

بررسی تأثیر مدیریت وجوه نقد و مدیریت ریسک بر عملکرد مالی شرکت در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران

عباس حسین پور^۱

حسن احمدی^۲

تاریخ دریافت: ۱۴۰۴/۰۵/۱۰ تاریخ چاپ: ۱۴۰۴/۰۸/۳۰

چکیده

در دنیای امروز، به‌ویژه در بازارهای مالی و شرکت‌های بزرگ، عملکرد مالی مؤثر و پایدار یکی از اهداف کلیدی مدیران است. یکی از عواملی که می‌تواند به بهبود عملکرد مالی کمک کند، مدیریت وجوه نقد است که به شرکت‌ها این امکان را می‌دهد تا منابع مالی خود را به‌طور بهینه تخصیص دهند. از سوی دیگر، مدیریت ریسک نیز یکی از ابعاد مهم در حفظ پایداری مالی شرکت‌ها است که می‌تواند تأثیرات منفی یا مثبت بر عملکرد مالی آن‌ها داشته باشد. این تحقیق باهدف بررسی تأثیر مدیریت وجوه نقد و مدیریت ریسک بر عملکرد مالی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران و طی دوره زمانی ۱۳۹۶ تا ۱۴۰۲ انجام شده است. برای تحلیل داده‌ها از روش پنل دیتا با اثرات ثابت و نرم‌افزار ایویوز (EViews) استفاده شد. نتایج حاصل از تحلیل‌ها نشان می‌دهد که مدیریت وجوه نقد بر عملکرد مالی شرکت‌ها تأثیر مثبت و معناداری دارد. به عبارت دیگر، شرکت‌هایی که مدیریت بهتری بر منابع نقدی خود دارند، قادرند عملکرد مالی بهتری را تجربه کنند. در مقابل، نتایج تحقیق نشان‌دهنده تأثیر منفی مدیریت ریسک بر عملکرد مالی است؛ به‌طوری‌که افزایش ریسک در شرکت‌ها می‌تواند موجب کاهش عملکرد مالی آن‌ها شود. بنابراین، فرضیه اول تحقیق که بیان می‌کرد «مدیریت وجوه نقد بر عملکرد مالی تأثیر معناداری دارد» تأیید شد و فرضیه دوم که به تأثیر منفی «مدیریت ریسک بر عملکرد مالی» اشاره داشت، نیز تأیید گردید. این تحقیق می‌تواند به مدیران شرکت‌ها کمک کند تا با توجه به اهمیت مدیریت وجوه نقد و ریسک، تصمیمات بهتری در راستای بهبود عملکرد مالی اتخاذ کنند.

واژگان کلیدی

مدیریت وجوه نقد، مدیریت ریسک، عملکرد مالی

^۱ دانش آموخته مدیریت مالی، موسسه آموزش عالی خرد بوشهر، بوشهر، ایران. ahosseinpourboushehr@gmail.com

^۲ دکتری حسابداری، مدیر گروه کارشناسی ارشد موسسه آموزش عالی غیرانتفاعی خرد بوشهر، بوشهر، ایران.

Ahmadihassan80@yahoo.com

۱- مقدمه

یکی از عوامل حیاتی در ارتقای عملکرد مالی شرکت‌ها، به ویژه در بازارهای سرمایه مانند بورس اوراق بهادار تهران، مدیریت بهینه وجوه نقدی و مدیریت ریسک است. مدیریت نقدینگی به معنای بهینه‌سازی جریان‌های پولی و تأمین منابع مالی لازم برای عملیات روزمره شرکت‌هاست. این نوع مدیریت می‌تواند به صورت مستقیم بر کارایی مالی شرکت‌ها تأثیر بگذارد؛ به طوری که افزایش کارآمدی در مدیریت پول نقد، می‌تواند به بهبود شاخص‌های مالی از جمله بازده دارایی‌ها و بازده سرمایه‌گذاری منجر شود (لواسانی^۱ و همکاران، ۲۰۱۹).

از سوی دیگر، مدیریت ریسک به شناسایی و کنترل مخاطرات مالی و عملیاتی که توانایی تأثیرگذاری بر عملکرد شرکت را دارند، می‌پردازد. یافته‌های تحقیقاتی نشان می‌دهند که میان مدیریت ریسک و مدیریت نقدینگی یک رابطه معکوس وجود دارد؛ به این صورت که افزایش سرمایه‌گذاری در وجوه نقد می‌تواند موجب کاهش ریسک‌های مالی شود (منصوری^۲ و رستمی، ۲۰۱۷). در مجموع، این دو عامل با همکاری یکدیگر می‌توانند به بهبود عملکرد مالی شرکت‌های حاضر در بورس اوراق بهادار تهران کمک کنند، و مدیران باید به این نکته توجه داشته باشند که بهینه‌سازی این دو بخش می‌تواند به افزایش ارزش شرکت‌ها منجر شود (پورآقاجان^۳ و همکاران، ۲۰۱۲).

مدیریت پول نقد و مدیریت ریسک از جمله مؤلفه‌های کلیدی در بهبود عملکرد مالی شرکت‌ها به شمار می‌روند. در فضای پیچیده و پرریسک امروزی، شرکت‌ها برای حفظ قدرت رقابت و پایداری در بازارهای مالی، به مدیریت کارآمد منابع مالی و کاهش پیامدهای منفی ریسک‌ها نیازمندند. وجوه نقد نه تنها به عنوان یک دارایی مهم برای پاسخگویی به نیازهای روزانه شرکت‌ها شناخته می‌شود، بلکه به عنوان یک ابزار استراتژیک برای مقابله با بحران‌ها و انجام سرمایه‌گذاری‌های سودآور نیز تلقی می‌گردد (لامبرشت^۴ و همکاران، ۲۰۱۸). پژوهش‌ها نشان داده‌اند که شرکت‌هایی که قادر به مدیریت اثربخش وجوه نقد و ریسک‌های خود هستند، توانایی کاهش هزینه‌های غیرضروری، بهبود بازده سرمایه‌گذاری و حفظ نقدینگی در شرایط دشوار را دارند (مولاه^۵ و همکاران، ۲۰۱۹). بنابراین، مدیریت کارآمد این دو عامل می‌تواند به ارتقای عملکرد مالی شرکت‌ها و افزایش ارزش آفرینی برای سهامداران منجر شود. در همین راستا، شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، با توجه به شرایط اقتصادی و مالی منحصر به فرد خود، از اهمیت ویژه‌ای برای بررسی این موضوع برخوردارند.

ایجاد یک جریان نقدی مثبت با مدیریت آن مرتبط است، که فرآیندی روزانه برای نظارت و کنترل ورود و خروج پول از شرکت به شمار می‌رود. این فرآیند به مدیران کمک می‌کند تا میزان پول در دسترس برای پوشش نیازهایی مانند بازپرداخت وام‌ها و سایر بدهی‌ها، حقوق کارکنان و صورتحساب‌های تأمین‌کنندگان را پیش‌بینی کنند.

مدیریت کارآمد جریان نقدی برای موفقیت هر شرکتی امری حیاتی است (شاش^۶ و همکاران، ۲۰۱۸). اگر یک کسب و کار به طور مداوم هزینه‌های بیشتری نسبت به درآمد خود داشته باشد، احتمالاً با مشکلاتی در انجام تعهدات خود

1 Lavasani

2 Mansoori

3 Pouraghajan

4 Lambrecht

5 Mollah

6 Shash

نسبت به کارکنان، تأمین‌کنندگان، سازمان‌های مالیاتی و سایر نهادهای دولتی، نهادهای اجتماعی و سایر طرف‌های ذی‌نفع مواجه خواهد شد. علاوه بر این، تداوم فعالیت یک شرکت به عنوان یک بنگاه اقتصادی می‌تواند به دلیل مدیریت ناکارآمد جریان نقدی به خطر بیفتد (وانگ^۱ و همکاران، ۲۰۲۳). از سوی دیگر، تجزیه و تحلیل مؤثر جریان نقدی می‌تواند به مدیران در اتخاذ اقدامات اصلاحی ضروری کمک کند. در نهایت، مدیریت کارآمد جریان نقدی می‌تواند برنامه‌ریزی‌های کسب و کار و تصمیم‌گیری‌های سرمایه‌گذاری را بهبود بخشد، که به نوبه خود به افزایش سودآوری و رشد منجر خواهد شد (لاغری^۲ و همکاران، ۲۰۲۳).

مدیریت جریان نقدی به‌شدت با مدیریت سرمایه در گردش در ارتباط است که به استراتژی‌های به‌کارگرفته‌شده توسط یک شرکت برای مدیریت مؤثر دارایی‌ها و بدهی‌های جاری خود اشاره دارد. این امر شامل مدیریت وصول وجوه نقد از مشتریان، حفظ سطح موجودی کالا و پرداخت به‌موقع به تأمین‌کنندگان است. نسبت‌های کلیدی مانند نسبت سرمایه در گردش، نسبت حساب‌های دریافتی و نسبت موجودی کالا اغلب برای ارزیابی کیفیت مدیریت سرمایه در گردش تحلیل می‌شوند (چانوا^۳ و همکاران، ۲۰۲۵).

آمارهای گزارش‌شده جریان نقدی یک شرکت می‌توانند به‌عنوان شاخص‌های قوی برای پیش‌بینی عملکرد آتی آن عمل کنند. با این حال، همان‌طور که توسط جنسن (۱۹۸۶) اشاره شده است، حفظ سطح بالای جریان نقدی ممکن است همیشه عاقلانه‌ترین تصمیم برای یک شرکت نباشد. بر اساس نظریه جریان نقدی آزاد جنسن، در شرکت‌های مدرن که مالکیت و مدیریت از هم جدا هستند، شرکت‌هایی که جریان نقدی آزاد قابل توجهی دارند، اغلب با تعارض منافع بین سهام‌داران و مدیران مواجه می‌شوند (آنجلا^۴ و همکاران، ۲۰۲۳).

این پژوهش با هدف بررسی تأثیر تدبیر نقدینگی و رویکردهای مدیریت ریسک بر کارکرد مالی شرکت‌های بورسی در تهران انجام می‌شود. در این راستا، با استفاده از شیوه‌های آماری و مدل‌های اقتصادسنجی، سعی می‌شود تا ارتباط میان این دو عنصر و نقش آن‌ها بر شاخص‌های مختلف عملکرد مالی نظیر سوددهی، بازدهی و توسعه ارزش بازار مشخص گردد. در پایان، یافته‌های این تحقیق می‌تواند به مدیران مالی و تصمیم‌گیرندگان اقتصادی کمک کند تا با به‌کارگیری برنامه‌ریزی‌های بهینه، ریسک‌های موجود را کاهش داده و جریان‌های نقدی را با کارایی بیشتری سازمان‌دهی کنند؛ این امر می‌تواند به بهبود عملکرد مالی و افزایش پایداری اقتصادی شرکت‌ها منجر شود. این تحقیق به تحلیل نقش مدیریت نقدینگی و ریسک بر عملکرد مالی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌پردازد و تلاش دارد تا با تجزیه و تحلیل داده‌های مالی شرکت‌ها و بهره‌گیری از مدل‌های آماری، رابطه این دو متغیر اصلی را با عملکرد مالی تبیین کند. با توجه به اهمیت این موضوع در سطح بین‌المللی و همچنین شرایط اقتصادی و مالی ایران، دستاوردهای این پژوهش می‌تواند در اتخاذ تصمیمات مطلوب به مدیران مالی و سرمایه‌گذاران کمک کند و آن‌ها را به سوی بهبود وضعیت مالی و کاهش ریسک‌های احتمالی رهنمون سازد. با در نظر گرفتن موارد ذکر شده، این تحقیق در صدد پاسخ به این پرسش اصلی است که آیا مدیریت نقدینگی و ریسک، تأثیر قابل توجهی بر عملکرد مالی شرکت‌ها دارد یا خیر؟

1 Wang

2 Laghari

3 Chanua

4 Angela

۲- مبانی نظری پژوهش

مدیریت نقدینگی

مدیریت نقدینگی یک وظیفه حیاتی برای کسب و کارها است و تضمین می‌کند که آن‌ها نقدینگی کافی برای انجام تعهدات خود داشته و در عین حال سودآوری را به حداکثر برسانند. مدیریت نقدینگی مؤثر شامل ایجاد تعادل بین نیاز به ذخایر نقدی و پتانسیل از دست دادن سود ناشی از پول نقد بلااستفاده است. شرکت‌ها باید انگیزه‌های نگهداری پول نقد را درک کنند، که شامل انگیزه‌های معاملاتی، احتیاطی و سوداگرانه است. هر انگیزه پیامدهایی برای نحوه مدیریت پول نقد دارد و می‌تواند به‌طور قابل توجهی بر سلامت مالی یک شرکت تأثیر بگذارد. برای مثال، حفظ نقدینگی کافی به کسب و کارها امکان می‌دهد که به صورت روان عمل کرده و از فرصت‌های سرمایه‌گذاری بهره‌مند شوند، در حالی که ذخایر نقدی بیش از حد می‌تواند با سرمایه‌گذاری ناکارآمد، مانع از سودآوری شود (پریا^۱، ۲۰۲۴).

اهداف مدیریت نقدینگی چندوجهی است و بر حداکثرسازی نقدینگی، بهینه‌سازی مانده‌های نقدی و تسریع وصول وجوه تمرکز دارد. شرکت‌ها تلاش می‌کنند تا ذخایر نقدی بلااستفاده را به حداقل برسانند و در عین حال اطمینان حاصل کنند که می‌توانند تعهدات جاری خود را بدون هیچ اختلالی انجام دهند. مدیریت مؤثر حساب‌های دریافتی و فرآیندهای پرداخت روان، اجزای ضروری مدیریت نقدینگی مؤثر هستند. علاوه بر این، پیش‌بینی دقیق جریان نقدی امکان برنامه‌ریزی فعال را فراهم می‌کند و خطر کمبود نقدینگی را کاهش می‌دهد. شیوه‌های قوی مدیریت نقدینگی به‌طور قابل توجهی به عملکرد مالی کلی یک شرکت کمک می‌کند و ثبات و رشد را ارتقا می‌دهد (دیاستیتی^۲ و همکاران، ۲۰۲۴).

تحقیقات نشان می‌دهد که مدیریت مؤثر جریان نقدی یک عامل کلیدی در پایداری کسب و کار است. شرکت‌هایی که جریان‌های نقدی عملیاتی مثبتی دارند، برای حفظ نقدینگی و مدیریت بحران‌های مالی در موقعیت بهتری قرار دارند. برعکس، جریان‌های نقدی منفی می‌تواند نشانه مسائل احتمالی مانند وابستگی بیش از حد به تأمین مالی بدهی باشد که خطرات توانایی پرداخت بدهی را افزایش می‌دهد. رابطه بین مدیریت جریان نقدی و عملکرد مالی، اهمیت توسعه راهبردهای قوی مدیریت نقدینگی را که متناسب با زمینه و صنعت خاص یک شرکت باشد، نشان می‌دهد (پوسپیتا^۳ و همکاران، ۲۰۲۴).

مدیریت ریسک

مدیریت ریسک برای سازمان‌ها به منظور مدیریت عدم قطعیت‌ها و حفظ رقابت‌پذیری، به ویژه در صنایع به سرعت در حال تحول مانند فناوری اطلاعات، ضروری است. راهبردهای مؤثر مدیریت ریسک حوزه‌های مختلفی از جمله امنیت سایبری، انطباق با مقررات و کارایی عملیاتی را در بر می‌گیرد. با شناسایی و رسیدگی به حوزه‌های کلیدی ریسک، سازمان‌ها می‌توانند مقاومت و موقعیت بازار خود را افزایش دهند. ادغام شیوه‌های مدیریت ریسک در برنامه‌ریزی راهبردی برای دستیابی به موفقیت و ثبات بلندمدت حیاتی است (رکونینکو^۴ و همکاران، ۲۰۲۴).

1 Priya

2 Diastiti

3 Puspita

4 Rekunenko

توسعه چارچوب‌هایی برای مدیریت ریسک‌های مرتبط با فناوری‌های نوظهور، مانند هوش مصنوعی، به طور فزاینده‌ای اهمیت پیدا کرده است. چارچوب مدیریت ریسک هوش مصنوعی با هدف ارائه دستورالعمل‌هایی به سازمان‌ها برای مدیریت ریسک‌های سیستم‌های هوش مصنوعی و در عین حال ترویج توسعه مسئولانه آن‌ها است. این چارچوب به گونه‌ای طراحی شده است که قابل تطبیق و قابل اجرا در بخش‌های مختلف باشد و اطمینان حاصل کند که سازمان‌ها می‌توانند به طور مؤثر آسیب‌های بالقوه را کاهش دهند و در عین حال از فناوری‌های هوش مصنوعی برای رشد استفاده کنند (تاباسی^۱، ۲۰۲۳).

یک بررسی نظام‌مند از راهبردهای مدیریت ریسک مالی، اهمیت ادغام رویکردهای سنتی و مدرن برای رسیدگی مؤثر به ریسک‌های مالی متنوع را برجسته می‌کند. در حالی که روش‌های متعارف مانند پوشش ریسک (هچینگ) همچنان مرتبط هستند، اتخاذ فناوری‌ها و چارچوب‌های نوآورانه می‌تواند مقاومت سازمانی را افزایش دهد. این مطالعه بر نیاز کسب و کارها به تطبیق شیوه‌های مدیریت ریسک خود با ماهیت پویای محیط‌های مالی تأکید می‌کند و اطمینان می‌دهد که آن‌ها می‌توانند به طور مؤثر به چالش‌های نوظهور پاسخ دهند (رهمان^۲ و همکاران، ۲۰۲۴).

عملکرد مالی

عملکرد مالی یک شاخص حیاتی برای سلامت و پایداری یک شرکت است که تحت تأثیر عوامل داخلی و خارجی مختلفی قرار دارد. نشان داده شده است که ادغام عوامل محیطی، اجتماعی و حاکمیتی (ای.اس.جی) در تصمیمات سرمایه‌گذاری، عملکرد مالی را به صورت مثبت تحت تأثیر قرار می‌دهد. شرکت‌هایی که ملاحظات ای.اس.جی را در اولویت قرار می‌دهند، تمایل دارند نتایج مالی پایدارتری را تجربه کنند، زیرا این شیوه‌ها مدیریت ریسک و اعتماد سرمایه‌گذار را افزایش می‌دهد. این رابطه، اهمیت شیوه‌های سرمایه‌گذاری پایدار را در دستیابی به موفقیت مالی بلندمدت نشان می‌دهد (الیزا^۳، ۲۰۲۴).

تحقیقات در مورد عوامل مؤثر بر عملکرد مالی در بستر اروپا نشان می‌دهد که شیوه‌های پایداری به طور قابل توجهی بر سودآوری شرکت‌ها تأثیر می‌گذارد. تعامل بین کیفیت نهادی و اقدامات شرکت‌ها نقش مهمی در افزایش عملکرد مالی ایفا می‌کند. شرکت‌هایی که پایداری را به طور مؤثر در عملیات خود ادغام می‌کنند، در موقعیت بهتری برای مدیریت چالش‌های بازار و بهره‌برداری از فرصت‌های رشد قرار دارند، که منجر به بهبود نتایج مالی می‌شود (راهی^۴ و همکاران، ۲۰۲۳).

عملکرد مالی سازمان‌ها همچنین ارتباط نزدیکی با ساختارهای حاکمیتی و سواد مالی دارد. مطالعات نشان می‌دهد که شیوه‌های قوی حاکمیتی و سواد مالی پیشرفته در میان ذی‌نفعان به سودآوری بالاتر و مدیریت مالی بهتر کمک می‌کند. سازمان‌هایی که در آموزش حاکمیت و سواد مالی سرمایه‌گذاری می‌کنند، با احتمال بیشتری به عملکرد مالی پایدار دست می‌یابند، زیرا می‌توانند تصمیمات آگاهانه بگیرند و منابع را به طور مؤثر مدیریت کنند (رُدریک^۵، ۲۰۲۴).

1 Tabassi
2 Rehman
3 Eliza
4 Rahi
5 Rodrick

۳- چارچوب نظری تحقیق

مدیریت وجوه نقد و مدیریت ریسک عوامل حیاتی هستند که به طور چشمگیری بر عملکرد مالی شرکت‌ها تاثیر می‌گذارند. مدیریت وجوه نقد به فرآیند نظارت و کنترل جریان ورودی و خروجی وجوه نقد در یک شرکت اشاره دارد و هدف آن اطمینان از نقدینگی کافی برای ایفای تعهدات جاری و سرمایه‌گذاری‌های آتی است (آپیو مایینگا^۱ و همکاران، ۲۰۲۴). نشان داده شده است که مدیریت کارآمد وجوه نقد، سودآوری را افزایش داده و هزینه‌های مالی را کاهش می‌دهد. در مقابل، مدیریت ریسک شامل شناسایی، ارزیابی و کنترل ریسک‌های مالی و عملیاتی به منظور کاهش تاثیرات منفی آن‌ها بر عملکرد مالی است (تانکلیفسکا^۲، ۲۰۲۳).

بر اساس نظریه جریان وجوه نقد آزاد جنسن (۱۹۸۶)، وجوه نقد مازاد ممکن است به دلیل تضاد منافع بین مدیران و سهامداران، بر عملکرد شرکت تاثیر منفی بگذارد. با این حال، مطالعات اخیر نشان می‌دهند که در برخی بازارهای نوظهور، جریان وجوه نقد آزاد می‌تواند بر عملکرد مالی تاثیر مثبت داشته باشد. علاوه بر این، مدیریت موثر چرخه تبدیل وجوه نقد (CCC) از طریق بهینه‌سازی موجودی و کاهش دوره‌های حساب‌های دریافتنی می‌تواند شاخص‌های کلیدی عملکرد مانند بازده دارایی‌ها (ROA) و بازده حقوق صاحبان سهام (ROE) را بهبود بخشد (پوسپیتا^۳ و همکاران، ۲۰۲۴).

در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، عواملی مانند نوسانات اقتصادی، تحریم‌ها و محدودیت‌های مالی، اهمیت مدیریت وجوه نقد و مدیریت ریسک را افزایش داده‌اند. تحقیقات رحمان و شارما (۲۰۲۰) نشان داده است که جریان وجوه نقد عملیاتی رابطه مثبت و معناداری با شاخص‌های عملکرد مالی، از جمله بازده دارایی‌ها و بازده حقوق صاحبان سهام دارد. در مقابل، ریسک‌های مالی مانند نوسانات ارزی و تغییرات قیمت مواد اولیه می‌توانند به طور نامطلوبی بر سودآوری شرکت‌ها تاثیر بگذارند (آریفاژ^۴ و همکاران، ۲۰۲۳).

در مجموع، ادبیات نظری و تجربی موجود نشان می‌دهد که ترکیبی از مدیریت کارآمد وجوه نقد و استراتژی‌های مناسب مدیریت ریسک می‌تواند منجر به بهبود عملکرد مالی شرکت‌ها شود. این امر به ویژه در بازارهای نوظهوری مانند ایران که با چالش‌های مالی، اقتصادی و سیاسی متعددی روبرو هستند، اهمیت دارد (لیتینووا^۵ و همکاران، ۲۰۲۴). بنابراین، بررسی رابطه بین این متغیرها در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌تواند راه‌حل‌های عملی برای ارتقای عملکرد مالی ارائه دهد.

۳- پیشینه داخلی و خارجی

در سال‌های اخیر، پژوهشگران ایرانی توجه ویژه‌ای به نقش مدیریت نقدینگی، جریان‌های نقدی و تحلیل ریسک در بهبود عملکرد مالی شرکت‌های بورسی نشان داده‌اند. آبرود و همکاران (۱۴۰۳) با بررسی ۱۱۰ شرکت بورسی طی یک دوره ده‌ساله دریافتند که سرمایه‌های عملیاتی و نگهداری نقدینگی اثر مثبت و معناداری بر کارایی مالی دارند. بادپا و همکاران (۱۴۰۳) نیز نشان دادند که قابلیت بازاریابی شرکت‌ها موجب ارتقای بازده سهام، ارزش و جریان‌های نقدی

1 Apiyo Mayienga

2 Tanklevska

3 Puspita

4 Arifaj

5 Litvinova

می‌شود، در حالی که اهرم مالی اثری منفی بر این شاخص‌ها دارد. رحمانی و رضایی (۱۴۰۳) تأکید کردند که مدیریت بهینه وجوه نقد با کاهش هزینه‌های استقراض، بازده سرمایه‌گذاری و ارزش بازار شرکت‌ها را افزایش می‌دهد. در همین راستا، تاروی‌وردی و متولی (۱۴۰۲) نیز با استفاده از داده‌های پانل، رابطه مثبت میان مدیریت جریان‌های نقدی و عملکرد مالی را تأیید کردند. علاوه بر این، سلیمی و موسوی (۱۴۰۲) نشان دادند که مدیریت همزمان نقدینگی و ریسک به کاهش ریسک‌های مالی و بهبود عملکرد شرکت‌ها منجر می‌شود. در نهایت، آرام و بهزادی (۱۴۰۱) به این نتیجه رسیدند که شرکت‌هایی با استراتژی‌های منظم و انعطاف‌پذیر در مدیریت نقدینگی و ریسک، توانسته‌اند در شرایط بحران اقتصادی عملکرد بهتری داشته باشند.

همچنین در در سطح جهانی، مطالعات متعددی به رابطه میان مدیریت جریان نقدی، ریسک و عملکرد مالی پرداخته‌اند. رومپوتیس^۱ (۲۰۲۴) در بورس آتن نشان داد که جریان‌های نقد عملیاتی رابطه مثبت با عملکرد مالی دارند، در حالی که جریان‌های نقد سرمایه‌گذاری و تأمین مالی اثری منفی بر آن می‌گذارند. خان^۲ و همکاران (۲۰۲۴) در بازارهای نوظهور آسیایی دریافتند که استقرار مدیریت ریسک سازمانی (CRM) نه تنها موجب کاهش ریسک می‌شود بلکه عملکرد شرکت‌ها را نیز بهبود می‌بخشد. در پژوهشی دیگر، لاغری^۳ و همکاران (۲۰۲۳) با استفاده از داده‌های شرکت‌های غیرمالی چین بیان کردند که تغییرات جریان نقدی می‌تواند به ارتقای عملکرد مالی، به‌ویژه در شرکت‌های با اهرم مالی پایین، منجر شود. همچنین، ماگراکیس^۴ و همکاران (۲۰۲۳) نشان دادند که کاهش سطح فساد و افزایش نگهداری وجوه نقد تأثیر مثبتی بر عملکرد شرکت‌ها دارد.

۴- فرضیه‌های پژوهش

۱- مدیریت وجوه نقد بر عملکرد مالی شرکت تأثیر معناداری دارد.

۲- مدیریت ریسک بر عملکرد مالی شرکت تأثیر معناداری دارد.

۵- روش شناسی

هدف اصلی این پژوهش بررسی تأثیر مدیریت وجوه نقد و مدیریت ریسک بر عملکرد مالی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران است. این تحقیق از نظر هدف، کاربردی بوده و از نظر روش، از نوع علی-پس‌رویدادی است که به تحلیل روابط بین متغیرها بر اساس داده‌های تاریخی می‌پردازد. روش آماری مورد استفاده نیز همبستگی است که به دنبال کشف و بررسی وجود رابطه بین متغیرهاست.

جامعه آماری این تحقیق شامل تمامی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران است. با استفاده از روش نمونه‌گیری حذفی سیستماتیک، شرکت‌هایی که معیارهای خاصی مانند فعال بودن در بورس از سال ۱۳۹۶، داشتن سال مالی منتهی به ۲۹ اسفند، و عدم تعلق به گروه‌های واسطه‌گری مالی، بیمه و سرمایه‌گذاری را دارا نبوده‌اند، حذف شده‌اند. در نهایت، با اعمال این فیلترها، ۱۱۷ شرکت برای دوره هفت‌ساله ۱۳۹۶ تا ۱۴۰۲ انتخاب شدند. این امر منجر به ۸۱۹ مشاهده سال-شرکت شد که به دلیل ماهیت پژوهش (بررسی کل جامعه غربالگری شده)، نمونه آماری بر جامعه آماری منطبق است.

1 Rompotis

2 Khan

3 Laghari

4 Magerakis

مدل آماری این پژوهش بر پایه تحلیل رگرسیون چندگانه با استفاده از نرم افزار EViews طراحی شده است. متغیر وابسته پژوهش، عملکرد مالی است که با نسبت بازده دارایی‌ها (ROA) اندازه‌گیری می‌شود. متغیرهای مستقل شامل مدیریت وجوه نقد (CFO) و مدیریت ریسک (RISK) هستند. همچنین، برای کنترل اثرات سایر عوامل، متغیرهای کنترلی مانند اندازه شرکت (SIZE)، اهرم مالی (LEV) و سن شرکت (AGE) در مدل لحاظ شده‌اند.

- ROA (بازده دارایی): نسبت سود خالص به مجموع دارایی‌ها.
- CFO (مدیریت وجوه نقد): نسبت جریان‌های نقدی حاصل از فعالیت‌های عملیاتی به مجموع دارایی‌ها.
- RISK (مدیریت ریسک): نسبت انحراف استاندارد فروش خالص سالانه به انحراف استاندارد بازده دارایی‌ها.
- SIZE (اندازه شرکت): لگاریتم طبیعی مجموع دارایی‌ها.
- LEV (اهرم مالی): نسبت مجموع بدهی‌ها به مجموع دارایی‌ها.
- AGE (سن شرکت): لگاریتم سن شرکت در بورس.

داده‌های لازم برای این پژوهش از طریق روش کتابخانه‌ای (برای مبانی نظری و پیشینه تحقیق) و روش مراجعه به اسناد و مدارک (برای داده‌های مالی شرکت‌ها) جمع‌آوری شده است. داده‌ها از نرم‌افزار ره‌آورد نوین و سایت رسمی سازمان بورس و اوراق بهادار تهران استخراج شده‌اند. در بخش تحلیل داده‌ها، ابتدا از آمار توصیفی (مانند میانگین و انحراف معیار) برای ارائه یک دید کلی از متغیرها استفاده شده است. سپس، برای اطمینان از اعتبار مدل رگرسیونی، پیش‌فرض‌های رگرسیون مورد آزمون قرار گرفته‌اند:

- آزمون نرمال بودن داده‌ها: با استفاده از آزمون جا-گو-برا.
 - آزمون عدم هم‌خطی: با استفاده از ماتریس همبستگی که ضریب همبستگی بین متغیرهای مستقل باید کمتر از ۰٫۵ باشد.
 - آزمون عدم خودهمبستگی: با استفاده از آزمون دوربین-واتسون برای بررسی استقلال خطاها.
- پس از تأیید این پیش‌فرض‌ها، فرضیه‌های پژوهش با استفاده از تحلیل رگرسیون چندگانه در نرم‌افزار EViews و در سطح اطمینان ۹۵٪ مورد آزمون قرار می‌گیرند.

۶- یافته‌های پژوهش

در پژوهش حاضر ابتدا آمارهای توصیفی برای متغیرهای مدل رگرسیون ارائه می‌شود. شاخص‌های توصیف داده‌ها، شامل شاخص‌های مرکزی (مانند میانگین و میانه)، شاخص‌های پراکندگی (مانند واریانس و انحراف معیار) و شاخص‌های شکل توزیع (مانند شاخص چولگی و کشیدگی) برای تک‌تک متغیرهای پژوهش محاسبه خواهد شد. این آمارها شمای کلی از تک‌تک متغیرهای مدل به دست می‌دهد.

آمار توصیفی متغیرهای پژوهش که با استفاده از داده‌های ۱۱۷ شرکت فعال در بورس و اوراق بهادار تهران، طی دوره‌های زمانی بین سال‌های ۱۳۹۶ تا ۱۴۰۲ اندازه‌گیری شده‌اند، شامل تعداد مشاهدات، میانگین، انحراف معیار، حداقل، حداکثر، ضریب چولگی و ضریب کشیدگی است که در جدول زیر ارائه شده است.

جدول ۱. آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

پنل - متغیرهای پیوسته									
نام متغیر	نماد	تعداد مشاهدات	میانگین	میان	حداکثر	حداقل	انحراف معیار	چولگی	کشیدگی
عملکرد مالی	ROA	۸۱۹	۰,۱۳۱۰	۰,۱۱۳۷	۰,۶۲۳۴	-۰,۳۲۶۹	۰,۱۳۵۳	۰,۳۱۰۸	۴,۰۰۵۳
مدیریت وجوه نقد	CFO	۸۱۹	۰,۱۰۹۷	۰,۰۹۶۷	۰,۶۴۲۵	-۰,۴۶۰۱	۰,۱۲۳۶	۰,۴۱۱۳	۵,۰۷۴۰
مدیریت ریسک	RISK	۸۱۹	۰,۰۶۶۹	۰,۰۵۳۹	۰,۳۱۲۰	۰,۰۰۴۹	۰,۰۵۰۰	۱,۶۲۷۶	۶,۱۵۴۸
اندازه شرکت	SIZE	۸۱۹	۱۴,۳۵۲۱	۱۴,۱۷۶۱	۱۹,۷۷۳۹	۱۰,۵۳۳۰	۱,۴۶۶۹	۰,۸۰۵۰	۴,۳۳۲۲
اهرم مالی	LEV	۸۱۹	۰,۵۸۱۰	۰,۵۹۵۲	۱,۵۶۵۶	۰,۰۱۲۷	۰,۲۲۱۹	-۰,۰۲۵۷	۳,۵۷۵۲
سن شرکت	AGE	۸۱۹	۳,۶۷۱۱	۳,۷۸۴۲	۴,۲۰۴۷	۲,۶۳۹۱	۰,۳۳۵۲	-۰,۸۴۴۷	۲,۸۲۹۱

در جدول فوق، برخی از مفاهیم آمار توصیفی متغیرها شامل میانگین، میان، حداکثر مشاهدات، حداقل مشاهدات، چولگی و کشیدگی ارائه شده است. در این میان، پارامترهای مرکزی، دسته‌ای از پارامترهای توصیفی-کننده‌ی یک توزیع آماری هستند که ویژگی داده‌ها را نسبت به مرکز توزیع بیان می‌کنند. میانگین به عنوان نقطه تعادل و مرکز ثقل یک توزیع آماری، یکی از شاخص‌های مرکزی مناسب برای نشان دادن مرکزیت داده‌هاست. در جدول ۱-۴ تعداد مشاهدات مربوط به شرکت‌های مورد مطالعه ۸۱۹ (۱۱۷ شرکت در ۷ سال) است. عملکرد مالی $0/131 \pm 0/135$ ، مدیریت وجوه نقد $0/110 \pm 0/124$ ، مدیریت ریسک $0/067 \pm 0/050$ ، اندازه شرکت $14/352 \pm 1/467$ ، اهرم مالی $0/581 \pm 0/222$ و سن شرکت $3/671 \pm 0/3352$ می‌باشد.

دسته‌ای دیگر از پارامترهای توصیفی‌کننده‌ی جامعه، پارامترهای پراکندگی هستند. پارامترهای پراکندگی، معیاری برای تعیین میزان پراکندگی داده‌ها از یکدیگر یا میزان پراکندگی آن‌ها نسبت به میانگین است. از جمله مهم‌ترین پارامترهای پراکندگی، انحراف معیار است. هرچه قدر میزان انحراف معیار یک توزیع آماری بیشتر باشد، نشان‌دهنده‌ی این است که این داده‌ها، دارای پراکندگی بیشتری هستند. در میان متغیرهای این پژوهش اندازه شرکت بیشترین پراکندگی مدیریت ریسک کمترین پراکندگی را دارد؛ اما نکته‌ای که باید به آن توجه داشت عدم یکسان بودن واحد سنجش این دو متغیر است و لذا اختلافی که در میزان بیشترین و کمترین انحراف معیار متغیرها مشاهده می‌شود، دلیلی بر عدم مناسب بودن داده‌ها برای برآورد نیست. چولگی بیانگر عدم تقارن منحنی فراوانی است. اگر ضریب چولگی صفر باشد جامعه کاملاً متقارن است و چنانچه ضریب مثبت باشد، چولگی به راست و اگر منفی باشد، چولگی به چپ وجود دارد. با در نظر گرفتن ضریب چولگی انواع متغیرها، مشخص می‌شود که توزیع متغیرهای پژوهش به جزء اهرم مالی و سن شرکت به‌طور کلی از چولگی به سمت راست (چولگی مثبت) برخوردار است؛ این بدان معناست که توزیع جامعه، توزیع نامتقارن با کشیدگی به سمت مقادیر بالاتر بوده است.

کشیدگی نشان‌دهنده ارتفاع یک توزیع است. به عبارت دیگر کشیدگی معیاری از بلندی منحنی در نقطه ماکزیمم است و مقدار کشیدگی برای توزیع نرمال برابر ۳ است. کشیدگی مثبت یعنی قله توزیع موردنظر از توزیع نرمال بالاتر و کشیدگی منفی نشانه پایین‌تر بودن قله از توزیع نرمال است؛ که در اینجا کشیدگی اکثر متغیرهای پژوهش مثبت است.

تحلیل داده‌ها

در این بخش قصد داریم که با استفاده از روش داده‌های ترکیبی (پنل دیتا) به برآورد مدل زیر بپردازیم.

مدل پژوهش (۱)

$$ROA = \beta_0 + \beta_1 CFO_{it} + \beta_2 RISK_{it} + \beta_3 SIZE_{it} + \beta_4 LEV_{it} + \beta_5 AGE_{it} + \varepsilon_{it}$$

که i تعداد شرکت‌ها و t بیانگر دوره زمانی ۱۳۹۶ تا ۱۴۰۲ است.

قبل از تخمین (برآورد) مدل‌های فوق به بررسی پیش فرض‌های زیر پرداخته می‌شود.

بررسی نرمال بودن جملات خطا

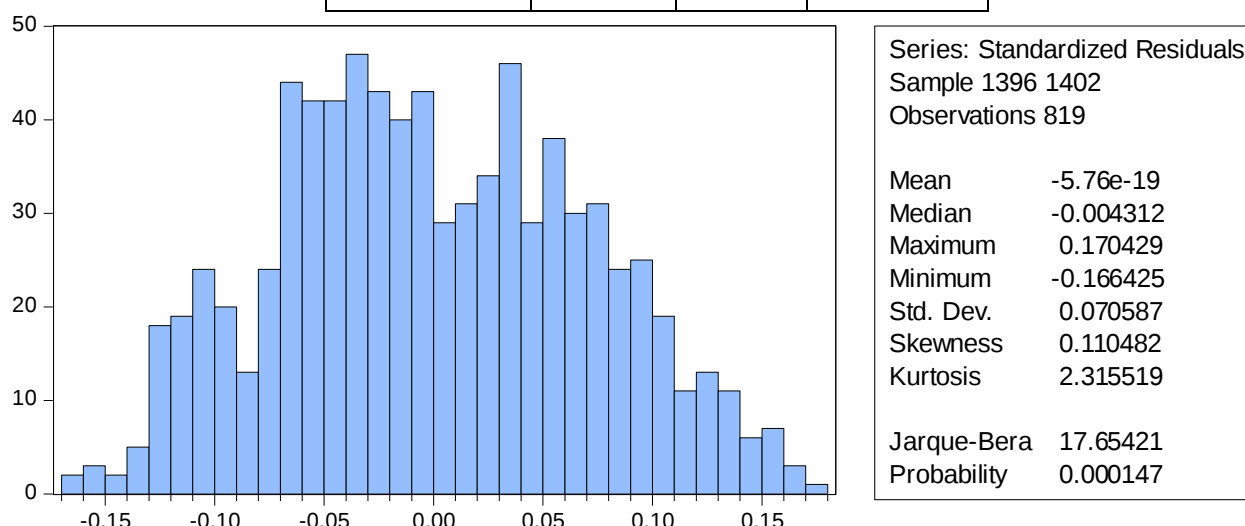
با توجه به اهمیت نرمال بودن جملات خطا در مدل پژوهش از آزمون جارکو برا استفاده می‌شود:

فرض صفر: جملات خطا نرمال هستند.

فرض مقابل: جملات خطا نرمال نیستند.

جدول ۲. نتایج آزمون جارکو برا

نام متغیر	تعداد	آماره	سطح معناداری
مدل پژوهش	۸۱۹	۱۷/۰۰۰۲	۰/۰۰۰



نمودار ۱. آزمون جارکو برا بررسی نرمال بودن جملات خطا مدل پژوهش

در این آزمون فرض بر این است که جملات خطا نرمال نیستند مگر اینکه خلاف آن اثبات شود بنابراین، با توجه به جدول بالا چون سطح معنی داری برای مدل پژوهش پژوهش کمتر از ۰/۰۵ است لذا فرض صفر برای آن‌ها رد شده و جملات خطا نرمال نیستند. با توجه به قضیه حد مرکزی اگر تعداد زیاد از یک توزیع دلخواه نمونه برداری (با تعداد کافی بزرگتر مساوی ۳۰) کنیم توزیع میانگین نمونه‌ها به سمت توزیع نرمال خواهد رفت. هم‌چنین میانگین توزیع گرفته برابر با میانگین جامعه اصلی است که از آن نمونه برداری کردیم. انحراف معیار توزیع حاصل نیز برابر با نسبت انحراف معیار توزیع اصلی به جذر اندازه نمونه است. با توجه به قضیه حد مرکزی مدل پژوهش نرمال است. هم‌چنین چولگی و کشیدگی متغیرها در بازه امن و قابل قبول (۳+ و ۳-) قرار دارد که نشان از جمع آوری داده‌های مطلوب بوده بطوری که میتوان با اطمینان بالا نتایج نمونه را به جامعه آماری تعمیم داد.

عدم وجود خود همبستگی جمله خطا (باقیمانده‌ها)

این فرض مدل کلاسیک رگرسیون خطی بیان می‌دارد که بین جملات باقیمانده رگرسیون، همبستگی وجود نداشته باشد. برای بررسی استقلال باقیمانده‌ها از آزمون خود همبستگی سریالی بروش-گادفری^۱ استفاده شده است که فرضیه‌های آن به شرح زیر است:

H_0 : عدم وجود خود همبستگی جمله خطا

H_1 : وجود خود همبستگی جمله خطا

نتایج حاصل از آزمون خود همبستگی سریالی بروش-گادفری نشان می‌دهد که با توجه به اینکه در سطح اطمینان ۹۵٪ مقدار احتمال آماره F ، در مدل پژوهش بیشتر ۵٪ می‌باشد بنابراین می‌توان فرض صفر را در مدل تأیید کرد لذا می‌توان گفت که فرض عدم وجود خود همبستگی جزء خطا در مدل پژوهش برقرار است.

جدول ۳. آزمون همبستگی سریالی LM

نام متغیر	نوع آماره	احتمال آماره	سطح معناداری
مدل پژوهش	$F(2, 811)$	۱۱۲/۴۷۷۵	۰/۰۰۰

با توجه به جدول ۴-۴ مشاهده می‌شود مدل پژوهش مشکل وجود همبستگی جمله خطا وجود دارد. اگر مدل با الگوی اثرات ثابت مقطعی برآورد شده باشد، می‌توان از آزمون و وولدریج^۲ (۲۰۰۲) برای شناسایی خودهمبستگی سریالی مرتبه اول بهره برد و برای رفع مشکل خود همبستگی مرتبه اول می‌توان عبارت $ar(1)$ را به مدل افزود. با این حال، اگر مدل با الگوهای اثرات ثابت یا تصادفی زمانی برآورد شده باشد؛ امکان استفاده $ar(1)$ در برآورد مدل نیست و به ناچار از وقفه جمله باقیمانده مدل اولیه، استفاده می‌گردد. با این وجود مدل‌ها از وقفه جمله باقیمانده مدل استفاده شده است.

ثابت بودن واریانس جمله خطا (باقیمانده‌ها)

یکی دیگر از فروض رگرسیون خطی این است که تمامی جملات باقیمانده دارای واریانس برابر باشند. در عمل ممکن است این فرض چندان صادق نبوده و به دلایل مختلفی از قبیل شکل نادرست تابع مدل، وجود نقاط پرت، شکست ساختاری در جامعه آماری و ... شاهد پدیده ناهمسانی واریانس باشیم. برای بررسی این مشکل آزمون‌های مختلفی توسط اقتصاددانان معرفی شده است. در این مطالعه فرض ناهمسانی واریانس باقیمانده‌ها از طریق آزمون بروش-پاگان-گودفری مورد بررسی قرار گرفت؛ که نتایج آن در جدول زیر نشان داده شده است.

فرض صفر: وجود همسانی واریانس باقیمانده‌ها.

فرض مقابل: وجود ناهمسانی واریانس باقیمانده‌ها.

جدول ۴. آزمون بروش-پاگان-گودفری

نام متغیر	نوع آماره	احتمال آماره	سطح معناداری
مدل پژوهش	$F(5, 813)$	۲/۷۹۵۱	۰/۰۰۰۰

1 Breusch-Godfrey

2 Wooldrige

در این آزمون فرض بر ناهمسانی واریانس باقیمانده‌ها است که با توجه به جدول فوق و معنادار بودن مدل‌های پژوهش، فرضیه ما مبنی بر وجود همسانی واریانس در مدل پژوهش پذیرفته نمی‌شود، الگوها دارای ناهمسانی واریانس می‌باشد و نمی‌توان از رگرسیون خطی استفاده نمود و نیاز به استفاده از روش حداقل مربعات تعمیم یافته (GLS) است.

عدم وجود هم خطی بین جملات توضیحی

هم خطی به معنای وجود رابطه شدید بین متغیرهای مستقل و کنترلی موجود در مدل است. در صورت وجود هم خطی، ضرایب برآوردی الگو دارای خطای معیار بالایی خواهد بود و در نتیجه این مسأله باعث می‌شود که تعداد متغیرهای معنی‌دار در معادله کاهش یابد. در این معادله برای بررسی عدم وجود هم خطی از معیار عامل تورم واریانس (VIF) استفاده شد. وقتی که شاخص تورم واریانس کمتر از ۱۰ باشد، نشان‌دهنده عدم وجود هم خطی است. نتایج حاصل از این آزمون نشان می‌دهد؛ که میزان تورم واریانس متغیرهای مستقل و کنترلی در حد مجاز خود قرار داشته و لذا از این بابت مشکلی وجود ندارد.

جدول ۵. نتایج حاصل از آزمون عدم وجود هم خطی بین جملات توضیحی در مدل دوم پژوهش

متغیر	نماد	واریانس ضریب	عامل تورم واریانس
ضریب ثابت	C	NA	NA
مدیریت وجوه نقد	CFO	۰,۹۶۳۱۴۸	۱,۰۳۸۲۶۲
مدیریت ریسک	RISK	۰,۹۹۰۸۳۶	۱,۰۰۹۲۴۸
اندازه شرکت	SIZE	۰,۹۸۵۲۱۱	۱,۰۱۵۰۱۱
اهرم مالی	LEV	۰,۹۶۷۰۸۵	۱,۰۳۴۰۳۶
سن شرکت	AGE	۰,۹۹۳۰۹۴	۱,۰۰۶۹۵۴

عدم وجود خودهمبستگی جز خطا

این فرض مدل کلاسیک رگرسیون خطی بیان میدارد که بین جملات باقیمانده رگرسیون، همبستگی وجود نداشته باشد. برای بررسی استقلال باقیمانده‌ها از آماره دوربین واتسون استفاده شده است. اگر مقدار آماره دوربین واتسون نزدیک به عدد دو باشد، استقلال باقیمانده‌ها پذیرفته می‌شود؛ اما اگر این آماره خارج از محدوده مجاز (۲/۵، ۱/۵) باشد. به منظور رفع خودهمبستگی از تکنیک تأخیر (وقفه) زمانی مرتبه اول $AR(1)$ استفاده می‌شود. نتایج تخمین مدل‌های پژوهش نشان می‌دهد، میزان این آماره در مدل در محدوده مجاز خود قرار دارند و لذا دلیلی برای رد عدم وجود خودهمبستگی بین جملات باقیمانده وجود ندارد. به عبارت دیگر، فرض عدم وجود خودهمبستگی جزء خطا در مدل‌های مورد استفاده در پژوهش برقرار است.

جدول ۶. نتایج حاصل از آزمون عدم وجود خودهمبستگی جزء خطا

مدل پژوهش	نوع آماره	مقدار آماره
مدل پژوهش	دوربین-واتسون	۱/۹۸۸۳

تحلیل یافته‌ها

آزمون تشخیص مدل (آزمون چاو)

قبل از تخمین مدل‌ها، ابتدا باید مشخص شود که اصولاً نیازی به در نظر گرفتن ساختار پانل داده‌ها (تفاوت‌ها یا اثرات خاص شرکت‌ها) وجود دارد یا این که می‌توان داده‌های مربوط به شرکت‌های مختلف را با استفاده از روش تلفیقی (Pooling) روی هم ریخت و از آن در تخمین مدل استفاده کرد. در تخمین‌های تک معادله‌ای، برای اخذ تصمیم از آماره آزمون F لیمر استفاده می‌شود. در این آزمون فرض H_0 استفاده از روش داده‌های تلفیقی (Pooling) را در مقابل فرض H_1 یعنی استفاده از روش داده‌های تابلویی (Panel) نشان می‌دهد.

فرض صفر: روش داده‌های تلفیقی (Pooling) مناسب است.

فرض مقابل: روش داده‌های تابلویی (Panel) مناسب است.

جدول ۷. نتایج آزمون F لیمر برای مدل پژوهش

آماره آزمون	درجه آزادی	مقدار p	نتیجه
۶/۸۳۹۶	(۱۱۶،۹۶۷)	۰/۰۰۰	استفاده از داده‌های تابلویی

همان‌گونه که در جدول ۴-۱۰ مشاهده می‌شود فرض صفر مبنی بر برابری همه اثرات خاص شرکت‌ها در مورد مدل پژوهش رد می‌شود ($p < ۰/۰۵$). این بدان معنی است که نمی‌توان مدل پژوهش را با روی هم ریختن داده‌های مربوط به شرکت‌های مورد مطالعه و به روش Pooling تخمین زد بلکه باید از روش داده‌های پانل استفاده کرد. به عبارتی کارآمدی برآورد مدل پژوهش با استفاده از داده‌های پانل برای ۱۱۷ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران مشخص می‌شود.

آزمون تشخیص نوع مدل (آزمون هاسمن)

بعد از اینکه با استفاده از آزمون F لیمر نتیجه شد که برای برآورد مدل‌های مورد نظر باید از روش پانل استفاده کرد در ادامه برای تشخیص اینکه در برآورد مدل‌های پانل دیتا کدام روش (مدل اثرات ثابت یا مدل اثرات تصادفی) مناسب است، از آزمون هاسمن استفاده می‌شود. در این آزمون، فرض صفر بیانگر مناسب بودن مدل اثرات تصادفی است و رد فرض صفر به منزله کاراتر بودن مدل اثرات ثابت برای تخمین مدل تحقیق است.

فرض صفر: مدل اثرات تصادفی مناسب است.

فرض مقابل: مدل اثرات ثابت مناسب است.

جدول ۸. نتایج آزمون هاسمن برای مدل پژوهش

آماره آزمون	درجه آزادی	مقدار p	نتیجه
۷۸/۲۳۶۰	۵	۰/۰۰۰	استفاده از مدل اثرات ثابت

همان‌گونه که در جدول ۴-۱۱ مشاهده می‌شود فرض صفر کاراتر بودن مدل اثرات تصادفی برای شرکت‌های مورد مطالعه رد می‌شود ($p < ۰/۰۵$). به عبارتی نتایج بیانگر تأیید اثرات ثابت در برابر اثرات تصادفی است بنابراین مدل پژوهش برای ۱۱۷ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران باید به صورت اثرات ثابت تخمین زده شود.

فرضیات پژوهش

مدل پژوهش

(۱) مدیریت وجوه نقد بر عملکرد مالی تاثیر معناداری دارد.

(۲) مدیریت ریسک بر عملکرد مالی شرکت تأثیر معناداری دارد.

جدول ۹. نتایج بررسی ضرایب جزئی (مدل) با روش ثابت با توجه به ناهمسانی مدل

متغیر وابسته: عملکرد مالی، تعداد دوره: ۷، تعداد تقاطع: ۱۱۷، تعداد ترکیب موزون: ۸۱۹						
$ROA = \beta_0 + \beta_1 CFO_{it} + \beta_2 RISK_{it} + \beta_3 SIZE_{it} + \beta_4 LEV_{it} + \beta_5 AGE_{it} + \varepsilon_{it}$						
نتیجه	احتمال	آماره t	خطای استاندارد	ضرایب	نماد	متغیرها
معنادار	۰,۰۰۰۰	۶,۷۴۳۵	۰,۱۳۵۶	۰,۹۱۴۲	C	ضریب ثابت
معنادار	۰,۰۰۰۰	۹,۲۹۷۴	۰,۰۱۵۰	۰,۱۳۹۲	CFO	مدیریت وجوه نقد
معنادار	۰,۰۰۳۵	-۲,۹۳۴۳	۰,۰۶۷۶	-۰,۱۹۸۵	RISK	مدیریت ریسک
معنادار	۰,۰۰۰۰	۴,۱۵۳۰	۰,۰۰۷۰	۰,۰۲۹۱	SIZE	اندازه شرکت
معنادار	۰,۰۰۰۰	-۱۲,۹۲۲۶	۰,۰۲۰۱	-۰,۲۶۰۱	LEV	اهرم مالی
معنادار	۰,۰۰۰۰	-۴,۶۷۶۱	۰,۰۵۱۲	-۰,۲۳۹۶	AGE	سن شرکت
معنادار	۰,۰۰۰۰	۳۶,۳۰۸۲	۰,۰۲۲۴	۰,۸۱۴۳	AR(1)	وقفه مدل
۰/۷۹۳۸			R-squared		ضریب تعیین	
۰/۷۹۲۰			Adjusted R-squared		ضریب تعیین تعدیل شده	
۴۴۵/۹۳۱۸			F-statistic		آماره F	
۰/۰۰۰			Prob(F-statistic)		احتمال	
۱/۹۸۸۳			Durbin-Watson stat		آماره دوربین-واتسون	

منبع: یافته‌های پژوهشگر

بررسی اعتبار و قدرت الگو:

آزمون F: در یک معادله رگرسیون چند متغیره، چنانچه هیچ رابطه‌ای میان متغیر وابسته و متغیرهای مستقل وجود نداشته باشد، باید تمامی ضرایب متغیرهای مستقل در معادله، مساوی صفر باشند. از این رو، باید معنادار بودن معادله رگرسیون مورد آزمون قرار گیرد. این کار با استفاده از آماره F انجام می‌شود. همان‌طور که در جدول فوق ملاحظه می‌شود، مقدار آماره F و سطح معناداری مربوط به این آماره، بیانگر این است که فرضیه صفر آماری که همان بی-معنا بودن کل مدل (صفر بودن تمام ضرایب) است، رد می‌شود و مدل رگرسیون برآورد شده، در کل معنادار است. ضریب تعیین R2: معیاری است که قدرت رابطه میان متغیر وابسته و متغیرهای مستقل را تشریح می‌کند. مقدار این ضریب در واقع مشخص کننده آن است که چند درصد از تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای مستقل توضیح داده می‌شود. در این مدل، ضریب تعیین برابر با ۰/۷۹۴ است؛ یعنی ۷۹٪ از تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای مستقل قابل توضیح است.

ضریب تعیین تعدیل‌شده: این ضریب با ضریب تعیین برابر نیست، احتمالاً از دلایل وجود تفاوت بین میزان ضریب تعیین و ضریب تعیین تعدیلی وجود متغیرهای اضافی است که با داشتن اثر معنادار بر متغیر وابسته موجب کاهش کاذب در ضریب تعیین شده باشند.

بررسی اعتبار باقیمانده‌ها:

خودهمبستگی: نتایج حاصل از بررسی خودهمبستگی جملات خطا با استفاده از آماره دورین واتسون انجام می‌گیرد که با توجه به این که آماره به‌دست آمده در دامنه $1/5$ و $2/5$ قرار دارد، بیانگر نبود خودهمبستگی بین خطاهای مدل است.

نتیجه:

آزمون t: بتوجه به مقدار ضریب مثبت رگرسیونی مدیریت وجوه نقد می‌توان نتیجه مدیریت وجوه نقد با عملکرد مالی، شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه مثبت (مستقیم) معناداری دارد ($p < 0/05$). فرضیه اول مورد تایید است.

با توجه به مقدار منفی ضریب رگرسیونی مدیریت ریسک می‌توان نتیجه مدیریت ریسک با عملکرد مالی، شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه منفی (معکوس) معناداری دارد ($p < 0/05$). فرضیه دوم مورد تأیید است. نتایج نشان می‌دهد که در سطح اطمینان 95% مقادیر t ، برای تمام متغیرها در ناحیه رد فرض صفر قرار می‌گیرد یعنی متغیرها در مدل معنی‌دار هستند. نتایج حاصل از متغیرهای کنترلی نشان می‌دهد و اندازه شرکت تأثیر مثبت و معناداری بر عملکرد مالی دارند. همچنین نتایج نشان می‌دهد که سن شرکت و اهرم مالی تأثیر منفی و معناداری بر عملکرد مالی دارد.

خلاصه نتایج آزمون فرضیه پژوهش

در این پژوهش به بررسی تأثیر مدیریت ریسک و مدیریت وجوه نقد بر عملکرد مالی شرکت در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران تدوین شده است. نتایج حاصل از آزمون فرضیه پژوهش به شرح جدول شماره زیر بیان شده است.

جدول ۱۰. نتایج فرضیه‌ها

عنوان فرضیه	نتیجه	نوع تأثیر
فرضیه اول: مدیریت وجوه نقد بر عملکرد مالی تأثیر معناداری دارد.	عدم رد فرضیه	مثبت
فرضیه دوم: مدیریت ریسک بر عملکرد مالی شرکت تأثیر معناداری دارد.	عدم رد فرضیه	منفی

۷- نتیجه گیری

این پژوهش با هدف بررسی تأثیر مدیریت ریسک و مدیریت وجوه نقد بر عملکرد مالی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، داده‌های مربوط به ۱۱۷ شرکت را در بازه زمانی ۱۳۹۶ تا ۱۴۰۲ مورد تحلیل قرار داد. یافته‌های این تحقیق که با استفاده از روش رگرسیون چند متغیره و نرم‌افزار ایویوز به‌دست آمده‌اند، تصویر روشنی از روابط میان متغیرهای اصلی ارائه می‌دهند و به‌طور جامع در این بخش مورد بررسی قرار می‌گیرند.

تأثیر مدیریت وجوه نقد بر عملکرد مالی شرکت

نتایج آزمون فرضیه اول نشان داد که مدیریت وجوه نقد بر عملکرد مالی شرکت (با معیار بازده دارایی ها یا ROA) تأثیر مثبت و معناداری دارد. این یافته، اهمیت حیاتی مدیریت بهینه نقدینگی در بهبود سودآوری و ارزش شرکت را تأیید می‌کند. از منظر تئوریک، نقدینگی کافی و مدیریت کارآمد آن، به شرکت‌ها امکان می‌دهد تا نه تنها تعهدات مالی خود را به موقع ایفا کنند، بلکه از فرصت‌های سرمایه‌گذاری سودآور نیز بهره‌مند شوند. این امر موجب کاهش هزینه‌های استقراض و افزایش بازده سرمایه‌گذاری‌ها می‌شود که در نهایت به بهبود شاخص‌های عملکرد مالی منجر می‌گردد. یافته‌های این پژوهش با مطالعات پیشین، از جمله پژوهش‌های گارسیا-تروئل و مارتینز-سولانو (۲۰۰۷) و رحمانی و رضایی (۱۴۰۳)، همسو است و بر نقش کلیدی مدیریت وجوه نقد به عنوان یک عامل توانمند ساز در افزایش عملکرد مالی شرکت‌ها تأکید دارد.

تأثیر مدیریت ریسک بر عملکرد مالی شرکت

یافته‌های مربوط به فرضیه دوم، رابطه منفی و معناداری را بین مدیریت ریسک و عملکرد مالی شرکت نشان می‌دهد. این نتیجه در نگاه اول ممکن است غیرمنتظره به نظر برسد، اما با توجه به ماهیت مدیریت ریسک و تئوری‌های مالی قابل توجه است. مدیریت ریسک فرآیندی هزینه‌بر و بلندمدت است که در کوتاه‌مدت، ممکن است بازده مالی مشهودی نداشته باشد. اجرای سیستم‌های پیچیده مدیریت ریسک، استخدام متخصصین و استفاده از ابزارهای مالی گران‌قیمت می‌تواند هزینه‌های عملیاتی شرکت را افزایش داده و به صورت موقت بر سودآوری آن تأثیر منفی بگذارد. علاوه بر این، رویکردهای بیش از حد محافظه‌کارانه در مدیریت ریسک ممکن است شرکت را از سرمایه‌گذاری در پروژه‌های پرریسک اما بالقوه بسیار سودآور بازدارد، که این امر نیز می‌تواند به کاهش عملکرد مالی در مقایسه با شرکت‌های ریسک‌پذیرتر منجر شود. این نتایج با برخی تحقیقات (مانند بادپا و همکاران، ۱۴۰۳) همخوانی دارد و نشان می‌دهد که رابطه میان مدیریت ریسک و عملکرد مالی پیچیده است و بسته به نوع صنعت، استراتژی شرکت و شرایط اقتصادی متفاوت عمل می‌کند.

محدودیت‌های پژوهش

هر تحقیق علمی با محدودیت‌هایی روبه‌رو است که نتایج آن را تحت تأثیر قرار می‌دهد. یکی از مهم‌ترین محدودیت‌های این پژوهش، نبود یک پایگاه داده منظم و سازمان‌یافته برای دسترسی به اطلاعات دقیق و کامل شرکت‌ها بود که جمع‌آوری داده‌ها را با چالش مواجه ساخت. همچنین، محدوده زمانی تحقیق به سال‌های ۱۳۹۶ تا ۱۴۰۲ محدود می‌شود و نمی‌توان نتایج آن را به طور قطعی به دوره‌های زمانی پیشین یا آتی تعمیم داد. علاوه بر این، انجام تحقیق در بورس اوراق بهادار تهران به این معناست که یافته‌ها صرفاً به شرکت‌های بورسی قابل تعمیم هستند. در نهایت، اثر تورم بر صورت‌های مالی، ممکن است تصویری غیرواقعی از وضعیت مالی شرکت‌ها ارائه دهد و در صورت لحاظ نکردن آن، نتایج تحلیل‌ها تحت تأثیر قرار گیرند.

پیشنهادهای کاربردی

بر اساس یافته‌های این پژوهش، چندین پیشنهاد کاربردی برای مدیران و تصمیم‌گیران مالی ارائه می‌شود. مدیران باید با تدوین سیاست‌های مدون و انعطاف‌پذیر در مدیریت وجوه نقد، نقدینگی شرکت را در سطح بهینه حفظ کرده و مازاد آن را در دارایی‌های نقدشونده و کم‌ریسک سرمایه‌گذاری کنند. در زمینه مدیریت ریسک، پیشنهاد می‌شود که

شرکت‌ها ساختاری یکپارچه برای شناسایی و کنترل ریسک‌ها ایجاد کنند و از ابزارهای نوین مالی مانند هدرجینگ (پوشش ریسک) برای کاهش اثر نوسانات بازار بهره ببرند. همچنین، افزایش شفافیت اطلاعاتی و گزارش‌دهی دقیق در خصوص ریسک‌های موجود می‌تواند به افزایش اعتماد سرمایه‌گذاران و کاهش هزینه سرمایه منجر شود.

پیشنهادها برای تحقیقات آتی

برای تعمیق و گسترش دانش در این زمینه، محققان آتی می‌توانند به بررسی نقش متغیرهای تعدیل‌گر و میانجی در روابط بین مدیریت وجوه نقد، مدیریت ریسک و عملکرد مالی بپردازند. به‌عنوان مثال، می‌توان نقش کیفیت افشا را در رابطه میان مدیریت وجوه نقد و عملکرد مالی مورد مطالعه قرار داد. همچنین، تأثیر نوسانات اقتصادی مانند تورم و نرخ ارز بر اثربخشی مدیریت ریسک در شرکت‌های ایرانی می‌تواند یک موضوع پژوهشی جذاب باشد. مطالعه تطبیقی مدیریت وجوه نقد در صنایع مختلف (مانند صنایع سرمایه‌بر در برابر صنایع نیروی‌کاربر) و بررسی تأثیر چابکی مالی بر عملکرد شرکت، می‌تواند به یافته‌های ارزشمندی منجر شود.

منابع و مآخذ

- آبرود، علیرضا، درخشان، عبدالناصر، احمدی فارسانی، فرشید. (۱۴۰۳). بررسی تأثیر سرمایه عملیاتی و نگهداری وجوه نقد بر عملکرد مالی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران در دهه ۹۰ شمسی. اقتصاد پولی مالی، (۱)، ۲۳۵-۲۵۷.
- آرام، ف.، و بهزادی، م. (۱۴۰۱). تحلیل تأثیر بحران‌های اقتصادی بر استراتژی‌های مدیریت وجوه نقد و ریسک در شرکت‌های ایرانی. فصلنامه مالی و حسابداری، ۱۵(۲)، ۷۸-۹۱.
- بادپا، ب.، اخترشناس، د.، و فرخی نژاد، م. (۲۰۲۵). تأثیر قابلیت بازاریابی شرکت بر بازده آن بر سهام، ارزش شرکت و جریان‌های نقدی با استفاده از رویکرد مرزی تصادفی. مجله دانش حسابداری و حسابرسی مدیریت، ۱۴(۵۴)، ۱-۱۶.
- تاری وردی، یداله، متولی، رضا. (۱۴۰۲). بررسی تأثیر مدیریت جریان‌های نقدی بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته‌شده بورس اوراق بهادار تهران. چشم انداز حسابداری و مدیریت، ۶(۷۹)، ۳۸-۴۷.
- رحمانی، ع.، و رضایی، ش. (۲۰۲۴). تأثیر مدیریت وجوه نقد بر بازده سرمایه‌گذاری و ارزش بازار شرکت‌های بورس تهران. نشریه علوم مالی، ۳۴(۱)، ۲۱-۳۵.
- سلیمی، پ.، و موسوی، ع. (۱۴۰۲). تحلیل تأثیر همزمان مدیریت وجوه نقد و ریسک بر عملکرد مالی شرکت‌ها. پژوهش‌های مالی و اقتصادی، ۲۵(۳)، ۸۷-۹۹.
- Angela, A., Hidayat, V. S., & Eunike, E. (2023). Working capital management, free cash flow, profitability and firm value. Jurnal Proaksi, 10(2), 172–181. doi:10.32534/jpk.v10i2.3980
- Apiyo Mayienga, B., Clement Onwuzulike, O., Oyeyipo, I., Christiana Ayodeji, D., Osemiedua Nwaozumudoh, M., Attipoe, V., & Ahmadu, J. (2024). A conceptual model for global risk management, compliance, and financial governance in multinational corporations. International Journal of Advanced Multidisciplinary Research and Studies, 4(6), 1351–1363. doi:10.62225/2583049x.2024.4.6.3916
- Chanua, W. O., Okiro, D. K., & Ogilo, D. F. (2025). Working capital management, free cash flows and financial performance: Evidence from commercial state corporations in Kenya. International Journal of Research and Innovation in Social Science, IX(VII), 199–214. doi:10.47772/ijriss.2025.90700015

- Diastiti, D., & Rosid, A. (2024). Cash pooling in tax dispute perspective: Efficiency and regulatory challenges. *E-Jurnal Akuntansi*, 34(12). doi:10.24843/eja.2024.v34.i12.p01
- Eliza, E. (2024). Sustainable investment practices: Assessing the influence of ESG factors on financial performance. *Global International Journal of Innovative Research*, 2(7), 1445–1454. doi:10.59613/global.v2i7.228
- Hoti Arifaj, A., Berisha, V., Morina, F., & Avdyli, E. (2023). Exploring the impact of cash flow, company size, and debt on financial performance in corporations. *Investment Management and Financial Innovations*, 20(3), 264–272. doi:10.21511/imfi.20(3).2023.22
- Khan, A., Rehman, Z. U., Khan, M. I., & Badshah, I. (2024). Does corporate risk management lead to risk mitigation and firm performance? Evidence from Asian emerging markets. *Management Research Review*, 47(3), 329-352.
- Laghari, F., Ahmed, F. and Lopez Garcia, M.d.l.N. (2023), “Cash flow management and its effect on firm performance: empirical evidence on nonfinancial firms of China”, *Plos One*, Vol. 18 No. 6, pp. 1-26, doi: 10.1371/journal.pone.0287135.
- Laghari, F., Ahmed, F., & López García, M. D. L. N. (2023). Cash flow management and its effect on firm performance: Empirical evidence on non-financial firms of China. *Plos one*, 18(6), e0287135.
- Lambrecht, B. M., & Myers, S. C. (2018). Corporate liquidity management: Theoretical insights and empirical evidence. *Review of Financial Studies*, 31(3), 948-986.
- Lavasani, H., Jabbari, H., & Rahmani, H. (2016). Studying the effect of cash flows' management on firm performance in companies enlisted in Tehran Stock Exchange. *Journal of Management and Accounting Studies*, 4(03), 54-58.
- Litvinova, V., Panekin, G., & Odessa National Economic University. (2024). The essence of cash flow as an economic category. *Ukrainian Journal of Applied Economics and Technology*, 2024(4), 150–155. doi:10.36887/2415-8453-2024-4-22
- Magerakis, E., & Tzelepis, D. (2023). Corruption, cash holdings and firm performance: empirical evidence from an emerging market. *Journal of Applied Accounting Research*, 24(3), 483-507.
- Mansoori, D. E., & Rostami, R. (2017). Evaluate the relationship between risk management and working capital management in companies accepted in Tehran Stock Exchange during the time period of 2010-2015. *International Journal of Environmental & Science Education*, 12(2), 291-301.
- Mollah, M. & Lipy, N. (2019). The impact of cash management on corporate performance: Evidence from Bangladesh. *Journal of Economics and Finance*, 43(3), 323-338.
- Pouraghajan, A., & Emamgholipourarchi, M. (2012). Impact of working capital management on profitability and market evaluation: Evidence from Tehran Stock Exchange. *International Journal of Business and Social Science*, 3(10).
- Priya, M. (2024). A study on cash management at tifsco pvt ltd. *INTERANTIONAL JOURNAL OF SCIENTIFIC RESEARCH IN ENGINEERING AND MANAGEMENT*, 08(04), 1–5. doi:10.55041/ijsrem31705
- Puspita, A., Nikhal, Z. Z. N., & Toriq, A. (2024). Analisis pengelolaan arus kas dan dampaknya terhadap kinerja keuangan. *Jurnal Operasional Manajemen [JURAMA]*, 1(4), 376–386. doi:10.58174/jrm.volume:1.no:4.2024.177.hal:376-386
- Puspita, A., Nikhal, Z. Z. N., & Toriq, A. (2024). Analisis pengelolaan arus kas dan dampaknya terhadap kinerja keuangan. *Jurnal Operasional Manajemen [JURAMA]*, 1(4), 376–386. doi:10.58174/jrm.volume:1.no:4.2024.177.hal:376-386
- Rahi, A. F., Johansson, J., & Lions, C. (2024). Reinventing the wheel? Factors influencing relationship: links between sustainability and financial performance. European evidence. *International Journal of Accounting and Information Management*, 32(1), 147–177. doi:10.1108/ijaim-02-2023-0023

- Rehman, M. A., Ahmad, M., Hassan, W. U., & Usman, M. (2024). A systematic review of financial risk management strategies. *Migration Letters: An International Journal of Migration Studies*, 21(S6), 2125–2146. doi:10.59670/ml.v21is6.11848
- Rekunen, I., & Shupik, A. (2024). Risk management strategies for maintaining competitiveness in it firms. *Наукові Праці Міжрегіональної Академії Управління Персоналом. Економічні Науки*, (3 (75)), 84–92. doi:10.32689/2523-4536/75-12
- Rodrick, F. (2024). Factors influencing financial performance of Self-Managed Microfinance Funds in Arusha. *The Accountancy and Business Review*, 16(3), 112–124. doi:10.59645/abr.v16i3.366
- Rompotis, G. and Balios, D. (2023), “Audit quality, firm performance and risk: evidence from Greece”, *Review of Accounting and Finance*, Vol. 22 No. 5, pp. 636-662, doi: 10.1108/raf-02 2023-0038.
- Shash, A.A. and Qarra, A.A. (2018), “Cash flow management of construction projects in Saudi Arabia”, *Project Management Journal*, Vol. 49 No. 5, pp. 48-63, doi: 10.1177/8756972818787976.
- Tabassi, E. (2023). Artificial intelligence risk management Framework (AI RMF 1.0). doi:10.6028/nist.ai.100-1
- Tanklevska, N. (2023). Theoretical foundations of enterprise cash flow management. *Економічний Вісник Причорномор'я*, (4). doi:10.37000/ebbsl.2023.04.14
- Wang, C.W., Lee, C.C. and Wu, L.T. (2023), “The relationship between cash flow uncertainty and extreme risk: international evidence”, *Pacific-Basin Finance Journal*, Vol. 77, pp. 1-28, doi: 10. 1016/j.pacfin.2022.101927.

Investigating the Effect of Cash Flow Management and Risk Management on Financial Performance in Listed Firms on the Tehran Stock Exchange

Abbas Hosseinpour¹

Hassan Ahmadi²

Abstract

In today's world, especially in financial markets and large companies, effective and sustainable financial performance is one of the key objectives of managers. One of the factors that can help improve financial performance is cash flow management, which allows companies to allocate their financial resources efficiently. On the other hand, risk management is another important aspect in maintaining the financial stability of companies, which can have either positive or negative impacts on their financial performance. This study aims to examine the impact of cash flow management and risk management on the financial performance of companies listed on the Tehran Stock Exchange during the period from 2017 to 2023. For data analysis, the panel data method with fixed effects was applied, and EViews software was used. The results of the analysis show that cash flow management has a significant positive impact on the financial performance of companies. In other words, companies with better management of their cash resources tend to experience better financial performance. In contrast, the findings of the study indicate a negative impact of risk management on financial performance, meaning that increased risk within companies may lead to a decline in their financial performance. Therefore, the first hypothesis of the study, which stated that "cash flow management significantly affects financial performance," was confirmed, and the second hypothesis, which pointed out the negative impact of "risk management on financial performance," was also confirmed. This study can assist managers in making better decisions regarding the improvement of financial performance, considering the importance of cash flow and risk management.

Keywords

Cash Flow Management, Risk Management, Financial Performance

1. Graduate in Financial Management, Khord Institute of Higher Education, Bushehr, Iran.

2. Ph.D. in Accounting, Head of the Master's Program, Khord Institute of Higher Education, Bushehr, Iran.