

## بررسی تأثیر کمبود نقدینگی در شرکت‌های عرضه اولیه سهام بر پیش بینی عملکرد عملیاتی با توجه به جریان نقدی

دکتر حمید رستمی جاز

استادیار گروه حسابداری، واحد بندرعباس، دانشگاه آزاد اسلامی، بندرعباس، ایران. (نویسنده مسئول).

Hamid.Rostami1358@gmail.com

علیرضا خیالستان

دانشجوی دکتری حسابداری، واحد بندرعباس، دانشگاه آزاد اسلامی، بندرعباس، ایران.

khialestanalireza@gmail.com

### چکیده

شرکت‌های عرضه اولیه سهام در تلاش هستند جهت بهبود عملکرد عملیاتی به میزان نقدینگی خود جهت انتشار سهام و یا جریان‌های نقدی توجه نمایند و براساس مدیریت این دو مبحث بتوانند به سرمایه‌گذاری و انتشار سهام بپردازند؛ چراکه انتظار می‌رود کمبود نقدینگی نقش منفی در عملکرد عملیاتی داشته باشد و یا عدم جریان نقدی منجر به کاهش فعالیت شرکت گردد. این احتمال وجود دارد که شرکت‌های دارای عرضه اولیه سهام میتوانند با توجه نقدینگی و جریان‌های نقدی در پیش بینی عملکرد عملیاتی نقش داشته باشند و یا اینکه شرکت‌های دارای عرضه اولیه سهام به چه صورت با کمبود نقدینگی و یا جریان نقدی در عملکرد عملیاتی نقش دارند؛ بنابراین هدف از انجام این مطالعه تعیین تأثیر کمبود نقدینگی در شرکت‌های عرضه اولیه سهام بر پیش بینی عملکرد عملیاتی با توجه به جریان نقدی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس تهران می‌باشد. روش پژوهش مورد استفاده نیز، روش توصیفی-تحلیلی بوده و داده‌های پژوهش از نوع تاریخی با مراجعه به صورت‌ها و گزارشات مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس جمع‌آوری و طبقه‌بندی گردید. برای تجزیه و تحلیل داده‌های آماری از روش داده‌های پانل دیتا استفاده شد؛ و در بخش تجزیه و تحلیل از آمار توصیفی و استنباطی و آزمون‌های مختلف مربوطه انجام گردید و تحلیل داده‌ها با استفاده از نرم افزار Eviews نسخه ۹ صورت گرفت. جهت تحلیل فرضیه‌های پژوهش، جامعه آماری را از بین سال‌های ۱۳۹۷ الی ۱۴۰۱ و به مدت ۵ سال انتخاب نموده و شامل شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بوده‌اند که نمونه آماری با روش حذفی و به تعداد ۸۲ شرکت انتخاب شد. نتایج تحلیل نشان می‌دهد، فرضیه اصلی مورد تأیید قرار گرفت و مشخص شد که کمبود نقدینگی در شرکت‌های عرضه اولیه سهام بر پیش بینی عملکرد عملیاتی با توجه به جریان نقدی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس تهران تأثیر منفی و معناداری دارد؛ بنابراین، عدم به موقع تأمین نقدینگی و یا مدیریت آن در شرکت‌های عرضه اولیه سهام منجر به کاهش بازده داراییها و بازده حقوق صاحبان سهام میشود. عرضه اولیه سهام یا عرضه اولیه عمومی، به فرایند ارائه سهام یک شرکت خصوصی به عموم بازار گفته می‌شود. عرضه اولیه به شرکت اجازه می‌دهد تا نقدینگی خود را از طریق سرمایه‌گذاران عمومی جمع‌آوری کند. با توجه به یافته‌های پژوهش، کمبود نقدینگی در شرکت‌های عرضه اولیه سهام باعث میشود عملکرد عملیاتی شرکت دچار تغییراتی شود و در نتیجه جریان نقدی نیز تأثیرگذار است و میتواند جهت اثرات مثبت بر عملکرد عملیاتی به این دو معیار توجه نمود تا بتواند نتایج بهتر یا عملکرد بهتری برای شرکت ارائه نمایند. پس پیشنهاد میشود با توجه به نقدینگی و جریان‌های نقدی میزان عملکرد عملیاتی را افزایش دهند و یا اینکه راهکارهای ارائه شده در این زمینه را مورد ارزیابی قرار دهند تا بتوانند نتایج بهتری در زمینه کسب عملکرد عملیاتی کسب نمایند.

**واژه های کلیدی:** عملکرد نقدینگی، شرکت عرضه اولیه سهام، جریان نقدی، عملکرد عملیاتی.

## مقدمه

پژوهشگران دریافته‌اند که در صورتی که شرکت‌های عرضه اولیه عمومی (IPO) درآمد حاصل از فروش سهام اولیه را دریافت نکنند، اکثر آنها به زودی نقدینگی خود را از دست خواهند داد. کسری نقدی ناشی از افزایش در مخارج سرمایه، تحقیق و توسعه (R&D)، بازپرداخت بدهی (M&A) نیست و در طول ۵ سال پس از عرضه اولیه سهام باقی میماند. جریانهای نقدی خالص منفی به توضیح کمبودهای نقدی مداوم کمک میکنند. این نتایج با نظریه افق تامین مالی سازگار هستند. شرکت‌های عرضه اولیه عمومی با کسری‌های نقدی اولیه بیشتر نیز جریان‌های نقدی کمتری در ۵ سال آینده دارند که نشان میدهد کسریهای نقدی اولیه را میتوان برای پیش بینی عملکرد عملیاتی آینده شرکت‌های عرضه اولیه عمومی استفاده کرد. نظریه افق تامین مالی (هانگ و ریتز، ۲۰۲۱)، نشان می‌دهد که شرکت‌ها بدهی را برای برآورده کردن نیازهای نقدی موقت و سهام را برای برآورده کردن نیازهای نقدی مداوم منتشر می‌کنند. بر اساس نظریه افق تامین مالی مشخص شده است که اکثر صادرکنندگان سهام فصلی بدون تامین مالی خارجی پول نقد خرج میکنند (دنيس و مک کئون، ۲۰۲۱)، و اغلب نیازهای نقدی مداوم دارند (هوانگ و ریتز، ۲۰۲۱). نظریه افق تامین مالی نیز ممکن است برای شرکت‌های عرضه اولیه قابل اجرا باشد و نشان میدهد که ممکن است نیازهای نقدی انگیزه ای برای عرضه عمومی اولیه باشد. علیرغم مطالعات متعدد در مورد انگیزه‌های عرضه عمومی اولیه کمبود تحقیق در این زمینه وجود دارد. در نتیجه آنها نیازهای نقدی شرکت‌های عرضه اولیه عمومی را در این مطالعه بررسی نمودند. بر اساس نظریه افق سرمایه گذاری به این نتیجه رسیدند که اکثر شرکت‌های عرضه اولیه در سال عرضه اولیه، در صورتی که هیچ درآمد اولیه ای دریافت نکنند، پول نقد را به اتمام خواهند رساند. کمبود نقدینگی در ۵ سال آینده پایدار است. این امر سازگار با پیش بینی نظریه افق تامین مالی است که نشان می‌دهد شرکت‌ها از انتشار سهام برای برآورده کردن نیازهای نقدی مداوم استفاده می‌کنند. بیش از نیمی از شرکت‌های عرضه عمومی اولیه، قبل از عرضه عمومی اولیه و در ۵ سال بعد از عرضه عمومی اولیه، جریان نقدی خالص منفی دارند. شرکت‌های عرضه عمومی اولیه با کمبودهای نقدی اولیه بیشتر، جریانهای نقدی آینده کمتری دارند که نشان میدهد کمبودهای نقدی اولیه ممکن است یک پیش بینی کننده خوب برای عملکرد عملیاتی شرکت‌های عرضه عمومی اولیه باشد (لیو و همکاران، ۲۰۲۳). بنابراین با توجه به مطالب گفته شده در این محث به این نکته میتوان اشاره کرد که کمبود وجه نقد در شرکت‌های عرضه اولیه سهام میتواند در پیش بینی عملکرد عملیاتی شرکت موثر واقع شود و جریان نقدی شرکت یکی از اثرگذارترین این مباحث به شمار میرود که در این راستا از دو نوع تئوری استفاده شده بود نظریه سلسله مراتبی و نظریه مبادله راستا؛ با توجه به این دو نوع نظریه میتوان به این مطلب رسید که عملکرد عملیاتی شرکت تحت تأثیر عوامل دیگری ممکن است قرار بگیرد اما در این مطالعه کمبود نقدینگی و جریان نقدی را در نظر گرفته است؛ چراکه کمبود نقدینگی و عدم به موقع تامین مالی یکی از موثرترین موضوعاتی است که منجر به تضعیف عملکرد عملیاتی شرکت میشود. از این رو، پژوهشگر به دنبال بررسی موضوع پیش گفته می‌باشد و پاسخ به سوال مطرح شده که آیا کمبود نقدینگی در شرکت‌های عرضه اولیه سهام بر پیش بینی عملکرد عملیاتی با توجه به جریان نقدی در شرکت‌های بورسی تأثیرگذار باشد یا خیر، حائز اهمیت است. در این مطالعه که اثر کمبود نقدینگی در شرکت‌های عرضه اولیه سهام بر پیش بینی عملکرد عملیاتی مورد سنجش قرار می‌گیرد؛ درواقع پژوهشگر به دنبال آن است که بتواند برای بهبود عملکرد عملیاتی راهکارهایی را ارائه دهد اما احتمال میرود کمبود نقدینگی یا کاهش جریان نقدی به عنوان مولفه ای که اثری منفی بر عملکرد ایجاد شود؛ بنابراین کمبود نقدینگی یکی از عواملی است که برای شرکت‌هایی که در عرضه اولیه سهام شرکت میکنند میتواند موجب ضرر و زیان شود و یا به

اهداف دلخواه و یا نتایج دلخواه دسترسی پیدا نمایند که در این مطالعه بیشتر مورد سنجش قرار میگیرد و با توجه به نتایج، پیشنهاداتی نیز ارائه خواهد شد.

### مبانی نظری و مروری بر پیشینه پژوهش

این مطالعه در چندین جنبه به ادبیات تجربی کمک می کند. تا آنجا که می دانیم، این اولین مطالعه ای است که وجه نقد مورد نیاز شرکت های عرضه عمومی اولیه را بررسی می کند، ارائه شواهدی در مورد انگیزه متمایز برای عرضه عمومی اولیه وجود ندارد. مطالعه آنها همچنین مکمل ادبیات در مورد عملکرد عملیاتی شرکتهای عرضه عمومی اولیه میباشد. آنها متوجه شدند که عملکرد ضعیف شرکتهای عرضه عمومی اولیه پایدار و قابل پیش بینی در مورد کسری های اولیه نقدی است. همچنین با پیوند دادن ساختار سرمایه و نظریه های صدور امنیت به عرضه عمومی اولیه به ادبیات نظری کمک می کند. این نظریه های سنتی در مورد صدور امنیت از جمله نظریه سسله مراتبی مایرز در سال ۱۹۸۴ و نظریه مبادله ایستا به نظر نمی رسد. برای عرضه عمومی اولیه قابل اجرا باشد. نظریه سسله مراتبی نشان می دهد که شرکت ها همیشه قبل از انتشار سهام به دلیل اطلاعات، بدهی صادر می کنند عدم تقارن این در تضاد با این واقعیت شناخته شده است که اکثر شرکت های عرضه عمومی اولیه دارای اهرم پایین هستند. نظریه مبادله استاتیک بهینه فرض می کند ساختار سرمایه را هدف قرار میدهد و در توضیح اینکه چرا شرکتهای از طریق عرضه عمومی اولیه تغییرات اساسی در ساختار سرمایه ایجاد میکنند با مشکل مواجه میشود. آنها نشان میدهند که نظریه افق تأمین مالی، که یکی از مدل های مبادله پویا در مورد ساختار سرمایه و صدور اوراق بهادار است، توضیحات منطقی برای تصمیمات عرضه عمومی اولیه ارائه می دهد. با انجام این کار، شکاف بین تئوریهای عرضه عمومی اولیه و نظریه های صدور ساختار سرمایه/امنیت را پر میکنند. در شرکتهای عرضه اولیه سهام، این احتمال وجود دارد که با کمبود نقدینگی مواجه شود، چراکه بیشتر جریان نقدی خود علاوه بر تأمین مالی در قسمتهای دیگر نیز مورد استفاده قرار میدهد و منجر میشود سهام کمتری را سرمایه گذاری نمایند و یا اینکه به دلیل عدم شناخت از میزان بازدهی سود سهام، با عرضه سهام کمتری شروع میکنند. بنابراین شرکتهای اولیه سهام برای رسیدن به نتایج مطلوب تر، با احتیاط بیشتری به سرمایه گذاری می پردازند اما برای برخی شرکتهای مدیران ریسک طلب نیز ممکن است عکس موارد گفته شده فوق اتفاق بیفتد و همه سرمایه خود را به انتشار سهام به کار بیندازند که این مسئله نیز منجر به کمبود نقدینگی میشود چون ممکن است در مدت زمان کوتاه به بازدهی سهام مورد انتظار خود نرسیده باشند و برای ادامه مسیر با مشکل کمبود نقدینگی مواجه شوند؛ بنابراین در این راستا شرکتهای عرضه اولیه سهام برای بهبود عملکرد عملیاتی خود میبایست میزان وجه نقد یا جریان نقدی سهام خود را کنترل نماید و باعث شود با بهینه سازی میزان نقدینگی در سرمایه گذاری خود دقت نماید و با برنامه ریزی دقیق خود، میزان سهام منتشر شده را به اندازه دریافت نماید و از طرفی دقت پیش بینی عملکرد عملیاتی نیز مشخص کننده این است که مدیران به چه میزان در استفاده نقدینگی از آن بهره میبرند (لیو و همکاران، ۲۰۲۳). سرمایه گذاری در شرکتهای عرضه اولیه سهام با ریسک بیشتری همراه است و در صورت عدم توجه کافی یا عدم استفاده از نظریه های موجود باعث میشود مدیران را به چالش بکشد؛ بنابراین ضروری است که اینگونه شرکتهای با رعایت اصول و قوانین مربوط به سرمایه گذاری در عرضه اولیه سهام تلاش بیشتری داشته باشند و با علم و اطلاعات کاملتری سرمایه گذاری خود را به انجام برسانند تا در پیش بینی عملکرد عملیاتی نقش مثبت تری داشته باشند و با مدیریت نقدینگی بیشتری به اهداف خود نزدیکتر شوند. با توجه به اینکه شرکتهای عرضه اولیه سهام ممکن است تحت تأثیر عواملی مانند تورم یا نرخ ارز و یا به صورت کلی عوامل کلان اقتصادی قرار گیرند، نیازمند آن هستند که در شرایط فوق، عملکرد عملیاتی خود را تحت تأثیر قرار دهد. با این وجود شرکتهای عرضه کننده اولیه سهام به این فرآیند نیاز دارند که بتوانند میزان نقدینگی خود را با توجه

به شرایط موجود مدیریت نمایند و یا اینکه جریان نقدی خود را کنترل نمایند و با توجه به میزان بهره برداری از سهام به نتایج دلخواه خود دست یابند که در این مطالعه به آن پرداخته میشود و میزان عملکرد عملیاتی شرکت را در دو زمینه بازده داراییها و بازده حقوق صاحبان سهام مورد سنجش قرار میدهد. از این رو، ضروری است به موضوع فوق پرداخته شود، لذا به نظر می رسد انجام این پژوهش که اثر کمبود نقدینگی در شرکتهای عرضه اولیه سهام بر پیش بینی عملکرد عملیاتی با توجه به جریان نقدی در شرکتهای بوری مورد سنجش قرار گیرد؛ برای شرکت و سایر ذینفعان لازم و ضروری باشد. در ادامه با متغیرهای پژوهش آشنا میشویم.

کمبود نقدینگی در شرکتهای عرضه اولیه سهام: شرکتهای عرضه اولیه سهام برای سرمایه گذاری در بازار سهام براساس ساختار سرمایه و یا میزان نقدینگی های موجود خود، سعی مینمایند سرمایه گذاری نمایند. بنابراین یکی از مولفه های اثرگذار در این راستا نیز میزان بازدهی سهام می باشد که به صورت مستقیم بر عملکرد عملیاتی شرکت اثر دارد. بنابراین مدیران شرکتهای برای سرمایه گذاری در بازارهای سهام اولیه میزان نقدینگی خود را مدیریت می کنند و برای انتشار سهام ممکن است با وجه نقد کمتری مواجه شوند که کمبود نقدینگی در سرمایه گذاری شرکتهای اولیه سهام محسوب میشود که یکی از اثرگذارترین عوامل در کاهش عملکرد عملیاتی یا بازده داراییها و بازده حقوق صاحبان سهام میباشد (لیو و همکاران، ۲۰۲۳).

پیش بینی عملکرد عملیاتی: هر شرکتی که برای انجام فعالیتهای خود تلاش میکند منجر به عملکرد عملیاتی یا مالی ناشی از فعالیتهای خود میگردد، این فرآیند باعث میشد شرکت به سود قابل توجهی دست یابد. بنابراین عرضه و انتشار سهام نیز یکی از آن عوامل است که در راستای اجرایی آن باعث میشود شرکتهای عملکرد عملیاتی مناسب تری داشته باشند. بازده داراییها و بازده حقوق صاحبان سهام از جمله شاخصهایی است که تحت تأثیر انتشار سهام قرار میگیرند. انتشار سهام در صورتی که بازدهی مطلوبی داشته باشد عملکرد عملیاتی را تقویت مینماید و در صورتی که بازدهی نامطلوبی داشته باشد باعث تضعیف عملکرد عملیاتی و در نتیجه سود ناکافی را منجر میشود. انتشار اولیه سهام نیز منجر میشود که مدیران شرکتهای در ساختار سرمایه و عدم تقارن اطلاعاتی نیز دقت بیشتری انجام دهند. عملکرد عملیاتی شامل مواردی مانند بازده داراییها، بازده حقوق صاحبان سهام، ارزش شرکت می باشد که در این پژوهش دو مورد اول در نظر گرفته شده است (لیو و همکاران، ۲۰۲۳).

جریان نقدی: جریانهای نقدی یکی از مولفههایی است که در شرکت حائز اهمیت است، چراکه وجود جریانهای نقدی میزان نقدینگی شرکت را مشخص میکند و باعث میشود با ایجاد جریانهای نقدی تشخیص داد که کمبود نقدینگی در شرکت وجود ندارد و یا عدم وجود جریان نقدی و یا کاهش آن منجر به کمبود نقدینگی شرکت میگردد. بنابراین شرکتهای در راستای فعالیتهای خود به میزان جریان نقدی و یا فعالیتهایی که با وجه نقد سروکار دارد میتواند نقش به سزایی در عملکرد مالی و عملیاتی شرکت نیز داشته باشد. به صورت کلی کمبود نقدینگی با میزان رشد جریان نقدی باعث میشود عملکرد عملیاتی تقویت شود به عبارتی دیگر کمبود نقدینگی با جریان نقدی برطرف میشود و بعد از کاهش کمبود نقدینگی و پیشرفت به سوی نقدینگی و رشد آن، میزان سرمایه گذاری در بازار سهام و یا انتشار سهام نیز تقویت یابد و در نتیجه نقش مثبتی بر عملکرد عملیاتی و بازده داراییها یا بازده حقوق صاحبان سهام داشته باشد (لیو و همکاران، ۲۰۲۳).

### مروری بر نتایج تجربی تحقیق در ایران و جهان

میرجمالی مهرآبادی و همکاران (۱۴۰۲)، به بررسی تأثیر ساختار بازار و اطلاعات نامتقارن بر عملکرد عملیاتی شرکتهای فعال بورس اوراق بهادار تهران در یک مدل پویا پرداختند. نتایج نشان میدهد اطلاعات نامتقارن رابطه معکوس و ساختار

بازار رابطه مستقیم با عملکرد شرکتها دارد. همچنین نتایج بیانگر آن است که روند عدم تقارن اطلاعات در بورس اوراق بهادار تهران افزایشی است و رقابت انحصاری بهترین توصیف از میزان رقابت در میان شرکتهای فعال بورس اوراق بهادار تهران است.

چهارمحالی و همکاران (۱۴۰۱)، به بررسی و مقایسه معیارهای ارزیابی عملکرد در پیش بینی جریانهای نقدی عملیاتی پرداختند. نتایج آزمونهای رگرسیونی ارتباط مستقیم و معناداری بین متغیرهای CVA و سود خالص با جریانهای نقدی عملیاتی آتی را نشان میدهد در حالی که بین متغیرهای EVA، MVA، ROE و ROA با جریانهای نقدی عملیاتی آتی ارتباط معنادار معکوسی مشاهده شد. نتایج آزمون ونگ نیز نشان داد که در پیشبینی جریانهای نقدی عملیاتی هر دو مدل از محتوای اطلاعاتی یکسانی برخوردارند.

لیو و همکاران (۲۰۲۳)، به بررسی تأثیر کمبود نقدینگی در شرکت های عرضه اولیه سهام بر پیش بینی عملکرد عملیاتی با توجه به جریان نقدی در شرکتهای پذیرفته شده در بورس تهران پرداختند. نتایج نشان داد که کمبود نقدینگی در شرکتهای عرضه اولیه سهام میتواند در کاهش بازده دارایی ها و بازده حقوق صاحبان سهام موثر باشد؛ اما وجود جریان نقدی به موقع میتواند به مسئله فوق کمک نماید و با تأمین مالی به موقع، عملکرد عملیاتی را تقویت نماید.

استیوارت (۲۰۲۲)، معیارهای عمومی حسابداری را با معیار ارزش افزوده اقتصادی در عملکرد عملیاتی مقایسه نمود و به این نتیجه رسید که معیار ارزش افزوده اقتصادی در قیاس با سایر معیارها نظیر سود، سود تقسیمی، بازده حقوق صاحبان سهام و جریانهای نقدی از عمومیت بیشتری برخوردار است و معیاری قوی در توصیف عملکرد عملیاتی شرکتها محسوب میشود. استیوارت نشان داد که در توصیف ارزش بازار سهام شرکتها، ارزش افزوده اقتصادی نسبت به سایر معیارهای عمومی و سنتی از توانایی بالاتری برخوردار است.

فرضیه های پژوهش به صورت ذیل تدوین شده است:

**فرضیه اصلی:** کمبود نقدینگی در شرکت های عرضه اولیه سهام بر پیش بینی عملکرد عملیاتی با توجه به جریان نقدی در شرکتهای پذیرفته شده در بورس تهران تأثیر معناداری دارد.

**فرضیه فرعی اول:** کمبود نقدینگی در شرکت های عرضه اولیه سهام بر پیش بینی بازده داراییها با توجه به جریان نقدی در شرکتهای پذیرفته شده در بورس تهران تأثیر معناداری دارد.

**فرضیه فرعی دوم:** کمبود نقدینگی در شرکت های عرضه اولیه سهام بر پیش بینی بازده حقوق صاحبان سهام با توجه به جریان نقدی در شرکتهای پذیرفته شده در بورس تهران تأثیر معناداری دارد.

## روش تحقیق

روش پژوهش به صورت توصیفی تحلیلی می باشد که از نظر هدف می توان در تحقیقات کاربردی قرار داد. این تحقیق را یک تحقیق تاریخی یا پس رویدادی در نظر می گیرند و با توجه به موضوع (بررسی تأثیر کمبود نقدینگی در شرکت های عرضه اولیه سهام بر پیش بینی عملکرد عملیاتی با توجه به جریان نقدی در شرکتهای پذیرفته شده در بورس تهران) دارای مدل رگرسیونی چند متغیره می باشد. داده ها از صورت های مالی شرکتهای پذیرفته شده در بورس تهران به صورت سری زمانی سالانه از سالهای ۱۳۹۷ الی ۱۴۰۱ به مدت ۵ سال می باشد و از طریق سایتها و نرم افزارهای خاص مانند نرم افزار ره آورد نوین گردآوری گردیده است.

## جامعه آماری

جامعه آماری مربوط به کلیه شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می باشد و در بین سالهای ۱۳۹۷ الی ۱۴۰۱ به مدت ۵ سال میباشند، نمونه آماری به روش حذفی سیستماتیک انتخاب می گردد که دارای شرایط ذیل است:

- ✓ در بازه زمانی مورد بررسی اطلاعات شرکتها در دسترس باشد و دارای نقص نباشد.
- ✓ سال مالی آنها منتهی به پایان اسفندماه باشد، تا قابلیت مقایسه داشته باشد.
- ✓ در سالهای مورد بررسی تغییر فعالیت یا تغییر سال مالی نداشته باشند.
- ✓ در طول زمان تحقیق، شرکتها عضو بورس باشند و از عضویت آنها ۲ سال گذشته باشد.
- ✓ حقوق صاحبان سهام شرکتها منفی نباشد.
- ✓ در شرکتها وقفه معاملاتی بیشتر از ۶ ماه اتفاق نیفتاده باشد.

#### جدول (۱): تعیین نمونه آماری

۴۱۰	کلیه مشاهدات نمونه آماری از سال ۱۳۹۷ تا ۱۴۰۱
(۹۳)	اطلاعات مالی شرکتها در دسترس نبوده و یا ناقص بوده است.
(۸۸)	پایان سال مالی شرکتها اسفندماه نباشد و یا تغییر فعالیت یا تغییر سال مالی داشته باشند.
(۸۵)	حقوق صاحبان سهام آنها منفی باشد یا دارای زیان انباشته باشند.
(۶۲)	شرکتها در طول دوره تحقیق بیشتر از ۶ ماه وقفه معاملاتی داشته باشد.
۸۲	نمونه انتخابی

#### مدلهای آماری

مدل فرضیه فرعی اول:

$$ROA = \beta_0 + \beta_1 LP_{it} + \beta_2 Cf_{it} + \beta_3 Size_{it} + \beta_4 Lev_{it} + \beta_5 Growth_{it} + \beta_6 Debt_{it} + \varepsilon$$

مدل فرضیه فرعی دوم:

$$ROE = \beta_0 + \beta_1 LP_{it} + \beta_2 Cf_{it} + \beta_3 Size_{it} + \beta_4 Lev_{it} + \beta_5 Growth_{it} + \beta_6 Debt_{it} + \varepsilon$$

متغیرهای وابسته:

✓ بازده داراییهای شرکت (ROA) در سال  $t$

✓ بازده حقوق صاحبان سهام شرکت (ROE) در سال  $t$

متغیر مستقل:

✓ عملکرد نقدینگی شرکت (LP) در سال  $t$

متغیر تعدیلگر:

✓ جریان نقدی شرکت (Cf) در سال  $t$

متغیرهای کنترلی:

✓ اندازه شرکت (Size) در سال  $t$

✓ اهرم مالی شرکت (Lev) در سال  $t$

✓ رشد شرکت (Growth) در سال  $t$

✓ تغییرات بدهی کوتاه مدت (Debt) در سال  $t$

#### روش اندازه گیری متغیرهای پژوهش

متغیرهای وابسته:

عملکرد عملیاتی: این شاخص به عنوان متغیر وابسته در این پژوهش انتخاب شده است که از بازده داراییها و بازده حقوق صاحبان سهام بدست می آید که به شرح ذیل می باشد:

بازده دارایی‌ها (ROA): جهت سنجش آن از تقسیم سود خالص به کل دارایی شرکت به دست می‌آید و به صورت درصد بیان میشود (لیو و همکاران، ۲۰۲۳).

بازده حقوق صاحبان سهام (ROE): جهت سنجش آن از تقسیم سود خالص شرکت به مجموع حقوق صاحبان سهام شرکت به دست می‌آید و به صورت درصد بیان میشود (لیو و همکاران، ۲۰۲۳).  
متغیر مستقل:

عملکرد نقدینگی (LP): برای سنجش این شاخص از تقسیم میزان دارایی‌های نقدی شرکت و یا دارایی‌هایی که در مدت زمان کم قابل تبدیل شدن به وجه نقد باشند به کل دارایی‌های شرکت به دست می‌آید (لیو و همکاران، ۲۰۲۳).  
متغیر تعدیلگر:

جریان نقدی (Cf): در این تحقیق برای محاسبه جریان نقدی شرکت از ارزش خالص فعلی و دوره بازگشت سرمایه استفاده شده است (لیو و همکاران، ۲۰۲۳).

متغیرهای کنترلی: با توجه به مطالعه لیو و همکاران (۲۰۲۳)، به شرح ذیل اندازه‌گیری می‌شود:  
اندازه شرکت (Size): از لگاریتم طبیعی دارایی‌ها بدست می‌آید.

اهرم مالی (Lev): از تقسیم کل بدهی‌ها به کل دارایی‌ها بدست می‌آید.

رشد شرکت (Growth): از نسبت ارزش کل بازار به ارزش حقوق صاحبان سهام بدست می‌آید.

تغییرات بدهی کوتاه مدت (Debt): از محاسبه نسبت تغییرات بدهی کوتاه مدت به کل دارایی استفاده شده است.

## یافته‌های پژوهش

جدول (۲): آمار توصیفی متغیرها

نام متغیر	معیارهای تمرکز		مینیمم	معیار پراکندگی	معیارهای شکل توزیع	
	میانگین	میان			چولگی	برجستگی
بازده دارایی‌ها	۰/۳۵	۰/۳۳	۱/۵۷	۰/۸۱	۱/۴۳	۱/۵۰
بازده حقوق صاحبان سهام	۰/۴۷	۰/۴۶	۱/۶۲	۰/۳۳	۱/۸۵۲	۱/۱۹۷
عملکرد نقدینگی	۰/۳۹	۰/۳۶	۰/۲۷	۰/۰۹	۱/۹۵۷	۱/۷۹
جریان نقدی	۰/۵۳	۰/۵۱	۰/۹۹	۰/۰۲	۱/۰۹۳	۱/۳۲۱
اندازه شرکت	۰/۴۲	۰/۴۰	۱/۹۷	۰/۱۵	۱/۷۰۵	۱/۵۷۹
اهرم مالی	۰/۶۶	۰/۶۲	۱/۹۹	۰/۱۲	۱/۲۲۸	۱/۶۱۳
رشد شرکت	۰/۵۴	۰/۵۱	۰/۹۹	۰/۱۷	۱/۱۳۰	۱/۴۲۸
تغییرات بدهی کوتاه مدت	۰/۳۸	۰/۳۶	۱/۱۲	۰/۲۶	۱/۷۴۴	۱/۴۲۹

چنانچه ملاحظه می‌شود در جدول فوق در اکثر موارد مقادیر میانه و میانگین به هم نزدیک می‌باشند که نشان‌دهنده توزیع مناسب داده‌ها می‌باشد. چولگی به‌دست‌آمده برای تمامی متغیرها با مقادیر مثبت گزارش شده است که نشان‌دهنده توزیع نامتقارن داده‌ها با کشیدگی به سمت مقادیر بالاتر و یا چولگی مثبت می‌باشند.

## بررسی ریشه واحد فیلیپس و پرون

جدول (۳): نتیجه آزمون فیلیپس و پرون

متغیر	آماره	معنی داری	نتیجه
بازده دارایی‌ها	-۵/۸۹	۰/۰۳	مانا
بازده حقوق صاحبان سهام	-۱۰/۳۴	۰/۰۲	مانا

مانا	۰/۰۰۰	-۴/۶۷	عملکرد نقدینگی
مانا	۰/۰۰۰	-۵/۵۸	جریان نقدی
مانا	۰/۰۰۰	-۱۰/۹۵	اندازه شرکت
مانا	۰/۰۰۷	-۸/۶۳	اهرم مالی
مانا	۰/۰۰۰	-۱۲/۲۹	رشد شرکت
مانا	۰/۰۰۰	-۶/۹۴	تغییرات بدهی کوتاه مدت

برای رد فرض صفر کافی است سطح معنی داری از ۰/۰۵ کمتر باشد. همانگونه که در جدول ۳-۴ ملاحظه می‌گردد سطح معنی داری در تمام موارد کمتر از ۰/۰۵ می‌باشد. بنابراین مانا بودن کلیه متغیرهای مورد بررسی، مورد تایید است. با توجه به مانا بودن متغیر مورد بررسی می‌توان تخمین مدل رگرسیونی را انجام داد.

### بررسی همبستگی پیرسون

جدول (۴): نتیجه آزمون همبستگی پیرسون

Y2	Y1	X6	X5	X4	X3	X2	X1	
							۱/۰۰۰	X1
							۰/۰۰۰	
						۱/۰۰۰	-۰/۱۰۹	X2
						۰/۰۰۰	۰/۰۰۵	
					۱/۰۰۰	۰/۰۲۱	-۰/۰۲۷	X3
					۰/۰۰۰	۰/۰۵۸	۰/۰۴۷	
				۱/۰۰۰	۰/۱۵۶	۰/۰۰۸	۰/۰۰۱	X4
				۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۸۲	۰/۰۹۷	
			۱/۰۰۰	-۰/۰۰۸	-۰/۰۲۱	-۰/۹۹۹	۰/۱۰۸	X5
			۰/۰۰۰	۰/۰۸۲	۰/۰۵۸	۰/۰۰۰	۰/۰۰۵	
		۱/۰۰۰	۰/۰۲۳	۰/۰۲۱	۰/۰۱۱	-۰/۰۲۳	۰/۰۹۱	X6
		۰/۰۰۰	۰/۰۵۵	۰/۰۵۸	۰/۰۷۷	۰/۰۵۴	۰/۰۱۹	
	۱/۰۰۰	-۰/۰۷۴	۰/۱۸۰	۰/۰۰۴	-۰/۰۰۶	-۰/۱۸۰	-۰/۱۹۲	Y1
	۰/۰۰۰	۰/۰۵۷	۰/۰۰۰	۰/۰۹۰	۰/۰۸۶	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	
۱/۰۰۰	-۰/۰۱۷	-۰/۰۰۳	۰/۰۳۲	۰/۰۳۰	۰/۰۵۷	-۰/۰۳۱	۰/۰۵۵	Y2
۰/۰۰۰	۰/۰۵۴	۰/۰۹۲	۰/۰۴۱	۰/۰۰۰	۰/۰۱۴	۰/۰۴۱	۰/۱۵۲	

وجود همبستگی بین متغیرها به معنی وجود رابطه معنی دار بین آنها در طول دوره مورد بررسی می‌باشد.

### بررسی مدل‌های پژوهش

جدول (۵): نتایج آزمون چاو

نتیجه	سطح معناداری	درجه آزادی	آماره آزمون	
استفاده از مدل پانل	۰/۰۰۰	(۸۱، ۴۰۹)	۳/۴۳	مدل رگرسیونی اول
استفاده از مدل پانل	۰/۰۰۰	(۸۱، ۴۰۹)	۳/۴۳	مدل رگرسیونی دوم

ملاحظه می‌شود سطح معناداری آزمون چاو کمتر از  $\alpha=۰/۰۵$  محاسبه شده لذا با اطمینان ۹۵٪ میتوان فرض صفر را رد کرد و فرض مقابل ( $H_1$ ) را پذیرفت. بنابراین میتوان گفت امکان برآورد مدل با استفاده از روش پانل تأیید می‌شود. با

توجه به اینکه فرض صفر آزمون چاو مبنی بر برابری عرض از مبدأها رد شد، در ادامه به منظور تشخیص وجود اثرات ثابت یا وجود اثرات تصادفی از آزمون هاسمن استفاده می‌شود.

### آزمون فرضیه ها

نتایج بدست آمده از تخمین الگوی رگرسیونی مربوط به فرضیه های ویژه نشان از تأیید مقررات جریان سرمایه بر روابط بین نقدینگی سهام و کیفیت گزارشگری مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران دارد.

جدول (۶): نتایج آزمون هاسمن

نتیجه	سطح معناداری	درجه آزادی	آماره آزمون	
وجود اثرات ثابت	۱/۰۰۰	۶	۰/۰۰۰	مدل رگرسیونی اول
وجود اثرات ثابت	۱/۰۰۰	۶	۰/۰۰۰	مدل رگرسیونی دوم

ملاحظه می‌شود سطح معناداری آزمون هاسمن بیشتر از  $\alpha=0/05$  محاسبه شده اما با توجه به اینکه دقیقاً آزمون هاسمن برابر یک بدست آمده است، بنا بر این لازم است از روش اثرات ثابت تخمین مدل انجام شود.

### برازش مدل‌های رگرسیونی

جدول (۷): نتایج برازش مدل رگرسیونی اول با استفاده اثرات ثابت

متغیر پاسخ = بازده دارایی‌ها				
متغیرهای مستقل	ضرایب رگرسیونی	انحراف معیار	آماره آزمون t	سطح معناداری
ثابت معادله ( $\theta$ )	۲/۶۹۷۵	۶/۵۱۴۹	۱/۴۱۴۰	۰/۰۰۰
عملکرد نقدینگی	۰/۰۵۶۸	۰/۲۳۱۹	۱/۲۴۵۰	۰/۰۰۴
جریان نقدی	۳/۲۵۳۸	۶/۵۵۶۷	۱/۴۹۶۲	۰/۰۰۳
اندازه شرکت	۰/۰۳۸۳	۰/۰۳۹۹	۱/۹۵۹۰	۰/۰۰۱
اهرم مالی	۰/۰۲۷۹	۰/۰۴۱۵	۱/۶۷۳۲	۰/۰۰۴
رشد شرکت	۳/۳۵۱۵	۶/۵۸۲۹	۱/۵۰۹۱	۰/۰۰۳
تغییرات بدهی کوتاه مدت	۰/۲۶۳۶	۰/۰۸۹۲	۱/۹۵۳۲	۰/۰۰۳
آماره آزمون $F = ۱۳/۴۷$		سطح معناداری = ۰/۰۰۰		
ضریب تعیین = ۰/۹۵		آماره $D.W = ۲/۱۵$		

چنانچه در جدول فوق مشاهده می‌شود تأثیر کمبود نقدینگی در شرکت‌های عرضه اولیه سهام بر پیش بینی بازده داراییها با توجه به جریان نقدی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس تهران مورد سنجش قرار گرفته است. با توجه به سطح معناداری که صفر گزارش شده و آماره دوربین واتسون که ۲/۱۵ اعلام و این عدد بین ۱/۵ و ۲/۵ می‌باشد، دو شرط لازم برای تأیید یک فرضیه برقرار است و فرضیه فوق را با اطمینان بیش از ۸۵ درصد مورد تأیید قرار می‌دهد. هر چند آماره آزمون F و ضریب تعیین نیز در تأیید فرضیه فوق نقش موثر ایفا می‌کنند. با توجه به نتایج به دست آمده در این مدل، عملکرد نقدینگی و جریان نقدی به کمک هم میتوانند بر بازده داراییها از جمله شاخص پیش بینی عملکرد عملیاتی نقش موثری ایفا نمایند که ضریب تعیین نشان دهنده صحت این فرضیه تا میزان ۸۵ درصد میباشد.

جدول (۸): نتایج برازش مدل رگرسیونی دوم با استفاده اثرات ثابت

متغیر پاسخ = بازده حقوق صاحبان سهام
-------------------------------------

متغیرهای مستقل	ضرایب رگرسیون	انحراف معیار	آماره آزمون t	سطح معناداری
ثابت معادله ( $\theta$ )	۲/۵۲۷	۶/۵۱۸	۱/۴۱۴	۰/۰۰۰
عملکرد نقدینگی	۰/۵۶۳	۰/۲۳۱	۱/۲۴۵	۰/۰۰۱
جریان نقدی	۳/۲۵۲	۱/۱۵۶	۲/۳۹۰	۰/۰۰۲
اندازه شرکت	۰/۰۳۸	۰/۰۳۹	۱/۹۵۹	۰/۰۰۴
اهرم مالی	۵/۴۵۷	۰/۰۴۱	۱/۴۷۵	۰/۰۰۱
رشد شرکت	۷/۲۵۶	۴/۷۹۲	۱/۵۰۹	۰/۰۰۳
تغییرات بدهی کوتاه مدت	۰/۲۶۳	۵/۸۸۹	۱/۹۵۳	۰/۰۰۲
آماره آزمون $F = ۱۳/۴۷$		سطح معناداری = ۰/۰۰۰		
ضریب تعیین = ۰/۹۵		آماره $D.W = ۱/۹۲$		

چنانچه در جدول فوق مشاهده می‌شود تأثیر کمبود نقدینگی در شرکت‌های عرضه اولیه سهام بر پیش بینی بازده حقوق صاحبان سهام با توجه به جریان نقدی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس تهران مورد سنجش قرار گرفته است. با توجه به سطح معناداری که صفر گزارش شده و آماره دوربین واتسون که ۱/۹۲ اعلام و این عدد بین ۱/۵ و ۲/۵ می‌باشد، دو شرط لازم برای تأیید یک فرضیه برقرار است و فرضیه فوق را با اطمینان بیش از ۹۹ درصد مورد تأیید قرار میدهد. هر چند آماره آزمون  $F$  و ضریب تعیین نیز در تأیید فرضیه فوق نقش موثر ایفا میکنند. با توجه به نتایج به دست آمده در این مدل، عملکرد نقدینگی و جریان نقدی به کمک هم میتوانند بر حقوق صاحبان سهام از جمله شاخص پیش بینی عملکرد عملیاتی نقش موثری ایفا نمایند که ضریب تعیین نشان دهنده صحت این فرضیه تا میزان ۹۹ درصد میباشد.

### بحث و نتیجه گیری

می‌توان گفت که تأثیر کمبود نقدینگی در شرکت‌های عرضه اولیه سهام بر پیش بینی عملکرد عملیاتی با توجه به جریان نقدی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس تهران مورد تأیید قرار گرفت. بر اساس تجزیه و تحلیل آماری مشخص شد که کمبود نقدینگی در شرکت‌های عرضه اولیه سهام می‌تواند منجر به کاهش عملکرد عملیاتی شود، با کاهش عملکرد عملیاتی نیز میتوان منجر به کاهش جریانات نقدی و درآمد شد که در نهایت ضعف عملیاتی را به همراه دارد و عدم کنترل آن یا جلوگیری از کاهش نقدینگی و جریان نقدی میتواند منجر به ورشکستگی و منحل شدن شرکت گردد؛ پس وجود نقدینگی یا ایجاد جریانات نقدی میتواند منجر به افزایش فعالیتهای شرکت شود که درانتها بازده داراییها و بازده حقوق صاحبان سهام را تحت تأثیر قرار میدهد و سودآوری شرکت را تثبیت میکند اما کمبود نقدینگی و عدم تأمین به موقع آن میتواند ضررهای احتمالی برای شرکت به دنبال داشته باشد. این نتایج نشان میدهد که مدیریت نقدینگی اثری مثبت بر عملکرد عملیاتی ایجاد میکند و باعث میشود جریانات نقدی نیز رشد پیدا کند و از طرفی عملکرد عملیاتی و سود عملیاتی نیز توسعه یابد؛ علاوه بر این موارد میتوان اشاره کرد که اعتماد و اطمینان بین سهامداران و سرمایه گذاران نیز بیشتر میشود و یا اینکه ارزش و اعتبار شرکت نیز در زمینه انتشار سهام رشد می یابد که به نفع شرکت می باشد و ذینفعان با دید مثبت تری به آن نگاه میکنند. در این راستا نیز نتایج مطالعه حاضر با نتایج مطالعات قبلی مورد بررسی قرار گرفت و پس از مقایسه پذیری مشخص شد که با تحقیقاتی همسو و همجهت میباشد که در ادامه ذکر شده است. نتایج فرضیه اصلی پژوهش حاکی از آن است که کمبود نقدینگی در شرکت های عرضه اولیه سهام بر پیش بینی عملکرد عملیاتی با توجه به جریان نقدی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس تهران تأثیر معناداری دارد؛ به طوری که این

اثرگذاری منفی و معنادار می‌باشد. بنابراین افزایش کمبود نقدینگی و جریان نقدی می‌تواند منجر به کاهش پیش بینی عملکرد عملیاتی شود. به عبارتی دیگر افزایش جریان نقدی، موجب رشد نقدینگی شرکت می‌شود و این رشد نقدینگی می‌تواند با فعالیتهای و عملکردهای خود منجر به رشد عملکرد عملیاتی شرکت گردد؛ اما کمبود نقدینگی و کاهش جریان نقدی می‌تواند اثری معکوس بر عملکرد عملیاتی ایجاد نماید و بازده دارایی‌ها و بازده حقوق صاحبان سهام را تحت تأثیر قرار دهد. عملکرد عملیاتی یکی از مهمترین شاخصهایی است که باید توسط مدیریت مورد بررسی قرار گیرد و عواملی که بر آن اثر منفی و یا مثبت ایجاد میکند را شناسایی کرد و با کنترل و بررسی آن بتوان به نتایج دلخواه دست یافت؛ نقدینگی یکی از این عوامل است که کمبود آن اثرات منفی ایجاد میکند و همچنین اضافه آن نیز باعث ایجاد مشکلاتی در مسیر می‌شود اما مدیریت نقدینگی می‌تواند به این مسئله کمک نماید تا بتواند عملکرد عملیاتی را افزایش داد که در نهایت منجر به افزایش سود عملیاتی نیز میگردد. در این زمینه نیز نتایج مطالعات پیشین بررسی شد و مطالعاتی که با نتایج این پژوهش همراستا میباشد را مشخص که در ادامه ذکر شده است. این نتایج با پژوهش لیو و همکاران (۲۰۲۳)، کرامر (۲۰۲۱)، تقی زاده و همکاران (۱۴۰۰)، همراستا و سازگار می‌باشد.

نتایج فرضیه فرعی اول حاکی از آن است که تأثیر کمبود نقدینگی در شرکت‌های عرضه اولیه سهام بر پیش بینی بازده داراییها با توجه به جریان نقدی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس تهران تأیید شد؛ بنابراین کمبود نقدینگی در شرکت‌های عرضه اولیه سهام می‌تواند بر پیش بینی بازده داراییها با توجه به جریان نقدی تأثیرگذار باشد به طوری که این اثرگذاری منفی و معکوس می‌باشد؛ با این وجود، عملکرد نقدینگی نقش مثبتی بر بازده داراییها ایجاد میکند، چراکه مدیریت نقدینگی در شرکت‌های عرضه اولیه سهام می‌تواند منجر به بهبود وضعیت عملکرد عملیاتی شود به طوری که نقدینگی به همراه ایجاد جریان نقدی به موقع و به اندازه منجر به رعایت و کنترل فعالیتهای به صورت دقیق می‌شود و در نهایت افزایش بازده دارایی‌ها را به همراه دارد اما کمبود نقدینگی می‌تواند موجب ضعف در بازده داراییها گردد. بر همین اساس میتوان اشاره کرد نقدینگی یکی از مولفه‌های مهم در انجام فعالیتهای شرکت میباشد به طوری که کمبود یا اضافه آن موجب مشکلاتی در شرکت میگردد و میبایست به خوبی مدیریت گردد. به همین منظور نتایج به دست آمده این مطالعه را با نتایج مطالعات پیشین مقایسه شده است و نشان داده شد که این نتایج با مطالعاتی همسو میباشد که در ادامه ذکر شده است. این نتایج با پژوهش لیو و همکاران (۲۰۲۳)، استیوارت (۲۰۲۲)، میرجمالی مهرآبادی و همکاران (۱۴۰۲)، همراستا و سازگار می‌باشد.

نتایج فرضیه فرعی دوم حاکی از آن است که تأثیر کمبود نقدینگی در شرکت‌های عرضه اولیه سهام بر پیش بینی بازده حقوق صاحبان سهام با توجه به جریان نقدی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس تهران تأیید شد؛ بنابراین کمبود نقدینگی در شرکت‌های عرضه اولیه سهام می‌تواند بر پیش بینی بازده حقوق صاحبان سهام نیز با توجه به جریان نقدی تأثیرگذار باشد به طوری که این اثرگذاری منفی و معکوس می‌باشد؛ با این وجود، عملکرد نقدینگی نقش مثبتی بر بازده حقوق صاحبان سهام ایجاد میکند، چراکه نقدینگی به موقع در شرکت‌های عرضه اولیه سهام می‌تواند منجر به بهبود وضعیت عملکرد عملیاتی شود به طوری که میزان جریان نقدی نیز افزایش یابد، عملکرد نقدینگی رشد می‌یابد و در نهایت اثرگذاری مثبتی بر بازده حقوق صاحبان سهام دارد. بنابراین عملکرد نقدینگی نیز مانند دیگر متغیرها، یکی از اثرگذارترین مولفه‌هایی است که بر بازده حقوق صاحبان سهام نقش دارد؛ در این راستا نیز باید اشاره کرد با مدیریت و کنترل نقدینگی به موقع میتوان مانع از اثرات منفی آن در فعالیتهای شد به طوری که هم کمبود و هم اضافه نقدینگی موجب میشود تا فعالیتهای شرکت به خوبی انجام نشود؛ در این راستا نیز با مطالعات قبل مقایسه شد و مواردی که در همسویی آن ثابت گردیده را در ادامه ذکر کرده است. این نتایج با پژوهش لیو و همکاران (۲۰۲۳)، تریسی وست و ورتینگات (۲۰۲۲)، چهارم‌حالی و همکاران (۱۴۰۱)، همراستا و سازگار می‌باشد.

## پیشنهادات کاربردی و پیشنهاداتی برای محققان آتی

با توجه به نتایج فرضیه اصلی، می‌توان پیشنهاد نمود جهت رشد عملکرد عملیاتی در دو زمینه بازده حقوق صاحبان سهام و بازده داراییها به عملکرد نقدینگی و میزان جریانات نقدی توجه نشان دهند و با تأمین مالی به موقع، سهام خود را انتشار دهند و در فروش آن سهمیم باشند. در این راستا علاوه بر موارد گفته شده فوق، میتوان پیشنهاد نمود با استفاده از تجارب شرکتهایی که این موارد را پشت سر گذاشته اند بتوان یک استراتژی یا الگو تهیه نمود و در اختیار این شرکتهای قرار داد تا با رعایت نکات مربوط به آن بتوانند در عرضه سهام موفق ظاهر شوند. همچنین سازمان بورس میتواند برای چنین شرکتهایی که در سهام شرکت نموده اند، وام بلندمدتی در نظر بگیرد تا در صورت نیاز از آن بهره ببرند و با خیال راحتتری به عرضه سهام پردازند. چنانچه گفته شد عملکرد عملیاتی دارای دو مولفه بازده داراییها و بازده حقوق صاحبان سهام میباشد که با توجه به نتایج به دست آمده مبنایست علاوه بر کمبود نقدینگی یا جریانات نقدی به مولفه های اثرگذار دیگر نیز توجه نمود و با توجه به بزرگی شرکت و میزان فعالیت آنها تصمیم گرفت که میزان نقدینگی و جریانات نقدی کافی برای انتشار سهام به چه میزان باشد که در این راستا میتوان از اقتصاددانان و یا تحلیلگران مالی فعال در بورس نیز کمک گرفت تا با راهنماییها و یا مساعدت ایشان بتوان مسیر صحیح و مناسب را با توجه به زمان انتخاب نمود تا کمترین ریسک را به همراه داشته باشد.

با توجه به نتایج فرضیه فرعی اول، می‌توان پیشنهاد نمود جهت افزایش بازده داراییها به عملکرد نقدینگی و جریانات نقدی توجه نمایند؛ با توجه به نتایج گفته شد کمبود نقدینگی منجر به کاهش بازده داراییها میشود، بنابراین مبنایست با ارائه راهکارهایی، عملکرد نقدینگی را تقویت نمود که تأمین به موقع نقدینگی یکی از آنهاست. در شرکتهای عرضه اولیه سهام مبنایست برای تقویت انتشار سهام بتوانند نقدینگی خود را تأمین نمایند که تأمین از محل بدهی میتواند به آنها کمک نماید و یا اینکه با ایجاد فعالیتهای دیگر بتوانند نقدینگی مربوط به سهام را تأمین نمایند تا دچار مشکلات نشوند که عملکرد عملیاتی را به خطر بیندازد. میتوان عنوان کرد جهت رشد بازده داراییها، علاوه بر کنترل نقدینگی، دیگر مولفه هایی که در این مورد نقش دارند را شناسایی نمود و با کنترل آن بتوان مانع از اثرات منفی آن شد که تورم یا تحریم یکی از آنها میباشد.

با توجه به نتایج فرضیه فرعی دوم، می‌توان پیشنهاد نمود جهت افزایش بازده حقوق صاحبان سهام به عملکرد نقدینگی و جریانات نقدی توجه نمایند و در این راستا نیز با مدیریت نقدینگی و تأمین به موقع آن، مانع از اثرگذاری منفی بر بازده حقوق صاحبان سهام داشته باشد، علاوه بر تأمین نقدینگی از محل بدهی میتوانند از طریق سود انباشته یا اندوخته ها نیز تأمین مالی نمایند و یا اینکه با دریافت وام از بانکها و موسسات اعتباری نیز به کمبود نقدینگی خود خاتمه دهند تا با انتشار سهام و فروش آن بتوانند به سودآوری و رشد بازده حقوق صاحبان سهام برسند. با توجه به نتایج پژوهش حاضر میتوان عنوان کرد که جهت رشد بازده حقوق صاحبان سهام، دیگر شاخصها به جز نقدینگی یا جریانات نقدی را نیز شناسایی نمود و در مسیر از آن استفاده کرد مانند دریافت وام های کم بهره یا درازمدت یا با کنترل و رسیدگی آن بتوان اثرات منفی آن را کاهش داد مانند نرخ ارز یا نرخ بهره و دیگر متغیرها.

با توجه به اینکه در این مطالعه به تأثیر کمبود نقدینگی در شرکتهای عرضه اولیه سهام بر پیش بینی عملکرد عملیاتی با توجه به جریان نقدی پرداخته شد انتظار می‌رود در پژوهشهای آتی که همین موضوع را با توجه به دیگر متغیرها مانند نقش مدیریت سود، عدم تقارن اطلاعاتی، تحریم های اقتصادی، رقابت پذیری بین شرکتهای، استانداردهای پذیرفته شده حسابداری، توسعه مالی و رشد اقتصادی، سازوکارهای نظام راهبری، سازمان حسابرسی و ریسک عملیاتی؛ فرار مالیاتی یا اجتناب از پرداخت مالیات، نقش کارشناسان یا مهندسان مالی و اقتصاددانان بررسی نمایند.

## منابع

- ✓ چهارمحالی، علی اکبر، محسنی نامقی، داود، زاهدی، جواد، (۱۴۰۱)، بررسی و مقایسه معیارهای ارزیابی عملکرد در پیش بینی جریانهای نقدی عملیاتی، فصلنامه دانش حسابداری و حسابرسی مدیریت، دوره ۱، شماره ۲، صص ۷۷-۸۷.
- ✓ میرجمالی مهرآبادی، منیر السادات، نجفی زاده، عباس، زنجیردار، مجید، غفاری آشتیانی، پیمان، (۱۴۰۲)، بررسی تأثیر ساختار بازار و اطلاعات نامتقارن بر عملکرد عملیاتی شرکتهای فعال بورس اوراق بهادار تهران در یک مدل پویا، فصلنامه اقتصاد مالی، دوره ۱۶، شماره ۳، صص ۹۳-۱۲۰.
- ✓ Denis, D.J., McKeon, S.B., 2021. Persistent negative cash flows, staged financing, and the stockpiling of cash balances. *J. Financ. Econ.* 142, 293–313.
- ✓ Huang, R., Ritter, J.R., 2021. Corporate cash shortfalls and financing decisions. *Rev. Financ. Stud.* 34, 1789–1833.
- ✓ Liu, L, Jacoby. G, Song. X, Zheng. S. X. (2023). Cash shortfalls in IPO firms. *Finance Research Letters*. Available online 19 November 2022.
- ✓ Stewart. S (2022) Comparasion of economic value added with popular accounting measures financial analysts journal.