



کارکرد الگوی مدیریت دارایی - بدهی بر درک ارتباط بین ریسک و بازده با نقدینگی

ربابه بهرامیان¹

فریدون رهنمای رودپشتی²

مهدی معدنچی زاج³

تاریخ دریافت مقاله : 98/03/05 تاریخ پذیرش مقاله : 98/04/17

چکیده

در فرهنگ سرمایه‌گذاری، اصل ثابتی وجود دارد مبنی بر این که سرمایه از ریسک و خطر گریزان است و به سوی بازده و سود تمایل دارد. این پژوهش بازده و ریسک را با در نظر گرفتن متغیرهای نقدینگی، و ریسک نقدینگی را مبتنی بر کارکرد الگوی مدیریت دارایی بدهی در بازه زمانی 1397-1392 بررسی می‌کند. پژوهش حاضر از بُعد هدف کاربردی، از بُعد تجزیه و تحلیل از نوع همبستگی سری‌های زمانی است و از بُعد گردآوری اطلاعات از نوع مطالعات کتابخانه‌ای می‌باشد که با استفاده از داده‌های ثانویه مستخرج از صورت‌های مالی هلدینگ‌های تخصصی شرکت سرمایه‌گذاری تأمین اجتماعی به تحلیل رابطه‌ی همبستگی می‌پردازد. جامعه آماری این پژوهش هلدینگ‌های تخصصی بورسی شرکت سرمایه‌گذاری تأمین اجتماعی (شستا) می‌باشد. تجزیه و تحلیل داده‌ها با استفاده از مدل رگرسیون چند متغیره ارائه‌شده در پژوهش به کمک نرم‌افزار Eviews انجام شد. نتایج با استفاده از داده‌های تابلویی (پانل دیتا) آزمون شد تا ارتباط بین متغیرهای پژوهش و بازده و ریسک نقدینگی ارزیابی شود. یافته‌های پژوهش نشان داد که نقدینگی اثر منفی و معنی‌داری بر بازده دارد. همچنین، ریسک نقدینگی شرکت و ریسک نقدینگی بازار با بازده مبتنی بر دارایی - بدهی ارتباط معنی‌داری دارند.

کلمات کلیدی

نرخ بازده، ریسک نقدینگی، ریسک نقدینگی شرکت، دارایی - بدهی

1- گروه مدیریت مالی، واحد تهران مرکزی، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران. r.bahramian@yahoo.com

2- گروه مدیریت مالی، واحد علوم و تحقیقات، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران (نویسنده مسئول). rahnama.roodposhti@gmail.com

3- گروه مدیریت مالی، واحد الکترونیکی، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران. madanchi@iauec.ac.ir

مقدمه

امروزه سرمایه، به لحاظ انعطاف‌پذیری قابل توجه در تبدیل آن به دیگر عوامل تولید از جمله مدیریت، به عنوان یکی از اساسی‌ترین عوامل تولید در فرآیند تولید کالاها و خدمات به شمار می‌رود. بی تردید بقا و تداوم فعالیت شرکت‌ها در محیط تجاری پیچیده و رقابتی کنونی، مستلزم انجام فعالیت‌های سودآور از جمله سرمایه‌گذاری در پروژه‌هاست؛ به طوری که سازمان‌ها با در نظر گرفتن عوامل مختلف از جمله ریسک و نرخ بازده مورد انتظار، به سرمایه‌گذاری اقدام می‌کنند. از آنجا که سرمایه‌گذاری در سازمان‌های تخصصی مانند تأمین اجتماعی نسبت به سایر سرمایه‌گذاری‌ها، ریسک بیشتری دارد و سهامداران برای دارایی سازمان در زمان ورشکستگی تا تسویه نهایی اولویتی ندارند؛ از این رو انتظار بازده در این سرمایه‌گذاری نسبت به سایر سرمایه‌گذاری‌ها بیشتر است. در صورتی که ریسک سرمایه‌گذاری افزایش یابد، سرمایه‌گذاری نیز نرخ بازده مورد انتظار خود را افزایش می‌دهد که این افزایش را صرف ریسک سهام می‌نامند. در این پژوهش قدرت توضیحی نقدینگی و ریسک نقدینگی برای بازده مبتنی بر مدیریت دارایی- بدهی بررسی می‌شود.

اهمیت ریسک منجر به افزایش اهمیت مدیریت ریسک برای بنگاه‌های مالی شده است به علاوه، تجربه‌های تلخ بعضی کشورها مانند کشورهای آسیای جنوب شرقی یا حتی کشورهای غربی منجر به توجه بیشتر مدیران و قانون‌گذاران به این مقوله شده است. بی‌ثباتی سیاسی و اقتصادی در جهان مانند ظهور فن‌آوری اطلاعات و ایجاد تغییرات سریع در محیط بانک‌ها، ریسک بنگاه‌های مالی را دو چندان کرده به گونه‌ای که این عوامل منجر به اهمیت یافتن بیشتر مدیریت ریسک و جلب توجه محققان به این حیطة شده است. انجام دادن هر یک از وظایف مدیریت ریسک نیاز به ابزارهای قوی و علمی دارد [2].

یکی از راه‌های سرمایه‌گذاری شرکت‌ها، نقدینگی است. نقدینگی به معنای سرعت تبدیل سرمایه‌گذاری‌ها یا دارایی‌ها به وجوه نقد می‌باشد که در کوتاه‌مدت در اختیار شرکت قرار خواهد گرفت و وجه نقدی که شرکت به آن نیاز خواهد داشت. ریسک نقدینگی، یکی از متداول‌ترین ریسک‌هایی است که سازمان‌ها با آن روبه‌رو هستند و مدیریت صحیح نقدینگی به منظور جلوگیری از هدر رفتن فرصت‌های سرمایه‌گذاری، استفاده از مقادیر نقدینگی مازاد برای سرمایه‌گذاری و اعطای تسهیلات جدید به منظور کسب بازده بیشتر، آمادگی برای رویارویی با شرایط بحرانی و کسری منابع نقد، ضروری است. ریسک‌های نقدینگی به چشم‌انداز نقدینگی بازار ناقص مربوط می‌شوند و ممکن است با ریسک ضرر و زیان یا ریسک جریان‌های نقدی نیز مرتبط باشند و ریسک نقدینگی خطرات ناشی از کمبود نقدینگی در یک بازه زمانی پیش رو را شامل می‌شود [5].

کارکرد الگوی مدیریت دارایی-بدهی.../رابطه بهر امیان، فریدون رهنمای رودبشتی ومهدی معدنچی زاج

وجود ریسک‌های متعدد و پردامنه سرمایه‌گذاری و عوامل محیطی متزلزل که بر تمامی بخش‌های سرمایه‌گذاری تحمیل می‌گردد از موانع اصلی تحقق توسعه به شمار می‌آید [9]. به این ترتیب فقدان نقدینگی می‌تواند اثر منفی بر ارزش سهام بگذارد. در هر بازار مالی با توجه به گستردگی و عمق بازار، ابزارهای متنوعی جهت سرمایه‌گذاری وجود دارد. سرمایه‌گذاران با عنایت به بازده و ریسک دارایی‌ها، سرمایه‌گذاری می‌کنند. یکی از عوامل مؤثر بر ریسک دارایی‌ها، قابلیت نقدشوندگی آن‌هاست. لذا اوراق بهاداری که در بورس اوراق بهادار با استقبال روبه‌رو می‌شوند، می‌توانند حاکی از سرعت نقدشوندگی آنها باشد [4].

لذا ریسک نقدینگی را می‌توان به عنوان ریسکیکه ناشی از عدم توانایی یک بنگاه مالی برای برآورده کردن انتظارات مربوط به پرداختی‌ها در زمان مناسب و به صورت اقتصادی می‌باشد، در نظر گرفت. ریسک نقدینگی می‌تواند ناشی از مشکلات مربوط به تأمین مالی و یا ریسک نقدینگی در بازار باشد. ریسک نقدینگی مربوط به تأمین مالی، عدم توانایی یک بانک برای تبدیل دارایی‌ها به نقدینگی بدون ضرردهی به دلیل عمق نامناسب بازار ارز و یا آشفستگی‌های بازار می‌باشد [6]. بنابراین در شرایط حاد، عدم نقدینگی کافی منجر به ورشکستگی می‌شود با توجه به این که تمامی ریسک‌ها به نوعی با یکدیگر در ارتباطند، بنابراین ریسک نقدینگی نیز از دیگر ریسک‌های مالی متأثر می‌شود. در نهایت، ریسک نقدینگی یک مؤلفه مهم خطر است [13].

یکی از چالش‌هایی که بر سر راه نقدینگی هلدینگ‌های تخصصی قرار دارد، کاهش توانایی آنها برای دستیابی به اهداف تجاری و مالی خود و بازدهی در مدیریت دارایی است [6]. شرکت مادر یا هلدینگ، شرکتی است که با دارا بودن چند شرکت تابعه و اعمال نفوذ و کنترل بر آنها، شرکت‌های تحت پوشش را در مسیر ارزش‌آفرینی و هم‌افزایی هدایت و رهبری می‌کند. هر چند شرکت‌های هلدینگ قدمت طولانی در عرصه تجارت دارند و نقش عمده‌ای را در اقتصاد کشورها ایفا می‌کنند، ولی دانش بشری در مورد نحوه مدیریت آنها اندک است. داشتن الگوی تصمیم‌گیری و برخورداری از استراتژی، لازمه موفقیت این شرکت‌هاست. در غیر این صورت، عملکرد شرکت‌های هلدینگ که سهم به سزایی در اقتصاد ملی دارند، از بازدهی مناسبی برخوردار نبوده و نتیجه چندان مطلوبی به همراه نخواهند داشت [4].

سازمان تأمین اجتماعی به عنوان محوری‌ترین سازمان بیمه‌ای کشور و یکی از بزرگترین نهادهای بیمه‌ای منطقه غرب آسیا در راستای تأمین آتیه نیروی کار کشور و خانواده‌هایشان، نیازمند برنامه‌ریزی دقیق اقتصادی و سرمایه‌گذاری‌های پربازده به منظور حفظ ارزش ذخایر بیمه‌شدگان و تأمین منابع لازم برای ایفای حمایت‌ها و تعهدات بلندمدت و کوتاه‌مدت خود می‌باشد. لذا با هدایت و مدیریت

فصلنامه مهندسی مالی و مدیریت اوراق بهادار / شماره چهارم / پاییز 1398

جریان‌ات نقد به سمت فعالیت‌های با صرفه اقتصادی و سودآور، منجر به حصول اهداف سازمان می‌گردد. با توجه به مطالب بیان شده و نیز اهمیت این موضوع برای بازار سرمایه‌گذاری کشور، در این پژوهش به این سوال پرداخته می‌شود: آیا ریسک نقدینگی بر بازده مازاد مبتنی بر مدیریت دارایی- بدهی در شرکت سرمایه‌گذاری تأمین اجتماعی (شستا) تأثیر معنی‌داری دارد؟ و ارتباط متغیرها چگونه بررسی و تبیین می‌شود؟

مبانی نظری پژوهش

مفاهیم بازده و ریسک همیشه در انجام سرمایه‌گذاری‌ها، مورد بررسی سرمایه‌گذاران قرار می‌گیرد و نمی‌توان آنها را جدا از هم در نظر گرفت، زیرا تصمیم‌گیری برای یک سرمایه‌گذاری مطمئن، همیشه براساس ارتباطی که بین ریسک و بازده وجود دارد، انجام می‌شود. مدیریت اثربخش ریسک، رویکردی ساختاریافته برای مدیریت عدم قطعیت با انجام مجموعه‌ای از فعالیت‌ها شامل شناسایی خطر، ارزیابی ریسک، برنامه‌ریزی پاسخ ریسک و نظارت بر ریسک و کنترل است. مدیریت اثربخش ریسک، رویکردی برای شناسایی، ارزیابی و اولویت‌بندی و پس از آن برنامه‌ریزی منابع برای به حداقل رساندن نظارت و کنترل و احتمالاً تأثیر وقایع نامطلوب است. اگرچه اهمیت ارتباط مدیریت اثربخش ریسک و بازده با نقدینگی ممکن است از بخشی به بخش دیگر، از کشوری به کشور دیگر و یا حتی از سازمانی به سازمان دیگر متفاوت باشد، توجه به هر دو مفهوم برای رشد کسب و کار ضروری است. ریسک نقدینگی، یکی از متداول‌ترین ریسک‌هایی است که بانک‌ها با آن روبه‌رو هستند و مدیریت صحیح نقدینگی به منظور جلوگیری از هدر رفتن فرصت‌های سرمایه‌گذاری، استفاده از مقادیر نقدینگی مازاد برای سرمایه‌گذاری و اعطای تسهیلات جدید به منظور کسب بازدهی بیشتر، آمادگی برای رویارویی با شرایط بحرانی و کسری منابع نقد، ضروری است. به عبارت بهتر در بازارهای مالی، دو شاخه اصلی مدیریت ریسک عبارتند از: ریسک نرخ بهره و ریسک نقدینگی [13].

روند ارزیابی ریسک نرخ بهره و ریسک نقدینگی و بکارگیری آن‌ها در سیستم تامین و تخصیص منابع بانکی به عنوان مدیریت دارایی- بدهی شناخته شده و در کمیته‌ای به همین نام انجام می‌پذیرد. وظیفه مدیریت دارایی بدهی، مدیریت این ریسک‌هاست. کاهش جریان‌های بازپرداخت وام و نیز درخواست‌های جدید وام نشان دهنده تحلیل بالقوه وجوه نقد بانک است. رشد بازارهای ثانویه برای طبقات مختلف دارایی‌ها، فرصت بانک را برای فروش یا تبدیل حجم بالاتری از دارایی‌ها به اوراق بهادار و با سرعت بیشتر افزایش می‌دهد. دارایی‌های استهلاک‌پذیر، نسبت به دارایی‌های استهلاک‌ناپذیر، جریان‌های نقد بیشتری را قبل از سررسید ایجاد می‌کنند. برنامه‌ای را که با افزایش نگهداری وام‌های

کارکرد الگوی مدیریت دارایی- بدهی.../ریابه بهرامیان، فریدون رهنمای رودبشتی ومهدی معدنچی زاج

استهلاک‌پذیر و در مقابل کاهش وام‌های استهلاک‌ناپذیر همراه است، می‌توان به عنوان یک برنامه بهبود نقدینگی در نظر گرفت. ریسک نرخ بهره دارای دو شاخه می‌باشد. اولین شاخه که قابل مشاهده و ملموس‌تر است، ریسک نوسانات ارزش دارایی - بدهی به علت تغییرات و نوسانات نرخ بهره است. این نوسانات بر جریان نقدی دارایی‌ها و بدهی‌ها یا ارزش فعلی آنها اثر می‌گذارد، به دلیل اینکه ابزارهای مالی با توجه به نرخ بهره بازار ارزش‌گذاری می‌شوند. ریسک نرخ بهره به این دلیل بروز می‌کند که نرخ‌های بهره هر روز و دائماً در طول زمان نوسان می‌کنند. ریسک اولیه، ریسک ناشی از تنظیم مجدد نرخ بهره‌برداری دارایی و بدهی‌هایی که نرخ بهره شناور دارند. ریسک ثانویه، ریسک نقدینگی است: دارایی‌ها باید براساس یک مبنای گردش مستمر تأمین مالی شوند مگر اینکه مقدار و مدت زمان دارایی‌ها و بدهی‌ها باهم تطابق داشته باشند. دومین شاخه با قابلیت انتخاب ارتباط دارد، که در مورد محصولات مثل وام‌های با قابلیت بازخرید قبل از سررسید مشاهده می‌شود. یک نوع ریسک دیگر که مدیریت دارایی بدهی (ALM) تلاش دارد آن را مدیریت نماید، ریسک نقدینگی است، که به هر دو مورد نقدشوندگی بازارها و میزان سهولت تبدیل دارایی به وجه نقد اشاره دارد. ALM عمدتاً در سطح ترانزنامه‌ای اجرا می‌شود. ریسکی که مدیریت می‌شود، در سطح گروهی انجام می‌گیرد؛ به دلیل اینکه نمی‌توان کسب و کار را با کنترل جداگانه ریسک نرخ بهره و ریسک نقدینگی در سطح عملیاتی مدیریت نمود. رهنمای رودبشتی در کتاب مدیریت دارایی - بدهی ریسک نقدینگی را ناشی از عملیات متداول بانکی مطرح می‌کند؛ یعنی بدون توجه به نوع شکاف تأمین مالی وجود دارد و به دلیل مازاد دارایی نسبت به بدهی‌ها یا مازاد بدهی نسبت به دارایی‌ها برای فرادوره زمانی خاص است؛ ریسک نقدینگی به خودی خود، ریسک نرخ بهره ایجاد می‌کند، به دلیل اینکه در مورد نرخ بهره آتی وجود ندارد. این ریسک را می‌توان از طریق روش‌های پوشش ریسک، مدیریت نمود. ریسک نقدینگی را می‌توان از طریق تطابق دارایی‌ها و بدهی‌ها یا تدارک یک سری وام‌های مدت‌دار گردش برای دارایی‌های بلندمدت، مدیریت نمود. همچنین اذعان می‌کند مدیریت نقدینگی یک فرآیند پیوسته و پویاست، به دلیل اینکه پروفایل ALM یک سازمان، به صورت روزانه تغییر می‌کند. مدیریت نقدینگی اصطلاحی است که برای توصیف این فرآیند پیوسته تأمین وجوه مورد نیاز و کاهش وجوه مازاد، استفاده می‌شود [9].

گالینز (1996) ریسک را هرگونه نوسان در هرگونه عایدی می‌داند. تعریف مزبور این مطلب را روشن می‌کند که تغییرات احتمالی آینده برای یک شاخص خاص چه مثبت و چه منفی، سرمایه‌گذار را با ریسک مواجه می‌کند؛ بنابراین امکان دارد این تغییرات، او را منتفع یا متضرر کند. هیوب (1998) ریسک را احتمال کاهش درآمد یا از دست دادن سرمایه تعریف می‌کند؛ اما به طور کلی ریسک یک

فصلنامه مهندسی مالی و مدیریت اوراق بهادار / شماره چهارم / پائیز 1398

دارایی، تغییر احتمالی بازده آینده ناشی از آن دارایی است؛ بنابراین هرچه تغییرپذیری بازده‌های آینده یک دارایی (سرمایه‌گذاری) بیشتر باشد، آن دارایی ریسک بیشتری دارد. ریسک با زندگی انسان‌ها و سازمان‌ها عجین شده است. آنچه اهمیت دارد این که ریسک، قیمت مشخصی دارد و به تبع آن، انتقال و حذف آن نیز مستلزم صرف هزینه است؛ بنابراین باید بین ریسک و بازده تعادل برقرار کرد. تمام افراد و مشارکت‌کنندگان بازار، ریسک‌گریز هستند یا اینکه سطح قابل قبولی از ریسک را می‌پذیرند. از این رو، مفهوم ریسک، کاربرد فراوانی در حوزه مالی پیدا می‌کند؛ چرا که مشارکت‌کنندگان در نخستین برخورد با هرگونه ریسک از سطح ریسک آن می‌پرسند. البته به نظر می‌رسد امروزه سرمایه‌گذاران ایرانی، به متغیر ریسک در کنار بازده، توجه چندانی نمی‌کنند یا آن‌گونه که باید، به آن به صورت معیاری مهم برای سرمایه‌گذاری اهمیت نمی‌دهند؛ در حالیکه به دو متغیر ریسک و بازده باید در کنار یکدیگر توجه شود [11].

از مؤثرترین عوامل در انتخاب سرمایه‌گذاری، توجه سرمایه‌گذار به ریسک نرخ بهره سرمایه‌گذاری است. ریسک نرخ بهره به شکل تأثیر بالقوه‌ای (و البته معکوس) که بر خالص ارزش دارایی‌های ترازنامه یک موسسه مالی و درآمد حاصل از تغییرات نرخ بهره می‌گذارد، تعریف می‌شود. این ریسک زمانی وجود دارد که سررسید بدهی‌ها و دارایی‌ها باهم تطابق ندارند و یا جریان‌های نظام بهره و اصل وام باهم تطابق ندارند. ریسک نرخ بهره لزوماً منفی نیست. مثلاً تغییرات نرخ بهره وقتی مقدار دارایی خالص یک بانک را افزایش می‌دهد، می‌توان مثبت تلقی کرد [9]. ریسک نرخ بازده عبارت است از تغییری که در ارزش اوراق قرضه ناشی از تغییر در نرخ بازده آن اتفاق می‌افتد. از طرف دیگر احتمال تغییر در دریافت‌های آتی حاصل از فروش یک اوراق بهادار و همچنین عدم توان پرداخت سود در آن به ریسک بازده اشاره دارد. توان تولید شرکت، تغییر در تقاضا و شرایط رقابتی، تغییر در ریسک ملی و ساختار اقتصادی، ریسک سیاسی، همه و همه می‌تواند سود شرکت‌ها و به تبع آن توان پرداخت سود بیشتر به اوراق بهادار را تحت تأثیر قرار دهد به نوعی که تمامی تغییرات احتمالی در وقایع بازرگانی، در نهایت تأثیر خود را در ریسک سهام به جا می‌گذارد [9].

صورت‌بندی و تدوین سیاست ریسک نرخ بهره تحت مدیریت دارایی - بدهی، مسئولیت کمیته دارایی بدهی (ALCO) می‌باشد. کمیته یا واحد مدیریت دارایی - بدهی یک واحد تخصصی کسب و کار است که وظایف و مسئولیت‌های مختلفی را انجام می‌دهد. وظیفه اصلی این کمیته، تابعی از فعالیت‌های نهاد مالی آن است. رویکرد مدیریت دارایی - بدهی مبتنی بر فعالیت‌هایی به این شرح است. 1. اگر واحد یا کمیته مدیریت دارایی - بدهی دارای هدف سود صفر باشد، مثل یک مرکز هزینه عمل می‌کند

کارکرد الگوی مدیریت دارایی- بدهی.../رابطه بهر امیان، فریدون رهنمای رودبشتی ومهدی معدنچی زاج

که مسئولیت آن، حداقل کردن هزینه‌های عملیاتی است. این مسئولیت با راهبردی که بر بانکداری تجاری به عنوان کسب و کار اصلی شرکت تمرکز دارد، همخوانی دارد. در اینجا سیاست مدیریت دارایی- بدهی صرفاً در رابطه با پوشش ریسک‌های نقدینگی و نرخ بهره (بازده) می‌باشد. 2. سطح بعدی، جایی است که واحد ALM مسئول حداقل کردن هزینه تأمین مالی است. این مسئولیت به آنها اجازه می‌دهد مؤلفه‌ای را برای ریسک نرخ بهره بسته به نوع نگاهشان در مورد سطوح آتی نرخ بهره، در نظر بگیرند. پوشش ریسک تمامی مازاد وجوه یا کسری وجوه، به هنگام حذف ریسک نرخ بازده، یک هزینه فرصت نیز ایجاد می‌کند، به دلیل اینکه هر گونه سود احتمالی که ممکن است از نوسانات نرخ‌های بازار ایجاد شود را حذف می‌کند. البته بدون پوشش ریسک کامل، سازمان یا شرکت در معرض نرخ بهره قرار می‌گیرد. کمیته مدیریت دارایی - بدهی مسئول مدیریت و نظارت بر ریسک است و البته با صرفه‌جویی هزینه‌های تأمین وجوه نیز اعتبار و جایگاه خود را بهبود می‌بخشد. مرحله آخر، تبدیل واحد مدیریت دارایی - بدهی به یک مرکز سود، با مسئولیت بهینه‌کردن سیاست تأمین مالی در محدوده‌های مشخص می‌باشد؛ حدود ممکن است به شکل حدود شکاف، حدود VaR یا هر معیار دیگری مثل سطح نوسانات عایدی تعیین گردد. تحت این سناریو و رویکرد، کمیته مدیریت دارایی - بدهی مسئول مدیریت کل ریسک مالی است [9].

سرمایه‌گذاران می‌کوشند منابع مالی خود را در جایی سرمایه‌گذاری نمایند که بیشترین بازده و کمترین ریسک را داشته باشد. بنابراین، شرکت‌ها باید در کنار تمرکز بر سود، بر ریسک به عنوان عامل محدودکننده حداکثر شدن بازده نیز مدیریت نمایند. بر خلاف بازده، ریسک، مفهومی ذهنی و غیر کمی است. بدین جهت، تلاش بیشتر صاحب‌نظران اقتصادی و مالی بر شناخت و اندازه‌گیری ریسک متمرکز شده است [11]. صرف ریسک بازار در حقیقت جبران ریسک سرمایه‌گذاری است که به فرد تعلق می‌گیرد. به بیان دیگر اگر سرمایه‌گذاری در دارایی بدون ریسک سرمایه‌گذاری کند، بازدهی متناسبی در نظر دارد، ولی بازار به علت پذیرش ریسک از طرف سرمایه‌گذار، به او جایزه‌ای می‌دهد که به عنوان جایزه پذیرش ریسک یا صرف ریسک بازار نامیده می‌شود. محاسبه صرف ریسک بازار، کاربردهای وسیعی در محاسبات مالی و تحلیلگری مالی دارد، از جمله تحلیل‌های سرمایه‌گذاری (بودجه‌بندی سرمایه‌ای)، ارزشیابی اوراق بهادار، تحلیل‌های هزینه و فایده، بررسی وضعیت مالی شرکت‌ها و... سرمایه‌گذاری تعهد پول یا سرمایه برای خرید مالی وسایل یا دارایی‌های دیگر، به منظور منفعت برگشت‌های سودمند و مفید در قالب بهره، سود سهام یا قدردانی از ارزش وسایل (منافع سرمایه) است. از دیدگاه کلی، سرمایه‌گذاری به معنای مصرف پول‌های در دسترس برای دستیابی به پول‌های بیشتر

فصلنامه مهندسی مالی و مدیریت اوراق بهادار / شماره چهارم / پائیز 1398

در آینده است. در تمامی مکاتب اقتصادی از جمله کلاسیک‌ها، کینزین‌ها و نئوکلاسیک‌ها بر اهمیت و تأثیرگذاری ریسک به عنوان یک عامل کیفی بر تصمیمات سرمایه‌گذاری اشخاص تأکید شده است. در واقع هر سرمایه‌گذاری بر دو پایه استوار است، نخست ریسک و عامل دیگر بازده حاصل از سرمایه‌گذاری. مطابق تئوری کنش عقلانی، فرد زمانی به سرمایه‌گذاری مبادرت می‌ورزد که حد مطلوبی از ریسک و بازدهی برای او تأمین شده باشد، در غیر این صورت انجام سرمایه‌گذاری برای او مطلوب نخواهد بود. به عبارت دیگر، بازدهی و امنیت، دو عامل اصلی در تصمیم برای سرمایه‌گذاری هستند [9].

احتمال ناتوانی شرکت یا سازمان در ایفای تعهدات مالی کوتاه‌مدت، ریسک نقدینگی نامیده می‌شود. این ریسک از سه عامل ناتوانی در اجرای تعهدات مالی کوتاه، ناتوانی در تأمین منابع مالی کوتاه‌مدت در هنگام نیاز و نیز ناتوانی در تأمین منابع مالی کوتاه‌مدت با هزینه‌های مقرون به صرفه نشأت می‌گیرد؛ به عبارت دیگر ریسک نقدینگی دارایی، به توانایی سازمان برای به‌دست‌آوردن وجه نقد کافی به منظور پرداخت بدهی‌های خود، مربوط است. ریسک نقدینگی، یکی از ریسک‌های مهم قابل توجه سازمان‌هاست و حتی ممکن است سبب ورشکستگی آن در وضعیت نامناسب اقتصادی شود. ریسک نقدینگی دارایی، که با نام ریسک نقدینگی بازار محصول هم شناخته می‌شود، زمانی ظاهر می‌شود که معامله با قیمت پیش‌بینی‌شده قابل انجام نباشد (به دلیل تغییر وضعیت نسبت به زمان معامله عادی) این ریسک در بین گونه‌های دارایی‌ها و در زمان وابسته به شرایط بازار تغییر می‌کند. بعضی دارایی‌ها مانند ارزهای اصلی یا اوراق قرضه، بازارهای عمیقی دارند و در اغلب مواقع به راحتی با نوسان کمی در قیمت، نقد می‌شوند اما این امر در مورد همه دارایی‌ها صادق نیست. در مورد شرکت‌ها، ریسک نقدینگی به دلیل کمبود و عدم اطمینان در میزان نقدینگی شرکت ایجاد می‌شود. حالت دیگری که باعث افزایش ریسک نقدینگی می‌شود این است که بازارهایی که منابع شرکت در آنها قرار دارد دچار کمبود نقدینگی شوند. ریسک نقدینگی با سایر ریسک‌های مالی مختلط است و به همین دلیل سنجش کنترل آن با دشواری روبه‌رو است. مهم‌ترین روش‌های مدیریت این ریسک شامل، نگهداری اوراق بهادار با قدرت نقدشوندگی زیاد (مثل اوراق مشارکت)، استفاده از تحلیل شکاف نقدینگی بین جریان‌های نقدی ورودی و خروجی در هر دوره پیش‌بینی می‌شود و کسب خطوط اعتباری کوتاه‌مدت می‌شود [9].

کارکرد الگوی مدیریت دارایی-بدهی.../رابطه بهر امیان، فریدون رهنمای رودبشتی ومهدی معدنچی زاج

ریسک قانونی زمانی مطرح می‌شود که یک معامله از نظر قانونی قابل انجام نباشد. ریسک قانونی در کل با ریسک اعتباری مرتبط است زیرا طرفین معامله در صورت زیان در یک معامله به دنبال بستر قانونی برای زیر سؤال بردن اعتبار معامله می‌گردند [20].

ریسک سیاسی به ریسکی اطلاق می‌شود که منشأ آن نوعی از فعالیت‌های خارجی دولت است که به طور منفی بر جریان تفکیک ناشی از سرمایه‌گذاری بین‌المللی یک یا چند کمپانی اثر می‌گذارد. به همین دلیل است که کمپانی‌های چند ملیتی اثرات این ریسک را بر جریان نقدینگی خود سنجیده و در نهایت تصمیم به سرمایه‌گذاری در یک کشور می‌گیرند. در واقع یکی از چالش‌های پروژه‌های سرمایه‌گذاری، محاسبه ریسک سیاسی است، تا از این طریق کشور مناسب‌تر برای سرمایه‌گذاری انتخاب شود. براساس مطالعه چتر و عملیات بین‌المللی شرکت‌هایی چون کمپانی‌های چند ملیتی تحت تاثیر سطوح بالای ریسک ارز خارجی، سیستم‌های قانونی توسعه نیافته و مسائلی چون اجرای قانون، حمایت از حقوق مالکیت دارایی، ریسک سیاسی و دیگر عوامل ریسک در کشورهای در حال توسعه است [21].

پیشینه مطالعاتی پژوهش

در این راستا، با رویکردی مروری، به نمونه مطالعاتی پیرامون پژوهش حاضر در ذیل بسنده می‌شود: سعید اردکانی و همکاران (1396) در پژوهشی به بررسی تأثیر ساختار سرمایه بر نرخ بازده دارایی‌ها و ارزش افزوده در صنعت (شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران) پرداختند. در این پژوهش، رابطه ساختار سرمایه و عملکرد شرکت‌ها بررسی و توجه ویژه‌ای به رقابت در بازار محصول در صنایع شده است. نتایج بررسی داده‌های مالی با به کارگیری نرم افزار STATA11 که نشان‌دهنده تأثیر منفی اهرم برگرفته از صورت‌های مالی 81 شرکت تولیدی در بازه زمانی 1393-1388 مؤثر بر نرخ بازده دارایی‌هاست. اثر تعدیل‌کنندگی رقابت بازار محصول در رابطه اهرم مالی و نرخ بازده دارایی‌ها، منفی و معنی‌دار است؛ اما اثر تعدیل‌کنندگی رقابت در بازار محصول در رابطه منفی بین اهرم مالی و ارزش افزوده، مثبت و معنی‌دار است. مرادی و جمشیدپور (1396) در پژوهشی به بررسی تأثیر مدیریت ریسک بر ریسک نقدینگی در بانک‌ها و مؤسسه‌های مالی بانک‌ها و مؤسسه‌های مالی پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار پرداختند. نتایج حاصل از پژوهش نشان داده که مدیریت ریسک بر ریسک مالی در بانک‌ها و مؤسسه‌های مالی تأثیر مثبت و معنی‌داری دارد و نیز مدیریت ریسک بر موجودی نقد، سپرده‌ها، اوراق مشارکت و مجموع دارایی‌ها تأثیر مثبت و معنی‌داری دارد. همچنین مدیریت ریسک بر ریسک اعتباری در بانک‌ها و مؤسسه‌های مالی تأثیر مثبت و معنی‌داری دارد و نیز مدیریت ریسک بر تسهیلات اعطایی،

مجموع سپرده‌ها، تسهیلات بلندمدت و سپرده‌های بلندمدت تأثیر مثبت و معنی‌داری دارد. پاکروان و شاهی (1395) در پژوهشی به بررسی عوامل مؤثر بر ریسک سرمایه‌گذاری (مورد مطالعه: شرکت سرمایه‌گذاری تأمین اجتماعی «شستا») پرداختند. با توجه به اهمیت تصمیم‌گیری صحیح در سرمایه‌گذاری‌ها و تأثیر آن بر بازده و پیامدهای سرمایه‌گذاری، ضرورت دارد که ریسک و بازده سرمایه‌گذاری‌ها از جنبه‌های مختلف مورد مطالعه و ارزیابی قرار گیرد. نتایج حاصل از تحلیل داده‌ها نشان داد که تمامی عوامل شناسایی شده شامل عوامل حقوقی قانونی، عوامل سیاسی، عوامل اقتصادی، عوامل اجتماعی فرهنگی، فضای کسب و کار، وضعیت صنعت و عوامل درون سازمانی بر ریسک سرمایه‌گذاری تأثیر معنی‌داری دارند. سوپر و همکاران (2018)، در پژوهشی به تأثیر نقدینگی بر سودآوری شرکت، تأثیر مداوم بر کیفیت کسب و کار پرداختند. هدف این پژوهش تأثیر تعدیل‌کننده کیفیت درآمد نسبت به نقدینگی و نسبت به کارایی شرکت بر اساس هر بخش در کشور مالزی می‌باشد. عدم استفاده از پول نقد درون شرکت‌ها ممکن است منجر به وجود اختلافات آژانس شود که بعدها سبب کاهش ارزش شرکت می‌شود. این وضعیت پس از آن باعث خواهد شد که مدیران درآمد خود را در گزارش مالی در طول دوره گزارشگری تغییر دهند که منجر به کیفیت پایین درآمد خواهد شد. کیفیت درآمد بر کارایی شرکت‌ها اثر خواهد گذاشت، زیرا گزارش مالی فعالیت اقتصادی را منعکس می‌کند. تغییرات در گزارش مالی ممکن است منجر به ضعف منابع و به طور مستقیم بر کارایی شرکت‌ها منجر شود. به طور کلی نتایج حاوی اطلاعات مهم هستند که می‌توانند در پیشنهاد سیاست جدید مدیریت پول نقد برای هر بخش در مالزی استفاده شوند. زانگ و چانگ (2018) در پژوهشی سهم بانک و مدیریت نقدینگی شرکت: مطالعه موردی شرکتی در چین پرداختند. نتایج پژوهش آن‌ها نشان داد که هر چقدر حساسیت‌های ریسک افزایش پیدا کند، به همان نسبت مدیریت نقدینگی تحت تأثیر چالش منفی قرار خواهد گرفت. همچنین نتایج پژوهش آن‌ها نشان داد، زمانی که نوسانات قیمت به سمت بالا حرکت می‌کند، مدیریت نقدینگی به سمت مثبت و زمانی که نوسانات قیمت به سمت پایین حرکت می‌کند، مدیریت نقدینگی نیز به سمت منفی حرکت خواهد کرد. همچنین نتایج پژوهش آن‌ها در ارتباط با میزان تأثیرگذاری نوسانات بازده مورد انتظار بر مدیریت نقدینگی نشان از آن داشت که هر چقدر نوسانات بازده مورد انتظار در جهت مثبت باشد، مدیریت نقدینگی نیز در جهت مثبت حرکت خواهد کرد.

کارکرد الگوی مدیریت دارایی-بدهی.../رابطه بهر امیان، فریدون رهنمای رودبشتی ومهدی معدنچی زاج

روش‌شناسی پژوهش

پژوهش حاضر از بُعد هدف کاربردی، از بُعد تجزیه و تحلیل از نوع همبستگی سری‌های زمانی است و از بُعد گردآوری اطلاعات از نوع مطالعات کتابخانه‌ای می‌باشد که با استفاده از داده‌های ثانویه مستخرج از صورت‌های مالی هلدینگ‌های تخصصی بورسی شرکت سرمایه‌گذاری تأمین اجتماعی به تحلیل رابطه‌ی همبستگی می‌پردازد. همچنین این پژوهش از نوع مطالعه کتابخانه‌ای و تحلیلی علی بوده و مبتنی بر تحلیل داده‌های تابلویی (پانل دیتا) نیز می‌باشد. در این پژوهش گزارش‌های مالی موجود در آرشیو سازمان بورس و اوراق بهادار تهران (به دلیل اعتبار بالا) و بانک اطلاعاتی نرم‌افزار ره‌آورد نوین به عنوان ابزار گردآوری داده‌ها مورد استفاده قرار گرفت. برای پردازش داده‌ها از نرم‌افزار Excel و برای تحلیل داده‌ها از نرم‌افزار Eviews استفاده شد. به منظور آزمون فرضیه‌های پژوهش از مدل رگرسیون پیش‌بینی و ضریب همبستگی استفاده گردید.

تعاریف عملیاتی متغیرها

متغیر وابسته

مدیریت نقدینگی هلدینگ‌های تخصصی شرکت سرمایه‌گذاری تأمین اجتماعی (شستا) i در سال t ($Liquidity_{i,t}$). نقدینگی مدنظر در این پژوهش عبارت‌است از نقدینگی موجود در بانک، نقدینگی صندوق و دارایی‌های قابل تبدیل به وجوه نقد. مدیریت نقدینگی به صورت فرمول زیر محاسبه خواهد شد:

(موجودی بانک و صندوق + دارایی‌های قابل تبدیل به وجوه نقد) تقسیم بر ارزش دفتری کل دارایی‌ها

متغیرهای مستقل

ریسک قانونی عبارت است از یک معامله که از نظر قانونی قابل انجام نباشد.

ریسک سیاسی که منشأ آن نوعی از فعالیت‌های خارجی دولت است.

نوسانات بازده مورد انتظار هلدینگ‌های تخصصی شرکت سرمایه‌گذاری تأمین اجتماعی i در سال t ($\delta_{i,t}^2$). عبارت است از (میزان بازده مورد انتظار در پایان سال جاری منهای میزان بازده مورد انتظار در پایان سال ماقبل سال جاری) تقسیم بر میزان بازده مورد انتظار در پایان سال ماقبل سال جاری.

ریسک نقدینگی هلدینگ‌های تخصصی شرکت سرمایه‌گذاری تأمین اجتماعی i در سال t ($RiskeQU_{i,t}$).

طبق پژوهش براو و همکاران (2008)، ریسک نقدینگی از فرمول زیر محاسبه خواهد شد:

فصلنامه مهندسی مالی و مدیریت اوراق بهادار / شماره چهارم / پاییز 1398

$$RiskEQU_{i,t} = \lambda_1 CAP - it + \lambda_2 LOAA - it + \lambda_3 LLR - it$$

$RiskEQU_{i,t}$ = برابر است با نسبت نقدینگی. $CAP_{i,t}$ = درجه نرمالیز شده نقدینگی که از تقسیم (وجوه نقد و موجودی نزد بانک منهای سرمایه‌گذاری‌های کوتاه‌مدت) دارایی‌های نقدشونده بر مجموع بدهی‌های جاری محاسبه می‌گردد.

$$LOAA_{t,t} = \frac{\text{جمع کل وام‌ها}}{\text{جمع کل دارایی‌ها}} \text{ معیار شاخص نقدینگی که برابر است با:}$$

$$LLR_{t,t} = \frac{\text{وجوه نقد راكد}}{\text{جمع کل وام‌ها}} \text{ ذخایر زیان‌دهی مربوط به وام که برابر است با:}$$

ریسک نقدشوندگی هلدینگ‌های تخصصی شرکت سرمایه‌گذاری تأمین اجتماعی i در سال t ($RiskIND_{i,t}$).

ریسک نقدشوندگی از طریق فرمول زیر محاسبه خواهد شد (نایران و همکاران، 2017):

$$ILLiquidit y_{i,j,t} = r \frac{e}{i, j, d + 1, t} = \theta_{i,j,t} + \varphi_{i,j,t} R_{i,j,d,t} + \gamma_{i,j,t} Sign(r^e_{i,j,d,t}) \cdot v_{i,j,d,t} + \epsilon_{i,j,d+1,t}$$

که در آن:

$$= \varphi_{i,j,t} R_{i,j,d,t} \text{ حجم معاملات سهام.} = \theta_{i,j,t} \text{ برابر است با ریسک نقدشوندگی.} = r \frac{e}{i, j, d + 1, t}$$

$= V_{i,j,d,t}$ تعداد روزهای انجام معامله بر روی هر سهم. $Sign(r^e_{i,j,d,t})$ ارزش بازار مجموع سهام. $\epsilon_{i,j,d+1,t}$ قیمت سهام در سال ماقبل سال مورد بررسی. انحراف بازده مورد انتظار.

متغیرهای کنترلی

نسبت ارزش بازار هلدینگ‌های تخصصی شرکت سرمایه‌گذاری تأمین اجتماعی i در سال t ($LogV_{i,t}$). برابر است با لگاریتم ارزش بازار هلدینگ‌های تخصصی شرکت سرمایه‌گذاری تأمین اجتماعی.

فرصت‌های سرمایه‌گذاری هلدینگ‌های تخصصی شرکت سرمایه‌گذاری تأمین اجتماعی i در سال t ($MTB_{i,t}$). برابر است با نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری که به عنوان نماینده‌ای از فرصت‌های سرمایه‌گذاری استفاده شده است.

نسبت جریان‌های نقدی به فروش هلدینگ‌های تخصصی شرکت سرمایه‌گذاری تأمین اجتماعی i در سال t ($CF/S_{i,t}$).

کارکرد الگوی مدیریت دارایی-بدهی.../ریابه بهرامیان، فریدون رهنمای رودبشتی ومهدی معدنچی زاج

نسبت جریان های نقدی به فروش از حاصل تقسیم نسبت جریان های نقدی به کل فروش سالانه به دست خواهد آمد.

نسبت سرمایه هلدینگ های تخصصی شرکت سرمایه گذاری تأمین اجتماعی i در سال t (EQ_{it}).

نسبت سرمایه برابر است با مبلغ سرمایه تقسیم بر ارزش دفتری کل دارایی ها.

نسبت بدهی به کل دارایی های هلدینگ های تخصصی شرکت سرمایه گذاری تأمین اجتماعی i در سال t (D/A_{it}).

نسبت بدهی به کل دارایی ها از طریق فرمول زیر محاسبه خواهد شد: مجموع بدهی های کوتاه مدت و بلندمدت تقسیم بر ارزش دفتری کل دارایی ها.

بازده دارایی های هلدینگ های تخصصی شرکت سرمایه گذاری تأمین اجتماعی i در سال t (ROA_{it}). برابر است با سود خالص تقسیم بر ارزش دفتری کل دارایی ها.

بازده حقوق صاحبان سهام هلدینگ های تخصصی شرکت سرمایه گذاری تأمین اجتماعی i در سال t (ROE_{it}). برابر است با سود خالص تقسیم بر ارزش دفتری حقوق صاحبان.

الگوی پژوهش، برگرفته از مدل زیگ و لوهیچی (2017) می باشد. در مدل پایه، حساسیت ریسک، نوسانات قیمت و نوسانات بازده مورد انتظار به عنوان متغیرهای مستقل در نظر گرفته شده است و نسبت جریان های نقدی به فروش، فرصت های سرمایه گذاری، نسبت ارزش بازار، نسبت سرمایه و نسبت بدهی به کل دارایی به عنوان متغیرهای کنترلی در نظر گرفته شده است. در این پژوهش با توجه به اهمیت مدیریت نقدینگی، ریسک قانونی، ریسک سیاسی، نوسانات بازده مورد انتظار و ریسک نقدینگی و ریسک نقدشوندگی به عنوان متغیرهای مستقل و بازده دارایی ها و بازده حقوق صاحبان سهام علاوه بر متغیرهای فوق الذکر نیز به عنوان متغیر کنترلی در نظر گرفته شده است.

جامعه آماری این پژوهش هلدینگ های تخصصی بورسی شرکت سرمایه گذاری تأمین اجتماعی (شستا) می باشد که با توجه به محدود بودن جامعه آماری کل جامعه آماری به عنوان نمونه در نظر گرفته شد. پژوهشگر برای نمونه گیری اقدام به تمام شماری اعضای جامعه نموده است. قلمرو مکانی و زمانی پژوهش مربوط به اطلاعات مالی هلدینگ های تخصصی بورسی شرکت سرمایه گذاری تأمین اجتماعی در طی سال های 1392 لغایت 1397 می باشد.

فرضیه های پژوهش

فرضیه، موتور پژوهش است. در پژوهش حاضر با عنایت به هدف، فرضیه های زیر آزمون شدند:

فصلنامه مهندسی مالی و مدیریت اوراق بهادار / شماره چهارم / پاییز 1398

H1: درک ارتباط بین ریسک سیاسی و مدیریت نقدینگی امکان الگوی بهینه یکپارچه مدیریت نقدینگی مبتنی بر ریسک را فراهم می‌کند.

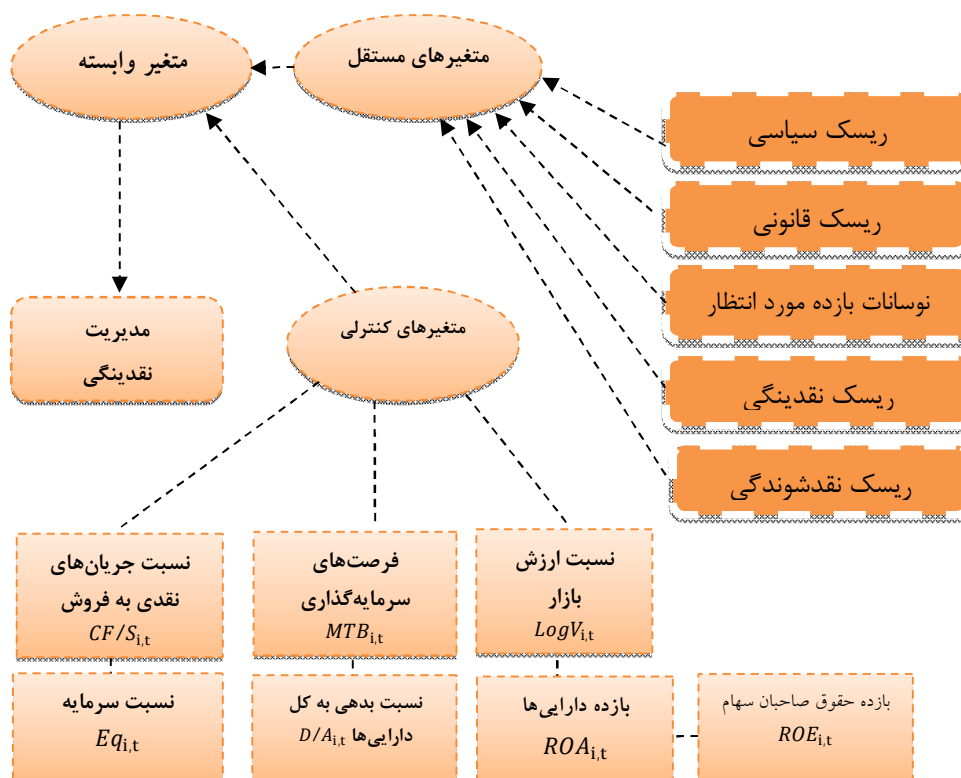
H2: درک ارتباط بین ریسک قانونی و مدیریت نقدینگی امکان الگوی بهینه یکپارچه مدیریت نقدینگی مبتنی بر ریسک را فراهم می‌کند.

H3: درک ارتباط بین نوسانات بازده مورد انتظار و مدیریت نقدینگی امکان الگوی بهینه یکپارچه مدیریت نقدینگی مبتنی بر ریسک را فراهم می‌کند.

H4: درک ارتباط بین ریسک نقدینگی و مدیریت نقدینگی امکان طراحی الگوی بهینه یکپارچه مدیریت نقدینگی مبتنی بر ریسک را فراهم می‌کند.

H5: درک ارتباط بین ریسک نقدشوندگی و مدیریت نقدینگی امکان طراحی الگوی بهینه یکپارچه مدیریت نقدینگی مبتنی بر ریسک را فراهم می‌کند.

الگوی پژوهش



کارکرد الگوی مدیریت دارایی-بدهی.../ریابه بهرامیان، فریدون رهنمای رودبشتی ومهدی معدنچی زاج

یافته‌های پژوهش

اولین گام برای تخمین الگوی رگرسیونی این است که از مانایی متغیرهای الگو، اطمینان حاصل شود. بدین منظور از آزمون مانایی استفاده شده است. وجود نایستایی در سری‌های مورد استفاده در یک مدل می‌تواند موجب استنباط‌های غلط آماری و در نتیجه رگرسیون کاذب شود که برای این امر از آزمون‌های ریشه واحد استفاده شد.

آمار توصیفی در جدول 1 خلاصه شده است. با توجه به داده‌های موجود، درباره‌ی این متغیرها می‌توان به بررسی هر یک از این شاخص‌ها پرداخت. مشاهده می‌شود که میانگین‌های مدیریت نقدینگی، ریسک سیاسی، ریسک قانونی، نوسانات بازده مورد انتظار، ریسک نقدینگی و ریسک نقدشوندگی در مقدار عددی 0/467083، 0/245815، 0/286385، 0/802083، -2/949167، 0/802083 و 3/451583 می‌باشد. این ارقام نشان می‌دهند که هلدینگ‌های تخصصی شستا مدیریت نقدینگی، تغییرات ریسک، نوسانات بازده مورد انتظار، ریسک نقدینگی و ریسک نقدشوندگی نزدیک به این اعداد را دارند و این ارقام نشان دهنده این است که اکثر مشاهدات حول این نقاط تمرکز دارند.

جدول 1- آمار توصیفی متغیرهای اصلی پژوهش

متغیر	میانگین	میانه	ماکزیمم	مینیمم	انحراف معیار	چولگی	کشیدگی
مدیریت نقدینگی	0/467083	0/45500	0/681000	0/262000	0/173430	0/084421	1/233178
ریسک سیاسی	0/245818	0/284261	0/729868	0/021494	0/410153	0/164357	1/43215
ریسک قانونی	0/286385	0/434828	0/806999	0/015560	0/374384	-0/312828	2/915318
نوسانات بازده مورد انتظار	-2/949167	-1/066000	8/967000	-19/71700	7/534450	-0/972186	3/589936
ریسک نقدینگی	0/802083	1/226000	7/109000	-4/054000	3/481367	0/204737	2/191983
ریسک نقدشوندگی	3/451583	1/612000	9/814000	1/021000	3/500506	1/150941	2/373517
نسبت ارزش بازار	13/57192	13/55250	14/00800	13/14000	0/368635	0/022394	1/150472
فرصت های سرمایه گذاری	1/668250	1/539000	2/986000	0/816000	0/723566	0/306407	1/820155
نسبت جریان نقدی به فروش	0/211750	0/191000	0/434000	0/005000	0/110436	0/203639	3/038414
نسبت سرمایه	0/178917	0/200500	0/337000	0/040000	0/116759	0/019084	1/403268
نسبت بدهی به کل دارایی	0/644167	0/639500	0/938000	0/438000	0/184244	0/164267	1/441651
بازده دارایی	0/136583	0/113000	0/282000	0/054000	0/071405	0/865371	2/510725
بازده حقوق صاحبان سهام	-2/949167	-1/066000	8/967000	-19/71700	7/534450	-0/972186	3/589936

منبع: یافته‌های پژوهش

شاخص‌های استنباطی: آزمون فرضیه‌ها

آزمون فرضیه اول: درک ارتباط بین ریسک سیاسی و مدیریت نقدینگی هلدینگ‌های تخصصی شرکت سرمایه‌گذاری تأمین اجتماعی (شستا)، امکان طراحی الگوی بهینه یکپارچه مدیریت نقدینگی مبتنی بر ریسک را فراهم می‌کند.

با توجه به نتایج به دست آمده در جدول (2)، مشاهده می‌شود که متغیرهای مورد مطالعه در فرضیه اول چه تأثیری در مدل برازش یافته دارند. سطح معنی‌داری برای آزمون این فرضیه برای متغیر ریسک سیاسی برابر با 0,0005 است و چون مقدار سطح معنی‌داری کمتر از 0/05 است، بنابراین فرض صفر در سطح اطمینان 95 درصد رد می‌شود. یعنی بین ریسک سیاسی و مدیریت نقدینگی هلدینگ‌های تخصصی شرکت سرمایه‌گذاری تأمین اجتماعی (شستا) رابطه وجود دارد.

جدول 2- نتایج تجزیه و تحلیل فرضیه اول

متغیر	ضریب	انحراف معیار	آماره t	سطح معنی‌داری
ریسک سیاسی	-0,05633635	0,053666	-2,361485	0,0005
نسبت ارزش بازار	0,034803	0,069767	2,498848	0,0203
فرصت سرمایه‌گذاری	0,146375	0,051862	2,822408	0,0071
نسبت سرمایه	0,224493	0,079495	2,823994	0,0070
نسبت بدهی به کل دارایی	0,081305	0,038560	2,108528	0,0406
بازده دارایی	0,178189	0,063922	2,787612	0,0078
بازده حقوق صاحبان سهام	0,250286	0,064284	3,893422	0,0003
ضریب ثابت	0,347889	0,046707	7,448294	0,0000
ضریب تعیین	0,830459	آماره f	27,55280	
ضریب تعیین تعدیل شده	0,800318	سطح معنی‌داری	0,0000	
دوربین واتسون 2,299663				

منبع: یافته‌های پژوهش

با مشاهده مقادیر t محاسباتی و در ستون آخر مقادیر سطح احتمال پایین می‌باشد. بنابراین هر دو ضریب به طور معنی‌داری متفاوت از صفر می‌باشد. به عبارت دیگر معنی‌دار می‌باشد که آماره T برای متغیر اهرم عملیاتی برابر با -2,361485 می‌باشد. ضریب تعیین نیز یکی از شاخص‌های نشان‌دهنده مناسب بودن برازش مدل می‌باشد. مشاهده می‌شود که این ضریب در مدل برازش یافته برابر با مقدار

کارکرد الگوی مدیریت دارایی-بدهی.../رابطه بهر امیان، فریدون رهنمای رودبشتی ومهدی معدنچی زاج

عددی 0,830459 درصد می‌باشد. به بیانی دیگر در الگوی ارائه شده، متغیر ریسک سیاسی به میزان 83,04 درصد می‌تواند تغییرات متغیر مستقل را پیش‌بینی کنند. آماره دوربین واتسون که برای شناسایی استقلال خطاها از آن استفاده می‌شود مقدار 2,299663 نشان می‌دهد که این نشان دهنده عدم وجود خودهمبستگی بین جزء خطاها می‌باشد. بنابراین رابطه‌ای معنی‌دار بین متغیر مستقل اصلی و وابسته وجود دارد. با توجه به نتیجه حاصل از تجزیه و تحلیل می‌توان گفت که فرضیه پژوهش مورد تأیید می‌باشد.

آزمون فرضیه دوم: درک ارتباط ریسک قانونی و مدیریت نقدینگی هلدینگ‌های تخصصی شرکت سرمایه‌گذاری تأمین اجتماعی (شستا)، امکان طراحی الگوی بهینه یکپارچه مدیریت نقدینگی مبتنی بر ریسک را فراهم می‌کند.

جدول 3- نتایج تجزیه و تحلیل فرضیه دوم

متغیر	ضریب	انحراف معیار	آماره t	سطح معنی‌داری
ریسک قانونی	0,407195	0,081741	2,315771	0,0015
نسبت ارزش بازار	0,161710	0,065729	2,460242	0,0169
فرصت سرمایه‌گذاری	0,044807	0,055506	2,807255	0,0225
نسبت جریان نقدی به فروش	0,129443	0,049540	2,612902	0,0111
نسبت سرمایه	0,241837	0,083836	2,884639	0,0070
نسبت بدهی به کل دارایی	0,101528	0,041099	2,470342	0,0194
بازده دارایی	0,205029	0,065393	3,135321	0,0021
بازده حقوق صاحبان سهام	0,287061	0,065386	4,390232	0,0002
ضریب ثابت	0,334744	0,049470	6,766553	0,0000
ضریب تعیین	0,816732	آماره f	24,05782	
ضریب تعیین تعدیل شده	0,784152	سطح معنی‌داری	0,0000	
دوربین واتسون 2,452214				

منبع: یافته‌های پژوهش

با توجه به نتایج به دست آمده در جدول (3)، مشاهده می‌شود که متغیرهای مورد مطالعه در فرضیه دوم چه تأثیری در مدل برآزش یافته دارند. سطح معنی‌داری برای آزمون این فرضیه برای متغیر ریسک قانونی برابر با 0,0015 است و چون مقدار سطح معنی‌داری کمتر از 0/05 است، بنابراین فرض

فصلنامه مهندسی مالی و مدیریت اوراق بهادار / شماره چهارم / پاییز 1398

صفر در سطح اطمینان 95 درصد رد می‌شود. یعنی بین ریسک قانونی و مدیریت نقدینگی هلدینگ‌های تخصصی شرکت سرمایه‌گذاری تأمین اجتماعی (شستا) رابطه وجود دارد. آماره دوربین واتسون که برای شناسایی استقلال خطاها از آن استفاده می‌شود مقدار 2,452214 را نشان می‌دهد که این نشان دهنده عدم وجود خود همبستگی بین جزء خطاها می‌باشد. بنابراین رابطه‌ای معنی‌دار بین متغیر مستقل اصلی و وابسته وجود دارد. با توجه به نتیجه حاصل از تجزیه و تحلیل می‌توان گفت که فرضیه پژوهش مورد تأیید می‌باشد. به طور کاربردی می‌توان گفت که در الگوی بهینه یکپارچه مدیریت نقدینگی مبتنی بر ریسک، می‌بایست ریسک قانونی شرکت همواره در جهت بهبود مدیریت نقدینگی در شرکت‌ها مدنظر قرار گیرد.

آزمون فرضیه سوم درک ارتباط بین نوسانات بازده مورد انتظار و مدیریت نقدینگی هلدینگ‌های تخصصی شرکت سرمایه‌گذاری تأمین اجتماعی (شستا)، امکان طراحی الگوی بهینه یکپارچه مدیریت نقدینگی مبتنی بر ریسک را فراهم می‌کند.

جدول 4- نتایج تجزیه و تحلیل فرضیه سوم

متغیر	ضریب	انحراف معیار	آماره t	سطح معنی‌داری
نوسانات بازده مورد انتظار	-0/002449	0/004133	0/592510	0/5952
نسبت ارزش بازار	-0/052061	0/371519	-0/140130	0/8974
فرصت سرمایه‌گذاری	-0/024248	0/042728	-0/567502	0/6101
نسبت جریان نقدی به فروش	0/047468	0/443202	0/107103	0/9215
نسبت سرمایه	0/498282	1/712270	0/291007	0/7900
نسبت بدهی به کل دارایی	0/869006	0/430699	2/017665	0/1370
بازده دارایی	-0/679327	1/528870	-0/444333	0/6869
بازده حقوق صاحبان سهام	0/725399	0/293723	0/560707	0/6141
ضریب ثابت	0/392774	4/929870	0/079672	0/9415
ضریب تعیین	0/969223	آماره f	11/80935	
ضریب تعیین تعدیل شده	0/887150	سطح معنی‌داری	0/033513	
دوربین واتسون 2/031863				

منبع: یافته‌های پژوهش

با توجه به نتایج به دست آمده در جدول (4)، مشاهده می‌شود که متغیرهای مورد مطالعه در فرضیه سوم چه تأثیری در مدل برازش یافته دارند. سطح معنی‌داری برای آزمون این فرضیه برای

کارکرد الگوی مدیریت دارایی-بدهی.../رابطه بهر امیان، فریدون رهنمای رودبشتی ومهدی معدنچی زاج

متغیر نوسانات بازده موردانتظار برابر با $0/5952$ است و چون مقدار سطح معنی‌داری بالاتر از $0/05$ است، بنابراین فرض صفر در سطح اطمینان 95 درصد رد نمی‌شود. یعنی بین نوسانات بازده مورد انتظار و مدیریت نقدینگی هلدینگ‌های تخصصی شرکت سرمایه‌گذاری تأمین اجتماعی (شستا) رابطه وجود ندارد. آماره دوربین واتسون که برای شناسایی استقلال خطاها از آن استفاده می‌شود مقدار $2/031863$ را نشان می‌دهد که این نشان دهنده عدم وجود خود همبستگی بین جزء خطاها می‌باشد. بنابراین رابطه‌ای معنی‌دار بین متغیر مستقل اصلی و وابسته وجود ندارد. با توجه به نتیجه حاصل از تجزیه و تحلیل می‌توان گفت که فرضیه پژوهش مورد تأیید نمی‌باشد. از طرفی با توجه به نتایج حاصل از پژوهش که درک ارتباط بین نوسانات بازده مورد انتظار و مدیریت نقدینگی هلدینگ‌های تخصصی شرکت سرمایه‌گذاری تأمین اجتماعی (شستا)، مورد بررسی قرار می‌دهد، و نتایج حاصل از پژوهش نشان داد به علت سطح معنی‌داری بالاتر از $0/05$ ، نوسانات بازده مورد انتظار بر مدیریت نقدینگی هلدینگ‌های تخصصی شرکت سرمایه‌گذاری تأمین اجتماعی (شستا) تأثیر معنی‌داری ندارد، لذا می‌توان گفت که درک ارتباط نوسانات بازده مورد انتظار بر مدیریت نقدینگی هلدینگ‌های تخصصی شرکت سرمایه‌گذاری تأمین اجتماعی (شستا)، جهت طراحی الگوی بهینه یکپارچه مدیریت نقدینگی مبتنی بر ریسک نقش بسزایی ندارد.

آزمون فرضیه چهارم درک ارتباط بین ریسک نقدینگی و مدیریت نقدینگی هلدینگ‌های تخصصی شرکت سرمایه‌گذاری تأمین اجتماعی (شستا)، امکان طراحی الگوی بهینه یکپارچه مدیریت نقدینگی مبتنی بر ریسک را فراهم می‌کند.

با توجه به نتایج به دست آمده در جدول (5)، مشاهده می‌شود که متغیرهای مورد مطالعه در فرضیه چهارم چه تأثیری در مدل برازش یافته دارند. سطح معنی‌داری برای آزمون این فرضیه برای متغیر ریسک نقدینگی برابر با $0/0109$ است و چون مقدار سطح معنی‌داری کمتر از $0/05$ است، بنابراین فرض صفر در سطح اطمینان 95 درصد رد می‌شود. یعنی بین ریسک نقدینگی و مدیریت نقدینگی هلدینگ‌های تخصصی شرکت سرمایه‌گذاری تأمین اجتماعی (شستا) رابطه وجود دارد. با مشاهده مقادیر t محاسباتی و در ستون آخر مقادیر سطح احتمال پایین می‌باشد. بنابراین هر دو ضریب بطور معنی‌داری متفاوت از صفر می‌باشد به عبارت دیگر معنی‌دار می‌باشد که آماره t برای متغیر اهرم عملیاتی برابر با $5/672261$ می‌باشد. آماره دوربین واتسون که برای شناسایی استقلال خطاها از آن استفاده می‌شود مقدار $1/776603$ را نشان می‌دهد که این نشان دهنده عدم وجود خود همبستگی بین جزء خطاها می‌باشد. بنابراین رابطه‌ای معنی‌دار بین متغیر مستقل اصلی و وابسته وجود دارد. با توجه به نتیجه حاصل از تجزیه و تحلیل می‌توان گفت که فرضیه پژوهش مورد تأیید می‌باشد.

جدول 5- نتایج تجزیه و تحلیل فرضیه چهارم

متغیر	ضریب	انحراف معیار	آماره t	سطح معنی داری
ریسک نقدینگی	0/019237	0/003392	5/672261	0/0109
نسبت ارزش بازار	0/377151	0/122022	3/090836	0/0537
فرصت سرمایه گذاری	-0/075881	0/028223	-2/688645	0/0745
نسبت جریان نقدی به فروش	0/563761	0/127860	4/409213	0/0216
نسبت سرمایه	0/030051	0/373302	0/080500	0/9409
نسبت بدهی به کل دارایی	1/522020	0/188705	8/065613	0/0040
بازده دارایی	-0/828307	0/354500	-2/336553	0/1015
بازده حقوق صاحبان سهام	1/208482	0/316212	3/821753	0/0315
ضریب ثابت	-5/945479	1/708511	-3/479918	0/0401
ضریب تعیین	0/995280	آماره f	79/07593	
ضریب تعیین تعدیل شده	0/982694	سطح معنی داری	0/002110	
دوربین واتسون 1/776603				

منبع: یافته‌های پژوهش

از طرفی با توجه به نتایج حاصل از پژوهش که درک ارتباط بین ریسک نقدینگی و مدیریت نقدینگی هلدینگ‌های تخصصی شرکت سرمایه‌گذاری تأمین اجتماعی (شستا)، مورد بررسی قرار می‌دهد، و نتایج حاصل از پژوهش نشان داد به علت سطح معنی داری کمتر از 0/05، ریسک نقدینگی تأثیر معنی دار و مثبتی با توجه به علامت ضریب رگرسیون در جدول فوق بر مدیریت نقدینگی هلدینگ‌های تخصصی شرکت سرمایه‌گذاری تأمین اجتماعی (شستا) دارد، لذا می‌توان گفت که درک ارتباط ریسک نقدینگی بر مدیریت نقدینگی هلدینگ‌های تخصصی شرکت سرمایه‌گذاری تأمین اجتماعی (شستا)، جهت طراحی الگوی بهینه یکپارچه مدیریت نقدینگی مبتنی بر ریسک نقش بسزایی دارد. به طور کاربردی می‌توان گفت که در الگوی بهینه یکپارچه مدیریت نقدینگی مبتنی بر ریسک، می‌بایست ریسک نقدینگی شرکت همواره در جهت بهبود مدیریت نقدینگی در شرکت‌ها مد نظر قرار گیرد.

کارکرد الگوی مدیریت دارایی-بدهی.../رابه بهرامیان، فریدون رهنمای رودبشتی ومهدی معدنچی زاج

در مبانی نظری ارتباط بین ریسک نقدینگی و مدیریت نقدینگی، می توان گفت که مدیریت نقدینگی از نسبت سرمایه تأثیر مستقیم گرفته و با توجه به کاهش و یا افزایش نوسانات جریان های نقدی می تواند فروش و یا ارائه خدمات را تحت تأثیر خود قرار دهد. نوسانات جریان های نقدی باعث می شود شرکت ها با ریسک نقدینگی روبه رو باشند، از آنجا که ریسک نقدینگی با مدیریت نقدینگی در ارتباط می باشد، لذا به منظور بازده و عملکرد بالاتر، می بایست مدیریت نقدینگی مبتنی بر ریسک بیشتر مورد توجه قرار گیرد.

آزمون فرضیه پنجم: درک ارتباط بین ریسک نقدشوندگی و مدیریت نقدینگی هلدینگ های تخصصی شرکت سرمایه گذاری تأمین اجتماعی (شستا)، امکان طراحی الگوی بهینه یکپارچه مدیریت نقدینگی مبتنی بر ریسک را فراهم می کند.

جدول 6- نتایج تجزیه و تحلیل فرضیه پنجم

متغیر	ضریب	انحراف معیار	آماره t	سطح معنی داری
ریسک نقدشوندگی	-0/004792	0/001491	-3/214775	0/0847
نسبت ارزش بازار	0/475843	0/063550	7/487718	0/0174
فرصت سرمایه گذاری	-0/120483	0/015814	-7/618620	0/0168
نسبت جریان نقدی به فروش	0/075200	0/060955	1/233694	0/3426
نسبت سرمایه	-0/041164	0/184566	-0/223030	0/8442
نسبت بدهی به کل دارایی	0/576801	0/068420	8/430357	0/0138
بازده دارایی	-0/174490	0/176072	-0/991017	0/4261
بازده حقوق صاحبان سهام	0/350801	0/145372	2/413131	0/1372
ضریب ثابت	-0/249646	0/850895	-7/344790	0/0180
ضریب تعیین	0/999231	آماره f	288/7876	
ضریب تعیین تعدیل شده	0/995771	سطح معنی داری	0/003455	
دوربین واتسون 1/563392				

منبع: یافته های پژوهش

با توجه به نتایج به دست آمده در جدول 5، مشاهده می شود که متغیرهای مورد مطالعه در فرضیه پنجم چه تأثیری در مدل برآزش یافته دارند. سطح معنی داری برای آزمون این فرضیه برای متغیر ریسک نقدشوندگی برابر با 0/0847 است و چون مقدار سطح معنی داری کمتر از 0/10 است، بنابراین

فصلنامه مهندسی مالی و مدیریت اوراق بهادار / شماره چهارم / پاییز 1398

فرض صفر در سطح اطمینان 90 درصد رد می‌شود. یعنی بین ریسک نقدشوندگی و مدیریت نقدینگی هلدینگ‌های تخصصی شرکت سرمایه‌گذاری تأمین اجتماعی (شستا) رابطه وجود دارد. با مشاهده مقادیر t محاسباتی و در ستون آخر مقادیر سطح احتمال پایین می‌باشد. بنابراین هر دو ضریب به طور معنی‌داری متفاوت از صفر می‌باشد به عبارت دیگر معنی‌دار می‌باشد که آماره برای متغیر ریسک نقدشوندگی برابر با $3/214775$ - می‌باشد. آماره دوربین واتسون که برای شناسایی استقلال خطاها از آن استفاده می‌شود مقدار $1/563392$ را نشان می‌دهد که این رقم نشان‌دهنده عدم وجود خود همبستگی بین جزء خطاها می‌باشد. بنابراین رابطه‌ای معنی‌دار بین متغیر مستقل اصلی و وابسته وجود دارد. با توجه به نتیجه حاصل از تجزیه و تحلیل می‌توان گفت که فرضیه پژوهش مورد تأیید می‌باشد. از طرفی با توجه به نتایج حاصل از پژوهش که درک ارتباط بین ریسک نقدشوندگی و مدیریت نقدینگی هلدینگ‌های تخصصی شرکت سرمایه‌گذاری تأمین اجتماعی (شستا) مورد بررسی قرار می‌دهد، نتایج حاصل از پژوهش نشان داد به علت سطح معنی‌داری کمتر از $0/05$ ، ریسک نقدشوندگی تأثیر معنی‌دار و منفی با توجه به علامت ضریب رگرسیون بر مدیریت نقدینگی هلدینگ‌های تخصصی شرکت سرمایه‌گذاری تأمین اجتماعی (شستا) دارد، لذا می‌توان گفت که درک ارتباط ریسک نقدشوندگی بر مدیریت نقدینگی هلدینگ‌های تخصصی شرکت سرمایه‌گذاری تأمین اجتماعی (شستا)، جهت طراحی الگوی بهینه یکپارچه مدیریت نقدینگی مبتنی بر ریسک نقش بسزایی دارد. به طور کاربردی می‌توان گفت که در الگوی بهینه یکپارچه مدیریت نقدینگی مبتنی بر ریسک، می‌بایست ریسک نقدشوندگی شرکت همواره در جهت بهبود مدیریت نقدینگی در شرکت‌ها مدنظر قرار گیرد.

جدول 7- خلاصه نتایج آماری و مالی آزمون فرضیه‌های پژوهش

قبول یا رد	شاخص آماری	تبیین	عنوان فرضیه
تأیید	Risk POL	تأثیر مستقیم ریسک سیاسی بر مدیریت نقدینگی هلدینگ‌های تخصصی شرکت سرمایه‌گذاری تأمین اجتماعی (شستا)	درک ارتباط بین ریسک سیاسی و مدیریت نقدینگی هلدینگ‌های تخصصی شرکت سرمایه‌گذاری تأمین اجتماعی (شستا)، امکان طراحی الگوی بهینه یکپارچه مدیریت نقدینگی مبتنی بر ریسک را فراهم می‌کند.

کارکرد الگوی مدیریت دارایی-بدهی.../رابه بهرامیان، فریدون رهنمای رودپشتی ومهدی معدنچی زاج

تأیید	Risk LEG	تأثیر مستقیم ریسک قانونی بر مدیریت نقدینگی هلدینگ‌های تخصصی شرکت سرمایه‌گذاری تأمین اجتماعی (شستا)	درک ارتباط بین ریسک قانونی و مدیریت نقدینگی هلدینگ‌های تخصصی شرکت سرمایه‌گذاری تأمین اجتماعی (شستا)، امکان طراحی الگوی بهینه یکپارچه مدیریت نقدینگی مبتنی بر ریسک را فراهم می‌کند.
عدم تأیید	δ^2	تأثیر مستقیم نوسانات بازده مورد انتظار و مدیریت نقدینگی هلدینگ‌های تخصصی شرکت سرمایه‌گذاری تأمین اجتماعی (شستا)	درک ارتباط بین نوسانات بازده مورد انتظار و مدیریت نقدینگی هلدینگ‌های تخصصی شرکت سرمایه‌گذاری تأمین اجتماعی (شستا)، امکان طراحی الگوی بهینه یکپارچه مدیریت نقدینگی مبتنی بر ریسک را فراهم می‌کند.
تأیید	Risk EQU	تأثیر مستقیم ریسک نقدینگی و مدیریت نقدینگی هلدینگ‌های تخصصی شرکت سرمایه‌گذاری تأمین اجتماعی (شستا)	درک ارتباط بین ریسک نقدینگی و مدیریت نقدینگی هلدینگ‌های تخصصی شرکت سرمایه‌گذاری تأمین اجتماعی (شستا)، امکان طراحی الگوی بهینه یکپارچه مدیریت نقدینگی مبتنی بر ریسک را فراهم می‌کند.
تأیید	Risk IND	تأثیر مستقیم ریسک نقدشوندگی و مدیریت نقدینگی هلدینگ‌های تخصصی شرکت سرمایه‌گذاری تأمین اجتماعی (شستا)	درک ارتباط بین ریسک نقدشوندگی و مدیریت نقدینگی هلدینگ‌های تخصصی شرکت سرمایه‌گذاری تأمین اجتماعی (شستا)، امکان طراحی الگوی بهینه یکپارچه مدیریت نقدینگی مبتنی بر ریسک را فراهم می‌کند.

بحث و نتیجه‌گیری

پژوهش حاضر با هدف کارکرد الگوی مدیریت دارایی-بدهی بر درک ارتباط بین ریسک و بازده با نقدینگی در هلدینگ‌های تخصصی شرکت سرمایه‌گذاری تأمین اجتماعی (شستا) انجام شد. با توجه به یافته‌ها شواهد را فراهم نموده که می‌توان با درک ارتباط متغیرهای مورد بحث این فرضیه بین ریسک سیاسی و مدیریت نقدینگی هلدینگ‌های تخصصی شرکت سرمایه‌گذاری تأمین اجتماعی (شستا)، الگوی یکپارچه بهینه مدیریت نقدینگی با توجه به ریسک‌هایی نظیر ریسک‌های نقدینگی و نقدشوندگی طراحی نمود. یعنی در طراحی نظام جامع مدیریت نقدینگی هلدینگ‌های تخصصی شستا

با توجه به ریسک نقدینگی از جمله هدر رفتن فرصت‌های سرمایه‌گذاری هلدینگ‌های تخصصی شستا، استفاده از مقادیر نقدینگی مازاد برای سرمایه‌گذاری در هلدینگ‌های تخصصی شستا و رویارویی با شرایط بحرانی و کسری منابع نقد و ریسک نقدشوندگی از جمله ناتوانی در ایجاد امکان نقدشوندگی اهمیت ویژه‌ای داشته، لذا توجه به آن بسیار ضروری است. با توجه به نتیجه آزمون فرضیه می‌توان گفت استراتژی سیاست محافظه‌کارانه سرمایه در گردش، یکی از استراتژی‌های مهم جهت مقابله با تغییرات معکوس ریسک می‌باشد. حیدری کلان و همکاران (1396) در پژوهشی به شناسایی عوامل مؤثر بر مدیریت نقدینگی شرکت سرمایه‌گذاری تأمین اجتماعی (شستا) پرداختند. نتایج، حاکی از آن است که بین اهرم مالی و مدیریت نقدینگی رابطه معنی‌دار و معکوس وجود دارد. همچنین رابطه بین سودآوری و مخارج سرمایه‌ای با مدیریت نقدینگی به لحاظ آماری معنی‌دار نمی‌باشد (فرضیه اول).

با توجه به نتایج حاصل از آزمون فرضیه با درک ارتباط متغیرهای مورد بحث این فرضیه بین ریسک قانونی و مدیریت نقدینگی هلدینگ‌های تخصصی شرکت سرمایه‌گذاری تأمین اجتماعی (شستا)، الگوی یکپارچه بهینه مدیریت نقدینگی با توجه به ریسک‌هایی نظیر ریسک‌های نقدینگی و نقدشوندگی طراحی نمود. با توجه به نتیجه آزمون فرضیه می‌توان گفت استراتژی سیاست جسورانه سرمایه در گردش، یکی از استراتژی‌های مهم در ارتباط با ریسک قانونی می‌باشد (فرضیه دوم).

با توجه به نتایج حاصل از آزمون فرضیه با درک ارتباط متغیرهای مورد بحث این فرضیه بین نوسانات بازده مورد انتظار و مدیریت نقدینگی هلدینگ‌های تخصصی شرکت سرمایه‌گذاری تأمین اجتماعی (شستا)، الگوی یکپارچه بهینه مدیریت نقدینگی با توجه به ریسک‌هایی نظیر ریسک‌های نقدینگی و نقدشوندگی طراحی نمود. یعنی در طراحی نظام جامع مدیریت نقدینگی هلدینگ‌های تخصصی شستا با توجه به ریسک نقدینگی به علت نوسانات بازده مورد انتظار ناشی از سرمایه‌گذاری‌ها و ریسک نقدشوندگی به علت نوسانات بازار به علت تغییرات نرخ بهره و وجود تورم بر مدیریت نقدینگی تأثیرگذار می‌باشد و کنترل آنها اهمیت ویژه‌ای داشته، لذا توجه به آن بسیار ضروری است. با توجه به نتیجه آزمون فرضیه، انتخاب استراتژی محافظه‌کارانه سرمایه در گردش گزینه بهتری جهت مقابله با نوسانات بازده مورد انتظار می‌باشد. در صورتی که تأثیر این متغیر در سال‌های آتی بر مدیریت نقدینگی معکوس بوده، انتخاب استراتژی جسورانه سرمایه در گردش به جای محافظه‌کارانه ترجیح داده می‌شود. چرا که احتمال دوام اثرات نوسانات بازده مورد انتظار بر نقدینگی افزایش می‌یابد و این روند باعث کاهش نقدینگی شرکت و کمبود سرمایه‌گذاری در شرکت می‌شود، لذا انتخاب استراتژی سرمایه در گردش برابر با این متغیر برای سرمایه‌گذاران اهمیت بیشتری دارد. تیسای و فیتی (2016) در پژوهشی به بررسی نقدینگی، ریسک نقدینگی، و جریان اطلاعات: درس‌هایی از بازار در حال ظهور پرداختند. بهبود نقدشوندگی به وسیله کاهش پراکندگی پیشنهاد می‌شود که با افزایش نرخ تورم در بهترین حد تولید می‌شود. نتایج به وضوح نشان می‌دهد که اطلاعات، عامل مهمی است که عدم دسترسی مناسب

کارکرد الگوی مدیریت دارایی-بدهی.../ریابه بهرامیان، فریدون رهنمای رودبشتی ومهدی معدنچی زاج

به آن موجب افزایش ریسک نقدینگی در ارتباط با انتشار تقاضای تقاضا می‌شود، در حالی که افشای اطلاعات خصوصی نیز عامل مهمی جهت افزایش ریسک نقدینگی در بازار می‌باشد. علاوه بر این، نتایج نشان می‌دهد که پایداری ریسک نقدینگی هنگامی که حجم معاملات و عدم تعادل سفارش به عنوان متغیرهای توضیحی در معادله شرطی مطرح می‌شوند، از بین می‌روند (فرضیه سوم).

با توجه به نتایج حاصل از آزمون فرضیه با درک ارتباط متغیرهای مورد بحث این فرضیه بین ریسک نقدینگی و مدیریت نقدینگی هلدینگ‌های تخصصی شرکت سرمایه‌گذاری تأمین اجتماعی (شستا)، الگوی یکپارچه بهینه مدیریت نقدینگی با توجه به ریسک‌هایی نظیر ریسک‌های نقدینگی و نقدشوندگی طراحی نمود. یعنی در طراحی نظام جامع مدیریت نقدینگی هلدینگ‌های تخصصی شستا با توجه به ریسک نقدینگی که به دلیل کمبود و عدم اطمینان در میزان نقدینگی شرکت ایجاد می‌شود و این امر در بحرانی نمودن شرایط هلدینگ‌های تخصصی شستا تاثیرگذار می‌باشد، اهمیت ویژه‌ای داشته، لذا توجه به آن بسیار ضروری است. با توجه به نتیجه آزمون فرضیه انتخاب استراتژی جسورانه سرمایه در گردش گزینه بهتری جهت مقابله با ریسک نقدینگی می‌باشد. هنگامی که اثرات ریسک نقدینگی کاهش می‌یابد، فرصتی جهت انتخاب استراتژی محافظه‌کارانه افزایش می‌یابد. بنابراین انتخاب استراتژی جسورانه سرمایه در گردش برابر با این متغیر برای اعضای هیئت مدیره، سرمایه‌گذاران و سهامداران حائز اهمیت می‌باشد. خوشنود (1391) در پژوهشی به ارزیابی رهنمود مدیریت ریسک نقدینگی در مقایسه با رهنمودهای بین‌المللی جدید مدیریت ریسک نقدینگی پرداختند. تجربه بحران اخیر تأییدکننده عدم توجه کافی مدیران بانکی به مدیریت ریسک نقدینگی بوده است. از این‌رو حتی قبل از شکل‌گیری این بحران، مقررات‌گذاران بین‌المللی شروع به طراحی رهنمودهای جدیدی برای مدیریت ریسک نقدینگی کردند (فرضیه چهارم).

با توجه به نتایج حاصل از درک ارتباط متغیرهای مورد بحث این فرضیه بین ریسک نقدشوندگی و مدیریت نقدینگی هلدینگ‌های تخصصی شرکت سرمایه‌گذاری تأمین اجتماعی (شستا)، الگوی یکپارچه بهینه مدیریت نقدینگی با توجه به ریسک‌هایی نظیر ریسک‌های نقدینگی و نقدشوندگی طراحی نمود. یعنی در طراحی نظام جامع مدیریت نقدینگی هلدینگ‌های تخصصی شستا با توجه به ریسک نقدینگی از جهت نوسانات بازده مورد انتظار و شرایط اقتصادی و ریسک نقدشوندگی که تأثیر منفی بر ارزش سهام و شرایط هلدینگ‌های تخصصی شستا می‌گذارد، اهمیت ویژه‌ای داشته، لذا توجه به آن بسیار ضروری است. با توجه به نتیجه آزمون فرضیه انتخاب استراتژی جسورانه سرمایه در گردش گزینه بهتری جهت مقابله با ریسک نقدشوندگی می‌باشد. هنگامی که اثرات ریسک نقدشوندگی کاهش می‌یابد فرصت جهت انتخاب استراتژی محافظه‌کارانه افزایش می‌یابد. بنابراین انتخاب استراتژی در برابر تداوم منفی بودن ریسک نقدشوندگی در طی سال‌های آینده برای اعضای هیئت مدیره اهمیت بیشتری می‌یابد. عظیمی و صباغ (1393)، در پژوهشی ارتباط ارزشی نگهداشت وجه نقد در شرکت‌های

فصلنامه مهندسی مالی و مدیریت اوراق بهادار / شماره چهارم / پاییز 1398

پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران با نمونه‌ای شامل 118 شرکت از میان شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق تهران در بازه زمانی 1385 تا 1389 بررسی کردند. نتایج نشان می‌دهد که نگهداشت وجه نقد ارتباط منفی با ارزش شرکت ندارد، اما نگهداشت وجه نقد اضافی با وجود سطح فعلی وجه نقد در شرکت، ارتباط منفی با ارزش شرکت پیدا می‌کند. همچنین سهامداران به نسبت‌های جاری و آنی در شرکت‌های اهرمی توجه بسیاری می‌کنند.

با توجه به یافته‌های پژوهش، از آنجا که هر یک از متغیرهای فوق رابطه معنی‌داری با مدیریت نقدینگی دارند، لذا می‌توان گفت جهت بهبود مدیریت نقدینگی در هلدینگ‌های تخصصی شرکت سرمایه‌گذاری تأمین اجتماعی (شستا) می‌بایست با توجه به ریسک‌های موجود، هر یک از عوامل ذکر شده در نظر گرفته شوند. چرا که ریسک به عنوان یکی از عواملی است که می‌تواند عملکرد شرکت‌ها و میزان بهره‌وری آنها را دچار مشکل کند، از طرفی با توجه به نرخ تورم همواره قیمت با نوسان همراه می‌باشد، لذا می‌توان گفت با نوسان قیمت‌ها میزان بازده مورد انتظار ممکن است با نوسان همراه باشد، لذا جهت بهبود مدیریت نقدینگی و کنترل ریسک، بهتر است هر یک از عوامل فوق به عنوان عوامل تأثیرگذار بر مدیریت نقدینگی مبتنی بر ریسک مورد توجه قرار گیرد. از طرفی متغیرهای کنترلی همچون بازده حقوق صاحبان سهام، نسبت سرمایه، نسبت بدهی به کل دارایی، بازده دارایی‌ها، نسبت جریان‌های نقدی به فروش، فرصت‌های سرمایه‌گذاری و نسبت ارزش بازار در مدیریت نقدینگی جهت طراحی الگوی بهینه یکپارچه مدیریت نقدینگی مبتنی بر ریسک در هلدینگ‌های تخصصی شرکت سرمایه‌گذاری تأمین اجتماعی می‌بایست مورد توجه قرار گیرند (فرضیه پنجم).

نتایج پژوهش بر تصمیم‌های تحلیلگران و سرمایه‌گذاران، اثرگذار خواهد بود. آنها باید به این نکته توجه داشته باشند که در حالت کلی، وضعیت هلدینگ‌های شرکت سرمایه‌گذاری تأمین اجتماعی از آنچه که در گزارش‌های مالی این هلدینگ‌ها ارائه می‌شود، مطلوب‌تر است.

فهرست منابع

- (۱) ابراهیمی، عباس؛ سعید حسینی و حسین ابراهیمی، 1395. دومین کنفرانس بین‌المللی در مدیریت، حسابداری و اقتصاد، تهران، موسسه آموزش عالی صالحان، دانشکده مدیریت دانشگاه تهران.
- (۲) اردکانی، سعید (1393). بررسی ارتباط رشد دارایی‌ها با بازده سهام در بورس اوراق بهادار تهران. فصلنامه پژوهش‌های علوم اقتصادی (دانشگاه علامه)، 46، ص 5.
- (۳) رهنمای رودپشتی، فریدون؛ چاوشی، کاظم؛ صابر، ابراهیم. بهینه‌سازی پرتفوی متشکل از سهام صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک بورس اوراق بهادار تهران با رویکرد الگوریتم ژنتیک. (1393). دانش سرمایه‌گذاری. 217-232، 3(12).

کارکرد الگوی مدیریت دارایی-بدهی.../رابطه بهرامیان، فریدون رهنمای رودپشتی ومهدی معدنچی زاج

- ۴) سبحان‌اللهی، محمدعلی؛ رحمان سرشت، حسین و فرزانه اصلی بیگی الگوی تعامل استراتژیک در شرکتهای هلدینگ. (1391)، مطالعات مدیریت راهبردی. شماره 12، زمستان .
- ۵) سجادی؛ حسین، حاجی زاده، سعید و نیکوکار، جواد(1392). تاثیر هزینه‌های نمایندگی و کیفیت گزارشگری مالی بر ریسک سرمایه گذاری در شرکت های بورسی. بررسی حسابداری و حسابرسی دانشکده مدیریت دانشگاه تهران. 19(13):21-42.
- ۶) قولجاش، سامانتا و سعیدی، پرویز. نگرشی بر مدیریت ریسک نقدینگی در بانکها. (1395)، فصلنامه پژوهش‌های جدید در مدیریت و حسابداری. سال هفدهم، شماره سوم.
- ۷) مرادی، محمد و سپهوندی، سعیده، "تأثیر استراتژی های رقابتی بر پایداری عملکرد مالی و ریسک"، (1394) فصلنامه پژوهش‌های حسابداری مالی. سال هفتم، شماره سوم، صص 75-90.
- ۸) مهدوی، غلامحسین و قربانی، اصغر "بررسی مقایسه‌ای نقش شاخص‌های نوین و سنتی نقدینگی در ارزیابی عملکرد مالی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران"، (1391). مجله پژوهش‌های حسابداری مالی. سال 4، شماره 1، صص 67-88.
- ۹) رهنمای رودپشتی فریدون، صابرابراهیم، بشیرپور علی، مدیریت دارایی - بدهی(رویکرد کاربردی)، چاپ بیستم، تهران. انتشارات دانشگاه آزاد اسلامی واحد علوم و تحقیقات. اردیبهشت 1396.
- ۱۰) Chang, Xin, Yong Sun, and X. U. Xiaodong. "Free Cash Flow, Over-Investment and Corporate Governance in China." *Pacific-Basin Finance Journal* (2015).
- ۱۱) Dalne, Katja. "The Performance of Market Risk Models for Value at Risk and Expected Shortfall Backtesting: In the Light of the Fundamental Review of the Trading Book." (2017).
- ۱۲) Daryakin, A. A., and S. G. Andriashina. "Problems of Evaluation and Management of Operational Risks in Banks." *Procedia Economics and Finance* 24 (2015): 156-165.
- ۱۳) Dittmar, A. Duchin, R. Looking in the Rear View Mirror: The Effect of Managers' Professional Experience on Corporate Cash Holdings. *Journal of Finance* (2013), 50, 1-51.
- ۱۴) Petrova Kumar Narayan., Is the Profitability of Indian Stocks Compensation for Risks? *Emerging Markets Review*. j.ememar. (2012).02,001.

۱۵) Petrova, Elena, et al. "Relationship between cost of equity capital and voluntary corporate disclosures." *International Journal of Economics and Finance* 4,3 (2012): 83.

۱۶) Supar, Siti Julea Binti, Imbarine Bujang, and Taufik Abdul Hakim. "Effect of Cash Holding Towards Firm's Efficiency: Moderating Effect of Earning Quality." *Proceedings of the 2nd Advances in Business Research International Conference*. Springer, Singapore, 2018.

۱۷) Tissaoui, Kais, and Zied Ftiti. "Liquidity, liquidity risk, and information flow: Lessons from an emerging market." *Research in International Business and Finance* 37 (2016): 28-48.

۱۸) Wood worth, G.Walter, , "Bank Liquidity Management: Theories and techniques", *Bankers Magazine*, CL 4, 1968 ,P 66-78.

۱۹) Yan, Meilan, Maximilian JB Hall, and Paul Turner. "Estimating Liquidity Risk Using The Exposure-Based Cash-Flow-At-Risk Approach: An Application To The Uk Banking Sector." *International Journal of Finance & Economics* 19,3 (2014): 225-238.

۲۰) Pastor, L. & Veronesi, P. (2013). "Political Uncertainty and Risk Premia". *Financial Economics*, 110(3), 520-545.

۲۱) Pearson, D., Nyonna, D. & Kim, K. J. (2012). "The Relationship between Economic Freedom, State Growth and Foreign Direct Investment in US States". *International Journal of Economics and Finance*, 4(10), 140-146.