتبار بیرونی شرکت، تأمین مالی از طریق ابزارهای داخلی در دستور کار قرار می‌گیرد که به دلیل محدودیت منابع

[1] Cohen & Zarowin
[2] He & Ren
[3] Fazzari, Hubbard & Petersen
[4] Faulkender, Flannery, Hankins & Smith
[5] Habib & Hasan
[6] Habib, Bhuiyan, Huang & Miah

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

مالی داخلی، امکان استفاده از فرصت‌های سرمایه‌گذاری کاهش خواهد یافت (نـائم و لـی[1]،۲۰۱۹). در شـرایطی کـه شـرکت در محدودیت مالی قرار دارد، اعتباردهندگان بیرونی اعتماد کمتری به شرکت نمـوده و هزینـه سـرمایه افـزایش خواهـد یافـت. در چنینی شرایطی تأمین مالی با محدودیت مواجه شده و شرکت توان کمتری برای نگهداشت وجه نقد خواهـد داشـت و کمبـود وجوه نقد باعث از دست دادن فرصت‌های سرمایه‌گذاری و کاهش ارزش شـرکت خواهـد شـد (آکسـار، حسـن، کیـانی، خـان و احمد[2]،۲۰۲۲)؛ بنابراین انتظار بر این است که محدودیت مالی موجب تعدیل تأثیر وجه نقد مازاد بر ارزش شرکت گردد.

برخی پژوهش‌های انجام شده در این حوزه در ادامه ارائه می‌گردد.

حبیب، بهاتی، خان و اعظم[3] (۲۰۲۲) در پژوهشی با عنوان سطح نگهداشت وجه نقد و ارزش شرکت در زمان وجود خوش‌بینی مدیریتی به بررسی تأثیر سطح نگهداشت وجه نقد بر ارزش شرکت به این نتیجه رسیده‌اند که بین سطح نگهداشت وجه نقد و ارزش شرکت رابطه غیرخطی وجود دارد و خوش‌بینی مدیریت بر رابطه بین سطح نگهداشت وجه نقد و ارزش شرکت نقش تعدیل‌کنندگی دارد.

بانجاده و دیلتز[4] (۲۰۲۲) در پژوهشی به بررسی تأثیر وجه نقد مازاد بر عملکرد شرکت پرداخته‌اند. نتایج و یافته‌های پژوهش نشان داد که بین سطح نگهداشت وجه نقد و ارزش شرکت ارتباط مثبت وجود داشته؛ لیکن با نگهداری وجه نقد مازاد، ارزش شرکت کاهش می‌یابد.

سلیمان[5] (۲۰۲۰) پژوهشی با عنوان "محدودیت‌های مالی در رابطه با وجه نقد مازاد و عملکرد شرکت" انجام داد. به همین منظور اطلاعات ۵۶ شرکت در پاکستان بین در یک دوره ۱۰ ساله بین سال‌های ۲۰۰۹ تا ۲۰۱۸ جمع‌آوری شد. نتایج نشان داد محدودیت مالی اثر قابل‌توجهی بر وجه نقد مازاد و عملکرد شرکت دارد؛ اما محدودیت مالی هیچ اثر قابل‌ملاحظه‌ای بر اهرم مالی، بازده سرمایه و بازده دارایی ندارد.

چانگ، بنسن و فاف[6] (۲۰۱۷) در پژوهشی به بررسی"تأثیر وجوه نقدی بر ارزش شرکت قبل و در طول بحران مالی ۲۰۰۸، مشروط به محدودیت مالی و حاکمیت شرکتی" می‌پردازند. آن‌ها نشان می‌دهند که بازار سهام ارزش بالاتری را در دارایی‌های نقدی شرکت طی دوره بحران مالی دارد. با این حال، تعامل سه‌گانه وجوه نقد با محدودیت و بحران نشان می‌دهد که تأثیر مثبت بر دارایی‌های نقدی بیشتر برای شرکت‌هایی مشخص‌تر است که از نظر مالی محدود هستند.

شیخ و خان[7] (۲۰۱۶) نیز در پژوهشی دیگر به بررسی"اثرات وجه نقد مازاد، ویژگی‌های هیئت‌مدیره و مالکیت نهادی بر ارزش شرکت: شواهد از سوی پاکستان" در بین سال‌های ۲۰۰۸ تا ۲۰۱۲ پرداخته‌اند. نتایج تجربی نشان می‌دهند که وجوه نقد مازاد، اندازه هیئت‌مدیره و مالکیت نهادی بر ارزش شرکت تأثیر دارند. علاوه بر این، یافته‌های این مطالعه از مدیران برای درک تأثیر نقدینگی مازاد و معیارهای حاکمیت داخلی بر ارزش شرکت حمایت می‌کند.

شیو و لی[8] (۲۰۱۲) پژوهشی با عنوان"وجه نقد مازاد و سرمایه‌گذاری: نقش تعدیل‌کننده محدودیت مالی و تحکیم مدیریت" انجام داده‌اند. آن‌ها نمونه‌ای بر اساس شرکت‌های تایوانی به‌عنوان یک بازار نوظهور بین سال‌های ۲۰۰۰ تا ۲۰۰۶ انتخاب کردند. آن‌ها دریافتند وجه نقد مازاد به‌طور قابل‌توجهی با هزینه‌های سرمایه‌ای، به‌ویژه برای شرکت‌های دارای محدودیت مالی و با جبهه‌گیری مدیریتی شدید همبستگی دارد.

کرمی طالقانی و وطن‌پرست (۱۴۰۰) در پژوهشی به بررسی "تأثیر درماندگی مالی بر سرعت تعدیل نگهداشت وجه نقد با تأکید بر فرصت رشد و محدودیت مالی" پرداختند. نمونه آماری پژوهش شامل ۱۱۸ شرکت در دوره زمانی ۱۳۹۲ تا ۱۳۹۸ است. نتایج بیانگر این است که سرعت تعدیل نگهداشت وجه نقد در شرکت‌های درمانده مالی نسبت به شرکت‌های غیر درمانده

[1] Naeem & Li
[2] Aksar, Hassan, Kayani, Khan & Ahmed
[3] Habib, Bhatti, Khan & Azam
[4] Banjade & Diltz
[5] Suleiman
[6] Chang, Benson & Faff
[7] Sheikh & Khan
[8] Sheu & Lee

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

مالی بیشتر است. همچنین، اثر درماندگی مالی بر سرعت تعدیل نگهداشت وجه نقد در شرکت‌های با فرصت رشد بالا و شرکت‌های با محدودیت مالی نسبت به سایر شرکت‌ها بیشتر است.

فخاری، ایرانی و باباجانی (۱۴۰۰) نیز پژوهشی با عنوان "وجه نقد مازاد، تداوم معاملات و ارزش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران " انجام داده‌اند. در این پژوهش اطلاعات ۱۵۵ شرکت طی دوره ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۸ در بورس اوراق بهادار تهران به روش تحلیل ترکیبی داده‌ها مورد آزمون و تحلیل قرار گرفته است. نتایج نشان می‌دهد بین تداوم معاملات و ارزش شرکت رابطه مثبت و معناداری وجود دارد و نیز وجود متغیر تعدیلی تداوم معاملات، رابطه بین وجه نقد مازاد و ارزش شرکت را مثبت و معنادار می‌سازد.

جعفری و جعفری (۱۳۹۷) در پژوهشی به بررسی "نقش تعدیل‌کننده سهامداران نهادی و محدودیت تأمین مالی بر رابطه بین مازاد نگه داشت وجه نقد و تغییر در ارزش شرکت" پرداخته‌اند. نتایج حاصل از پژوهش نشان داد که مازاد نگهداشت وجه نقد بر ارزش شرکت تأثیر مثبتی دارد. همچنین محدودیت مالی بر رابطه بین مازاد نگهداشت وجه نقد و ارزش شرکت تأثیر معناداری دارد. علاوه بر این در حضور سهامداران نهادی و وجود محدودیت مالی رابطه بین مازاد نگهداشت وجه نقد و ارزش شرکت تحت تأثیر قرار می‌گیرد.

فخاری و نقدی مشهدیکلائی (۱۳۹۷) در پژوهشی با عنوان بررسی تأثیر محدودیت مالی بر ارتباط بین موقعیت جغرافیایی شرکت و نگهداشت وجه نقد به بررسی تأثیر موقعیت جغرافیایی شرکت بر سطح نگهداشت وجه نقد در شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج پژوهش نشان داد که رابطه مثبت و معناداری بین موقعیت جغرافیایی شرکت و سطح نگهداشت وجه نقد وجود دارد و این ارتباط در شرکت‌های دارای محدودیت مالی، قوی‌تر است.

عظیمی و صباغ (۱۳۹۳) در پژوهشی با عنوان ارتباط ارزشی نگهداشت وجه نقد در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران به بررسی ارتباط ارزشی نگهداشت وجه نقد از دیدگاه سرمایه‌گذاران پرداخته‌اند. نتایج نشان داد که نگهداشت وجه نقد رابطه منفی با ارزش شرکت ندارد، اما نگهداشت وجه نقد اضافی با وجود سطح فعلی وجه نقد در شرکت، رابطه منفی با ارزش شرکت پیدا می‌کند. همچنین سهام‌داران به نسبت‌های جاری و آنی در شرکت‌های اهرمی توجه بسیاری می‌کنند.

بادآورنهندی و درخور (۱۳۹۲) پژوهشی تحت عنوان" بررسی رابطه بین محدودیت مالی، ارزش وجه نقد و خالص سرمایه‌گذاری" انجام داده‌اند. در این پژوهش اطلاعات مالی ۸۶ شرکت طی دوره زمانی ۱۳۸۵ تا ۱۳۸۹ بررسی شده است. بر اساس تحلیل صورت گرفته مشخص شد وجه نقد در شرکت‌هایی که دارای محدودیت مالی هستند نسبت به شرکت‌هایی که محدودیت مالی ندارند، بیشتر باعث افزایش ارزش شرکت می‌گردد. همچنین وجه نقد با میزان سرمایه‌گذاری رابطه مستقیم دارد و تغییرات وجوه نقد در شرکت‌هایی که دارای محدودیت مالی هستند نسبت به شرکت‌هایی که دارای محدودیت مالی نیستند، بیشتر باعث بازدهی مازاد می‌شود.

فرضیه‌های پژوهش

با توجه به مبانی نظری ارائه شده و به پیروی از پژوهش‌های حبیب و همکاران (۲۰۲۲) و سلیمان (۲۰۲۰)، فرضیه‌های زیر تدوین گردیده است.

فرضیه اول: وجه نقد مازاد بر ارزش شرکت تأثیر مثبت و معناداری دارد.

فرضیه دوم: محدودیت مالی بر رابطه بین وجه نقد مازاد و ارزش شرکت تأثیر مثبت دارد.

فرضیه سوم: فرصت‌های رشد بر رابطه بین وجه نقد مازاد و ارزش شرکت تأثیر مثبت دارد.

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

روش پژوهش

پژوهش حاضر بر اساس نتیجه، از نوع کاربردی است؛ زیرا افراد مختلف می‌توانند از نتایج آن استفاده کنند. بر اساس روش، از نوع توصیفی ـ همبستگی است. از بُعد ماهیت داده‌ها، نوع پژوهش کمّی است. افزون بر این، از بُعد نوع استدلال، استقرایی ـ قیاسی محسوب می‌شود. از نظر بُعد زمانی پس‌رویدادی و از لحاظ روش و فنون جمع‌آوری اطلاعات، از نوع آرشیوی است. از لحاظ ماهیت، پژوهشی اصیل (دست اول) است. جامعه آماری پژوهش، کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است و نمونه آماری با اِعمال محدودیت‌های زیر انتخاب شده است:

- به‌منظور قابل‌مقایسه بودن اطلاعات، سال مالی شرکت‌ها به پایان اسفند ختم شود.
- در دوره زمانی پژوهش، حداقل هر سه ماه یک بار سهام آن‌ها مبادله شده باشد.
- جزء شرکت‌های سرمایه‌گذاری، واسطه‌گری مالی و لیزینگ نباشند.
- کلیه متغیرهای لازم برای بررسی و آزمون فرضیه‌ها در دسترس باشد.
- از سال ۱۳۹۳ تا ۱۴۰۰ در بورس اوراق بهادار تهران حضور داشته باشند.

با توجه به شرایطی که بیان شد، از بین شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، در مجموع ۱۴۷ شرکت انتخاب گردید.

در پژوهش حاضر، تجزیه‌وتحلیل داده‌ها در دو بخش آمار توصیفی و آمار استنباطی با استفاده از نرم‌افزار استتا صورت گرفته است. جهت آزمون فرضیه‌های پژوهش از مدل‌های رگرسیونی به شرح زیر استفاده شده است:

مدل (۱)
$$Q_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 ecash_{it-1} + \beta_2 size_{i,t-1} + \beta_3 ltd_{i,t-1} + \beta_4 div_{i,t-1} + \beta_5 capex_{i,t-1} + \beta_6 roa_{i,t-1} + \beta_7 turnover_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t}$$

مدل (۲)
$$Q_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 ecash_{it-1} + \beta_2 dum(fc)_{it} + \beta_3 ecash_{it-1} * dum(FC)_{it} + \beta_4 size_{i,t-1} + \beta_5 ltd_{i,t-1} + \beta_6 div_{i,t-1} + \beta_7 capex_{i,t-1} + \beta_8 roa_{i,t-1} + \beta_9 turnover_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t}$$

مدل (۳)
$$Q_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 ecash_{it-1} + \beta_2 dum_{it} + \beta_3 ecash_{it-1} * dum_{it} + \beta_4 size_{i,t-1} + \beta_5 LTD_{i,t-1} + \beta_6 div_{i,t-1} + \beta_7 capex_{i,t-1} + \beta_8 roa_{i,t-1} + \beta_9 turnover_{i,t-1} + +\varepsilon_{i,t}$$

که در مدل‌های فوق، متغیرهای استفاده شده و نحوه اندازه‌گیری عملیاتی آن‌ها به شرح زیر است.

متغیر وابسته

متغیر وابسته پژوهش، ارزش شرکت است که برابر است با لگاریتم طبیعی ارزش بازار سهام شرکت در پایان دوره مورد بررسی (یوهان و همکاران،۲۰۲۲).

متغیر مستقل

متغیر مستقل پژوهش وجه نقد مازاد (ecash) است که به پیروی از پژوهش اپلر و همکاران (۱۹۹۹) معادل قدر مطلق پسماند مدل (۴) خواهد بود:

مدل (۴)
$$C_{it} = \beta_0 + \beta_1 cf_{it} + \beta_2 lev_{it} + \beta_3 mtb_{it} + \beta_4 size_{it} + \beta_5 nwc_{it} + \beta_6 capex_{it} + \beta_7 div_{it} + e_{it}$$

در این رابطه، $\mathbf{C_{it}}$ لگاریتم نسبت وجه نقد به کل دارایی‌های شرکت (خالص از وجه نقد)؛ **LEV** اهرم مالی که برابر است با کل بدهی‌ها تقسیم بر ارزش دفتری کل دارایی‌های غیر نقد؛ $\mathbf{mtb_{it}}$ برابر است با نسبت ارزش بازار به دفتری دارایی‌ها (از آنجا که محاسبه ارزش بازار دارایی‌ها امکان‌پذیر نیست، از حاصل جمع ارزش دفتری بدهی و ارزش بازار حقوق صاحبان سهام استفاده می‌شود)؛ **size** لگاریتم طبیعی ارزش دفتری کل دارایی‌های شرکت؛ **nwc** سرمایه در گردش منهای وجوه نقد، تقسیم بر ارزش دفتری کل دارایی‌ها بدون وجه نقد؛ **cf** خالص جریان نقدی عملیاتی تقسیم بر ارزش دفتری کل دارایی‌ها بدون وجه نقد؛ **capex** مخارج سرمایه‌ای که برابر است با تغییرات دارایی‌های ثابت مشهود تقسیم بر ارزش دفتری کل دارایی‌های غیر نقد؛ **div** سیاست تقسیم سود که متغیر مجازی است و چنانچه شرکت در سال جاری سود سهام تقسیم کرده باشد، به آن عدد ۱ و در غیر این صورت صفر اختصاص داده می‌شود.

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

متغیرهای تعدیلگر

متغیرهای تعدیلگر شامل محدودیت مالی و فرصت‌های رشد است که در ادامه تشریح می‌شوند:

در این پژوهش از متغیر محدودیت مالی به‌عنوان یک متغیر تعدیلگر استفاده خواهد گردید. بدین منظور به پیروی از پژوهش دستگیر و همکاران (۱۳۹۸) از الگوی کاپلان و زینگلاس[1] (۱۹۹۷) که توسط تهرانی و حصارزاده (۱۳۸۸) به‌صورت زیر بومی شده است، استفاده گردید.

$$KZ = 13.770 - 37.486C - 15.216DIV + 3.394Lev - 1.402MTB$$ مدل (۵)

که در رابطه فوق **C** نسبت وجوه نقد به دارایی؛ **DIV** سود تقسیمی بر دارایی‌ها؛ **Lev** اهرم مالی و **MTB** نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام می‌باشد. روش استفاده از این شاخص به این ترتیب است که ابتدا مقادیر واقعی را در معادله شاخص KZ وارد نموده و مقدار KZ محاسبه می‌گردد. سپس مقادیر از کوچک‌ترین به بزرگ‌ترین مرتب شده و سپس به پنج قسمت تقسیم می‌شوند که می‌توان شرکت‌های موجود در پنجک‌های چهارم و پنجم را به‌عنوان شرکت دارای محدودیت مالی شناسایی نمود و به آن عدد ۱ و به سایر شرکت‌ها عدد صفر اختصاص داد.

دومین متغیر تعدیلگر فرصت‌های رشد است که مطابق با پژوهش کیم[2] (۲۰۱۹) از معیار خالص جریان نقد آزاد تقسیم بر مجموع ارزش دفتری دارایی‌های شرکت در پایان سال مالی محاسبه گردید.

$$Q_{it}=\frac{FCF}{TA}$$ مدل (۶)

که در آن، **FCF**: خالص جریان نقد آزاد شرکت i در پایان سال t، **TA**: مجموع ارزش دفتری دارایی‌های شرکت i در پایان سال t می‌باشد و خالص جریان نقد آزاد نیز از طریق رابطه زیر محاسبه خواهد گردید.

$$FCF_{it}=(OP-TAXP-CIP-DPP)$$ مدل (۷)

که در آن، FCF_{it}: جریان نقد آزاد، **CIP**: هزینه بهره پرداختی، **TAXP**: مالیات پرداختی، **OP**: سود عملیاتی قبل از استهلاک، **DPP**: سودهای تقسیمی پرداختی را نشان می‌دهد.

متغیرهای کنترلی

متغیرهای کنترلی نیز بر اساس پژوهش‌های هانگ و مزوز[3] (۲۰۱۸) به شرح زیر استفاده خواهد شد:

اندازه شرکت (Size): برابر است با لگاریتم طبیعی کل دارایی‌ها.

سیاست تقسیم سود (Div): متغیر مجازی است اگر شرکت سود سهام پرداخت کرده باشد عدد یک وگرنه صفر.

مخارج سرمایه‌ای (Capex): برابر است با تغییرات خالص دارایی‌های ثابت به‌علاوه هزینه استهلاک تقسیم بر مابه‌تفاوت ارزش دفتری تغییرات مخارج سرمایه‌ای.

نرخ بازده دارایی‌ها (Roa): برابر است با سود عملیاتی تقسیم بر ارزش دفتری کل دارایی‌ها.

اهرم بلندمدت (ITD): برابر است با بدهی بلندمدت تقسیم بر کل دارایی‌ها.

گردش معامله سهام (Turnover): برابر است با برابر است با لگاریتم طبیعی حجم معامله روزانه سهام.

یافته‌های پژوهش

یافته‌های پژوهش در دو قسمت آمار توصیفی و آمار استنباطی ارائه شده است.

آمار توصیفی

در جدول (۱) آمار توصیفی مربوط به متغیرهای پژوهش، شامل شاخص‌های مرکزی و پراکندگی، نشان داده شده است.

[1] Kaplan & Zingales
[2] Kim
[3] Huang & Mazouz

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

جدول (۱). آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

الف متغیرهای کمی

نام متغیر	میانگین	انحراف معیار	کمینه	بیشینه	چولگی	کشیدگی
ارزش شرکت	۱۵/۴۷۰	۱/۸۴۸	۱۱/۳۶۰	۲۲/۱۴۶	۰/۵۷۵	۳/۲۸۲
وجه نقد مازاد	۰/۰۴۴	۰/۰۴۶	۰/۰۰۰	۰/۳۵۶	۲/۱۴۰	۹/۰۷۹
فرصت رشد	-۰/۰۱۵	۰/۱۷۷	-۱/۹۶۵	۲/۵۱۳	-۰/۵۵۶	۵/۵۶۸
اندازه شرکت	۱۵/۰۷۵	۱/۶۰۴	۱۱/۲۵۲	۲۱/۳۲۷	۰/۸۳۴	۴/۰۴۸
وجه نقد*محدودیت مالی	-۰/۰۰۸	۰/۰۲۵	-۰/۱۴۲	۰/۰۶۷	۰/۵۴۹	۴/۹۴۳
وجه نقد* فرصت رشد	۰/۰۰۰	۰/۰۰۶	-۰/۰۶۰	۰/۰۸۶	۰/۵۶۳	۳/۲۲۸
مخارج سرمایه‌ای	۰/۰۳۱	۰/۲۰۲	-۴/۱۰۳	۲/۷۱۰	۲/۱۵۳	۹/۴۰۰
گردش معاملات سهام	۱۸/۹۷۹	۲/۰۲۷	۹/۸۰۳	۲۵/۹۵۴	-۰/۲۷۰	۳/۷۵۶
نرخ بازده دارایی‌ها	۰/۱۲۰	۰/۱۸۱	-۱/۳۵۰	۲/۸۸۷	۰/۵۱۲	۵/۱۱۳
اهرم بلندمدت	۰/۰۶۵	۰/۱۲۶	۰/۰۰۰	۱/۹۸۳	۱/۸۱۶	۷/۸۵۵

ب) متغیرهای کیفی

نام متغیر	شرح	فراوانی	درصد فراوانی
محدودیت مالی	۰	۵۵۵	۶۰
	۱	۳۷۳	۴۰
سیاست تقسیم سود	۰	۱۴۰	۱۶
	۱	۷۸۸	۸۴
جمع		۹۲۸	۱۰۰

همان‌گونه که در جدول (۱) نشان داده شده است، میانگین متغیر وجه نقد مازاد، برابر با ۰/۰۴۴ است که نشان می‌دهد بیشتر مشاهدات صورت گرفته در خصوص این متغیر، حول نقاط یاد شده بوده است. همچنین میانگین ارزش شرکت در نمونه مورد بررسی ۱۵/۴۷۰ بوده است و فرصت‌های رشد دارای میانگین (۰/۰۱۵-) بوده است. علاوه بر این در ۴۰ درصد شرکت‌ها محدودیت مالی مشاهده شده است. از طرفی نیز، بررسی سطح پراکندگی متغیرهای پژوهش نشان می‌دهد که در بین متغیرهای پژوهش، متغیر گردش معاملات سهام بیشترین سطح پراکندگی را دارد. بیشترین چولگی و کشیدگی نیز به متغیر مخارج سرمایه‌ای اختصاص یافته است.

آمار استنباطی

در ادامه به بررسی فروض کلاسیک رگرسیون پرداخته و سپس به آزمون فرضیه‌ها پرداخته شده است.

- هم خطی

با توجه به نتایج آزمون عامل تورم واریانس، میزان همخطی در بین متغیرهای توضیحی، در حد مطلوب است و خللی در نتایج رگرسیون ایجاد نخواهد شد.

جدول (۲). نتایج حاصل از آزمون تشخیص همخطی

متغیرهای توضیحی	مدل اول	مدل دوم	مدل سوم	نتیجه
	VIF	VIF	VIF	
میانگین عامل تورم واریانس	۱/۲۵	۱/۳۲	۱/۳۳	همخطی وجود ندارد.

- انتخاب الگوی مناسب

جدول (۳). نتایج آزمون چاو و بروش پاگان و هاسمن- انتخاب الگوی مناسب برای آزمون فرضیه‌ها

مدل	نوع آزمون						الگوی انتخابی
	چاو		بروش پاگان		هاسمن		
	آماره	معناداری	آماره	معناداری	آماره	معناداری	
اول	۴۶۵/۰۳	۰/۰۰۰۰	۶۶/۲۰	۰/۰۰۰۰	۳۹۴/۸۳	۰/۰۰۰۰	الگوی اثرات ثابت
دوم	۵۱۵/۶۷	۰/۰۰۰۰	۳۱/۹۷	۰/۰۰۰۰	۱۹۲/۶۷	۰/۰۰۰۰	الگوی اثرات ثابت
سوم	۳۷۲/۶۱	۰/۰۰۰۰	۶۰/۲۰	۰/۰۰۰۰	۳۰۰/۵۸	۰/۰۰۰۰	الگوی اثرات ثابت

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

همچنین سطح معناداری آماره آزمون چاو در همه مدل‌های پژوهش، کوچک‌تر از سطح خطای مورد انتظار است. با توجه به سطح معناداری به‌دست‌آمده آزمون براش- پاگان، از الگوی اثرات ثابت استفاده خواهد شد. لازم است به‌منظور انتخاب بین الگوی اثرات تصادفی و الگوی اثرات ثابت، آزمون هاسمن صورت پذیرد. سطح معناداری به‌دست‌آمده برای آزمون هاسمن، کوچک‌تر از سطح خطای مورد انتظار ۰/۰۵ است، لذا، برای آزمون فرضیه‌های پژوهش، استفاده از الگوی اثرات ثابت ارجح خواهد بود.

- بررسی ناهمسانی واریانس

همچنین آزمون والدریج در همه مدل‌های پژوهش نشان از وجود خودهمبستگی بین باقیمانده‌ها دارد. برای انجام آزمون ناهمسانی واریانس از آزمون والد تعدیل شده استفاده شد. نتایج، حاکی از وجود مشکل ناهمسانی واریانس در مدل‌های مذکور است. لذا به‌منظور رفع مشکل ناهمسانی واریانس، از مدل‌های مناسب جهت آزمون فرضیه‌های پژوهش استفاده می‌شود.

جدول (۴). نتایج آزمون ناهمسانی واریانس

مدل	نوع آزمون: بروش پاگان		نتیجه آزمون
	آماره	معناداری	
اول	۲۸۰۴/۲۱	۰/۰۰۰۰	وجود ناهمسانی واریانس
دوم	۴۸۱۹/۳۹	۰/۰۰۰۰	وجود ناهمسانی واریانس
سوم	۴۱۱۲/۰۵	۰/۰۰۰۰	وجود ناهمسانی واریانس

- بررسی خودهمبستگی سریالی

یکی از فرض‌های اساسی در تخمین مدل رگرسیون، عدم خودهمبستگی بین جملات خطا یا همبستگی سریالی است. چون مقادیری که متغیرهای توضیحی در مدل به خود می‌گیرند تصادفی هستند، بنابراین، مقادیر خطا نیز باید در کل تصادفی باشند. در پژوهش حاضر به‌منظور بررسی خودهمبستگی سریالی بین باقیمانده‌ها، از آزمون والدریج استفاده شده است. ازآنجا که سطح معناداری به‌دست‌آمده‌ی آزمون والدریج برای مدل‌های پژوهش کمتر از سطح معناداری ۵٪ است، لذا فرض صفر این آزمون پذیرفته رد و فرض یک که همان وجود خود همبستگی سریالی و نشان‌دهنده وجود خود همبستگی مرتبه اول است پذیرفته می‌شود که برای رفع آن از رگرسیون حداقل مربعات تعمیم یافته استفاده گردید.

جدول (۵). نتایج آزمون عدم خودهمبستگی سریالی والدریج

مدل	آماره آزمون	سطح معناداری	نتیجه
مدل آماری مربوط به فرضیه اول	۲۵/۸۲۵	۰/۰۰۰۰	وجود خودهمبستگی سریالی
مدل آماری مربوط به فرضیه دوم	۲۴/۵۴۱	۰/۰۰۰۰	وجود خودهمبستگی سریالی
مدل آماری مربوط به فرضیه سوم	۳۰/۰۶۴	۰/۰۰۰۰	وجود خودهمبستگی سریالی

- آزمون مدل‌های پژوهش

در فرضیه اول پژوهش، تأثیر وجه نقد مازاد بر ارزش شرکت در بورس اوراق بهادار تهران مورد آزمون واقع شده است. در جدول (۶) نتایج حاصل از آزمون این فرضیه نشان داده شده است.

جدول (۶). نتایج آزمون فرضیه اول پژوهش

$$Q_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 ecash_{it-1} + \beta_2 size_{i,t-1} + \beta_3 ltd_{i,t-1} + \beta_4 div_{i,t-1} + \beta_5 capex_{i,t-1} + \beta_6 roa_{i,t-1} + \beta_7 turnover_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t}$$

نام متغیر	ضریب	انحراف معیار	آماره z	سطح معناداری
وجه نقد مازاد	۲/۵۹۲	۰/۵۲۰	۴/۹۸	۰/۰۰۰
اندازه شرکت	۰/۹۵۷	۰/۰۲۴	۳۸/۵۷	۰/۰۰۰
اهرم بلندمدت	-۲/۴۲۶	۰/۲۰۱	-۱۲/۰۵	۰/۰۰۰
سیاست تقسیم سود	۰/۱۸۳	۰/۰۷۵	۲/۴۴	۰/۰۱۵
مخارج سرمایه‌ای	-۰/۵۵۰	۰/۰۹۲	-۵/۹۲	۰/۰۰۰
نرخ بازده دارایی‌ها	-۱/۱۵۱	۰/۱۱۷	-۹/۷۹	۰/۰۰۰
گردش معاملات سهام	۰/۰۹۳	۰/۰۱۸	۵/۲۰	۰/۰۰۰
عرض از مبدأ	-۰/۷۰۹	۰/۳۵۴	-۲/۰۰	۰/۰۴۵
ضریب تعیین تعدیل‌شده:	۰/۴۶۹۳	آماره والد:		۲۷۶۷/۶۹
		سطح معناداری:		۰/۰۰۰۰

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

با توجه به نتایج جدول (۶)، سطح معناداری به‌دست‌آمده برای آماره z متغیر وجه نقد مازاد برابر با ۴/۹۸ و سطح معناداری آن برابر با ۰/۰۰۰ است؛ حاکی از این موضوع است که وجه نقد مازاد تأثیر مثبت و معناداری بر ارزش شرکت دارد. همچنین نتایج نشان می‌دهد که تأثیر تمامی متغیرهای کنترلی بر ارزش شرکت معنادار است. از طرفی نیز، ضریب تعیین تعدیل‌شده برابر با ۰/۴۶۱ است که حاکی از این است که متغیرهای مستقل و کنترلی قادر به تبیین و پیش‌بینی ۴۶ درصد از تغییرات متغیر وابسته هستند. مضافاً، سطح معناداری آماره والد برابر با ۰/۰۰۰۰ است که نشان می‌دهد مدل رگرسیونی به‌طور مناسب برازش شده است.

در فرضیه دوم پژوهش، تأثیر محدودیت مالی بر رابطه بین وجه نقد مازاد و ارزش شرکت در بورس اوراق بهادار تهران مورد آزمون واقع شده است. در جدول (۷) نتایج حاصل از آزمون این فرضیه نشان داده شده است.

جدول (۷). نتایج آزمون فرضیه دوم پژوهش

$$Q_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 ecash_{it-1} + \beta_2 dum(fc)_{it} + \beta_3 ecash_{it-1} * dum(FC)_{it} + \beta_4 size_{i,t-1} + \beta_5 ltd_{i,t-1} + \beta_6 div_{i,t-1} + \beta_7 capex_{i,t-1} + \beta_8 roa_{i,t-1} + \beta_9 turnover_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t}$$

نام متغیر	نماد متغیر	ضریب	انحراف معیار	آماره z	سطح معناداری
وجه نقد مازاد	e-cash	-۰/۴۱۳	۰/۶۸۹	-۰/۶۰	۰/۵۴۹
محدودیت مالی	Fc	-۰/۷۹۷	۰/۰۶۱	-۱۳/۰۳	۰/۰۰۰
محدودیت مالی×وجه نقد مازاد	fc* e-cash	-۲/۵۹۶	۱/۵۵۰	-۱/۶۷	۰/۰۹۴
اندازه شرکت	Size	۰/۹۴۸	۰/۰۱۹	۴۹/۰۵	۰/۰۰۰
اهرم بلندمدت	Ltd	-۱/۷۴۱	۰/۱۷۶	-۹/۸۹	۰/۰۰۰
سیاست تقسیم سود	Div	۰/۰۰۷	۰/۰۶۴	۰/۱۲	۰/۹۰۸
مخارج سرمایه‌ای	Capex	-۰/۴۴۲	۰/۰۸۲	-۵/۳۵	۰/۰۰۰
نرخ بازده دارایی‌ها	Roa	-۱/۱۴۰	۰/۱۰۳	-۱۰/۹۸	۰/۰۰۰
گردش معاملات سهام	Turnover	۰/۰۷۲	۰/۰۱۴	۴/۹۹	۰/۰۰۰
عرض از مبدأ	C	۰/۳۷۱	۰/۲۷۹	۱/۳۳	۰/۱۸۴
ضریب تعیین تعدیل‌شده	۰/۳۶۴۹		آماره والد:		۴۹۸۳/۱۰
			سطح معناداری:		۰/۰۰۰۰

با توجه به نتایج جدول (۷)، سطح معناداری به‌دست‌آمده برای آماره متغیر محدودیت مالی × وجه نقد مازاد برابر با ۰/۰۹۴ است؛ و حاکی از این موضوع است که محدودیت مالی تأثیر معناداری بر رابطه بین وجه نقد مازاد و ارزش شرکت ندارد. از بین متغیرهای کنترلی نیز، به‌جز سیاست تقسیم سود، تأثیر سایر متغیرهای کنترلی بر ارزش شرکت معنادار بوده است. از طرفی نیز، ضریب تعیین تعدیل‌شده برابر با ۰/۳۶۴۹ است که حاکی از این است که متغیرهای توضیحی قادر به تبیین و پیش‌بینی ۳۶ درصد از تغییرات متغیر وابسته هستند. مضافاً، سطح معناداری آماره والد برابر با ۰/۰۰۰۰ است که نشان می‌دهد مدل رگرسیونی به‌طور مناسب برازش شده است.

در فرضیه سوم پژوهش، تأثیر فرصت‌های رشد بر رابطه بین وجه نقد مازاد و ارزش شرکت مورد آزمون واقع شده است. در جدول (۸) نتایج حاصل از آزمون این فرضیه نشان داده شده است.

جدول (۸). نتایج آزمون فرضیه سوم پژوهش

$$Q_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 ecash_{it-1} + \beta_2 dum_{it} + \beta_3 ecash_{it-1} * dum_{it} + \beta_4 size_{i,t-1} + \beta_5 LTD_{i,t-1} + \beta_6 div_{i,t-1} + \beta_7 capex_{i,t-1} + \beta_8 roa_{i,t-1} + \beta_9 turnover_{i,t-1} + + \varepsilon_{i,t}$$

نام متغیر	نماد متغیر	ضریب	انحراف معیار	آماره z	سطح معناداری
وجه نقد مازاد	e-cash	۲/۶۴۶	۰/۵۳۴	۴/۹۵	۰/۰۰۰
فرصت‌های رشد	Mtb	۰/۷۶۳	۰/۲۰۲	۳/۷۸	۰/۰۰۰
فرصت‌های رشد×وجه نقد مازاد	mtb* e-cash	-۵/۸۶۱	۵/۴۹۰	-۱/۰۷	۰/۲۸۶
اندازه شرکت	Size	۰/۹۶۲	۰/۰۲۴	۳۹/۴۸	۰/۰۰۰
اهرم بلندمدت	Ltd	-۲/۲۰۳	۰/۲۰۶	-۱۰/۶۹	۰/۰۰۰
سیاست تقسیم سود	Div	۰/۲۰۳	۰/۰۷۴	۲/۷۵	۰/۰۰۶
مخارج سرمایه‌ای	Capex	-۰/۵۶۵	۰/۰۹۲	-۶/۱۲	۰/۰۰۰
نرخ بازده دارایی‌ها	Roa	-۱/۴۴۰	۰/۱۳۸	-۱۰/۴۴	۰/۰۰۰
گردش معاملات سهام	Turnover	۰/۰۸۳	۰/۰۱۷	۴/۶۷	۰/۰۰۰
عرض از مبدأ	C	-۰/۵۷۲	۰/۳۴۹	-۱/۶۴	۰/۱۰۱
ضریب تعیین تعدیل‌شده		۰/۴۶۰۳	آماره والد:		۲۹۰۰/۴۴
			سطح معناداری:		۰/۰۰۰۰

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

با توجه به نتایج جدول (۸)، سطح معناداری به‌دست‌آمده برای آماره متغیر فرصت‌های رشد× وجه نقد مازاد برابر است با ۰/۲۸۶ که نشان می‌دهد فرصت‌های رشد تأثیر معناداری بر رابطه بین وجه نقد مازاد و ارزش شرکت ندارد. لذا، با تأیید فرض صفر، فرض مخالف مبنی بر تأثیر فرصت‌های رشد بر رابطه بین وجه نقد مازاد و ارزش شرکت رد می‌شود. همچنین تأثیر تمامی متغیرهای کنترلی بر ارزش شرکت معنادار است. از طرفی نیز، ضریب تعیین تعدیل‌شده برابر با ۰/۴۶۰۳ است که حاکی از این است که متغیرهای توضیحی قادر به تبیین و پیش‌بینی ۴۶ درصد از تغییرات متغیر وابسته هستند. مضافاً، سطح معناداری آماره والد برابر با ۰/۰۰۰۰ است که نشان می‌دهد مدل رگرسیونی به‌طور مناسب برازش شده است.

بحث و نتیجه‌گیری

همان‌طور که پیش از این بیان شد، هدف پژوهش حاضر بررسی تأثیر محدودیت‌های مالی بر رابطه بین وجه نقد مازاد با نقد شوندگی و استمرار معاملات سهام است. برای دستیابی به هدف فوق، سه فرضیه مطرح شد. نتایج آزمون فرضیه اول پژوهش حاکی از آن بود که وجه نقد مازاد تأثیر مثبت و معناداری بر ارزش شرکت دارد. نتایج و یافته‌های پژوهش مؤید این مطلب است که در محیط بازار سرمایه ایران نگهداشت وجه نقد مازاد این امکان را به شرکت‌ها می‌دهد تا به‌خوبی از فرصت‌های سرمایه‌گذاری استفاده نموده و با کسب بازده مناسب موجب افزایش ارزش شرکت شوند. نتیجه این فرضیه با نتایج پژوهش جعفری و جعفری (۱۳۹۷) همسو بوده ولیکن با نتایج پژوهش سلیمان (۲۰۲۰) در تضاد است.

نتایج حاصل از آزمون فرضیه دوم پژوهش حاکی از آن بود که اولاً محدودیت مالی بر ارزش شرکت تأثیر معناداری دارد، لیکن تأثیر معناداری بر رابطه بین وجه نقد مازاد و ارزش شرکت ندارد. به‌عبارتی‌دیگر ایجاد محدودیت مالی برای شرکت نیز کماکان باعث جلب‌توجه سرمایه‌گذاران و سهامداران به وجه نقد مازاد شرکت و نقش آن در ارزش شرکت نمی‌گردد. نتایج و یافته‌ها با نتایج پژوهش بادآورنهندی و درخور (۱۳۹۲) و پژوهش جعفری و جعفری (۱۳۹۷) در تضاد است.

نتایج حاصل از آزمون فرضیه سوم پژوهش حاکی از آن بود که فرصت‌های رشد تأثیر معناداری بر رابطه بین وجه نقد مازاد و ارزش شرکت ندارد. نتایج و یافته‌های این فرضیه مؤید این مطلب است که وجود فرصت رشد بالا بر ارزش شرکت تأثیر داشته، اما سهامداران صرفنظر از میزان وجه نقد مازاد شرکت‌ها به فرصت‌های رشد شرکت به دید مثبت نگاه می‌کنند و میزان وجه نقد مازاد شرکت اصولاً در تصمیمات آن‌ها در ارزیابی شرکت‌های دارای فرصت‌های رشد بالا اهمیت چندانی ندارد. این نتایج با نتایج پژوهش طالقانی و وطن‌پرست (۱۴۰۰) در تضاد است.

بنابراین با توجه به نتایج پژوهش و تأیید تأثیر وجه نقد مازاد بر ارزش شرکت، به سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران پیشنهاد می‌گردد در تصمیمات سرمایه‌گذاری خود، به وجه نقد مازاد توجه نمایند.

با توجه به این‌که نگهداشت وجه نقد تأثیر مثبت و معناداری بر ارزش شرکت دارد، به مدیران شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پیشنهاد می‌شود که همواره سطح مناسبی از وجه نقد را برای استفاده از فرصت‌های سرمایه‌گذاری نگهداری نموده تا بتوانند از این طریق ارزش شرکت را بهبود بخشند.

با توجه به اینکه برای اندازه‌گیری متغیرهای پژوهش روش‌های مختلفی پیشنهاد گردیده است، پیشنهاد می‌شود در پژوهش‌های آتی به اندازه‌گیری متغیرها با الگوهای معتبر دیگر پرداخته و نتایج با یافته‌های پژوهش حاضر مقایسه شود. همچنین انجام پژوهش حاضر با استفاده متغیرهای کلان اقتصادی به‌عنوان متغیر تعدیلگر پیشنهاد می‌شود، زیرا متغیرهای کلان اقتصادی می‌توانند بر نقدینگی جامعه اثر گذاشته و شرکت‌ها را دچار تلاطم‌های مالی و نقدینگی نمایند.

محدودیت‌های پژوهش

در انجام پژوهش نیز مثل هر نوشتار علمی احتمال وجود عوامل مخل و مزاحم وجود دارد که مانع از جریان عادی امور شده و نتایج پژوهش را تحت تأثیر قرار می‌دهد. این عوامل عبارت‌اند از:

یکی از محدودیت‌هایی که تعمیم نتایج را با مشکل مواجه می‌کند محدود بودن دوره زمانی پژوهش می‌باشد، زیرا این پژوهش در بازه زمانی ۱۳۸۹ تا ۱۳۹۸ انجام شده است و در تسری نتایج به قبل و بعدازآن باید با احتیاط عمل شود.

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

وجود برخی شرایط نظیر حوادث غیرمترقبه و شرایط سیاسی که بر شرکت‌ها در (حالت خرد) و بر کشور (در حالت کلان) مؤثر هستند، در پژوهش حاضر در نظر گرفته نشده‌اند. لذا در تعمیم نتایج پژوهش باید احتیاط کرد.

یافته‌های پژوهش با توجه به دسترسی داده‌ها در مورد شرکت‌های بورس انجام گردیده است، لذا در مورد تعمیم‌یافته‌ها به سایر شرکت‌ها باید جانب احتیاط را رعایت کرد.

منابع

ایرانی، محمد. (۱۳۹٦). **بررسی اثر وجه نقد مازاد بر ریسک نقد شوندگی سهام و ارزش شرکت با تأکید بر محدودیت مالی و فرصت‌های رشد**. پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه مازندران، دانشکده علوم اقتصادی و اداری.

بادآور نهندی، یونس؛ و سعید درخور. (۱۳۹۲). تأثیر ارزش وجه نقد بر ایجاد ارزش و بازدهی مازاد در شرکت‌های دارای محدودیت مالی و بدون محدودیت مالی. **نشریه مطالعات کمی در مدیریت** ۳(۱۰): ۳۲-۲۰.

تهرانی، رضا؛ و رضا حصارزاده. (۱۳۸۸). بررسی تاثیر جریان‌های نقدی آزاد و محدودیت در تامین مالی بر بیش سرمایه‌گذاری و کم سرمایه‌گذاری. **پژوهش‌های حسابداری** ۳: ٦۸-۵۰.

جعفری، علیرضا؛ و محسن جعفری. (۱۳۹۷). نقش تعدیل‌کننده سهامداران نهادی و محدودیت تأمین مالی بر رابطه بین مازاد نگهداشت وجه نقد و تغییر در ارزش شرکت. **بررسی‌های حسابداری** ۵(۱۸): ۲٦-۱.

دستگیر، محسن؛ امین ساکیانی و نازنین صالحی. (۱۳۹۸). تأثیر محدودیت مالی بر ریسک سقوط قیمت سهام با در نظر گرفتن اثر اقلام تعهدی. **مجله دانش حسابداری** ۱۰(۱): ۹۰-٦۷.

عظیمی مجید؛ و منیره صباغ. (۱۳۹۳). ارتباط ارزشی نگهداشت وجه نقد در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. **فصلنامه حسابداری مالی**، ٦(۲۱): ۱۵۲-۱۲۹.

فخاری حسین؛ و حسین نقدی مشهدیکلائی. (۱۳۹۷). بررسی تأثیر محدودیت مالی بر ارتباط بین موقعیت جغرافیایی شرکت و نگهداشت وجه نقد. **فصلنامه حسابداری مالی** ۱۰(۳۷): ۹٤-۷٤.

فخاری، حسین؛ محمد ایرانی و فاطمه باباجانی. (۱٤۰۰)، وجه نقد مازاد، تداوم معاملات و ارزش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. **فصلنامه علمی تخصصی رویکردهای پژوهشی نوین در مدیریت و حسابداری** ۵(٥٤): ۱۰۳-۸۷.

فروغی، داریوش؛ هادی امیری و سعید فرزادی. (۱۳۹۵). بررسی تأثیر سازوکارهای نظارتی سهامداران نهادی بر رابطه جریان‌های نقدی و تغییرات سطح نگهداشت وجه نقد شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران. **دانش حسابرسی** ۱۵(٦۲): ۷۸-٦۳.

کرمی طالقانی، فرامرز؛ و محمدرضا وطن‌پرست. (۱٤۰۰). بررسی تأثیر درماندگی مالی بر سرعت تعدیل نگهداشت وجه نقد با تأکید بر فرصت رشد و محدودیت مالی. **نشریه چشم‌انداز حسابداری و مدیریت** ۳(۳٦): ٤٦-۲٦.

کیامرثی، سحر؛ و محسن احمدی. (۱٤۰۰). تأثیر ارزش‌گذاری نادرست سهام بر نگهداشت وجه نقد. **چشم‌انداز حسابداری و مدیریت** ٤(٥۳): ۱۳۳-۱۲۲.

ملکی، عاطفه؛ سعید جلالی نیا و اصغر حمزه ئی. (۱٤۰۱). رابطه بین تجربه مدیرعامل و سطح نگهداشت وجه نقد. **چشم‌انداز حسابداری و مدیریت** ۵(٦۷): ۱۰-۱.

ملکی، لیلا. (۱۳۹۵). **اثر مازاد و کسری وجه نقد بر ارزش بازار شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران**. پایان‌نامه کارشناسی ارشد حسابداری، موسسه غیردولتی راه دانش بابل.

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

نوروش، ایرج؛ مهدی صفری گراییلی و ابوالفضل مؤمنی یانسری. (۱۳۹۷). مالکیت مدیریتی، نگهداشت وجه نقد و ارزش شرکت. **تحقیقات حسابداری و حسابرسی** ۱۰(۳۹): ۲۰-۵.

همتی، حسن؛ اسماعیل امیری و صفدر علی پور. (۱۳۹۸). فرصت‌های رشد، نگهداشت وجه نقد و حق‌الزحمه حسابرسی. **تحقیقات حسابداری و حسابرسی** ۱۱(٤٤): ۱۰٦-۹۱.

Aksar, M., H. Hassan, M.B. Kayani, S. Khan & T. Ahmed. (2022). Cash holding and investment efficiency nexus for financially distressed firms: The moderating role of corporate governance. **Management Science Letters** 12: 67–74. Doi: 10.5267/j.msl.2021.7.001

Almeida, H., M. Capmello & M. Weisbach. (2004). The Cash Flow Sensitivity of Cash. **The Journal of Finance** Lix (4): 1777-1804

Ameer, R., (2012). Impact of cash holdings and ownership concentration on firm valuation: Empirical evidence from Australia. **Journal of review of accounting and finance** 4(11): 448- 467.

Banjade, D., & J.D. Diltz. ().Excess cash holdings and firm performance in new and old economy firms. **The Quarterly Review of Economics and Finance** 86: 124-133.

Bhuiyan, M.B., Hooks. J. (2019). Cash holding and over-investment behavior in firms with problem directors. **International Review of Economics and Finance**. **Elsevier** 61(C): 35-51.

Biddle, G.C., G. Hilary & R.S. Verdi. (2009). How does financial reporting quality relate to investment efficiency? **J. Account. Econ** 48(2–3): 112–131

Campello, M., J.R. Graham & C.R. Harvey. (2010). The real effects of financial constraints: Evidence from a financial crisis. **Journal of financial Economics** 97(3): 470-487.

Chang, Y., K. Benson & R. Faff. (2017). Are excess cash holdings more valuable to firms in times of crisis? Financial constraints and governance matters. **Pacific-Basin Finance Journal** 45: 157-173.

Chung, K.H., J.Ch. Kim, Y.S. Kim & H. Zhang. (2015). Information Asymmetry and Corporate Cash Holdings. **Journal of Business Finance and Accounting** 42(9-10): 1341-1377.

Chung, R.F., & J. Kim. (2005). Earnings management, surplus free cash flow, and external monitoring. **Journal of business Research** 58: 766-776.

Cohen, D., & P. Zarowin. (2010). Accrual-based and real earnings management activities around seasoned equity offering. **Journal of Accounting and Economics** 50: 2-19.

Denis, J., & V. Sibilkov. (2010). Financial constraints, investment, and the value of cash. **The Review of Financial Studies** 23(1): 247-269.

Du, J., F. Wu & X. Liang. (2016). Corporate liquidity and firm value: evidence from China's listed firms. **In SHS Web of Conferences** 24: 01013.

Faulkender, M., M.J. Flannery, K.W. Hankins & J.M. Smith. (2012). Cash flows and leverage adjustments. **Journal of Financial Economics** 103: 632–46.

Fazzari, M.S., R.G. Hubbard & B.C. Petersen. (1988). Financing constraints and corpoprate investment. **Brooking papers on Economic Activity** 1: 141-195

Habib, A., & M.M. Hasan. (2017). Business strategy, overvalued equities, and stock price crash risk. **Research in International Business and Finance** 39: 389-405.

Habib, A., M.B.U. Bhuiyan, H.J. Huang & M.S. Miah. (2019). Determinants of audit report lag: A meta-analysis. **International journal of auditing** 23(1): 20-44.

Habib, A., M.I. Bhatti, M.A. Khan & Z. Azam. (2021). Cash Holding and Firm Value in the Presence of Managerial Optimism. Journal of Risk and Financial Management. 2021; 14(8):356. https://doi.org/10.3390/jrfm14080356.

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

He, G., & H. Ren. (2017). **Financial constraints and future stock price crash risk**. www.ssrn.com.

Huang, W., & K. Mazouz. (2018). Excess cash, trading continuity, and liquidity risk. **Journal of Corporate Finance** 48(C): 275-291.

Jensen, M.C., & W.H. Meckling. (1999). Specific Aknowledge and Divisional Performance Measurement. **Journal of Applied Corporate Finance** 12(2): 8-17.

Kaplan, S., & L. Zingales. (1997). Do investment-cash flow sensitivities provide useful measures of financing constraints?. **The Journal of Economics** 112: 169-215.

Lee, E., & R. Powell. (2011). Excess cash holdings and shareholder value. **Accounting & Finance** 51(2): 549-574.

Lings, I.N., & E. Greenley. (2005). Measuring Internal Market Orientation. **Journal of Service Research** 7(3): 290-305.

Naeem, K., & M.C. Li. (2019). Corporate investment efficiency: The role of financial development in firms with financing constraints and agency issues in OECD nonfinancial firms. **International Review of Financial Analysis** 62: 53-68.

Putri, M.O.D., & I.G.B. Wiksuana. (2021). The Effect of Liquidity and Profitability on Firm Value Mediated By Dividend Policy. **American Journal of Humanities and Social Sciences Research (AJHSSR)** 5(1): 204-212.

Riddick, L.A., & T.M. Whited. (2009). The Corporate Propensity to Save. **The Journal of Finance** 64(4): 1729-1766.

Sari, I.A.G.D.M., & I.B.P. Sedana. (2020). Profitability and Liquidity on Firm Value and Capital Structure as Intervening Variable. **International Research Journal of Management, IT and Social Sciences** 7(1): 116-127.

Sheikh, N.A., & M.I. Khan. (2016). Effects of Excess Cash, Board Attributes and Insider Ownership on Firm Value: Evidence from Pakistan. **Australasian Accounting, Business and Finance Journal** 10(1): 29-39.

Sheu, H.J., & S.Y. Lee. (2012). Excess cash holdings and investment: the moderating roles of financial constraints and managerial entrenchment. **Accounting and finance: Journal of the Accounting Association of Australia and New Zealand** 52: 287-310.

Stiglitz, J.E. (1974). On the Irrelevance of Corporate Financial Policy. **The American Economic Review** 64(6): 851-866.

Suleiman, D.I. (2020). Essays on Relationship Banking and Corporate Financial Policies. **LSU Doctoral Dissertations**. 5195. https://digitalcommons.lsu.edu/gradschool_dissertations/5195.

Sun, Q., K. Yung & H. Rahman. (2012). Earnings quality and corporate cash holdings. **Accounting & Finance** 52(2): 543-571.

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]