

بررسی تاثیر رویکردهای شش گانه الگوی جامع ارزیابی مالی، راهبری و مسئولیت پذیری اجتماعی (FGSCM) بر نقدشوندگی سهام با استفاده از نظریه های باز خورد و نمایندگی

نساء حشمت

گروه حسابداری، واحد تبریز، دانشگاه آزاد اسلامی، تبریز، ایران
Nesa_heshmat66@yahoo.com

رسول برادران حسن زاده

گروه حسابداری، واحد تبریز، دانشگاه آزاد اسلامی، تبریز، ایران (نویسنده مسئول)
Baradaran313@iaut.ac.ir

علی اصغر متقی

گروه حسابداری، واحد تبریز، دانشگاه آزاد اسلامی، تبریز، ایران
Aliasghar.mottaghi@yahoo.com

تاریخ دریافت: ۹۹/۰۶/۲۷ تاریخ پذیرش: ۹۹/۱۲/۰۶

چکیده

اهمیت بالای موضوع نقدشوندگی سهام از دید مشارکت کنندگان بازار سرمایه، توجه آنها را به تاثیر عوامل بنیادی در سطح شرکتها مانند وضعیت مالی، راهبری شرکتی و افشا و همینطور سطح مسئولیت پذیری اجتماعی آنها بر نقدشوندگی سهام جلب کرده است. از این رو هدف از پژوهش حاضر بررسی تاثیر رویکردهای شش گانه الگوی جامع ارزیابی مالی، راهبری و مسئولیت پذیری اجتماعی بر نقدشوندگی سهام شرکتها می باشد. جامعه آماری پژوهش حاضر شامل کلیه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می باشد که در نهایت پس از اعمال محدودیت هایی ۱۸۰ شرکت طی دوره ۱۳۸۷ الی ۱۳۹۷ انتخاب شد. هم چنین، فرضیه های پژوهش بر اساس روش مدل سازی معادلات ساختاری با استفاده از نرم افزار smart pls برازش شده اند. نتایج حاکی از آن است که رویکردهای شش گانه الگوی جامع بر نقدشوندگی سهام تاثیر مثبت و معنی دار دارند و در مدل های نهایی معیار سود هر سهم از رویکرد حسابداری، معیار ارزش افزوده اقتصادی از رویکرد اقتصادی، معیار کیوتوبین از رویکرد تلفیقی، معیار بازده اضافی هر سهم از رویکرد مدیریت مالی و معیار کیفیت حسابرسی از رویکرد حاکمیت شرکتی و افشاء و معیار مشارکت کارکنان از رویکرد مسئولیت پذیری اجتماعی بیشترین بارعاملی را در تاثیر بر نقدشوندگی سهام داشته اند. نتایج حاصل از این پژوهش نشان می دهد که بهبود وضعیت شرکت از جنبه های مختلف چه مالی چه راهبری و افشا و چه سطح مسئولیت پذیری اجتماعی بر نقدشوندگی سهام آن تاثیر می گذارد. این نتایج می تواند تائیدی بر هر دو نظریه نمایندگی و بازخورد در خصوص تاثیر عملکرد و وضعیت شرکت بر نقدشوندگی سهام باشد.

واژه های کلیدی: مالی، راهبری و افشاء، مسئولیت پذیری اجتماعی، نقدشوندگی سهام.

۱- مقدمه

یکی از موضوعات مهم و کلیدی از دید مشارکت‌کنندگان بازار سرمایه، نقدشوندگی سهام شرکت‌ها و مجموعه بازار سرمایه می‌باشد زیرا از ابعاد مختلفی از قبیل: ایجاد جذابیت برای سرمایه‌گذاری (ناروایسین و استانکویسین، ۲۰۱۴)، رشد و توسعه بازار، تأثیر بر هزینه سرمایه، بهبود کل اقتصاد، تضمین موفقیت عرضه‌های عمومی اولیه سهام، عامل مورد توجه در مدیریت سید سرمایه‌گذاری، تأثیر بر کارآمدی ابزارهای پوشش ریسک و ثبات سیستم‌های مالی اهمیت دارد (احمدپور و باغبان، ۱۳۹۳). در واقع آنچه سرمایه‌گذاران را به سمت سرمایه‌گذاری در بازار سرمایه سوق می‌دهد امکان معاملات سهام شرکت‌ها با بیشترین سرعت و کمترین هزینه معاملات و یا به عبارت بهتر، نقدشوندگی بالای سهام یک شرکت می‌باشد. با توجه به اهمیت موضوع نقدشوندگی سهام پژوهش‌های متعددی هم در بازارهای سرمایه توسعه یافته و هم در حال توسعه به دنبال بررسی تأثیر عوامل زیادی از قبیل عوامل محیطی و عوامل داخلی (در سطح شرکت) بر نقدشوندگی سهام بوده‌اند. عوامل در سطح شرکت از طریق ارزیابی عواملی نظیر نرخ سودآوری، تغییر ساختار مالکیت و مدیریت، سود سهام پرداخت شده و ... بر نقدشوندگی بررسی شده‌اند (جمالپور و مهدوی، ۱۳۹۲). عوامل در سطح شرکت (داخلی) نه تنها بازده سرمایه‌گذاری آن را تحت تأثیر قرار می‌دهد بلکه نقدشوندگی سهام آن را نیز که یک عامل مهم در ارزیابی سهام از دید سرمایه‌گذار می‌باشد تحت تأثیر قرار می‌دهد. از آنجا که در شرایط اقتصادی مشابه، میزان نقدشوندگی سهام شرکت‌ها متفاوت است، سوال مطرح این می‌باشد که چه عواملی تأثیر بزرگتری بر نقدشوندگی سهام یک شرکت دارد؟ (ناروایسین و استانکویسین، ۲۰۱۴). در واقع عوامل در سطح شرکت به نوعی تأثیر مستقیم عملکرد شرکت بر نقدشوندگی سهام را بررسی می‌کند. منتهی، پژوهش در حوزه ارزیابی عملکرد شرکت‌ها از نبود اجماع، از انتخاب گزینشی معیارها بر اساس راحتی محاسبه و از کم‌توجهی به چندبعدی بودن عملکرد رنج می‌برد (ریچارد و همکاران، ۲۰۰۹).

با توجه به اینکه امروزه محیط کسب و کار جهانی (در هر سطحی از آن و در هر شکلی از آن) برای شرکت‌ها بیش از پیش رقابتی و چالش برانگیز شده و از سوی دیگر، شرکت‌ها خود نیز فشار و تأثیر فزاینده‌ای بر جامعه اعمال می‌کنند (آن هم خواسته یا ناخواسته بر اساس خروجی‌ها یا اثرات اقتصادی، اجتماعی و زیست‌محیطی کسب و کارشان)، نظریه‌ها و رویه‌های جدیدی به وجود آمده‌اند تا بین شرکت‌ها و جامعه صلح طولانی مدت برقرار کنند (هم به عنوان یک کل و هم با در نظر گرفتن بخش‌ها و طبقه‌های آن) (هرجیو و همکاران، ۲۰۰۹). دو دیدگاه اساسی در

مباحث ارزیابی عملکرد وجود دارد، دیدگاه سنتی و نوین. دیدگاه سنتی، صرفاً معطوف به عملکرد و مقتضیات گذشته است که قضاوت و یادآوری عملکرد و کنترل ارزیابی‌شونده (مدیر) را هدف قرار داده و سبک دستوری دارد. دیدگاه نوین، آموزش، رشد و توسعه ظرفیت‌های ارزیابی‌شونده، بهبود و بهسازی افراد و سازمان و عملکرد آن، مشارکت عمومی ذی‌نفعان، ایجاد انگیزش و مسئولیت‌پذیری برای بهبود کیفیت و بهینه‌سازی فعالیت‌ها و عملیات را هدف قرار داده (تولایی، ۱۳۸۶) و چندبعدی بودن عملکرد شرکت را می‌پذیرد. با توجه به مواجهه مدیران واحدهای تجاری با تصمیم‌ها و شرایط متفاوت و پیچیده‌تر نسبت به گذشته، ارزیابی عملکرد شرکت صرفاً با تکیه بر معیارهای سنتی گمراه‌کننده خواهد بود (آذربایجانی و همکاران، ۱۳۹۰)؛ بنابراین، انتخاب معیاری چندبعدی با دید جامع‌تر از وضعیت شرکت بر اساس دیدگاه نوین ارزیابی عملکرد بسیار روشنگر خواهد بود. از سوی دیگر تحقیقات اثباتی اخیر در حوزه حسابداری و مالی نشان داده است که بهبود عملکرد و وضعیت شرکت در گرو بهبود عملکرد حاکمیت شرکتی (به عنوان مجموعه‌ای از سازوکارهای نظارتی برای حمایت از ذی‌نفعان)، بهبود شفافیت و افشاء اطلاعات و نیز بهبود عملکرد شرکت به لحاظ مسئولیت‌پذیری اجتماعی (که به تداوم شرکت در بلندمدت منجر می‌شود) است (هرجیو و همکاران، ۲۰۰۹). از این رو داشتن الگوی جامع و چندبعدی می‌تواند به قضاوت آگاهانه مشارکت‌کنندگان بازار سرمایه در خصوص شرکت‌ها کمک کند، زیرا دانستن وضعیت حاکمیت شرکتی، افشاء و سطح مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکت در کنار معیارهای سنجش عملکرد مالی باعث می‌گردد تا سهام‌داران، اطلاعات، حق و توانایی عمل برای تأثیرگذاری بر مدیریت از طریق فرایند حاکمیت را داشته باشند و اطمینان یابند که دارایی‌های شرکت به طور منصفانه‌ای در جهت منافع همه ذی‌نفعان استفاده می‌شود. بنابراین در پژوهش حاضر تلاش شده است به منظور بررسی تأثیر عوامل در سطح شرکت بر نقدشوندگی سهام از یک الگوی جامع برای ارزیابی مالی، راهبری و مسئولیت‌پذیری اجتماعی استفاده کرد که مبتنی بر شش رویکرد حسابداری، اقتصادی، تلفیقی، مدیریت مالی، حاکمیت شرکتی و افشاء و مسئولیت‌پذیری اجتماعی تدوین شده است.

پژوهش حاضر به دو دلیل به گسترش ادبیات پژوهش کمک می‌کند. نخست در بیشتر پژوهش‌های انجام شده در حوزه پژوهش حاضر، بر معیارهای محدودی از عملکرد و عوامل در سطح شرکت پرداخته شده در حالی که در پژوهش حاضر عملکرد با استفاده از الگوی جامع و در قالب شش رویکرد عمده سنجش شده و برای بررسی اینکه کدام یک از این رویکردها تأثیر بیشتری

با تلاش در جهت کمی‌سازی نتایج مالی قابل اندازه‌گیری در کوتاه‌مدت و میان‌مدت گره خورده باشند و این باعث می‌شود مدیران توانایی و تمایلی برای تفکر گسترده‌تر در مورد آنچه که می‌تواند ارزش کل را در بین ذی‌نفعان افزایش دهد را نداشته باشند (هریسون و ویکس، ۲۰۱۳).

۲-۲- رویکردهای شش‌گانه ارزیابی جامع عملکرد شرکت‌ها طبق دیدگاه نوین

توجه به این موضوع که ارزیابی عملکرد از چه دیدگاهی و به چه منظوری می‌باشد، ضروری است تا اشخاص و گروه‌های مختلفی به ارزیابی عملکرد شرکت‌ها پرداخته و از نتایج آن در تصمیم‌گیری‌های خود استفاده کنند (شوروزی و همکاران، ۱۳۹۰). بر این اساس به منظور برآورده کردن نیازهای ارزیابی جامع شرکت طبق دیدگاه نوین ارزیابی عملکرد، ابتدا طبق پژوهش آذربایجانی و همکاران (۱۳۹۰)، که به لحاظ نظری معیارهای عملکرد مالی را در قالب چهار رویکرد حسابداری، اقتصادی، تلفیقی و مدیریت مالی معرفی کرده‌اند، استفاده و سپس به منظور برآورده کردن نیازهای ارزیابی جامع بر طبق نظریه ذی‌نفعان و دیدگاه نوین، رویکرد حاکمیت شرکتی و افشا و رویکرد مسئولیت‌پذیری اجتماعی اضافه شدند. در ادامه تاثیر رویکردهای شش‌گانه الگوی جامع ارزیابی مالی، راهبری و مسئولیت‌پذیری اجتماعی بر نقدشوندگی بر اساس دو نظریه نمایندگی و بازخورد تبیین می‌شود:

۱) رویکرد حسابداری: آن گروه از نسبت‌های مالی، که با استفاده از متغیرهای موجود در صورت‌های مالی محاسبه می‌شوند، می‌توانند منافع و سودهایی از جمله: سنجش عملکرد مدیران، سنجش عملکرد حوزه‌های در محدوده شرکت، طرح‌ریزی برای آینده و ... را داشته باشد (رضایی و امیرحسینی، ۱۳۹۶). از این رو، آذربایجانی و همکاران شرایطی که جهت ارزیابی عملکرد از صورت‌های مالی (از ارقام مندرج در صورت‌های مالی نظیر سود، سود هر سهم، بازده دارایی‌ها و بازده حقوق صاحبان سهام) استفاده می‌شود را به عنوان رویکرد حسابداری در ارزیابی عملکرد شرکت نام‌گذاری کرده‌اند (آذربایجانی و همکاران، ۱۳۹۰). از آنجایی که صورت‌های مالی همواره ابزار اصلی انتقال اطلاعات یک شرکت است، با تمرکز بر روی نسبت‌های مالی و با تجزیه و تحلیل نتایج بدست آمده امکان بررسی وضعیت کنونی و مقایسه آنها و همچنین درک آینده شرکت را در بررسی عملکرد میسر می‌سازد (رئیزی و انانی و همکاران، ۱۳۹۶). یکی از فرضیه‌های نظریه نمایندگی این است که مدیریت می‌کوشد ثروت خود را از طریق حداقل کردن هزینه‌های مختلف نمایندگی (برای نشان دادن تعهد خود)،

بر نقدشوندگی سهام شرکت دارد تاثیر هر یک به تفکیک بر نقدشوندگی بررسی شده که باعث می‌شود در تحلیل عوامل موثر بر نقدشوندگی سهام شرکت دید چندجانبه و گسترده‌تری داشت. دوم اینکه در این پژوهش استفاده از نظریه بازخورد علاوه بر نظریه نمایندگی (برای تبیین تاثیر رویکردهای شش‌گانه عملکرد بر نقدشوندگی سهام) که هر دو از نظریه‌های مهم اقتصادی و مالی-رفتاری می‌باشند باعث می‌شود بتوان قدرت بازار سرمایه را در نظارت بر شرکت‌ها بیشتر درک کرد. بنابراین از آنجا که الگوی جامع استخراجی می‌تواند وضعیت شرکت را از شش رویکرد مورد قضاوت قرار دهد، در پژوهش حاضر بررسی می‌شود که آیا رویکردهای شش‌گانه این الگوی جامع می‌تواند نقدشوندگی سهام شرکت‌ها را تبیین نماید؟

۲- مبانی نظری، پیشینه پژوهش و فرضیه‌ها

۲-۱- ارزیابی جامع عملکرد (دیدگاه سنتی و نوین)

ارزیابی جامع عملکرد شرکت‌ها باید به‌گونه‌ای تدوین شود که منجر به تدوین و تنظیم شاخص‌های عملکردی مناسب، برقراری استانداردهای عملکردی، ابلاغ و اعلان نتایج ارزیابی‌شونده و تهیه و تدوین طرح بهبود و توسعه کمی و کیفی عملکرد شود (هالیر، ۲۰۱۱). بر طبق وگنر (۲۰۰۵) اهداف یک واحد تجاری نتیجه اهداف کلیه اشخاصی است که با شرکت وارد رابطه می‌شوند. ارزیابی عملکرد همیشه به سؤالاتی بستگی دارد که عملکرد برای چه کسی و برای چه منظوری ارزیابی می‌شود (ارزیابی عملکرد یک ارزیابی هدف‌گراست). بر اساس دیدگاه سنتی ارزیابی عملکرد، تعیین اهداف یک واحد تجاری در وهله اول بر حول محور حداکثر کردن ثروت مالکان و مبتنی بر نظریه مالکانه^۱ است. این نوع از عملکرد از طریق معیارهای مالی به طور شایسته‌ای قابل توصیف است. با گذشت زمان به‌کارگیری نظریه ذی‌نفعان^۲ مفید و موثرتر واقع شد و بر اساس آن دیدگاه نوین ارزیابی عملکرد شکل گرفت. این نظریه بر مبنای این فرض است که هدف شرکت تنها تامین اهداف مالکانش نبوده بلکه تامین انتظارات سایر ذی‌نفعان نیز است که بسیاری از جنبه‌های عملکردی دیگر شرکت برای اکثر ذی‌نفعان شاید مهم‌تر از نتایج مالی آن باشد. در چنین شرایطی عملکرد در زمینه گسترده‌تری قابل درک است و نمی‌توان آن را صرفاً از طریق شاخص‌های مالی و شاخص‌هایی که قادر به ارزیابی جنبه‌های غیرمالی شرکت نمی‌باشند ارزیابی نمود (هالیر، ۲۰۱۱). از دیدگاه ذی‌نفعان، معیارهای عملکرد مالی برای همه ذی‌نفعان مهم ولی ناقص‌اند. با وجود اینکه ارزیابی واحدهای تجاری بر اساس معیارهای مالی چشم‌انداز مهمی از عملکرد و ایجاد ارزش را نشان می‌دهد ولی این چشم‌انداز محدود است، به ویژه زمانی که این معیارهای مالی

۴) رویکرد مدیریت مالی: مطابق با این رویکرد، اغلب از تئوری‌های مدیریت مالی نظیر الگوی قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای (CAPM) و مفاهیم ریسک و بازده استفاده می‌شود. تاکید اصلی این رویکرد بر تعیین بازده اضافی هر سهم می‌باشد (آذربایجانی و همکاران، ۱۳۹۰). هر چه بازده واقعی سهم نسبت به بازده مورد انتظار سهام‌دار بیشتر باشد جذابیت آن سهم برای مشارکت‌کنندگان بازار سرمایه افزایش یافته و باعث افزایش نقدشوندگی سهم می‌گردد.

۵) رویکرد حاکمیت شرکتی و افشاء: آریف و راتانتونگا (۲۰۰۸)، ثابت کردند که مفهوم حاکمیت شرکتی را می‌توان از چهار دیدگاه: اقتصادی، قانونی، اجتماعی و مالی کاربردی مورد بررسی قرار داد. در پژوهش حاضر نیز تلاش می‌شود با به کارگیری نقطه نظر مالی در حاکمیت شرکتی از آن در جهت ارزیابی شرکت‌ها بهره جست. در حاکمیت شرکتی چگونگی افزایش انگیزه مدیران برای ایجاد رقابت و افزایش بازدهی از جمله مهم‌ترین مسائل به شمار می‌رود (رهنمای رودپشتی و صالحی، ۱۳۸۹). طبق نظر لوسیو و همکاران (۲۰۱۰)، افزایش کیفیت حاکمیت شرکتی باعث پایین آمدن عدم تقارن اطلاعاتی می‌شود و احتمال معاملات مبتنی بر اطلاعات نهانی کمتر می‌شود و در نتیجه مدیران در بازار تصمیم بهتری گرفته و نقدشوندگی سهام افزایش می‌یابد. افشای اطلاعات منجر به کاهش ریسک اطلاعاتی مرتبط با گزارشگری می‌شود و با کاهش این ریسک، سهام شرکت دارای جذابیت شده و عدم تقارن اطلاعاتی و هزینه سرمایه کاهش یافته و در نتیجه حجم معاملات افزایش و در نهایت منجر به افزایش نقدشوندگی سهام می‌شود (حقیقت و همکاران، ۱۳۹۳).

۶) رویکرد مسئولیت‌پذیری اجتماعی: نظریه ذی‌نفعان اظهار می‌دارد که شرکت‌ها باید با همه ذی‌نفعان خود روابط خوبی برقرار کنند و هزینه‌های مسئولیت‌پذیری اجتماعی ممکن است عملکرد مالی را از طریق مزایای غیرمستقیم بهبود بخشد (وو، ۲۰۰۶). علاوه بر این، نظریه مبتنی بر منابع حاکی از رابطه مثبت بین مسئولیت‌پذیری اجتماعی و عملکرد مالی است زیرا سرمایه‌گذاری در بخش مسئولیت‌پذیری اجتماعی به شرکت‌ها کمک می‌کند تا منابع داخلی جدیدی مانند دانش و فرهنگ سازمانی و همچنین مزایای خارجی را از طریق ایجاد شهرت برای شرکت ایجاد کند (برانکو و رودریگز، ۲۰۰۶). رضایت ذی‌نفعان ناشی از اقدامات اقتصادی و اجتماعی و زیست محیطی حاصل از مسئولیت‌پذیری اجتماعی به خوش‌نامی بیشتر شرکت می‌انجامد. طبق نظر واداک و گریوز، شرکت‌هایی که تمرکز بر مسائل اجتماعی را انتخاب می‌کنند روابطشان را با ذی‌نفعان

حداکثر نماید. در واقع با این کار سعی در حداکثر کردن پاداش خود دارد که باید آن را در قالب افزایش سود خالص، بازده سرمایه‌گذاری‌ها (عملکرد) یا سایر معیارهای حسابداری و حتی با تلاش در جهت ایجاد تغییرات مثبت در قیمت سهام شرکت انجام دهد. به عبارت دیگر مدیران برای حداکثر کردن منافع خود سعی می‌کنند عملکرد شرکت را بهبود بخشند که این بهبود از جانب سرمایه‌گذاران آگاه مورد توجه قرار می‌گیرد و باعث افزایش معاملات و نقدشوندگی در سهام شرکت می‌شود (حسینی و همکاران، ۱۳۸۹).

۲) رویکرد اقتصادی: معیارهای عملکرد مبتنی بر حسابداری به سبب نگرش کوتاه‌مدت و نیز نادیده انگاشتن هزینه حقوق مالکانه، همواره در معرض انتقاد بوده‌اند. در پاسخ به انتقادهای وارده به معیارهای عملکرد مبتنی بر حسابداری، معیارهای عملکرد اقتصادی و در رأس آنها، ارزش افزوده اقتصادی ظهور یافت (رهنمای رودپشتی و سروش‌یار، ۱۳۹۲). بنابراین طبق نظر آذربایجانی و همکاران، از آنجا که در این روش ارزیابی عملکرد از مفاهیم اقتصادی استفاده می‌شود آن را رویکرد اقتصادی نام نهاده‌اند که در آن عملکرد با تاکید بر قدرت سودآوری دارایی‌های شرکت و با توجه به نرخ بازده و نرخ هزینه سرمایه به کار رفته ارزیابی می‌شود. ارزش افزوده اقتصادی، ارزش افزوده اقتصادی تعدیل شده، و ارزش افزوده بازار در این گروه جا دارند (آذربایجانی و همکاران، ۱۳۹۰). از آنجا که این رویکرد بر سودآوری واقعی سازمان توجه دارد کمیته گزارشگری مالی در سال ۱۹۹۴ برای بهبود گزارشگری مالی معیارهای رویکرد اقتصادی را برای اخذ تصمیم‌ها توصیه کرده‌اند، بنابراین اگر در سنجش عملکرد معیارهای مبتنی بر رویکرد اقتصادی بهبود عملکرد را نشان دهند توجه سرمایه‌گذاران به این بهبود سبب افزایش معامله سهم و در نتیجه افزایش نقدشوندگی آن می‌گردد (نیک‌بخت و اسکندری، ۱۳۹۴).

۳) رویکرد تلفیقی: در این رویکرد ترکیبی از اطلاعات حسابداری و بازار برای ارزیابی عملکرد به کار می‌رود مانند نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار، نسبت کیوتوبین (Tobin's Q) و نسبت قیمت به سود (P/E) (آذربایجانی و همکاران، ۱۳۹۰). شرکت‌های کوچک (بر حسب ارزش بازار سهم) و شرکت‌های با نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار زیاد، به احتمال بیشتر در گروه شرکت‌های ناتوان در بازپرداخت دیون و شرکت‌های با تیم مدیریتی ضعیف قرار می‌گیرند از این رو سهم چنین شرکت‌هایی کمتر نقدشونده است زیرا هیچ سرمایه‌گذاری حاضر به نگهداری سهام شرکتی که قادر به بازپرداخت دیون خود نیست و تیم مدیریتی ضعیفی دارد، نمی‌باشد (تالانه و حسینی، ۱۳۹۴).

ب) عوامل داخلی شرکت‌ها: نظیر نرخ سودآوری، ساختار سرمایه، تغییر ساختار مالکیت و مدیریت، سود سهام پرداخت شده و سایر موارد (جمالیان پور و مهدوی، ۱۳۹۲).

۲-۴- دیدگاه‌های نظری در مورد ارتباط عملکرد و نقدشوندگی سهام

دو دیدگاه نظری در مورد ارتباط عملکرد و نقدشوندگی سهام وجود دارد دیدگاه اول که اغلب پژوهشگران از طریق آن ارتباط بین عملکرد و نقدشوندگی را تحلیل می‌کنند، نظریه نمایندگی است. از نظر آنها افزایش قیمت سهام و در نتیجه افزایش نقدشوندگی آن در نتیجه پیاده‌سازی راهکارهای نظارتی سرمایه‌گذاران بر فعالیت‌های شرکت‌ها و مدیران به منظور کاهش تضاد منافع صورت می‌گیرد. دیدگاه دوم مبتنی بر نظریه بازخورد است که بر اساس آن حتی در نبود تضاد منافع بین مدیران و مالکان، با ارائه یک عملکرد بهتر در بازار سرمایه از سوی سهام‌داران تقاضا ایجاد می‌شود که این موضوع منجر به افزایش معاملات سهام و در نتیجه افزایش نقدشوندگی سهام شرکت می‌شود (حسینی و همکاران، ۱۳۸۹).

۲-۴-۱- نظریه نمایندگی

نظریه نمایندگی در نتیجه جدایی مدیریتی از مالکیت و با شکل‌گیری شرکت‌های سهامی مطرح گردید. بر اساس این نظریه، رابطه نمایندگی قراردادی است که در آن فرد یا افرادی، فرد دیگری را استخدام می‌کنند تا با توجه به خواسته آن‌ها، خدمتی را انجام دهد. از آنجا که هر دو طرف قرارداد بر مبنای الگوی انسان اقتصادی^۳ به دنبال به حداکثر رساندن منافع خود هستند به طور بالقوه این امکان وجود دارد که تمام فعالیت‌های مدیر در جهت منافع مالکان نباشد. لذا مالکان برای محدود کردن فعالیت‌های مغایر با منافع خود از سوی مدیران به طراحی عوامل انگیزشی مناسب پرداخته و با متحمل شدن هزینه‌های نظارتی (هزینه‌های بالقوه ناشی از تضاد منافع بین مدیران و مالکان) منافع خود و مدیران را هم‌راستا می‌کنند (شریعت‌پناهی، ۱۳۸۲). یکی از فرضیه‌های نظریه نمایندگی این است که مدیریت می‌کوشد ثروت خود را از طریق حداقل کردن هزینه‌های مختلف نمایندگی (برای نشان دادن تعهد خود)، حداکثر نماید. در واقع با این کار سعی در حداکثر کردن پاداش خود دارد که باید آن را در قالب افزایش سود خالص، بازده سرمایه‌گذاری‌ها (عملکرد) یا سایر معیارهای حسابداری و حتی

توسعه می‌دهند که آن منجر به عملکرد بهتر شرکت و نهایتاً افزایش نقدشوندگی شرکت می‌گردد (فرجی و همکاران، ۱۳۹۹).

۲-۳- نقدشوندگی سهام

نقدشوندگی یکی از کارکردهای بورس اوراق بهادار به شمار می‌رود و توانایی خرید یا فروش یک دارایی با هزینه‌ای پایین و بدون تأثیر قابل توجه بر قیمت آن دارایی را نشان می‌دهد و عدم نقدشوندگی یک دارایی مالی نیز به عنوان ریسک آن دارایی تلقی می‌شود، که سبب افزایش هزینه معاملاتی آن می‌گردد (سلطانی و بهرامی، ۱۳۹۱). جذابیت سرمایه‌گذاری در سهام یک شرکت نه تنها از طریق بازده مورد انتظار، پایداری و ثبات آن و باز بودن برای سرمایه‌گذاران بلکه از طریق نقدشوندگی آن نیز ایجاد می‌شود. سرمایه‌گذاران در صورت برابر بودن سایر شرایط، سهامی را ترجیح می‌دهند که از نقدشوندگی برخوردار باشند (نارواپسین و استانکویسین، ۲۰۱۴). طبق نظر کایل^۱ (۱۹۸۵)، نقدشوندگی بازار یک موضوع پیچیده و چند بعدی است، و مجموعه‌ای از ویژگی‌های معاملات انجام شده در بازار را شامل می‌شود. هزینه‌های معاملات، توانایی بازار در جذب تعداد زیادی معامله بدون تأثیر زیاد بر روی قیمت و سرعت برگشت به سمت تعادل بعد از یک معامله بزرگ از جمله این ویژگی‌ها می‌باشند. پیش از آن بلک^۲ (۱۹۷۱) یک بعد دیگر از نقدشوندگی را که اشاره به سرعت معامله بین خریدار و فروشنده داشت مطرح نمود. به طور کلی در ادبیات مالی، شاخص‌های نقدشوندگی در این چهار گروه طبقه‌بندی می‌شوند. نکته قابل توجه این است که هیچ یک از این شاخص‌ها به تنهایی نمی‌توانند همه ابعاد نقدشوندگی را منعکس کند و از طرف دیگر این ابعاد تا حدودی هم‌پوشانی دارند (ایزدی‌نیا و رامشه، ۱۳۹۰). لذا در بررسی نقدشوندگی باید تمام این معیارها در کنار هم مورد ملاحظه قرار گیرند.

عوامل موثر بر نقدشوندگی سهام شرکت‌ها در بازار را می‌توان به صورت زیر طبقه‌بندی کرد:

الف) عوامل محیطی و حاکم بر بازار سرمایه: نظیر وجود بازارهای ثانویه فعال، سازوکارهای حاکم بر بازار ثانویه، قوانین و مقررات برای انتقال سهام، محدودیت‌های حاکم بر نقل و انتقال، تغییرات قیمت سهام، شرایط جهانی، تحولات سیاسی، تمایلات رفتاری و سایر موارد (جمالیان پور و مهدوی، ۱۳۹۲).

^۳. Economic Man

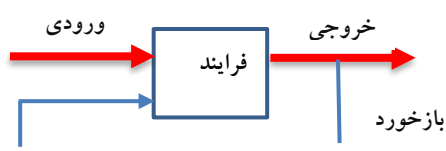
^۱. Kyle

^۲. Black

۲-۴-۲- نظریه بازخورد

بر اساس این نظریه، بازخورد زمانی اتفاق می‌افتد که خروجی یک سیستم به صورت ورودی و به عنوان بخشی از زنجیره علت و معلولی مجدداً به خود سیستم برگشت داده می‌شود (شکل ۱) (آستروم و موری، ۲۰۰۸). به عنوان مثال بازار سهام نمونه‌ای از سیستم بازخوردی است که با بازخورد مثبت و منفی ناشی از عوامل شناختی و رفتاری فعالان بازار اداره می‌شود. نظریه بازخورد که به حوزه مالی رفتاری مربوط می‌شود اینطور تعریف می‌شود که نتایج خروجی یک سیستم بر فرآیند پردازش آن تاثیر می‌گذارد که بازخورد مثبت موجب تقویت شرایط قبل یا اقدام اولیه و بازخورد منفی موجب تضعیف شرایط قبلی یا اقدام اولیه می‌شود (گانتی، ۲۰۱۹).

شکل ۱. مدل بازخوردی (حلقه علت و معلولی)



بنابراین بر اساس تعریف اگر خروجی این سیستم حاصل عملکرد شرکت باشد، سرمایه‌گذاران آگاه با افزایش یا کاهش معاملات خود، نوعی بازخورد مثبت و منفی به شرکت ارسال می‌کنند که بدون در نظر گرفتن نظریه نمایندگی می‌توان به این صورت نتیجه گرفت که شرکت‌ها با ارائه عملکرد بهتر، موجب جلب سرمایه‌گذاران آگاه می‌شوند و این عامل موجب افزایش تقاضا و افزایش معامله و نقدشوندگی سهام می‌گردد (حسینی و همکاران، ۱۳۸۹). بر اساس نظریه بازخورد، نقدشوندگی بازتاب فعالیت‌های شرکت در دادوستد سهام است. فانگ و همکاران (۲۰۰۹)، در پژوهش خود با استفاده از نظریه بازخورد اثبات کردند که شرکت‌ها با افشای عملکرد بهتر، سعی در جذب سرمایه‌گذاران نهادی دارند که همین باعث می‌شود که این سهام‌داران در صورت عدم رضایت از عملکرد شرکت سهام خود را به راحتی بفروشند.

تبیین تاثیر رویکردهای شش‌گانه ارزیابی جامع عملکرد بر نقدشوندگی سهام از طریق نظریه بازخورد با مفروض قرار دادن عدم وجود تضاد منافع (مشکلات نمایندگی) بین مدیران و مالکان قابل اثبات است که میزان و نوع معاملات سهام در بازار سهام بازخوردی است که به صورت فرایند و علامتی برای نظارت بر عملکرد مدیران به خود شرکت باز می‌گردد. در پژوهش حاضر خروجی شرکت در قالب معیارهای عملکردی در شش رویکرد جداگانه بررسی شده است که هر رویکرد عملکرد شرکت را با

با تلاش در جهت ایجاد تغییرات مثبت در قیمت سهام شرکت انجام دهد. به عبارت دیگر مدیران برای حداکثر کردن منافع خود سعی می‌کنند عملکرد شرکت را بهبود بخشند که این بهبود از جانب سرمایه‌گذاران آگاه مورد توجه قرار می‌گیرد و باعث افزایش معاملات و نقدشوندگی در سهام شرکت می‌شود (حسینی و همکاران، ۱۳۸۹).

تبیین تاثیر رویکردهای شش‌گانه ارزیابی جامع عملکرد بر نقدشوندگی سهام با مفروض قرار دادن وجود تضاد منافع بین مدیران و مالکان قابل اثبات است که مدیران شرکت‌ها یا با انگیزه دریافت پاداش بیشتر و یا تحت فشار اقدامات نظارتی ذی‌نفعان شرکت مجبور به ارائه عملکرد مطلوب و صحیح از شرکت هستند همین عامل باعث می‌شود آنچه که از سوی بازار سرمایه به عنوان قانون لازم‌الاجرا برای شرکت‌ها تدوین می‌شود اجرا کنند و در افشای اطلاعات مربوط به عملکرد مالی، راهبری و مسئولیت‌پذیری اجتماعی حداقل به لحاظ ظاهری بهتر عمل کنند و از این طریق توجه سرمایه‌گذاران را به شرکت جلب نمایند. مثلاً در قالب افزایش سود خالص، بازده سرمایه‌گذاری‌ها (عملکرد) یا سایر معیارهای رویکرد حسابداری، یا در قالب معیارهای اقتصادی ارزیابی عملکرد مانند ارزش افزوده اقتصادی که توانایی شرکت را در زمینه کسب سودی که میزان آن از هزینه سرمایه بیشتر است ارزیابی می‌کند و مدیران را ترغیب به تولید بازده بیشتر نسبت به هزینه سرمایه می‌نماید. همین‌طور در مورد معیارهای پرترفدار بازار سرمایه (رویکرد تلفیقی) مانند نسبت قیمت به سود هر سهم که واکنش بازار نسبت به عملکرد شرکت را نشان می‌دهند باز هم ردپای مدیر و عملکرد او در میان است زیرا در خصوص سود هر سهم که مهم‌ترین مولد ارزش سهم است، مدیریت شرکت قادر است در چارچوب قواعد حسابداری بر مقدار آن تاثیر بگذارد و از این طریق توجه مشارکت‌کنندگان بازار سرمایه را به سهام شرکت جلب نماید. معیارهای رویکرد مدیریت مالی که تاکید بر بازده سهم دارد و این معیار نیز به شدت بر واکنش مشارکت‌کنندگان بازار سرمایه تاثیر می‌گذارد نیز به نوعی بر انگیزه مدیران برای توجه به تغییرات قیمت سهم در بازار تاثیر می‌گذارد. عملکرد شرکت به لحاظ پیاده‌سازی سازوکارهای حاکمیت شرکتی نیز که خود دلیلی برای کاهش هزینه‌های نمایندگی می‌باشد می‌تواند بر اعتماد سرمایه‌گذاران نسبت به شرکت افزوده و نقدشوندگی سهام شرکت را افزایش دهد. عملکرد اجتماعی شرکت در قالب مسئولیت‌پذیری اجتماعی نیز به نوعی پاسخگویی شرکت در قبال ذی‌نفعان را نشان می‌دهد و مدیرانی که تمایل دارند منافع و شهرت خود را حداکثر کنند تلاش می‌کنند اطلاعات مرتبط با مشارکت در این فعالیت‌ها را برای عموم افشاء کرده و توجه مشارکت‌کنندگان بازار سرمایه را به شرکت جلب نمایند.

معیارهای متفاوتی که معمولا مورد توجه مشارکت‌کنندگان بازار سرمایه است می‌سنگد. مدیران واحد تجاری با دریافت بازخورد مثبت از بازار سرمایه (در قالب افزایش معاملات سهام شرکت) در جهت تقویت هر چه بیشتر خروجی‌های عملکردی بر می‌آیند و در صورت دریافت بازخورد منفی سعی در تغییر راهکارهای عملیاتی به کار گرفته قبلی و در نتیجه حرکت به سمت تقویت عملکرد برای دریافت بازخورد مثبت خواهند بود. در این خصوص مساله مهم این است که بازار سرمایه به کدام رویکرد، بازخورد بیشتری نشان خواهد داد و توجه مشارکت‌کنندگان بازار سرمایه را کدام معیارهای عملکردی شرکت بیشتر جلب می‌کند.

۲-۵- پیشینه پژوهش

پژوهش‌های مختلفی که در بازارهای سرمایه توسعه یافته و در حال توسعه صورت گرفته تاثیر عوامل زیادی (در سطح شرکت‌ها) را بر نقدشوندگی سهام آنها مورد بررسی قرار داده‌اند. به عنوان مثال اهمیت ساختار مالکیت بر نقدشوندگی سهام در مطالعات آتیگ و همکاران (۲۰۰۳)، براکمن و همکاران (۲۰۰۹) مورد تاکید قرار گرفته است، همینطور نویسندگان متعددی از قبیل هفلین و همکاران (۲۰۰۰) و جین و همکاران (۲۰۰۵)، نشان داده‌اند که سیاست شرکت در افشای اطلاعات به سرمایه‌گذاران تاثیر قابل توجهی بر نقدشوندگی سهام ایجاد می‌کند. پژوهش‌های گوپالان و همکاران (۲۰۰۹) و احمدپور و باغبان (۱۳۹۳)، نقدشوندگی دارایی‌ها (که با استفاده از معیارهایی از قبیل نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری، نسبت دارایی‌های ثابت و ... سنجش شده است) را به عنوان عامل تاثیرگذار بر نقدشوندگی سهام آن مورد بررسی قرار داده‌اند. جوی و کوک (۲۰۰۵)، نیز نشان دادند که نقدشوندگی سهام به طور قابل توجهی تحت تاثیر نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری دارایی‌ها، بازده حقوق صاحبان سهام، رشد فروش قرار می‌گیرد. ناروایسین و استانکویسین (۲۰۱۴)، در پژوهشی بر روی بازار سرمایه حوزه بالتیک نشان دادند که نقدشوندگی بالای سهام شرکت‌های استونی به شدت تحت تاثیر اهرم بالا، نقدشوندگی بالای دارایی‌ها و سود شرکت قرار می‌گیرد و نقدشوندگی سهام شرکت‌های لتونی مستقیما تحت تاثیر اندازه شرکت و بازده دارایی‌ها قرار می‌گیرد. پرامین و همکاران (۲۰۱۴)، نیز نشان دادند کیفیت حاکمیت شرکتی بر نقدشوندگی سهام شرکت‌ها تاثیر مثبت دارد. پژوهش سابرامانیا و همکاران (۲۰۱۶)، حاکی از تاثیر وجود سهام‌داران نهادی غیردولتی و دولتی در شرکت بر نقدشوندگی سهام است. تاثیر ارزش افزوده اقتصادی بر نقدشوندگی سهام در پژوهش کرمی و همکاران (۱۳۸۹) و تاثیر کیفیت حسابرسی بر نقدشوندگی سهام نیز در پژوهش علوی

طبری و حاجی مرادخانی (۱۳۹۴) مشهود است آنها نشان دادند شرکت‌هایی که به وسیله مؤسسات حسابرسی بزرگ حسابرسی می‌شوند، سهام نقدشونده‌تری دارند ولی یافته‌های آنها حاکی از عدم وجود رابطه معنادار بین چرخش حسابرسان و نقد شونده‌گی سهام بود. حکیم و عمری (۲۰۱۰)، نشان دادند که در تونس استفاده از چهار مؤسسات حسابرسی بزرگ و دارای تخصص، نقد شونده‌گی سهام را افزایش می‌دهد. همچنین عدم تغییر حسابرسان منجر به کاهش نقد شونده‌گی سهام می‌شود. حسینی و همکاران (۱۳۸۹)، نشان دادند که میان معیارهای عملکرد و نقدشونده‌گی سهام رابطه معنی‌دار قوی وجود دارد، همچنین با مقایسه دو معیار عملکرد بازده دارایی‌ها و شاخص کیوتوبین نشان دادند شاخص کیوتوبین به دلیل بهره‌گیری از ارزش‌های بازار معیار مناسبتری برای مطالعه ارتباط میان عملکرد شرکت و نقدشونده‌گی سهام است. منصور (۱۳۹۲)، تأثیر ساختار مالکیت بر نقد شونده‌گی سهام را در بین ۴۹ شرکت بورس اوراق بهادار تهران مورد بررسی قرار داد. یافته‌های وی نشان داد که بین تمرکز مالکیت و نقد شونده‌گی رابطه منفی و معنی‌دار، بین مالکیت نهادی و نقدشونده‌گی رابطه مثبت معنادار و بین مالکیت مدیریتی و نقدشونده‌گی سهام رابطه مثبت وجود دارد. نوروزی نصر و همکاران (۱۳۹۸)، تأثیر مالکیت شرکت‌های سرمایه‌گذاری را بر نقدشونده‌گی سهام بررسی کردند و به این نتیجه دست یافتند که بین درصد مالکیت شرکت‌های سرمایه‌گذاری و نقدشونده‌گی سهام شرکت‌های سرمایه‌پذیر رابطه منفی و معنی‌دار وجود دارد. قربانی و همکاران (۱۳۹۳)، نشان دادند که کیفیت حاکمیت شرکتی تاثیر مثبت و معناداری بر نقدشونده‌گی سهام دارد. پژوهش‌های صورت گرفته توسط استال (۲۰۰۰) و ایزدی‌نیا و رامشه (۱۳۹۰)، نیز نشان داد که بالابودن تغییرپذیری بازده سهام، ریسک نگهداری سهام را افزایش داده و تاثیر منفی روی نقدشونده‌گی آن خواهد داشت.

۲-۶- فرضیه‌ها

بر اساس آنچه مطرح شد فرضیه‌های پژوهش به شرح زیر می‌باشند:

فرضیه اول: رویکرد حسابداری در بررسی وضعیت شرکت بر نقدشونده‌گی سهام تاثیر دارد.

فرضیه دوم: رویکرد اقتصادی در بررسی وضعیت شرکت بر نقدشونده‌گی سهام تاثیر دارد.

فرضیه سوم: رویکرد تلفیقی در بررسی وضعیت شرکت بر نقدشونده‌گی سهام تاثیر دارد.

فرضیه چهارم: رویکرد مدیریت مالی در بررسی وضعیت شرکت بر نقدشونده‌گی سهام تاثیر دارد.

بانکها و لیزینگ نباشد. (۵) توقف معاملاتی بیش از سه ماه نداشته باشند.

۳-۱- الگوی پژوهش و متغیرهای آن

الگوی مفهومی پژوهش بر اساس رویکرد مدل سازی معادلات ساختاری به شرح شکل های شماره ۲ الی ۷ ترسیم شده است. دلایل انتخاب این روش را می توان به این صورت برشمرد: اول؛ رویکردهای شش گانه الگوی جامع ارزیابی مالی، راهبری و مسئولیت پذیری اجتماعی، جزء متغیرهایی هستند که محقق نمی تواند به صورت مستقیم آنها را مشاهده و اندازه گیری کند. از این رو، این متغیرها متغیر پنهان در نظر گرفته شده و با استفاده از یک سری متغیرهای مشاهده پذیر دیگر (طبق نگاره های ۱ و ۲) که معرف رفتار این رویکردها باشند، تعریف می شوند. دوم؛ اغلب مطالعات انجام شده مرتب با پژوهش حاضر، برای بررسی تأثیر عوامل در سطح شرکت بر نقدشوندگی سهام تنها از عوامل محدودی طبق آنچه در پیشینه پژوهش ذکر شد استفاده کرده اند. از طرف دیگر در خصوص اندازه گیری نقدشوندگی سهام چون یک معیار پیچیده و چند بعدی است استفاده از صرفاً یک شاخص نمی تواند نقدشوندگی را تبیین نماید لذا بهتر بود که این متغیر، متغیر پنهان در نظر گرفته شود تا با دید چند جانبه بتوان از تحلیل های ناقص جلوگیری نمود. سوم؛ تجزیه و تحلیل های رگرسیونی رایج، تا حد زیادی خطای اندازه گیری در متغیرهای توضیحی را نادیده می گیرند و ممکن است یافته های رگرسیونی نادرست و گمراه کننده باشد که استفاده از معادلات ساختاری در این خصوص یاری دهنده است (حیدری و همکاران، ۱۳۹۵).

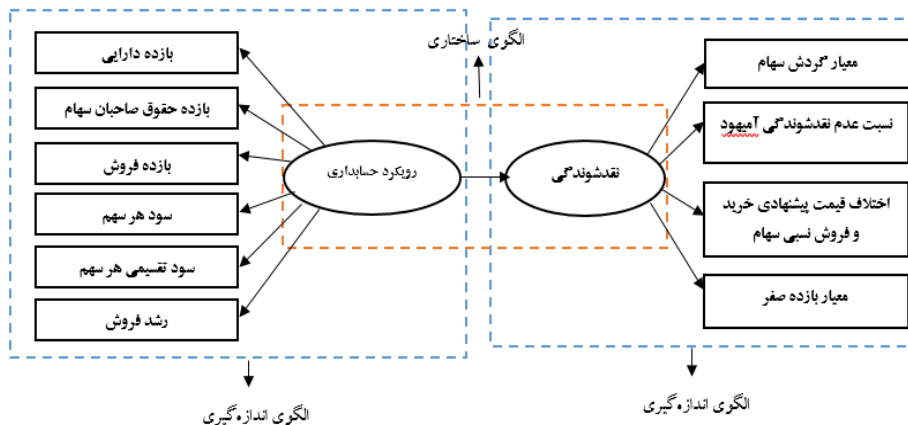
فرضیه پنجم: رویکرد حاکمیت شرکتی و افشاء در بررسی وضعیت شرکت بر نقدشوندگی سهام تأثیر دارد.

فرضیه ششم: رویکرد مسئولیت پذیری اجتماعی در بررسی وضعیت شرکت بر نقدشوندگی سهام تأثیر دارد.

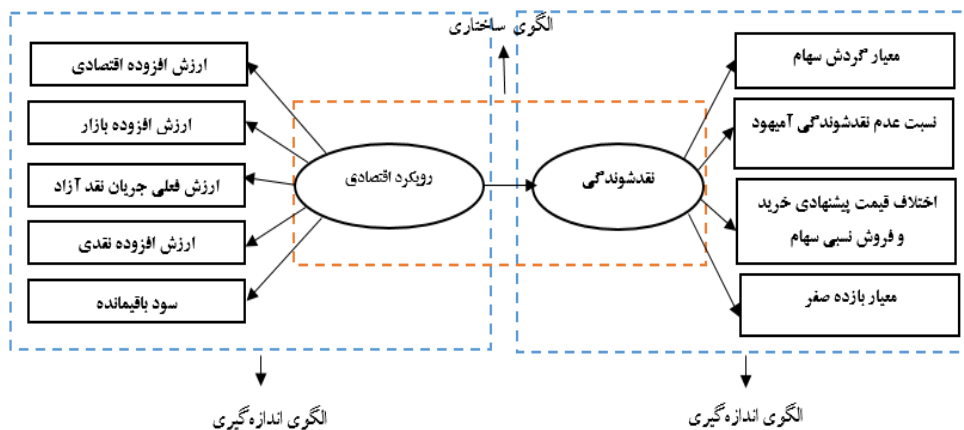
۳- روش پژوهش

روش پژوهش حاضر از نظر طرح تحقیق شبه تجربی و پس رویدادی و از نظر روش جمع آوری داده از نوع آرشیوی است و به لحاظ هدف در گروه تحقیقات بنیادی قرار دارد زیرا به تبیین روابط بین متغیرهای معین و آزمون تجربی نظریه ها و فرضیه ها می پردازد (بدری، ۱۳۹۳). از دیدگاهی دیگر روش پژوهش از نوع همبستگی و مبتنی بر مدل سازی معادلات ساختاری می باشد. این مدل از خانواده رگرسیون چندمتغیری است که امکان می دهد مجموعه ای از معادلات رگرسیون به گونه ای هم زمان بر روی چند متغیر وابسته مورد آزمون قرار گیرد. داده های آماری مورد نیاز پژوهش از صورت های مالی و گزارشات موجود در آرشیو بورس اوراق بهادار تهران و سایت اینترنتی کدال و همچنین نرم افزار ره آوردنوبن استخراج شده که پس از انتقال به صفحه گسترده Excel پردازش شده اند. برای برآورد فرضیه های پژوهش نیز از نرم افزار Smart PLS استفاده شده است. جامعه آماری پژوهش را کلیه شرکت های فعال در بورس اوراق بهادار تهران در بازه زمانی ۱۳۸۷ تا ۱۳۹۷ تشکیل می دهد که از این میان ۱۸۰ شرکت با توجه به شرایط زیر به عنوان نمونه آماری این پژوهش انتخاب و مورد بررسی قرار گرفته است: (۱) همه داده های لازم پژوهش برای شرکت های در حال بررسی، موجود و در دسترس باشند؛ (۲) سال مالی شرکت منتهی به پایان اسفندماه باشد؛ (۳) در قلمرو زمانی پژوهش تغییر سال مالی نداشته باشد. (۴) جزء شرکت های سرمایه گذاری، واسطه گری مالی، بیمه،

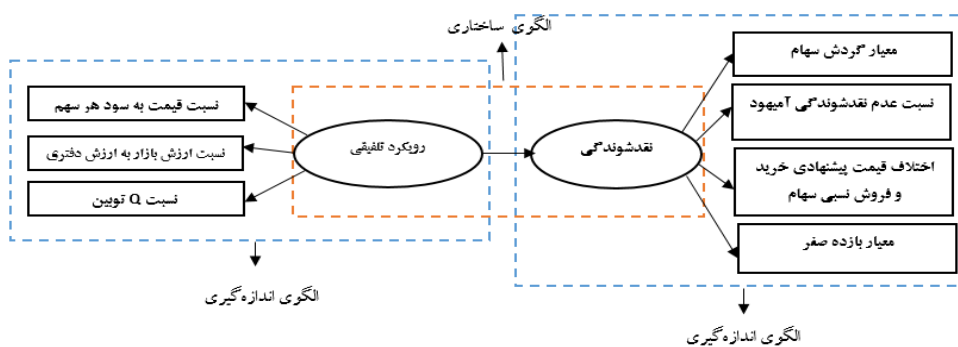
شکل ۲. الگوی مفهومی معادلات ساختاری فرضیه اول



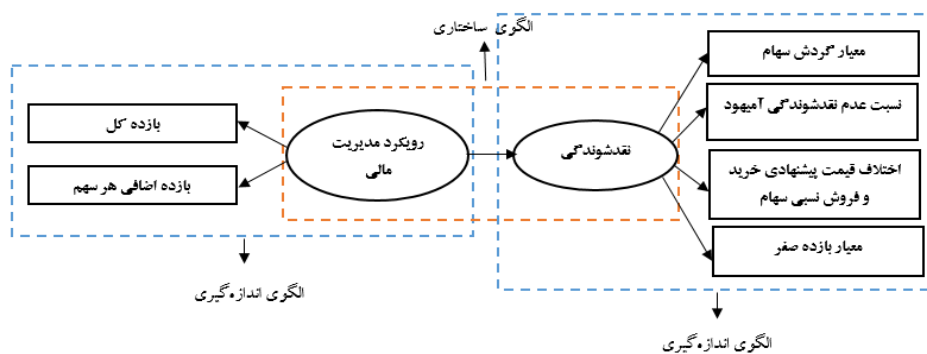
شکل ۳. الگوی مفهومی معادلات ساختاری فرضیه دوم



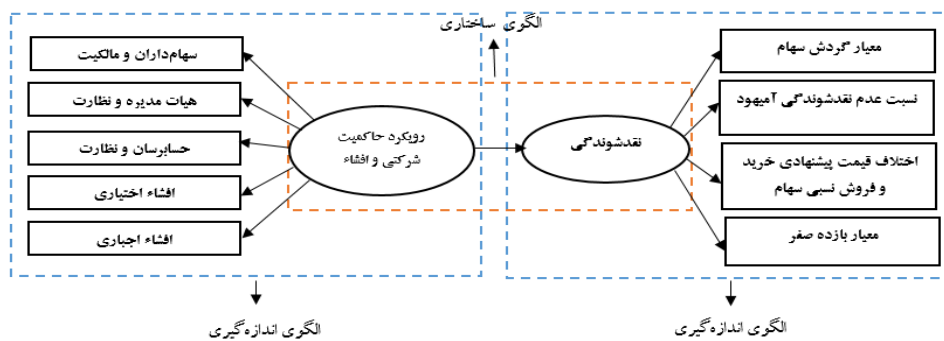
شکل ۴. الگوی مفهومی معادلات ساختاری فرضیه سوم



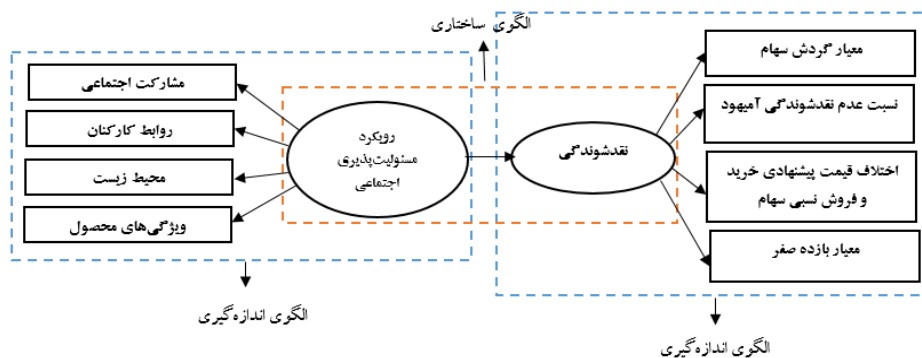
شکل ۵. الگوی مفهومی معادلات ساختاری فرضیه چهارم



شکل ۶. الگوی مفهومی معادلات ساختاری فرضیه پنجم



شکل ۷. الگوی مفهومی معادلات ساختاری فرضیه ششم



۲-۳- متغیرهای پژوهش و نحوه محاسبه آنها

الگوی جامع ارزیابی مالی، راهبری و مسئولیت پذیری اجتماعی بر اساس رویکردهای شش گانه: در استخراج این الگو پس از مطالعه و جستجوی اکتشافی در خصوص شناسایی رویکردها، شاخص‌های ارزیابی مالی، راهبری و مسئولیت‌پذیری اجتماعی بر اساس ادبیات و پیشینه پژوهش، یک الگوی چند معیاره که چارچوب نظری موضوع و جنبه‌هایی که باید برای ایجاد و اجرای الگوی ارزیابی شرکت‌ها مورد بررسی قرار داد، ارائه شد. این الگو بر اساس ۶ رویکرد حسابداری، اقتصادی، تلفیقی، مدیریت مالی، حاکمیت شرکتی و افشاء و مسئولیت‌پذیری اجتماعی و در قالب ۲۵ شاخص تهیه شده است. سپس برای اعتباردهی به چارچوب مذکور و تعیین اینکه آیا الگوی پیشنهادی و عناصر و عوامل تشکیل‌دهنده آن با وضعیت و واقعیت بازار سرمایه ایران هم‌خوانی و تطابق دارد، نظرسنجی از خبرگان دانشگاهی و متخصصان مالی با استفاده از تحلیل سلسله مراتبی انجام شده، تا اوزانی به رویکردهای مورد بررسی در ارائه الگوی جامع تخصیص داده شود. بنابراین در این مرحله برای اختصاص اوزان به رویکردهای این مدل جامع از نظرات خبرگان دانشگاهی و حرفه‌ای بهره گرفته شده است. با توجه به اینکه تصمیم‌گیری در خصوص اولویت رویکردهای ارزیابی جامع شرکت‌ها به سوابق علمی و پژوهشی و تجربی به طور هم‌زمان نیازمند است لذا تلاش شد که خبرگان از بین اعضای هیات علمی دارای مدرک دکترای حسابداری و یا اعضای هیات علمی

با مدرک دکتری حسابداری و مدرک حسابدار رسمی با سابقه کافی انتخاب شوند. در واقع از رویکرد هدفمند در نمونه‌گیری از خبرگان دانشگاهی استفاده شده است. لذا بر اساس این بررسی‌های انجام شده و پس از تدوین پرسشنامه سلسله مراتبی، آن بین ۲۵ نفر از خبرگان انتخابی پخش که از بین آنها ۱۵ پرسشنامه با پاسخ دریافت شد (که ۱۰ مورد آنها فقط هیات علمی با مدرک دکترای حسابداری بودند و ۵ نفر آنها هیات علمی با مدرک دکتری و مدرک حسابدار رسمی)، قبل از استفاده از پرسشنامه‌ها نرخ ناسازگاری آنها محاسبه گردید و در ادامه کار از پرسشنامه‌هایی استفاده شد که نرخ ناسازگاری آنها کمتر از ۰/۱ بود.

خبرگان بر اساس اطلاعات و تجربه فردی به سطح اهمیت هر رویکرد در ارزیابی جامع شرکت، آنها را درجه‌بندی می‌کنند. سپس برای اختصاص اوزان به شاخص‌های رویکردهای شش گانه این الگوی جامع از روش تصمیم‌گیری چند شاخصه آنتروپی شانون بهره گرفته شده است. در واقع هر رویکرد این الگوی جامع یک متغیر پنهان است که از طریق چند شاخص مشاهده‌پذیر قابل اندازه‌گیری است که با در دست داشتن داده‌های کمی ۱۸۰ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، شاخص‌های هر رویکرد اندازه‌گیری شده است. در ادامه تعریف عملیاتی شاخص‌های مورد استفاده در اندازه‌گیری رویکردهای شش گانه این الگوی جامع طبق نگاره (۱) و همین‌طور ضرایب استخراجی شاخص‌های هر رویکرد طبق نگاره (۲) ارائه شده است.

نگاره ۱. نحوه محاسبه متغیرهای مستقل پژوهش شامل شاخص‌های اندازه‌گیری رویکردهای شش گانه مدل جامع ارائه شده	
A1 رویکرد حسابداری (متغیر اصلی-پنهان)	
شاخص‌ها	نحوه سنجش
A11 بازده دارایی‌ها (ROA)	کل دارایی‌ها/سود خالص = ROA
A12 بازده حقوق صاحبان سهام (ROE)	حقوق صاحبان سهام/سود خالص = ROE

$ROS = \text{فروش} / (\text{هزینه مالی} + \text{سود قبل از مالیات})$	A13 بازده فروش (ROS)
$EPS = \text{تعداد سهام} / \text{سود خالص}$	A14 سود هر سهم (EPS)
$DPS = \text{تعداد سهام} / \text{سود نقدی}$	A15 سود تقسیمی هر سهم (DPS)
$SG = \left(\frac{\text{فروش}_t - \text{فروش}_{t-1}}{\text{فروش}_{t-1}} \right)$	A16 نرخ رشد فروش (SG)
A2 رویکرد اقتصادی	
نحوه سنجش	شاخص‌ها
$EVA = \left(\frac{NOPAT}{NOA} - WACC \right) \times NOA$ <p>در این رابطه؛ NOPAT: سود خالص عملیاتی پس از کسر مالیات؛ NOA: خالص دارایی‌های عملیاتی؛ WACC: میانگین موزون هزینه سرمایه که به صورت زیر محاسبه می‌شود (علیپور و پژمان، ۲۰۱۵):</p> $WACC = (W_d \times K_d) + (W_s \times K_s)$ <p>که در آن: W_d: نسبت کل بدهی در سرمایه؛ W_s: نسبت حقوق صاحبان سهام در کل ساختار سرمایه؛ K_d: هزینه بدهی، که نحوه اندازه‌گیری هزینه بدهی به صورت روبرو می‌باشد:</p> $K_d = \frac{\text{هزینه تأمین مالی}}{\text{بدهی بهره‌دار}} \times (1 - t)$ <p>K_s: هزینه حقوق صاحبان سهام است که نحوه محاسبه آن به صورت روبرو می‌باشد:</p> $K_s = R_f + \beta (R_m - R_f)$ <p>که در آن: R_f: نرخ بازده بدون ریسک، β: شاخص ریسک سیستماتیک (نرخ اوراق مشارکت دولتی به عنوان نرخ بازده بدون ریسک استفاده گردیده است)، R_m: نرخ بازده مورد انتظار مجموعه سرمایه‌گذاری بازار که به شرح زیر محاسبه می‌شود:</p> $R_m = \frac{I_t - I_{t-1}}{I_{t-1}}$ <p>I_t: شاخص کل بازار در پایان سال t، I_{t-1}: شاخص کل بازار در سال $t-1$</p>	A21 ارزش افزوده اقتصادی (EVA)
<p>ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام - ارزش بازار حقوق صاحبان سهام = MVA (علیپور و پژمان، ۲۰۱۵).</p>	A22 ارزش افزوده بازار (MVA)
$PVFCF: E_0 + D_0 = PV_0 \times (WACC_t, FCF_t)$ <p>که در آن: PVFCF: ارزش شرکت بر مبنای جریان نقد آزاد، E: ارزش حقوق صاحبان سهام؛ D: ارزش بدهی؛ FCF_t: جریان نقد آزاد طبق نظر ریچاردسون جریان‌های نقد آزاد کلی شرکت به شرح زیر محاسبه می‌شود (ریچاردسون، ۲۰۰۶):</p> $I_{NEW,t} = (I_{TOTAL,t} - I_{MAINTENANCE,t})$ $I_{NEW,t}^* = (I_{NEW,t}^e - I_{NEW,t}^e)$ $CF_{AIP,t} = (CFO_{i,t} - I_{MAINTENANCE,t}^e)$ $FCF_{i,t} = (CF_{AIP,t} - I_{NEW,t}^e)$ <p>که در آنها: $I_{NEW,t}$: سرمایه‌گذاری‌های جدید روی پروژه‌ها؛ $I_{TOTAL,t}$: کل سرمایه‌گذاری شرکت که برابر است با جمع جریان خالص فعالیت‌های سرمایه‌گذاری؛ $I_{MAINTENANCE,t}$: مخارج سرمایه‌های ضروری برای نگهداری دارایی‌ها که برابر است با هزینه استهلاک؛ $I_{NEW,t}^*$: سرمایه‌گذاری‌های جدید مورد انتظار؛ $I_{NEW,t}^e$: سرمایه‌گذاری‌های جدید غیرمنتظره؛ $CF_{AIP,t}$: جریان نقد ناشی از دارایی‌های موجود که برابر است با تفاضل جریان نقد عملیاتی ($CFO_{i,t}$) و مخارج سرمایه‌ای ضروری برای نگهداری دارایی‌ها ($I_{MAINTENANCE,t}^e$) که معادل هزینه استهلاک می‌باشد؛ $FCF_{i,t}$: جریان نقد آزاد که از تفاضل جریان نقد ناشی از دارایی‌های موجود و سرمایه‌گذاری‌های جدید مورد انتظار به دست می‌آید. از این‌رو محاسبه مقدار جریان نقد آزاد مستلزم محاسبه مقادیر سرمایه‌گذاری‌های جدید مورد انتظار است که برای محاسبه آن به شرح مدل رگرسیونی زیر پس از تخمین در سطح کل داده‌ها و برآورد ضرایب متغیرها، از ضرایب برآوردی برای هر شرکت - سال استفاده می‌شود و مقدار پسماند برای هر شرکت - سال (ϵ) نشان‌دهنده سرمایه‌گذاری‌های جدید غیر منتظره ($I_{NEW,t}^e$) خواهد بود و تفاضل کل سرمایه‌گذاری‌های جدید و سرمایه‌گذاری‌های جدید غیر منتظره برابر خواهد بود با سرمایه‌گذاری‌های جدید مورد انتظار ($I_{NEW,t}^*$).</p> $I_{NEW,t} = \beta_0 + \beta_1 Growth_{i,t-1} + \beta_2 Leverage_{i,t-1} + \beta_3 Cash_{i,t-1} + \beta_4 Age_{i,t-1} + \beta_5 Size_{i,t-1} + \beta_6 Stockreturn_{i,t-1} + \beta_7 I_{NEW,t-1} + \epsilon_{i,t}$ <p>که در آن: $I_{NEW,t}$: سرمایه‌گذاری‌های جدید روی پروژه‌ها که برابر است با تفاضل کل سرمایه‌گذاری‌های شرکت و مخارج سرمایه‌ای ضروری برای نگهداری دارایی‌ها؛ $Growth_{i,t-1}$: فرصت‌های رشد شرکت که برابر است با نسبت ارزش بازار حقوق صاحبان سهام به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام؛ $Leverage_{i,t-1}$: نسبت اهرمی شرکت است که از تقسیم کل بدهی‌ها بر کل دارایی‌های شرکت t در دوره $t-1$ حاصل می‌شود؛ $Cash_{i,t-1}$: موجودی نقد شرکت t در دوره $t-1$؛ $Age_{i,t-1}$: عمر شرکت که از لگاریتم تفاضل سال تاسیس شرکت تا سال مورد بررسی بدست می‌آید؛ $Size_{i,t-1}$.</p>	A23 ارزش فعلی جریان نقد آزاد (PVFCF)

<p>اندازه شرکت که برابر است با لگاریتم کل دارایی‌های شرکت i در دوره $t-1$؛ $Stockreturn_{i,t-1}$: بازده سهام است که از مدل بازده کل به شرح</p> $RET_{i,t} = \frac{[P_t(1 + \alpha + \beta) - (P_{t-1} + C\alpha) + DPS]}{P_{t-1} + C\alpha}$ <p>روبرو استفاده شده است:</p> <p>که در آن: P_t = قیمت پایان سال سهم؛ α = درصد افزایش سرمایه از محل آورده نقدی و مطالبات؛ β = درصد افزایش سرمایه از محل اندوخته‌ها و سود سهمی؛ C = مبلغ پذیره نویسی سهام (معمولا ۱۰۰۰ ریالی)؛ P_{t-1} = قیمت ابتدای سال سهم؛ DPS = سود نقدی هر سهم؛ $WACC_t$: روش محاسبه این آیتم در بخش قبل ذکر گردیده است.</p>	
<p>هزینه سرمایه نقدی - سود نقدی عملیاتی پس از کسر مالیات CVA: که در آن: سود نقدی بعد از مالیات: وجه نقد حاصل از فعالیت‌های عملیاتی پس از مالیات پرداختی؛ و هزینه سرمایه نقدی حاصل جمع بهره پرداختی و سود سهام پرداختی می‌باشد که هر دو رقم از صورت جریان نقدی تهیه شده طبق استاندارد شماره ۲ ایران قابل استخراج است (رهنمای رودپشتی و صالحی، ۱۳۸۹).</p>	<p>A24 ارزش افزوده نقدی (CVA)</p>
<p>(سرمایه گذاری \times نرخ بازده مورد انتظار) - سود عملیاتی RI (رهنمای رودپشتی و صالحی، ۱۳۸۹).</p>	<p>A25 سود باقیمانده (RI)</p>
A3 رویکرد تلفیقی	
نحوه سنجش	شاخص‌ها
<p>که در آن: P = قیمت سهام عادی در پایان سال مالی؛ E = سود خالص هر سهم عادی</p>	<p>A31 نسبت قیمت به سود هر سهم $\frac{P}{E}$</p>
<p>که در آن: B = ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام؛ P = ارزش بازار حقوق صاحبان سهام که برابر است با تعداد سهام عادی ضربدر قیمت سهام عادی در پایان سال مالی.</p>	<p>A32 نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری $\frac{P}{B}$</p>
A33 نسبت Q توبین $Tobin's Q =$ ارزش دفتری دارایی‌ها/ارزش دفتری بدهیها + ارزش بازار سهام	
A4 رویکرد مدیریت مالی	
نحوه سنجش	شاخص‌ها
<p>بازده واقعی سهم با استفاده از مدل بازده کل به شرح روبرو</p> $RET_{i,t} = \frac{[P_t(1 + \alpha + \beta) - (P_{t-1} + C\alpha) + DPS]}{P_{t-1} + C\alpha}$ <p>محاسبه می‌شود:</p>	<p>A41 بازده کل</p>
<p>که در آن: $r_{i,t}$: بازده شرکت می‌باشد که بازده ۱۲ ماهه سهام شرکت i در دوره مالی t می‌باشد؛ $R_{i,t}^B$: بازده مورد انتظار می‌باشد که بازده ۱۲ ماهه پرتفوی بازار (شاخص کل بازار) در دوره مالی t می‌باشد.</p>	<p>A42 بازده اضافی هر سهم $r_{i,t} - R_{i,t}^B$</p>
A5 رویکرد حاکمیت شرکتی و افشاء	
نحوه سنجش	شاخص‌ها
<p>(۱) مالکیت نهادی: مجموع سهام در اختیار سرمایه‌گذاران نهادی تقسیم بر کل سهام منتشره شرکت می‌گردد و اگر درصد مالکیت سهام‌داران نهادی بیشتر از میانه در صنعت خود باشد به آن عدد ۱ و در غیر این صورت صفر اختصاص داده می‌شود. (۲) مالکیت مدیریتی: از تقسیم تعداد سهام در اختیار اعضای هیات مدیره بر کل سهام منتشره شرکت بدست می‌آید و اگر درصد مالکیت هیات مدیره بیشتر از میانه در صنعت خود باشد به آن عدد ۱ و در غیر این صورت صفر اختصاص داده می‌شود. (۳) نوع مالکیت (دولتی یا خصوصی): اگر بخش عمده سهام شرکت مورد بررسی متعلق به بخش خصوصی باشد به آن مقدار یک و اگر دولتی باشد به آن مقدار صفر اختصاص داده می‌شود. (۴) تمرکز مالکیت: از طریق شاخص هرفیندال هیرشمن محاسبه می‌شود که در آن درصد مالکیت سهام‌داران نهادی هر شرکت به توان ۲ رسیده و با هم جمع می‌شود و عددی بین ۰ و ۱ حاصل می‌شود که هرچه این عدد به یک نزدیک‌تر نشان از تمرکز مالکیت و معکوس آن نشان‌دهنده عدم تمرکز مالکیت می‌باشد و اگر مقدار آن کمتر از میانه در صنعت خود باشد به آن عدد ۱ و در غیر این صورت صفر اختصاص داده می‌شود.</p> <p>در این پژوهش بر طبق پژوهش القداسی و آبی‌دین (۲۰۱۸)، از یک معیار ترکیبی برای اندازه‌گیری اثربخشی حاکمیت شرکتی با این استدلال که به‌کارگیری یک ترکیبی از متغیرهای ساختاری هر گونه خطای حاصل از به‌کارگیری مجزای متغیرهای ساختاری را کاهش می‌دهد، استفاده شده است. معیار اثربخشی حاکمیت شرکتی بر اساس سازوکارهای زیربخش سهام‌داران و مالکیت در این پژوهش ترکیبی از امتیاز چهار متغیر بالا می‌باشد. از آن‌جا که برای تمامی ۴ متغیر عدد ۱ برای مقادیر بالاتر از میانه صنعت و یا داشتن آن ویژگی اختصاص داده شد و عدد صفر برای مقادیر کمتر از میانه و یا نداشتن آن ویژگی اختصاص داده شده است از این‌رو حاصل جمع این امتیازها برای هر شرکت یک امتیاز</p>	

<p>بین صفر تا ۴ می‌تواند اختصاص دهد که در پایان برای محاسبه اثربخشی حاکمیت شرکتی در خصوص سازوکارهای مربوط به سهام‌داران و مالکیت مجموع امتیازات هر سال - شرکت بر مجموع امتیازات قابل کسب (یعنی ۴) تقسیم می‌شود. این روش در خصوص دو مولفه دیگر حاکمیت شرکتی (هیات مدیره و حسابرسان) نیز به همین شیوه پیاده‌سازی شده است.</p>													
<p>۱) اندازه هیات مدیره: اگر اندازه هیات مدیره بیشتر از میانه در صنعت خود باشد به آن عدد ۱ و در غیر این صورت صفر اختصاص داده می‌شود. ۲) استقلال هیات مدیره: اگر تعداد اعضا غیرموظف هیات مدیره بیشتر از میانه آن صنعت باشند عدد ۱ و در غیر اینصورت عدد صفر اختصاص داده می‌شود. ۳) دوگانگی پست مدیرعامل: به صورت یک متغیر مجازی به این صورت که اگر نقش مدیرعامل از رئیس یا نایب رئیس هیئت مدیره تفکیک شده باشد عدد یک، و در غیر این صورت عدد صفر به آن تعلق می‌گیرد. ۴) تخصص مالی هیات مدیره: چنانچه اعضای هیات مدیره دارای تخصص مالی باشند مقدار ۱ و در غیر اینصورت مقدار صفر اختصاص داده می‌شود.</p>	<p>A52 هیات مدیره و نظارت</p>												
<p>۱) تخصص حسابرس در صنعت: در این پژوهش از رویکرد سهم بازار استفاده می‌شود که بر اساس آن مجموعه دارایی‌های تمام صاحبکاران یک موسسه حسابرسی خاص در یک صنعت خاص بر مجموع دارایی‌های کل صاحبکاران در همان صنعت خاص تقسیم می‌شود. چنانچه تخصص حسابرس در صنعت برای آن شرکت در آن سال از میانه صنعت بالاتر باشد به آن مقدار ۱ و در غیر اینصورت عدد صفر اختصاص داده می‌شود. ۲) چرخش حسابرس مستقل: اگر شرکای امضا کننده گزارش حسابرسی در ۲ سال گذشته تغییر نکرده باشند، به آن شرکت عدد صفر و در غیر اینصورت به آن شرکت عدد ۱ اختصاص داده می‌شود. ۳) اندازه موسسه حسابرسی: اگر سازمان حسابرسی به عنوان حسابرس شرکت انتخاب شده باشد به آن مقدار ۱ و در غیر اینصورت مقدار ۰ اختصاص داده شده است. ۴) واحد حسابرسی داخلی: اگر یک شرکت واحد حسابرسی داخلی داشته باشد به آن عدد ۱ و در غیر اینصورت به آن شرکت عدد صفر اختصاص داده می‌شود. ۵) استقرار کمیته حسابرسی: اگر یک شرکت کمیته حسابرسی داشته باشد به آن شرکت عدد ۱ و در غیر اینصورت به آن شرکت عدد صفر اختصاص می‌یابد. ۶) امتیاز کنترل کیفیت موسسات حسابرسی: در این پژوهش اگر امتیاز کنترل کیفیت حسابرس الف باشد به آن عدد ۱ و اگر غیر از الف باشد به آن عدد صفر اختصاص داده می‌شود.</p>	<p>A53 حسابرسی و نظارت</p>												
<p>در این پژوهش برای اندازه‌گیری افشای اجباری از امتیاز شاخص افشای اجباری که توسط سازمان بورس اوراق بهادار محاسبه و منتشر می‌گردد استفاده شده است.</p>	<p>A54 شاخص افشای اجباری</p>												
<p>برای محاسبه میزان افشای اختیاری در هر شرکت مطابق پژوهش پورحیدری و حسین پور، چک‌لیست موارد افشای اختیاری متشکل از ۶۰ مورد افشای اختیاری با بررسی صورت‌های مالی سالانه، یادداشت‌های توضیحی و گزارش‌های مجامع عمومی، با توجه به هر قلم از موارد موجود در چک لیست که توسط شرکت افشا شده بود، عدد یک و در غیر اینصورت عدد صفر اختصاص داده خواهد شد و در نهایت شاخص افشای اختیاری با تقسیم جمع موارد افشا شده به کل مواردی که می‌بایست افشا شود محاسبه خواهد گردید. عناوین کلی و عناصر چک‌لیست افشای اختیاری به کار رفته به شرح پژوهش پورحیدری و حسین پور (۱۳۹۱) می‌باشد.</p>	<p>A55 شاخص افشای اختیاری</p>												
<p>A6 رویکرد مسئولیت‌پذیری اجتماعی</p>													
<p>نحوه سنجش</p>	<p>شاخص‌ها</p>												
<p>در این پژوهش مطابق پژوهش حاجیها و سرفراز (۱۳۹۳)، مسئولیت‌پذیری اجتماعی دارای چهار بعد می‌باشد، هر بعد آن دارای نقاط قوت و ضعف مخصوص به خود می‌باشد. با تفاضل نقاط قوت از نقاط ضعف مربوطه نمره آن بعد بدست می‌آید. لازم به ذکر است که در صورت وجود هر نقطه ضعف یا نقطه قوت مربوطه، عدد یک و در صورت نبود آنها عدد صفر در نظر گرفته خواهد شد. اطلاعات لازم برای این متغیرها در گزارش هیات مدیره شرکت‌ها افشا می‌شود.</p>	<p>A61 مشارکت اجتماعی A62 روابط کارکنان A63 محیط زیست A64 ویژگی‌های محصول</p>												
<table border="1" style="width: 100%; border-collapse: collapse;"> <thead> <tr> <th style="width: 33%;">نقاط ضعف</th> <th style="width: 33%;">نقاط قوت</th> <th style="width: 33%;">ابعاد مسئولیت اجتماعی</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>اثر منفی اقتصادی (تاثیر منفی بر کیفیت زندگی، تعطیلی کارخانه)؛ عدم پرداخت مالیات</td> <td>کمک‌های خیریه؛ کمک‌های نوآورانه (کمک به سازمان‌های غیرانتفاعی، مشارکت در طرح‌های عمومی)</td> <td>مشارکت اجتماعی A61 (CSR_COM)</td> </tr> <tr> <td>ضعف بهداشت و ایمنی؛ کاهش نیروی کار</td> <td>به اشتراک گذاشتن سود نقدی؛ مزایای بازنشستگی</td> <td>روابط کارکنان A62 (CSR_EMP)</td> </tr> <tr> <td>تولید زباله‌های خطرناک؛ پرداخت جریمه به دلیل نقص مدیریت زباله</td> <td>انرژی پاک (استفاده از سوخت با آلودگی کمتر)؛ کنترل آلودگی هوا و کاهش گاز گلخانه‌ای</td> <td>محیط‌زیست A63 (CSR_ENV)</td> </tr> </tbody> </table>	نقاط ضعف	نقاط قوت	ابعاد مسئولیت اجتماعی	اثر منفی اقتصادی (تاثیر منفی بر کیفیت زندگی، تعطیلی کارخانه)؛ عدم پرداخت مالیات	کمک‌های خیریه؛ کمک‌های نوآورانه (کمک به سازمان‌های غیرانتفاعی، مشارکت در طرح‌های عمومی)	مشارکت اجتماعی A61 (CSR_COM)	ضعف بهداشت و ایمنی؛ کاهش نیروی کار	به اشتراک گذاشتن سود نقدی؛ مزایای بازنشستگی	روابط کارکنان A62 (CSR_EMP)	تولید زباله‌های خطرناک؛ پرداخت جریمه به دلیل نقص مدیریت زباله	انرژی پاک (استفاده از سوخت با آلودگی کمتر)؛ کنترل آلودگی هوا و کاهش گاز گلخانه‌ای	محیط‌زیست A63 (CSR_ENV)	
نقاط ضعف	نقاط قوت	ابعاد مسئولیت اجتماعی											
اثر منفی اقتصادی (تاثیر منفی بر کیفیت زندگی، تعطیلی کارخانه)؛ عدم پرداخت مالیات	کمک‌های خیریه؛ کمک‌های نوآورانه (کمک به سازمان‌های غیرانتفاعی، مشارکت در طرح‌های عمومی)	مشارکت اجتماعی A61 (CSR_COM)											
ضعف بهداشت و ایمنی؛ کاهش نیروی کار	به اشتراک گذاشتن سود نقدی؛ مزایای بازنشستگی	روابط کارکنان A62 (CSR_EMP)											
تولید زباله‌های خطرناک؛ پرداخت جریمه به دلیل نقص مدیریت زباله	انرژی پاک (استفاده از سوخت با آلودگی کمتر)؛ کنترل آلودگی هوا و کاهش گاز گلخانه‌ای	محیط‌زیست A63 (CSR_ENV)											

ویژگی‌های محصول A64 (CSR_PRO)	کیفیت محصول؛ ایمنی محصول	پرداخت جریمه برای ایمنی محصول؛ پرداخت جریمه برای تبلیغات منفی
----------------------------------	--------------------------	---

بعد از اندازه‌گیری متغیرهای الگوی جامع بر طبق تعریف عملیاتی ارائه شده در نگاره (۱) و پیاده‌سازی روش آنتروپی نگاره (۲) ارائه شده است:

نگاره ۲. ضرایب شاخص‌های رویکردهای شش‌گانه الگوی جامع ارزیابی مالی، راهبری و مسئولیت‌پذیری اجتماعی					
مولفه (متغیرهای مشاهده‌پذیر)			رویکردها-سازه‌ها (متغیرهای اصلی-پنهان)		
کد رویکرد	عنوان رویکرد	* ضریب رویکرد در الگوی جامع	کد مولفه	عنوان مولفه	ضریب مولفه در رویکرد
A1	حسابداری (ACC)	۰/۲۱۳	A11	بازده دارایی (ROA)	۰/۱۷۳
			A12	بازده حقوق صاحبان سهام (ROE)	۰/۱۲۲
			A13	بازده فروش (ROS)	۰/۱۹۶
			A14	سود هر سهم (EPS)	۰/۲۱۵
			A15	سود تقسیمی هر سهم (DPS)	۰/۲۶۸
			A16	نرخ رشد فروش (Sales Growth)	۰/۰۲۶
A2	اقتصادی (ECON)	۰/۴۱۱	A21	ارزش افزوده اقتصادی (EVA)	۰/۱۹۱
			A22	ارزش افزوده بازار (MVA)	۰/۲۶۳
			A23	ارزش فعلی جریان نقد آزاد (PVFCF)	۰/۰۵۸
			A24	ارزش افزوده نقدی (CVA)	۰/۲۴۸
			A25	سود باقیمانده (RI)	۰/۲۴۰
A3	تلفیقی (Hyb)	۰/۱۵۱	A31	نسبت قیمت به سود هر سهم (P/E)	۰/۸۲۷
			A32	نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری (P/B)	۰/۱۳۴
			A33	نسبت Q توبین (Q Tobin)	۰/۰۳۹
A4	مدیریت مالی (FIN)	۰/۰۸۵	A41	بازده کل (R)	۰/۴۲۲
			A43	بازده اضافی هر سهم (r _i -R ^B)	۰/۵۷۸
A5	حاکمیت شرکتی و افشاء (GOV)	۰/۰۷۱	A51	سهام‌داران و مالکیت (Sharholders)	۰/۱۲۱
			A52	هیات مدیره و نظارت (Board)	۰/۳۱۵
			A53	حسابرسان و نظارت (Auditors)	۰/۳۵۸
			A54	افشاء اختیاری (VolDisc)	۰/۰۴۲
			A55	افشاء اجباری (MandDisc)	۰/۱۶۴
A6	مسئولیت‌پذیری اجتماعی (CSR)	۰/۰۶۹	A61	مشارکت اجتماعی (CSR-COM)	۰/۲۸۳
			A62	روابط کارکنان (CSR-EMP)	۰/۲۴۰
			A63	محیط زیست (CSR-ENV)	۰/۳۳۹
			A64	ویژگی‌های محصول (CSR-PRO)	۰/۱۳۸

* ضریب رویکرد در الگوی جامع صرفاً در زمان رتبه‌بندی شرکت‌ها بر اساس این الگو مورد استفاده قرار می‌گیرد. در پژوهش حاضر تاثیر رویکردهای شش‌گانه این الگو بر نقدشوندگی بررسی شده است و ضرایب رویکردها مورد استفاده نمی‌باشد.

همانطور که در نگاره (۲) مشاهده می‌شود رویکردهای شش‌گانه الگوی جامع شامل رویکرد حسابداری، رویکرد اقتصادی، رویکرد تلفیقی، رویکرد مدیریت مالی، رویکرد حاکمیت شرکتی و افشاء و

می‌باشند. متغیر وابسته پژوهش که نقدشوندگی سهام را نشان می‌دهد به شرح نگاره (۳) اندازه‌گیری می‌شود:

نگاره ۳. نحوه محاسبه متغیر وابسته پژوهش	
متغیر اصلی (پنهان)	متغیرهای مشاهده‌پذیر
نقدشوندگی سهام (LIQ) در پژوهش حاضر برای اندازه‌گیری نقدشوندگی سهام به پیروی از پژوهش ایزدی‌نیا و رامشه (۱۳۹۰) از ۴ شاخص مشاهده‌پذیر به شرح روبرو استفاده شده است:	<p>(۱) گردش سهام (TO): این معیار از نسبت تعداد سهم مبادله شده به تعداد سهم منتشر شده بدست می‌آید. گردش سهام ماهانه بر اساس رابطه (۱) زیر محاسبه می‌شود (چای و همکاران (۲۰۱۰) به نقل از ایزدی‌نیا و رامشه (۱۳۹۰)):</p> $TO_{i,t} = vol_{i,t} / share_{i,t} \quad \text{رابطه (۱)}$ <p>که در آن: $vol_{i,t}$: حجم معامله سهام i در ماه t و $share_{i,t}$: تعداد سهام i منتشر شده در ماه t است. هر چه نرخ گردش کمتر باشد دوره متوسط نگهداری سهام طولانی‌تر است. بنابراین گردش سهام باید رابطه مستقیم با نقدشوندگی داشته باشد. این معیار نقدشوندگی بعد سرعت و تناوب انجام معاملات را منعکس می‌کند.</p>
	<p>(۲) نسبت عدم نقدشوندگی آمیهود (Illiquid): نسبت عدم نقدشوندگی به صورت قدرمطلق بازده روزانه یک سهم تقسیم بر حجم معامله آن در همان روز محاسبه می‌شود. نسبت عدم نقدشوندگی ماهانه از رابطه (۲) زیر بدست می‌آید:</p> $Illiquid_{i,t} = \frac{1}{D_{i,t}} \sum_{d=1}^{w_{i,t}} r_{i,d,t} / v_{i,d,t} \quad \text{رابطه (۲)}$ <p>که در آن: $r_{i,d,t}$: قدرمطلق بازده سهام i در روز d در ماه t، $v_{i,d,t}$: حجم معامله سهام i در روز d در ماه t به میلیون ریال و D تعداد روزهای معامله سهام i در ماه t را نشان می‌دهد. نسبت عدم نقدشوندگی حرکت قیمت در ارتباط با حجم معامله را نشان می‌دهد. اگر دادوستدهای کوچک (بزرگ) یک سهم باعث حرکت‌های قیمت بزرگ (کوچک) شود، سهام مزبور با عدم نقدشوندگی (نقدشوندگی) روبرو است. برای اینکه این نسبت از شاخص عدم نقدشوندگی تبدیل به یک شاخص نقدشوندگی شود، آن در -1 ضرب می‌شود (ایزدی‌نیا و رامشه، (۱۳۹۰)).</p>
	<p>(۳) اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش نسبی سهام (PBA): این معیار که از پرستفاده‌ترین شاخص‌ها در ادبیات نقدشوندگی دارایی‌هاست برای یک ماه از رابطه (۳) زیر بدست می‌آید (چای و همکاران (۲۰۱۰) به نقل از ایزدی‌نیا و رامشه (۱۳۹۰)):</p> $PBA_{i,t} = \frac{1}{D_{i,t}} \sum_{d=1}^{w_{i,t}} (AP_{i,t} - BP_{i,t}) / (0.5 AP_{i,t} + 0.5 BP_{i,t}) \quad \text{رابطه (۳)}$ <p>که در آن: $AP_{i,t}$: بهترین قیمت پیشنهادی فروش سهام i در روز t، $BP_{i,t}$: بهترین قیمت پیشنهادی خرید سهام i در روز t و D تعداد روزهای معامله سهام i در ماه t است. هر چه اختلاف یا فاصله قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام کمتر باشد، خریدار و فروشنده زودتر به قیمت تعادلی می‌رسند و حجم معاملات سهام افزایش می‌یابد. این امر منجر به افزایش نقدینگی سهام می‌شود. اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام از سه جزء هزینه تشکیل می‌شود: هزینه‌های اجرای سفارش، هزینه‌های نگهداری موجودی و هزینه‌های انتخاب نادرست. برای سازگاری شاخص‌های نقدشوندگی مختلف علامت این معیار منفی می‌شود.</p>
	<p>(۴) معیار بازده صفر (Zero): این معیار که توسط لسموند و همکاران (۱۹۹۹) معرفی گردیده، برای یک ماه از رابطه (۴) زیر بدست می‌آید:</p> $Zero_{i,t} = zeroreturn_{i,t} / tradingday_{i,t} \quad \text{رابطه (۴)}$ <p>که در آن: $zeroreturn_{i,t}$: تعداد روزهای بازده صفر برای سهام i در ماه t و $tradingday_{i,t}$: تعداد روزهای معامله سهام i در ماه t را نشان می‌دهد. لسموند و همکاران بیان می‌کنند که بازده صفر زمانی اتفاق می‌افتد که معامله‌گران اطلاعات کافی در مورد اینکه آیا هزینه‌های معاملات جبران خواهد شد یا خیر، ندارند در این حالت آنها احتمالاً معاملات خود را کاهش داده و یا معامله نمی‌کنند و به این ترتیب هیچ حرکت قیمتی نسبت به روز قبل نخواهد داشت. بنابراین می‌توان گفت این معیار نقدشوندگی بعد هزینه‌های معاملات را منعکس می‌کند. برای تبدیل رابطه فوق به یک شاخص مستقیم نقدشوندگی، به صورت $1 - Zero_{i,t}$ مورد استفاده قرار می‌گیرد.</p>

۴- یافته‌های پژوهش

توصیفی برای هر متغیر به صورت مجزا است. این پارامترها عمدتاً شامل اطلاعات مربوط به شاخص‌های مرکزی نظیر میانگین، میانه و همچنین، اطلاعات مربوط به شاخص‌های پراکندگی نظیر انحراف معیار است.

۴-۱- آمار توصیفی: نگاره (۴) آمار توصیفی مربوط به متغیرهای پژوهش را نشان می‌دهد، که بیانگر پارامترهای

نگاره ۴. آمار توصیفی متغیرهای پژوهش							
انحراف معیار	میانه	میانگین	متغیر تعداد مشاهدات: ۱۹۸۰ سال - شرکت	انحراف معیار	میانه	میانگین	متغیر تعداد مشاهدات: ۱۹۸۰ سال - شرکت
۰/۰۶۵	-۰/۰۱۶	-۰/۰۴۸	نسبت عدم نقدشوندگی آمیهود	۰/۳۸۹	۰/۱۲۳	۰/۳۰۳	معیار گردش سهام
۰/۰۷۶	۰/۹۶۰	۰/۹۲۹	معیار بازده صفر	۰/۰۱۳	-۰/۰۲۴	-۰/۰۲۳	اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش
۰/۲۱۵	۰/۲۵۰	۰/۲۸۴	بازده حقوق صاحبان سهام	۰/۱۰۳	۰/۰۸۳	۰/۱۰۷	بازده دارایی
۷۹۵	۴۰۵	۶۹۸	سود هر سهم	۰/۱۸۷	۰/۱۷۲	۰/۲۲۳	بازده فروش
۳/۴۳۲	۳/۲۷۴	۴/۰۵۳	نرخ رشد فروش	۶۳۹	۲۳۰	۴۹۶	سود تقسیمی هر سهم
۱۵/۶۵۷	۰/۶۳۴	۱/۸۲۵	ارزش افزوده بازار	۰/۲۰۹	۰/۱۵۷	۰/۱۶۸	ارزش افزوده اقتصادی
۰/۱۰۴	۰/۰۱۰	۰/۰۰۶	ارزش افزوده نقدی	۰/۱۲۰	۰/۰۷۰	۰/۱۰۴	ارزش فعلی جریان نقد آزاد
۱۷۸۷	۵/۷۲۸	۶۶/۵۱۷	نسبت قیمت به سود هر سهم	۰/۱۹۶	۰/۰۰۶	۰/۰۱۰	سود باقیمانده
۰/۷۴۲	۱/۳۲۲	۱/۵۳۳	کیوتوبین	۰/۵۱۸	۰/۴۹۶	۰/۶۲۱	نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار
۰/۱۱۹	-۰/۰۰۷	-۰/۰۰۵	بازده اضافی هر سهم	۱/۱۶۱	۰/۱۴۸	۰/۴۵۴	بازده کل
۰/۲۰۳	۰/۵۰۰	۰/۳۸۶	هیات مدیره و نظارت	۰/۲۰۴	۰/۵۰۰	۰/۶۰۰	سهام‌داران و مالکیت
۰/۱۱۵	۰/۴۶۷	۰/۵۲۳	افشای اختیاری	۰/۲۴۷	۰/۵۰۰	۰/۴۳۶	حسابرسان و نظارت
۱/۱۲۳	۲/۰۰۰	۲/۲۷۱	مشارکت اجتماعی	۲۴/۴۱۰	۶۷/۰۰۰	۶۳/۴۳۱	افشای اجباری
۱/۵۰۱	۲/۰۰۰	۲/۵۰۰	محیط زیست	۱/۲۹۸	۳/۰۰۰	۳/۰۸۴	روابط کارکنان
				۰/۴۸۱	۱/۰۰۰	۱/۳۳۴	ویژگی‌های محصول

معیاری کلاسیک برای سنجش پایایی و معیاری مناسب جهت ارزیابی پایداری درونی می‌باشد و مقادیر بالای ۰/۷ برای آن نشانگر پایایی قابل قبول است. روش مدل‌سازی معادلات ساختاری معیار مدرن‌تری به نام پایایی ترکیبی که توسط ورتس و همکاران معرفی شد به کار می‌برد. در این خصوص نیز اگر مقدار پایایی ترکیبی برای هر متغیر پنهان بالاتر از ۰/۷ باشد نشان از پایایی مناسب مدل‌های اندازه‌گیری پژوهش دارد. **روایی همگرایی** مدل اندازه‌گیری پژوهش، میزان همبستگی هر متغیر پنهان با متغیرهای آشکار خود را نشان می‌دهد. معیار AVE میانگین واریانس به اشتراک گذاشته شده بین هر متغیر پنهان با متغیرهای آشکار خود را نشان می‌دهد. فورنل و لارکر مقدار بحرانی برای این معیار را ۰/۵ معرفی کرده‌اند که مقادیر بالای آن روایی همگرایی قابل قبول را نشان می‌دهد. **روایی واگرایی** مدل‌های اندازه‌گیری زمانی در سطح قابل قبول است که یک متغیر پنهان در مدل تعامل بیشتری با متغیرهای پنهان خود

با توجه به اینکه مدل‌سازی معادلات ساختاری از دو بخش مدل اندازه‌گیری و مدل ساختاری تشکیل یافته است، یافته‌های پژوهش در هر یک از این دو بخش بررسی می‌گردد.

۴-۲- برازش مدل‌های اندازه‌گیری پژوهش

برای بررسی برازش مدل اندازه‌گیری پژوهش از سه معیار پایایی و روایی همگرا و روایی واگرا (افتراقی) استفاده شده است. پایایی از طریق سه معیار ضرایب بارهای عاملی، ضرایب آلفای کرونباخ و پایایی ترکیبی بررسی شده است.

بارهای عاملی از طریق محاسبه مقدار همبستگی متغیرهای مشاهده‌پذیر یک متغیر پنهان با آن متغیر پنهان محاسبه می‌شوند که قدرت رابطه بین متغیر پنهان و متغیر قابل مشاهده را نشان می‌دهد و اگر مقدار آن برابر یا بیشتر از ۰/۴ شود نشان می‌دهد که واریانس بین متغیر پنهان و متغیرهای آشکار آن از واریانس خطای اندازه‌گیری آن متغیر پنهان بیشتر است و پایایی در مورد آن مدل اندازه‌گیری قابل قبول است. **آلفای کرونباخ**

نگاره (۵) نتایج تجزیه و تحلیل به دست آمده از پژوهش در خصوص بارهای عاملی متغیرهای مشاهده‌پذیر هر مدل اندازه‌گیری، آلفای کرونباخ، پایایی ترکیبی و معیار AVE (روایی همگرا) را ارائه می‌دهد:

دارد تا با متغیرهای پنهان دیگر یعنی میزان میانگین واریانس اشتراکی آن بیشتر از واریانس اشتراکی بین آن و دیگر متغیرهای پنهان در مدل است (دبانتی دیلمی و غفاریان قدیم، ۱۳۹۵).

نگاره ۵. نتایج سنجش بارهای عاملی، پایایی ترکیبی، آلفای کرونباخ و روایی همگرا و واگرایی مدل‌های اندازه‌گیری						
متغیرهای اصلی (پنهان)	متغیرهای مشاهده‌پذیر	بار عاملی (>۰/۴)		پایایی ترکیبی >۰/۷	آلفای کرونباخ >۰/۷	AVE >۰/۵
		قبل از حذف	بعد از حذف			
رویکرد حسابداری (ACC)	بازده دارایی	۰/۸۳۲	۰/۸۳۷			
	بازده حقوق صاحبان سهام	۰/۸۹۳	۰/۸۹۴			
	بازده فروش	۰/۵۱۴	۰/۵۱۰			
	سود هر سهم	۰/۹۰۱	۰/۹۰۶			
	سود تقسیمی هر سهم	۰/۶۹۶	۰/۶۹۲			
رویکرد اقتصادی (ECON)	نرخ رشد فروش	۰/۳۳۳	حذف شده	۰/۸۸۴	۰/۸۳۶	۰/۶۱۲
	ارزش افزوده اقتصادی	۰/۸۴۳	۰/۸۴۳			
	ارزش افزوده بازار	۰/۸۳۰	۰/۸۳۰			
	ارزش فعلی جریان نقد آزاد	۰/۶۹۱	۰/۶۹۱			
	ارزش افزوده نقدی	۰/۶۹۷	۰/۶۹۷			
رویکرد تلفیقی (HYB)	سود باقیمانده	۰/۸۳۱	۰/۸۳۱	۰/۸۸۶	۰/۸۴۰	۰/۶۱۱
	نسبت قیمت به سود هر سهم	۰/۷۲۳	۰/۷۲۳			
	نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری	۰/۸۱۵	۰/۸۱۵			
رویکرد مدیریت مالی (FIN)	نسبت Q تویین	۰/۹۲۸	۰/۹۲۸	۰/۸۶۵	۰/۷۶۵	۰/۶۸۳
	بازده کل	۰/۸۴۵	۰/۸۴۵			
	بازده اضافی هر سهم	۰/۹۰۶	۰/۹۱۱	۰/۸۷۱	۰/۷۰۹	۰/۷۷۲
	سهام‌داران و مالکیت	۰/۷۷۶	۰/۷۷۷			
	هیات مدیره و نظارت	۰/۰۱۱	حذف شده			
شرکتی و افشاء (GOV)	حسابرسان و نظارت	۰/۸۰۹	۰/۸۰۹			
	افشاء اختیاری	۰/۰۴۳	حذف شده			
	افشاء اجباری	۰/۷۳۶	۰/۷۳۶	۰/۸۱۸	۰/۶۶۹	۰/۶۰۰
رویکرد مسئولیت‌پذیری اجتماعی (CSR)	مشارکت اجتماعی	۰/۲۸۰	حذف شده			
	روابط کارکنان	۰/۸۸۱	۰/۸۷۶			
	محیط زیست	۰/۳۷۸	حذف شده			
نقدشوندگی سهام (LIQ)	ویژگی‌های محصول	۰/۷۲۶	۰/۷۵۳	۰/۷۹۹	۰/۵۰۹	۰/۶۶۷
	گردش سهام	۰/۹۴۰	۰/۹۴۰			
	نسبت عدم نقدشوندگی آمیهود	۰/۷۴۴	۰/۷۴۴			
	اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش نسبی سهام	۰/۸۳۷	۰/۸۳۷			
	معیار بازده صفر	۰/۸۳۵	۰/۸۳۵	۰/۹۰۷	۰/۸۶۴	۰/۷۱۰

همانطور که در نگاره (۵) مشاهده می‌شود بارهای عاملی متغیرهای مشاهده‌پذیر هر متغیر پنهان در دو ستون به تفکیک قبل از حذف متغیرهای با بار عاملی کمتر از ۰/۴ و بعد از حذف متغیرهای با بار عاملی کمتر از ۰/۴ ارائه شده است که نتایج

نشان می‌دهد بعد از تعدیل (حذف)، تمامی متغیرهای مشاهده‌پذیر هر سازه (متغیر پنهان) از بار عاملی مناسبی برخوردار است. از طرف دیگر نتایج حاصل از معیارهای پایایی ترکیبی و آلفای کرونباخ همگی بالای ۰/۷ است (در خصوص آلفای کرونباخ

رویکردهای (سازه‌های) حاکمیت شرکتی و افشاء و مسئولیت‌پذیری اجتماعی هر دو کم‌تر از ۰/۷ است اما از آنجا که معیار پایایی ترکیبی آن بالاتر از ۰/۷ است نتایج قابل اتکا است) و حاکی از تأیید شدن معیار آلفای کرونباخ و پایایی ترکیبی پژوهش و بنابراین تأیید برازش مناسب مدل‌های اندازه‌گیری پژوهش است. مقدار معیار میانگین واریانس استخراج شده

رویکردهای (سازه‌های) حاکمیت شرکتی و افشاء و مسئولیت‌پذیری اجتماعی هر دو کم‌تر از ۰/۷ است اما از آنجا که معیار پایایی ترکیبی آن بالاتر از ۰/۷ است نتایج قابل اتکا است) و حاکی از تأیید شدن معیار آلفای کرونباخ و پایایی ترکیبی پژوهش و بنابراین تأیید برازش مناسب مدل‌های اندازه‌گیری پژوهش است. مقدار معیار میانگین واریانس استخراج شده

نگاره ۶. روایی واگرایی مدل‌های اندازه‌گیری پژوهش برای شش مدل معادلات ساختاری پژوهش								
مدل تأثیر رویکرد تلفیقی بر نقدشوندگی			مدل تأثیر رویکرد اقتصادی بر نقدشوندگی			مدل تأثیر رویکرد حسابداری بر نقدشوندگی		
LIQ	HYB	متغیر پنهان	LIQ	ECON	متغیر پنهان	LIQ	ACC	متغیر پنهان
	۰/۸۱۰	HYB		۰/۷۸۱	ECON		۰/۷۸۲	ACC
۰/۸۸۴	۰/۶۵۳	LIQ	۰/۸۴۲	۰/۵۴۷	LIQ	۰/۸۳۷	۰/۵۸۲	LIQ
تأثیر رویکرد مسئولیت اجتماعی بر نقدشوندگی			تأثیر رویکرد حاکمیت شرکتی و افشاء بر نقدشوندگی			مدل تأثیر رویکرد مدیریت مالی بر نقدشوندگی		
LIQ	CSR	متغیر پنهان	LIQ	GOV	متغیر پنهان	LIQ	FIN	متغیر پنهان
	۰/۸۱۷	CSR		۰/۷۷۴	GOV		۰/۸۷۸	FIN
۰/۸۴۴	۰/۵۱۵	LIQ	۰/۸۴۵	۰/۶۶۹	LIQ	۰/۸۴۳	۰/۴۷۲	LIQ

شده‌اند. برای بررسی نیکویی برازش کلی مدل که شامل هر دو بخش مدل اندازه‌گیری و ساختاری می‌باشد در مدل‌سازی معادلات ساختاری به روش حداقل مربعات جزئی شاخص GOF کامل‌ترین شاخص برای بررسی کارایی مدل است که توسط تننهاوس و همکاران ابداع و طبق فرمول زیر محاسبه می‌شود:

$$GOF = \sqrt{\text{Communalities} \times R^2}$$

که در آن: Communalities: نشان‌دهنده میانگین مقادیر اشتراکی هر متغیر پنهان و R^2 : نیز مقدار میانگین مقادیر متغیرهای پنهان درون‌زای مدل است. طبق نظر تننهاوس مقادیر بزرگتر و مساوی ۰/۳۶ برای این معیار نشان از برازش بسیار خوب مدل، مقادیر بین ۰/۲۵ تا ۰/۱ بیانگر برازش متوسط مدل و مقادیر کمتر از ۰/۱ نشان‌دهنده برازش ضعیف مدل می‌باشد (دیانتی دیلمی و غفاریان قدیم، ۱۳۹۵). نتایج حاصل از این سه معیار نیکویی برازش در سطح مدل‌های ساختاری پژوهش به تفکیک در نگاره (۷) مشاهده می‌شود:

همانطور که در نگاره (۶) مشاهده می‌شود ماتریس‌های دو در دو ارائه شده مربوط به شش مدل ساختاری پژوهش، نشان می‌دهد که مقدار جذر میانگین مقادیر اشتراکی تمامی سازه‌های (متغیرهای پنهان یا رویکردها) مرتبه اول از مقدار همبستگی میان آنها بیشتر است که نشان‌دهنده روایی واگرایی مناسب و برازش خوب مدل‌های اندازه‌گیری پژوهش می‌باشد. در واقع این نتایج تعامل بیشتر هر متغیر پنهان در مدل‌های ساختاری پژوهش نسبت به دیگر متغیرهای پنهان، با متغیرهای آشکار خود را نشان می‌دهد.

۳-۴- ارزیابی دقت برازش مدل‌های ساختاری پژوهش: در بخش مدل ساختاری پژوهش متغیرهای پنهان و روابط میان آنها بررسی می‌شود. برای بررسی نیکویی برازش مدل ساختاری از معیار R Squares یا R^2 استفاده می‌شود که طبق نظر چن^۱ (۱۹۹۸)، سه مقدار ۰/۱۹، ۰/۳۳ و ۰/۶ به عنوان مقدار ملاک برای برازش ضعیف، متوسط و قوی معرفی می‌شود (دیانتی دیلمی و غفاریان قدیم، ۱۳۹۵). معیار دیگر Q^2 است که قدرت پیش‌بینی مدل را مشخص می‌سازد و طبق نظر هنسler و همکاران^۲ (۲۰۰۹) سه مقدار ۰/۰۲، ۰/۱۵ و ۰/۳ به عنوان مقدار ملاک برای قدرت پیش‌بینی ضعیف، متوسط و قوی معرفی

². Hensler et al

¹. Chin

نگاره ۷. نتایج معیارهای R^2 ، Q^2 و GOF در سطح هر شش مدل ساختاری پژوهش				
GOF	Q^2	R^2	مدل‌های پژوهش	
۰/۵۱۴	۰/۴۴۹ ۰/۵۰۳	۰/۳۳۸	ACC LIQ	تاثیر رویکرد حسابداری بر نقدشوندگی سهام
۰/۴۸۳	۰/۴۱۶ ۰/۵۱۴	۰/۲۹۹	ECON LIQ	تاثیر رویکرد اقتصادی بر نقدشوندگی سهام
۰/۴۷۲	۰/۳۸۰ ۰/۵۲۱	۰/۲۷۶	HYB LIQ	تاثیر رویکرد تلفیقی بر نقدشوندگی سهام
۰/۴۴۲	۰/۳۰۰ ۰/۵۱۷	۰/۲۲۳	FIN LIQ	تاثیر رویکرد مدیریت مالی بر نقدشوندگی سهام
۰/۵۸۸	۰/۲۱۴ ۰/۵۲۱	۰/۴۴۷	GOV LIQ	تاثیر رویکرد حاکمیت شرکتی و افشاء بر نقدشوندگی سهام
۰/۴۶۶	۰/۰۸۲ ۰/۵۱۲	۰/۲۶۶	CSR LIQ	تاثیر رویکرد مسئولیت‌پذیری اجتماعی بر نقدشوندگی سهام

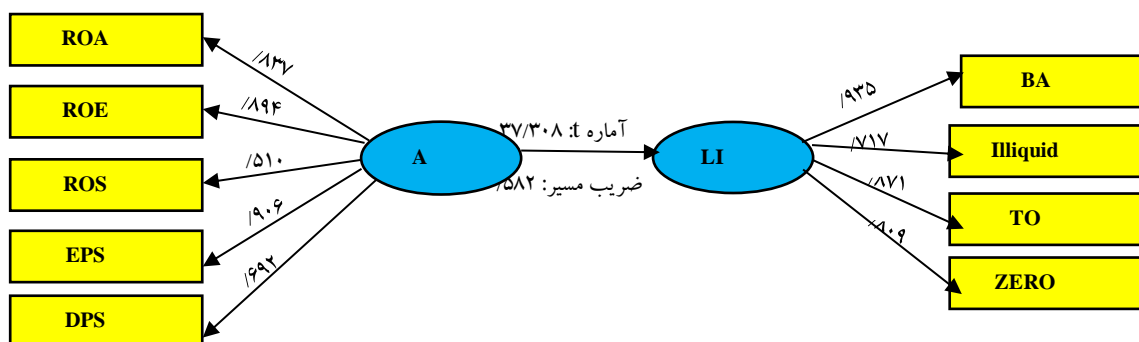
برآزش مناسب مدل‌های ساختاری پژوهش را تأیید می‌کند. نهایتاً، نتایج حاصل از معیار GOF که برای تمامی مدل‌های شش‌گانه پژوهش بیشتر از ۰/۳۶ می‌باشد حاکی از برآزش بسیار مناسب مدل کلی پژوهش می‌باشد.

۴-۴- آزمون آماری فرضیه‌های پژوهش

پس از کسب اطمینان از نیکویی برآزش الگوهای ساختاری پژوهش، بررسی فرضیه‌های پژوهش به منظور تفسیر ضرایب برآورد شده بین متغیرهای پنهان در هر الگوی ساختاری صورت می‌گیرد. نتایج حاصل از معنی‌داری ضرایب مسیر و آماره t و همبستگی ضریب تعیین تعدیل شده مسیر برای هر شش فرضیه پژوهش به تفکیک در شکل‌های ۸-۱۳ آمده است:

همانطور که در نگاره ۷ مشاهده می‌شود بر اساس مقادیر معیار R^2 مدل ساختاری تاثیر رویکرد حسابداری بر نقدشوندگی و مدل ساختاری تاثیر حاکمیت شرکتی بر نقدشوندگی از میزان برآزش متوسط (بیشتر از ۰/۳۳) و بقیه مدل‌های ساختاری شامل تاثیر رویکرد اقتصادی، تلفیقی، مدیریت مالی و مسئولیت‌پذیری اجتماعی بر نقدشوندگی از میزان برآزش ضعیف (کمتر از ۰/۳۳) برخوردارند. همبستگی مشاهده می‌شود که مقدار معیار Q^2 تمامی متغیرهای پنهان مدل‌های ساختاری پژوهش به استثنای دو متغیر پنهان حاکمیت شرکتی و مسئولیت‌پذیری اجتماعی بیشتر از ۰/۳ است که نشان از قدرت پیش‌بینی قوی مدل دارد، در خصوص دو متغیر پنهان حاکمیت شرکتی و مسئولیت‌پذیری اجتماعی نیز قدرت پیش‌بینی مدل متوسط است و در کل نتایج

شکل ۸. ضرایب استاندارد شده مسیرها و مقادیر t -value مربوط به فرضیه اول پژوهش



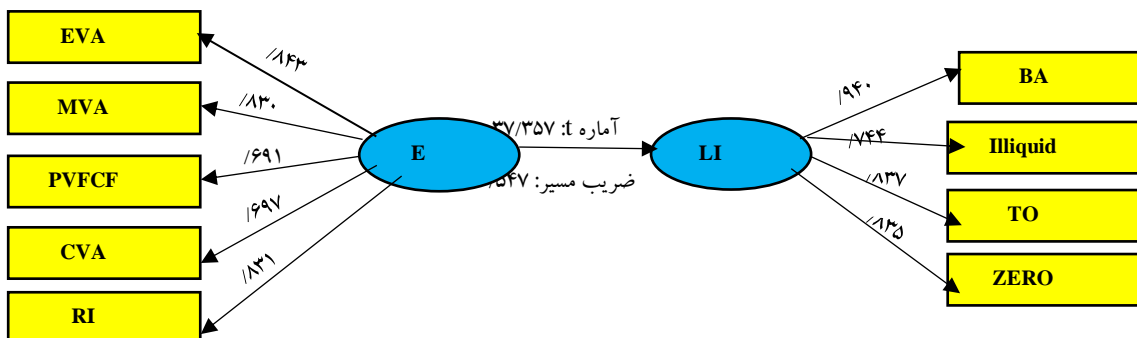
رویکرد حسابداری بر نقدشوندگی با توجه به آماره t (۳۷/۳۰۸) کمتر از ۵ درصد است و مثبت بودن ضریب مسیر (۰/۵۸۲) نیز تاثیر مستقیم رویکرد حسابداری بر نقدشوندگی سهام را نشان می‌دهد. بر طبق نتایج بارهای عاملی در نگاره (۵) مشاهده شد

همانطور که در شکل ۸ مشاهده می‌شود خروجی نرم‌افزار smart PLS در خصوص مدل معادلات ساختاری فرضیه اول پژوهش مبنی بر تاثیر رویکرد حسابداری در ارزیابی وضعیت شرکت بر نقدشوندگی سهام آن نشان می‌دهد که سطح معناداری اثر

حسابداری به میزان ۳۳/۸ درصد از تغییرات متغیر نقدشوندگی سهام را تبیین می‌کند.

که در بین متغیرهای آشکار رویکرد حسابداری به جز نرخ رشد فروش بقیه متغیرهای آشکار معیار مناسبی برای سنجش متغیر پنهان رویکرد حسابداری هستند و لازم به ذکر است که رویکرد

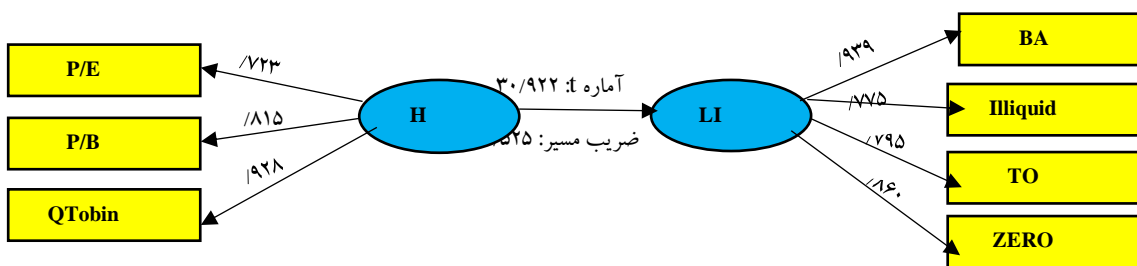
شکل ۹. ضرایب استاندارد شده مسیرها و مقادیر t-value مربوط به فرضیه دوم پژوهش



مشاهده می‌شود که رویکرد اقتصادی ۲۹/۹ درصد از تغییرات نقدشوندگی سهام شرکت را تبیین می‌کند. بنابراین فرضیه دوم پژوهش تأیید می‌شود. نتایج این فرضیه با یافته‌های کرمی و همکاران (۱۳۸۹) که نشان دادند ارزش افزوده اقتصادی بر نقدشوندگی سهام تأثیر مثبت دارد همخوانی دارد. همانطور که مشاهده می‌شود بار عاملی متغیر EVA از بقیه متغیرهای پنهان رویکرد اقتصادی بیشتر است.

بر طبق شکل ۹. خروجی آماری مدل معادلات ساختاری پژوهش مربوط به فرضیه دوم پژوهش مبنی بر تأثیر رویکرد اقتصادی در ارزیابی وضعیت شرکت بر نقدشوندگی سهام حاکی از تأثیر معنی‌دار و مثبت رویکرد اقتصادی بر نقدشوندگی سهام است زیرا سطح معناداری اثر رویکرد اقتصادی بر نقدشوندگی با توجه به آماره t (۳۷/۳۵۷) کمتر از ۵ درصد است و مثبت بودن ضریب مسیر (۰/۵۴۷) نیز تأثیر مستقیم را نشان می‌دهد. همینطور

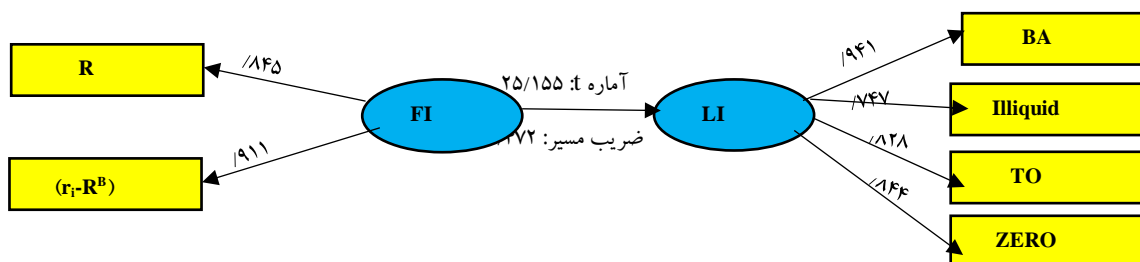
شکل ۱۰. ضرایب استاندارد شده مسیرها و مقادیر t-values مربوط به فرضیه سوم پژوهش



نشان دادند معیار کیوتوبین معیار مناسب‌تری برای مطالعه ارتباط عملکرد شرکت و نقدشوندگی سهام است. نتایج حاصل از برآورد این فرضیه همینطور نشان می‌دهد که ۲۷/۶ درصد از تغییرات نقدشوندگی سهام شرکت‌های نمونه از طریق این رویکرد قابل تبیین است.

همانطور که در شکل ۱۰. مشاهده می‌شود خروجی نرم‌افزار smart PLS در خصوص مدل معادلات ساختاری فرضیه سوم پژوهش مبنی بر تأثیر رویکرد تلفیقی در ارزیابی وضعیت شرکت بر نقدشوندگی سهام آن نشان می‌دهد که سطح معناداری اثر رویکرد تلفیقی بر نقدشوندگی با توجه به آماره t (۳۰/۹۲۲) کمتر از ۵ درصد است و مثبت بودن ضریب مسیر (۰/۵۲۵) نیز تأثیر مستقیم رویکرد تلفیقی بر نقدشوندگی سهام را نشان می‌دهد. همانطور که مشاهده می‌شود در بین متغیرهای آشکار رویکرد تلفیقی بار عاملی معیار کیوتوبین بیشتر از دو متغیر دیگر است که همسو با یافته‌های حسینی و همکاران (۱۳۸۹) است که

شکل ۱۱. ضرایب استاندارد شده مسیره‌ها و مقادیر t-value مربوط به فرضیه چهارم پژوهش

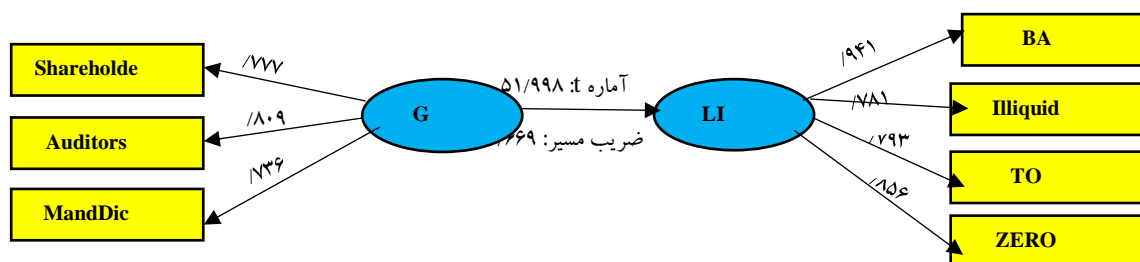


مسیر (۰/۶۶۹) نیز تاثیر مستقیم آن بر نقدشوندگی سهام را نشان می‌دهد. در مورد رویکرد حاکمیت شرکتی نیز در نگاره (۵) مشاهده می‌شود که در بین متغیرهای آشکار رویکرد حاکمیت شرکتی و افشاء دو معیار هیات مدیره و نظارت و افشاء اختیاری از بار عاملی کمتر از ۰/۴ برخوردارند که از مدل معادلات ساختاری این فرضیه حذف گردیدند. از بین متغیرهای آشکار باقی‌مانده نیز معیار حساسی و نظارت بالاترین بار عاملی را دارد. نتایج این فرضیه با پژوهش‌های علوی طبری و حاجی‌مرادخانی (۱۳۹۴)، پرامین و همکاران (۲۰۱۴)، سابرامانیام و همکاران (۲۰۱۶) و ... همخوانی دارد. نتایج حاصل از برآورد این فرضیه همینطور نشان می‌دهد که ۴۴/۷ درصد از تغییرات نقدشوندگی سهام شرکت‌های نمونه از طریق این رویکرد قابل تبیین است. به نظر می‌رسد این رویکرد بالاترین قدرت تبیین را دارا است.

نتایج حاصل از آزمون فرضیه چهارم پژوهش مبنی بر اینکه رویکرد مدیریت مالی بر نقدشوندگی سهام تاثیر دارد بر اساس آنچه در شکل ۱۱ مشاهده می‌شود نشان می‌دهد که سطح معناداری اثر رویکرد مدیریت مالی بر نقدشوندگی با توجه به آماره t (۲۵/۱۵۵) کمتر از ۵ درصد است و مثبت بودن ضریب مسیر (۰/۴۷۲) نیز حاکی از تاثیر مستقیم رویکرد مدیریت مالی بر نقدشوندگی سهام است همانطور که مشاهده می‌شود در بین متغیرهای آشکار رویکرد مدیریت مالی بار عاملی معیار بازده اضافی هر سهم بیشتر از متغیر بازده کل است نتایج حاصل از این فرضیه نشان می‌دهد که رویکرد مدیریت مالی ۲۲/۳ درصد از تغییرات نقدشوندگی سهام را تبیین می‌کند.

بر طبق نتایج حاصل از آزمون فرضیه پنجم پژوهش در شکل ۱۲ مبنی بر اینکه رویکرد حاکمیت شرکتی و افشاء بر نقدشوندگی سهام تاثیر دارد مشاهده می‌شود که سطح معناداری اثر رویکرد حاکمیت شرکتی و افشاء بر نقدشوندگی با توجه به آماره t (۵۱/۹۹۸) کمتر از ۵ درصد است و مثبت بودن ضریب

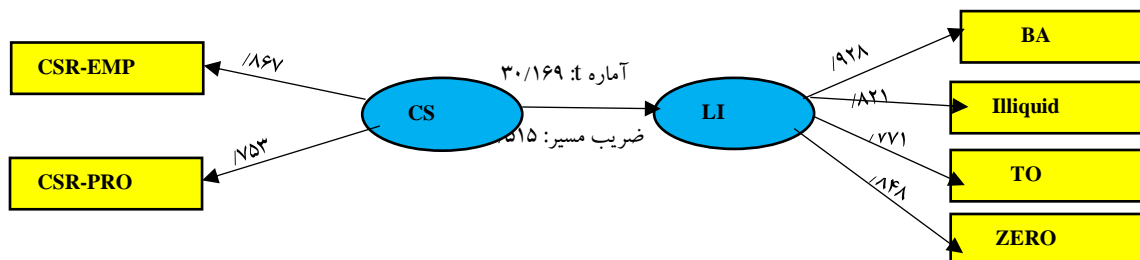
شکل ۱۲. ضرایب استاندارد شده مسیره‌ها و مقادیر t-value مربوط به فرضیه پنجم پژوهش



(۰/۵۱۵) نیز تاثیر مستقیم را نشان می‌دهد. همینطور مشاهده می‌شود که این رویکرد ۲۶/۶ درصد از تغییرات نقدشوندگی سهام شرکت را تبیین می‌کند. بر طبق نتایج بارهای عاملی در نگاره (۵) مشاهده شد که در بین متغیرهای آشکار رویکرد مسئولیت‌پذیری اجتماعی دو معیار مشارکت اجتماعی و محیط زیست با توجه به کمتر از ۰/۴ بودن بار عاملی آن از داخل مدل ساختاری حذف شده است.

بر طبق شکل ۱۳. خروجی آماری مدل معادلات ساختاری پژوهش مربوط به فرضیه ششم مبنی بر تاثیر رویکرد مسئولیت‌پذیری اجتماعی در ارزیابی وضعیت شرکت بر نقدشوندگی سهام حاکی از تاثیر معنی‌دار و مثبت این رویکرد بر نقدشوندگی سهام است زیرا سطح معناداری اثر رویکرد مسئولیت‌پذیری اجتماعی بر نقدشوندگی با توجه به آماره t (۳۰/۱۶۹) کمتر از ۵ درصد است و مثبت بودن ضریب مسیر

شکل ۱۳. ضرایب استاندارد شده مسیره‌ها و مقادیر t-value مربوط به فرضیه ششم پژوهش



۵- بحث و نتیجه‌گیری

پژوهش حاضر به دنبال بررسی تاثیر رویکردهای شش‌گانه الگوی جامع ارزیابی مالی، راهبری و مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکت‌ها بر نقدشوندگی سهام آنها می‌باشد. این الگوی جامع جهت ارزیابی وضعیت شرکت‌ها به منظور برآورده کردن نیازهای ارزیابی جامع عملکرد شرکت‌ها با تکیه بر دیدگاه نوین ارزیابی عملکرد استخراج شده است. هر یک از رویکردهای شش‌گانه این الگوی جامع بر اساس تعدادی معیار با اوزان مشخص سنجیده شده‌اند تا با استفاده از آنها بتوان آن رویکرد را به عنوان یک متغیر پنهان توضیح داد. از سوی دیگر در خصوص نقدشوندگی سهام نیز چون یک معیار چند بعدی است از ۴ شاخص مختلف که هر کدام یکی از ابعاد نقدشوندگی را سنجش می‌کند استفاده شده و بنابراین، این ۴ شاخص نیز متغیر نقدشوندگی را به عنوان یک متغیر پنهان توضیح می‌دهند. برای آزمون فرضیه‌های پژوهش از رویکرد مدلسازی معادلات ساختاری استفاده شد تا بتوان چگونگی رابطه متغیرهای مستقل با یکدیگر و همچنین با متغیر وابسته را مشخص نمود. فرضیه‌های پژوهش تاثیر هر یک از رویکردهای شش‌گانه حسابداری، اقتصادی، تلفیقی، مدیریت مالی، حاکمیت شرکتی و افشاء و مسئولیت‌پذیری اجتماعی را بر نقدشوندگی سهام بررسی می‌کند. پس از آزمون فرضیه‌ها مشخص شد ارزیابی وضعیت و عملکرد شرکت از طریق رویکردهای شش‌گانه این الگوی جامع بر نقدشوندگی سهام تاثیر مثبت دارد. در تبیین این تاثیر مثبت بر طبق مبانی نظری پژوهش از دو نظریه نمایندگی و بازخورد استفاده می‌شود به این صورت که اگر در شرکتی بحث تضاد منافع (مشکلات نمایندگی) بین مدیران و مالکان وجود داشته باشد تاثیر مثبت بهبود عملکرد بر نقدشوندگی سهام از طریق نظریه نمایندگی قابل تبیین است به نحوی که مدیر یا به منظور حداکثر کردن منافع خود و یا تحت تاثیر نظارت سهام‌داران، عملکرد شرکت (عملکرد مالی در قالب ۴ رویکرد حسابداری، اقتصادی، تلفیقی و مدیریت مالی، عملکرد شرکت به لحاظ اجرای سازوکارهای حاکمیت شرکتی و افشاء و عملکرد شرکت به لحاظ اجرای مسئولیت

پذیری اجتماعی) را بهبود می‌بخشد و از این طریق توجه سرمایه‌گذاران آگاه را به شرکت جلب و باعث افزایش معاملات و در نتیجه نقدشوندگی سهام شرکت می‌شود. اما در غیاب مشکل تضاد منافع بین مدیران و مالکان تاثیر مثبت بهبود عملکرد شرکت بر نقدشوندگی سهام آن از طریق تئوری بازخورد قابل تبیین است که بر اساس آن بهبود عملکرد و وضعیت شرکت به عنوان خروجی شرکت منجر به ایجاد تقاضا از سوی سرمایه‌گذاران آگاه و افزایش نقدشوندگی سهام می‌شود و همین بازخورد مثبت از سوی بازار، مدیران شرکت‌ها را به بهبود هر چه بیشتر عملکرد شرکت سوق می‌دهد.

نتایج آزمون فرضیه‌های پژوهش نشان می‌دهد که رویکردهای حسابداری، اقتصادی، تلفیقی و مدیریت مالی بر اساس معیار نیکویی برازش مدل معادلات ساختاری‌شان از قدرت پیش‌بینی نقدشوندگی قوی برخوردارند ولی مدل معادلات ساختاری رویکردهای حاکمیت شرکتی و مسئولیت‌پذیری اجتماعی از قدرت پیش‌بینی نقدشوندگی متوسط برخوردارند. به نظر می‌رسد این نتایج به نوعی به بازخورد مشارکت‌کنندگان بازار سرمایه ایران به آنچه که توسط شرکت‌ها افشاء می‌شود بستگی دارد زیرا عملکرد حاکمیت شرکتی و عملکرد مسئولیت‌پذیری شرکت‌ها به اندازه عملکرد حسابداری مانند سود هر سهم و بازده حقوق صاحبان سهام و عملکرد اقتصادی شرکت مانند ارزش افزوده اقتصادی یا عملکرد تلفیقی شرکت مانند نسبت P/E یا Q توبین و یا عملکرد بر اساس بازده سهام شرکت‌ها مهم نیست. به نظر می‌رسد یک دلیل دیگر بر این موضوع در حال توسعه بودن کشور ایران است که معیارهای مسئولیت‌پذیری اجتماعی و حاکمیت شرکتی که معیارهایی مستقیماً مالی نیستند به حد کافی درک نشده‌اند و برای فهم اهمیت آن نیاز به زمان است.

آنچه که در نتایج آزمون فرضیه‌ها بیشتر قابل تامل است بارهای عاملی متغیرهای آشکار در ارزیابی هر رویکرد در ارزیابی وضعیت شرکت می‌باشد. چنانچه بار عاملی معیار سود هر سهم از رویکرد حسابداری، معیار ارزش افزوده اقتصادی از رویکرد اقتصادی، معیار کیوتوبین از رویکرد تلفیقی، معیار بازده اضافی

خصوص این رویکردها از شرکت‌ها را در دستور کار خود قرار دهند زیرا بر نتایج عملکرد مالی شرکت تاثیر عمده‌ای دارند. (۳) با توجه به تاثیر تمامی این رویکردهای شش گانه بر نقدشوندگی سهام و در اختیار قراردادن دیدی جامع در مورد وضعیت شرکت به سرمایه‌گذاران پیشنهاد می‌شود در تصمیمات سرمایه‌گذاری خود بر اساس تمامی این رویکردها تصمیم‌گیری نمایند.

پیشنهاد برای پژوهش‌های آتی: (۱) پیشنهاد می‌شود در پژوهش‌های آتی تاثیر رویکردهای شش گانه الگوی جامع بر کیفیت سود نیز بررسی شود؛ (۲) از آنجا که معیارهای مورد استفاده در هر رویکرد بر اساس معیارهای پرکاربرد بر طبق پژوهش‌های موجود انتخاب شده‌اند پیشنهاد می‌شود در پژوهش‌های آتی از معیارهای موجود دیگر مانند معیار عامل فرانشیز در رویکرد اقتصادی، نسبت قیمت به فروش در رویکرد تلفیقی یا ... نیز استفاده نمایند. (۳) در پژوهش حاضر تلاش شده تاثیر عوامل در سطح شرکت در قالب رویکردهای شش گانه بر نقدشوندگی بررسی شود پیشنهاد می‌شود در پژوهش‌های آتی تاثیر عوامل خارجی و در سطح کلان اقتصادی بر نقدشوندگی سهام شرکت بررسی شود.

فهرست منابع

- * آذربایجانی، کریم، سروش‌یار، افسانه، و سمانه یاریان کوپانی. (۱۳۹۰). جستجوی بهترین معیار عملکرد مالی. حسابرس، شماره ۵۲، صص ۱-۷.
- * احمدپور، احمد و محسن باغبان. (۱۳۹۳). بررسی رابطه بین نقدشوندگی دارایی‌ها و نقدشوندگی سهام در بورس اوراق بهادار تهران. پژوهش‌های تجربی حسابداری، سال چهارم، شماره ۱۴، صص ۶۱-۷۷.
- * ایزدی‌نیا، ناصر و منیژه رامشه. (۱۳۹۰). نقش ویژگی‌های معاملات سهام بر نقدشوندگی سهام در بورس اوراق بهادار تهران. پیشرفت‌های حسابداری دانشگاه شیراز، دوره سوم، شماره اول، صص ۱-۲۷.
- * بدری، احمد. (۱۳۹۳). واکاوی و نقد روش‌شناسی پژوهش‌های تجربی مالی و حسابداری در ایران. پژوهش‌های تجربی حسابداری، سال سوم، شماره ۱۲، صص ۹۹-۱۲۷.
- * پورحیدری، امید و حمزه حسین‌پور. (۱۳۹۱). بررسی رابطه بین افشای اجباری و اختیاری با ارزش سهام شرکت‌ها، چشم‌انداز مدیریت مالی، دوره ۲، شماره ۵، صص ۹-۲۸.
- * تالانه، عبدالرضا و مینوش حسینی. (۱۳۹۴). اهمیت عامل نقدشوندگی در توضیح مازاد بازده سهام: شواهد جدید از بورس اوراق بهادار تهران. بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، دوره ۲۲، شماره ۳، صص ۳۳۷-۳۶۲.

هر سهم از رویکرد مدیریت مالی، معیار حساب‌برسان و نظارت از رویکرد حاکمیت شرکتی و افشاء، و معیار روابط کارکنان از رویکرد مسئولیت‌پذیری اجتماعی از همه دیگر معیارهای آن رویکردها بیشتر است. این نتایج نشان می‌دهد که کدام متغیرها در بازار سرمایه ایران بیشترین تاثیر را بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران دارد. مثلاً از نظر سرمایه‌گذاران معیار سود هر سهم شرکت در رویکرد حسابداری بهترین بیان‌کننده وضعیت شرکت است تا بر اساس آن بتوانند شرکت را ارزیابی کنند و در نتیجه بر میزان معاملات آنها تاثیر بگذارد. یا به احتمال زیاد در بازار سرمایه ایران در بین معیارهای اقتصادی ارزیابی عملکرد ارزش افزوده اقتصادی شناخته‌شده‌تر بوده و از مقبولیت بیشتری برخوردار است و نسبت به تغییرات این معیار بازخورد بیشتری از خود از طریق معاملات سهام نشان می‌دهند. یا در خصوص معیار کیفیت حسابرسی در رویکرد حاکمیت شرکتی و افشاء مشاهده می‌شود که به احتمال زیاد حساسیت سرمایه‌گذاران به کیفیت حسابرس شرکت بیشتر از سایر معیارهای حاکمیت شرکتی است و شرکت‌هایی که توسط موسسات حسابرسی باکیفیت‌تر حسابرسی می‌شوند اعتماد سرمایه‌گذاران را بیشتر جلب می‌کنند.

پیشنهادهای کاربردی: (۱) در مقایسه ضریب تعیین چهار فرضیه اول پژوهش که تاثیر رویکردهای کمی الگوی جامع شامل رویکردهای حسابداری، اقتصادی، تلفیقی و مدیریت مالی را بر نقدشوندگی سهام نشان می‌دهد مشاهده می‌شود ضریب تعیین مدل معادلات ساختاری فرضیه اول که تاثیر رویکرد حسابداری بر نقدشوندگی سهام را بررسی می‌کند از بقیه بیشتر است که نشان می‌دهد همچنان معیارهای حسابداری از سوی مشارکت‌کنندگان بازار سرمایه شناخته شده‌تر است و بر اساس معیارهای رویکرد حسابداری از خود واکنش بیشتری در خصوص معاملات سهام نشان می‌دهند همین‌طور این نتایج حاکی از غیرحرفه‌ای بودن سرمایه‌گذاری‌ها در بازار سرمایه ایران می‌باشد که این موضوع از سوی مدیران شرکت‌ها مورد استفاده قرار می‌گیرد از این رو به شرکت‌ها پیشنهاد می‌شود برای کنترل مدیران از سازوکارهای تشویقی و کنترلی دیگری نظیر مالکیت سهام شرکت توسط مدیران و اعضای غیرموظف بیشتر در هیات مدیره استفاده کنند. (۲) از آنجا که رویکردهای حاکمیت شرکتی و مسئولیت‌پذیری اجتماعی دو عامل زیربنایی برای تامین و جلب اعتماد عمومی به شرکت‌ها می‌باشد و بر اساس معیار نیکویی برازش Q^2 مدل‌های ساختاری آنها ضعیف‌ترین قدرت پیش‌بینی نقدشوندگی را دارند، لذا به سازمان بورس اوراق بهادار به عنوان نهاد نظارتی بازار سرمایه کشور پیشنهاد می‌شود فرهنگ‌سازی و آگاه‌سازی و در نتیجه پاسخ‌خواهی سهام‌داران و ذی‌نفعان در

- * تولایی، روح‌الله. (۱۳۸۶). رویکردهای نوین به ارزیابی عملکرد سازمانها. دوماهنامه توسعه انسانی پلیس، سال چهارم، شماره ۱۲، صص ۹-۳۰.
- * جمالیان پور، مظفر و غلامحسین مهدوی. (۱۳۹۲). تاثیر متغیرهای فصلی و آب و هوا بر نقدینگی بازار اوراق بهادار تهران. پژوهش‌های حسابداری مالی، سال پنجم، شماره سوم، صص ۷۳-۸۸.
- * حاجیه‌ها، زهره و بهمن سرفراز. (۱۳۹۳). بررسی رابطه بین مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکت‌ها و هزینه حقوق صاحبان سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. پژوهش‌های تجربی حسابداری، دوره ۴، شماره ۲، صص ۱۰۵-۱۲۳.
- * حسینی، سیدعلی، کرمی، غلامرضا و سیدمجتبی شفیع پور. (۱۳۸۹). بررسی ارتباط عملکرد شرکت‌ها و نقدشوندگی بازار سهام. فصلنامه بورس اوراق بهادار، سال سوم، شماره ۱۱، صص ۲۵-۴۲.
- * حقیقت، حمید، نعمتی کشتلی، رضا و سیدمصطفی علوی. (۱۳۹۳). شفافیت اطلاعات و نقدشوندگی سهام. پژوهش‌های تجربی حسابداری، سال سوم، شماره ۱۲، صص ۸۵-۹۸.
- * حیدری، مهدی، قادری، بهمن و پیمان رسولی. (۱۳۹۵). بررسی تاثیر کیفیت حسابرسی بر هزینه‌های نمایندگی و عدم تقارن اطلاعاتی: رویکرد الگوسازی معادلات ساختاری. بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، دوره ۲۳، شماره ۳، صص ۳۵۳-۳۷۲.
- * دیانتهی دیلمی، زهرا و مهسا غفاریان قدیم. (۱۳۹۵). بررسی رابطه سبز بودن زنجیره تامین با ارزش شرکت‌های تولیدی. دانش حسابداری مالی، دوره سوم، شماره ۱، صص ۴۷-۶۷.
- * رئیسی وانانی، ایمان، بولو، قاسم و شهره زرکش. (۱۳۹۶). تعیین مدل ارزیابی عملکرد مالی شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران بر مبنای داده‌کاوی. فصلنامه علوم مدیریت ایران، سال دوازدهم، شماره ۴۵، صص ۱۱۷-۱۳۳.
- * رضایی، نسرين و زهرا امیرحسینی. (۱۳۹۶). ارزیابی عملکرد با استفاده از نسبت های مالی به شیوه الگوریتم درخت تصمیم‌گیری. راهبرد مدیریت مالی، دوره ۵، شماره ۲، صص ۱۸۵-۲۰۵.
- * رهنمای رودپشتی، فریدون و افسانه سروش‌یار. (۱۳۹۲). ارزیابی مقایسه‌ای توانمندی معیارهای عملکرد اقتصادی و حسابداری در تبیین ارزش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. تحقیقات مالی، دوره ۱۵، شماره ۱، صص ۲۹-۵۰.
- * رهنمای رودپشتی، فریدون و اله‌کرم صالحی. (۱۳۸۹). مکاتب و تئوری‌های مالی و حسابداری، چاپ اول، تهران: انتشارات دانشگاه آزاد اسلامی واحد تهران مرکزی.
- * سلطانی، سید احمد خلیفه و ماندانا بهرامی. (۱۳۹۱). رابطه تغییرات ساختار سرمایه و تغییرات نقدشوندگی سهام. پژوهش‌های تجربی حسابداری، سال اول، شماره ۴، صص ۳۵-۵۳.
- * شریعت‌پناهی، سید مجید. (۱۳۸۲). لرزیابی عملکرد شرکت‌ها و سازوکارهای کنترل رفتار مدیران: دیدگاه نظریه نمایندگی. مطالعات تجربی حسابداری مالی، دوره ۱، شماره ۱، صص ۸۵-۱۰۸.
- * شوروی، محمدرضا، مرادی، محسن و مهدی قمیان. (۱۳۹۰). کارت ارزیابی متوازن و اندازه‌گیری عملکرد سازمان‌های بخش عمومی، پژوهش‌های تجربی حسابداری، سال اول، شماره ۱، صص ۱۰۱-۱۲۱.
- * علوی طبری، سیدحسین و حدیثه حاجی مرادخانی. (۱۳۹۴). رابطه کیفیت حسابرسی و نقدشوندگی سهام. پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، سال ۷، شماره ۲۷، صص ۹۳-۱۰۹.
- * فرجی، امید، جنتی دریاکناری، فاطمه، منصوری، کفسان و فاطمه یونسی مطیع. (۱۳۹۹). مسئولیت‌پذیری اجتماعی و ارزش شرکت: نقش تعدیلگر مدیریت سود. مدیریت سرمایه اجتماعی، دوره ۷، شماره ۱، صص ۲۵-۵۸.
- * قربانی، بهزاد، محمدی، علی و زهرا عسگری. (۱۳۹۳). کیفیت حاکمیت شرکتی و نقدشوندگی سهام. پژوهش‌های نوین در حسابداری، سال اول، شماره ۳، صص ۸۷-۹۷.
- * کرمی، غلامرضا، نظری، محسن و سیدمجتبی شفیع‌پور. (۱۳۸۹). ارزش افزوده اقتصادی و نقدشوندگی بازار سهام. تحقیقات مالی، دوره ۱۲، شماره ۳۰، صص ۱۱۷-۱۳۲.
- * محمودآبادی، حمید و زینب زمانی. (۱۳۹۵). بررسی رابطه بین ریسک‌پذیری شرکت و عملکرد مالی با تاکید بر سازوکارهای راهبری شرکتی. فصلنامه مطالعات تجربی حسابداری مالی، سال ۱۲، شماره ۴۹، صص ۱۴۱-۱۷۰.
- * منصوری، کلثوم. (۱۳۹۲). بررسی تاثیر ساختار مالکیت بر نقدشوندگی سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. پایاننامه کارشناسی ارشد، دانشکده حسابداری و مدیریت، دانشگاه علوم و تحقیقات آزاد اسلامی آیت‌الله آملی، آمل.
- * نوروزی نصر، حسین، مرادزاده‌فرد، مهدی و اعظم شکری. (۱۳۹۸). تاثیر مالکیت شرکت‌های سرمایه‌گذاری بر

- Accounting Journal, University of Economics, Prague, 3, 38-65.
- * Harrison, J. S., Wicks, A. C. (2013). Stakeholder Theory, Value, and Firm Performance. *Journal of Business Ethics Quarterly*, 23 (1), 97-124.
 - * Heflin, F., Shaw, K. W., & Wild, J. J. (2000). Disclosure Quality and Market Liquidity. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=251849>. or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.251849>
 - * Herciu, M., Ogrean, C., & Belascu, L. (2009). From Financial Performance for Shareholders to Global Performance for Stakeholders. *Studies in Business and Economics*, Lucian Blaga University of Sibiu, Faculty of Economic Sciences, 4 (4), 71-85.
 - * Jain, P. K., Kim, J., & Rezaee, Z. (2005). Trends and Determinants of Market Liquidity in the Pre- and Post- Sarbanes-Oxley Act Periods. 14th Annual Conference on Financial Economics and Accounting
 - * Lesmond, D. A., Ogden, J. P., & Trzcinka, C. A. (1999). A New Estimate of Transaction Costs. *Review of Financial Studies*, 12 (5), 1113-1141.
 - * Levesque, T. J., Libby, T., Mathieu, R., & Robb, S W. G. (2010). The Effect of Director Monitoring on Bid Ask Spreads. *Journal of International Accounting Research*, 9 (2), 45-65.
 - * Norvaisiene, R., Stankeviciene, J. (2014). Impact of Companies' Internal Factors on Stock Liquidity in Baltic Markets. *Procedia - Social and Behavioral Sciences*, 156: 543-547.
 - * Prommin, P., Jumreornvong, S., & Jiraporn, P. (2014). The Effect of Corporate Governance on Stock Liquidity: The Case of Thailand, *International Review of Economics and Finance*, 32: 132-142, doi: 10.1016/j.iref.2014.01.011
 - * Richard, P. J., Devinney, T. M., Yip, G. S., & Johnson, G. (2009). Measuring Organizational Performance: Towards Methodological Best Practice. *Journal of Management*, 35 (3), 718-804.
 - * Richardson, S. (2006). Over-investment of Free Cash Flow. *Review of Accounting Studies*, 11 (2), 159-189.
 - * 53- Stoll, H. (2000). Friction. *Journal of Finance*, 55(4): 1479-1514.
 - * Subramaniam, R. K., Samuel, S. D., & Mahenthiran, S. (2016). Liquidity Implications of Corporate Social Responsibility Disclosures: Malaysian Evidence. *Journal of International Accounting Research*, 15 (1): 133-153.
 - * Wu, M. L. (2006). Corporate Social Performance, Corporate Financial Performance, and Firm Size: A Meta-Analysis. *Journal of American Academy of Business*, 8, 163-171.
 - نقدشوندگی سهام، پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، سال یازدهم، شماره ۴۲، صص ۲۳-۴۵.
 - * نیک‌بخت، محمدرضا و قربان اسکندری. (۱۳۹۴). بررسی رابطه بین سرمایه فکری، ارزش افزوده اقتصادی تعدیل شده و نقدشوندگی سهام. بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، دوره ۲۲، شماره ۴، صص ۵۴۱-۵۶۰.
 - * Alipour, M., & Pejman, M. E. (2015). The Impact of Performance Measures, Leverage and Efficiency on Market Value Added: Evidence From Iran. *Global Economics and Management Review*, 20, 6-14.
 - * AlQadasi, A., Abidin, Shamharir. (2018). The Effectiveness of Internal Corporate Governance and Audit Quality: The Role of Ownership Concentration – Malaysian Evidence. *Corporate governance: The International Journal of Business in Society*, <https://doi.org/10.1108/CG-02-2017-0043>.
 - * Ariff, M, Ratnatunga, J. (2008). Do Accounting and Finance Tools Serve Governance? *International Journal of Economics and Management*, 2 (1), 1-27.
 - * Åström, K. J., Murray, R. M. (2008). What is feedback? Feedback Systems: An Introduction for Scientists and Engineers. Princeton University Press. p. 1. ISBN 9781400828739. Online version found here.
 - * Attig, A., Gadhomm, Y., & Lang, L. H. P. (2003). Bid-Ask Spread, Asymmetric Information and Ultimate Ownership. EFMA Conference in Helsinki.
 - * Branco, M. C., & Rodrigues, L. L. (2006). Corporate Social Responsibility and Resource-Based Perspectives. *Journal of Business Ethics*, 69, 111-132.
 - * Brockman, P., Chung, D.Y., & Perignon, C. (2009). Commonality in Liquidity: A Global Perspective. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 44: 851-882.
 - * Chai, D., Faff, R., & Gharghori, P.(2010). New Evidence on the Relation Between Stock Liquidity and Measures of Trading Activity. *International Review of Financial Analysis*, 19 (3), 181-192.
 - * Choi, W.G., Cook, D. (2005). Stock Market Liquidity and the Macroeconomy: Evidence from Japan. IMF Working Paper, 05/6.
 - * 38- Fang, V. W., Noe, T. H., & Tice, S. (2009). Stock Market Liquidity and Firm Value. *Journal of Financial Economics*, 94 (1), 150-169.
 - * Ganti, A. (2019). Positive feedback. <https://www.investopedia.com/terms/p/positive-feedback.asp>
 - * Gopalan, R., Kadan, O., & Pevzner, M. (2009). Investment Decisions, Asset Liquidity, and Stock Liquidity. Available at <https://www.snb.ch/n/mmr/reference/sem>
 - * Hakim, F., Omri, M. A. (2010). Quality of The External Auditor, Information Asymmetry, and Bid-Ask Spread: Case of the Listed Tunisian Firms. *International Journal of Accounting and Information Management*, Emerald Group Publishing, 18(1), 5-18.
 - * Halíř, Z. (2011). Accounting System and Financial Performance Measurements. *European Financial and*



Accounting Knowledge & Management Auditing

Vol. 12/ No. 46/ Summer 2023

Investigating the Impact of Six Approaches of Financial, Governantal and Social Responsibility Comprehensive Model (FGSCM) on Stock Liquidity Using Feedback and Agency Theories

Nesa Heshmat

Department of Accounting, Tabriz Branch, Islamic Azad University, Tabriz, Iran
Nesa_heshmat66@yahoo.com

Rasoul Baradaran Hasanzadeh

Department of Accounting, Tabriz Branch, Islamic Azad University, Tabriz, Iran (Corresponding Author)
Baradaran313@iaut.ac.ir

Aliasghar Mottaghi

Department of Accounting, Tabriz Branch, Islamic Azad University, Tabriz, Iran
Aliasghar.mottaghi@yahoo.com

Abstract

The high importance of stock liquidity from the perspective of capital market participants has drawn their attention to the impact of fundamental factors at the company level such as financial status, corporate governance and disclosure as well as their level of social responsibility on stock liquidity. Therefore, the purpose of this study is to investigate the impact of six approaches of financial, governantal and social responsibility comprehensive Model on stock liquidity of companies. The statistical population of the present study includes all companies listed on the Tehran Stock Exchange, which finally selected 180 companies during the period 2009 to 2019 after applying restrictions. Also, the research hypotheses have been fitted based on the structural equation modeling method using smart pls software. The results indicate that the six approaches of the holistic model have a significant and positive impact on stock liquidity, and in the final models, earnings per share index from the accounting approach, economic value added index from the economic approach, QTobin index from the Hybrid approach, excess returns from the financial management approach, audit quality index from the corporate governance and disclosure approach and employee participation index from the social responsibility approach have had the most impact on the liquidity of the stock. The results of this study show that improving the company's position in various aspects, whether financial, governantal and disclosure, or the level of social responsibility has a positive effect on the liquidity of its shares. These results can confirm both agency and feedback theories regarding the impact of firm performance and status on stock liquidity.

Keywords: Finance, governance and disclosure, social responsibility, stock liquidity