

Designing a Model of Comprehensive Interpretive/Structural Mechanism of Effectiveness of Stock Liquidity Tehran Stock Exchange Companies¹

Mohammad Reza Jabari², Mohammad Reza Abdoli³,
Hosein Panahiyan⁴

Received: 2020/12/22

Accepted: 2021/05/05

Research Paper

Abstract

As the capital market becomes more competitive, one of the topics that has attracted the attention of many financial researchers in recent years, is the liquidity of corporate stocks that because of the dynamics it can create in corporate financing, it is of strategic importance. The Purpose of this research is designing a Model of Comprehensive Interpretive/structural Mechanism of Effectiveness of Stock Liquidity Tehran Stock Exchange Companies. The one-year study period 2018-2019 in both qualitative analysis and quantitative analysis was conducted with the participation of two members of the panel. In the qualitative analysis section, this research identified through the combination of Delphi and the analysis of three components of the operational mechanism, the structural/governance mechanism, and the investor/mechanism of trading mechanism in the form of the effective statement on stock liquidity. Moreover, in the Comprehensive Interpretive/ Structural Analysis section, with the participation of four Stock Exchange brokers, members of the panel presented a model based on a spectrum of the most influential statements to the least effective stock liquidity statements. The results show that the Delphi analysis of 25 indicators identified early in the meta-synthesis, 7 Index Remove and 2 indicators have been merged for a total of 16 statements were approved. In the quantitative section, based on a comprehensive interpretive /structural analysis, it was identified that the increase in the number of trading transactions as the component of operational mechanisms was identified as the most influential factor in stock liquidity.

Key Words: Stock liquidity, Liquidity Operating Mechanism, Structural/Strategic Mechanism, Investment Trading Mechanism.

JEL Classification: G10, G12, G14, G17

1. DOI: 10.22034/JSE.2020.11194.1414

2. PhD Student, Department of Accounting, Shahroud Branch, Islamic Azad University, Shahroud, Iran.

3. Associate Professor, Department of Accounting, Shahroud Branch, Islamic Azad University, Shahroud, Iran. (Corresponding Author). mrab830@yahoo.com.

4. Associate Professor, Department of Accounting, Kashan Branch, Islamic Azad University, Kashan, Iran.



سازمان بورس و اوراق بهادار، مرکز پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی
فصلنامه بورس و اوراق بهادار، سال چهاردهم، شماره ۵۴، تابستان ۱۴۰۰، صص ۱۰۸-۷۷

طراحی مدل جامع تفسیری / ساختاری مکانیزم اثربخش نقدشوندگی سهام شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران^۱

محمدرضا جباری^۲، محمدرضا عبدلی^۳، حسین پناهیان^۴

تاریخ دریافت: ۱۳۹۹/۱۰/۰۲

تاریخ پذیرش: ۱۴۰۰/۰۲/۱۵

مقاله پژوهشی

چکیده

با افزایش رقابتی‌تر شدن بازار سرمایه، یکی از موضوعاتی که در سال‌های اخیر توجه بسیاری از پژوهشگران حوزه مالی را به خود معطوف نموده است، نقدشوندگی سهام شرکت‌ها می‌باشد که به دلیل پویایی‌ای که در تأمین مالی شرکت‌ها می‌تواند ایجاد نماید، دارای اهمیت استراتژیک می‌باشد. هدف این پژوهش طراحی مدل جامع تفسیری/ساختاری مکانیزم اثربخش نقدشوندگی سهام شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد. این پژوهش در بازه زمانی یکساله ۱۳۹۷-۱۳۹۸ در دو بخش تحلیل کیفی و تحلیل کمی با مشارکت دو گروه از اعضای پانل انجام شده است. در بخش تحلیل کیفی، این پژوهش از طریق فراترکیب و تحلیل دلفی سه مؤلفه مکانیزم عملیاتی (فنی)؛ مکانیزم ساختاری/راهبری و مکانیزم معاملاتی سرمایه‌گذاران/فشار در قالب ۱۶ گزاره مؤثر بر نقدشوندگی سهام شناسایی شدند و در بخش تحلیل تفسیری/ساختاری فراگیر با مشارکت ۲۰ نفر از کارگزاران بورس اوراق بهادار به عنوان اعضای پانل مدلی مبتنی بر طیفی از تأثیرگذارترین گزاره‌ها تا کم‌اثرگذارترین گزاره‌های نقدشوندگی سهام ارائه شدند. نتایج در بخش تحلیل دلفی نشان داد از مجموع ۲۵ شاخص اولیه شناسایی شده در مرحله فراترکیب، ۷ شاخص حذف و ۲ شاخص باهم ادغام شدند که مجموعاً ۱۶ گزاره مورد تأیید قرار گرفتند. در بخش کمی براساس تحلیل تفسیری/ساختاری فراگیر مشخص شد افزایش تعداد دفعات انجام معاملات به عنوان گزاره مؤلفه مکانیزم‌های عملیاتی (فنی) به عنوان تأثیرگذارترین عامل نقدشوندگی سهام تعیین گردید.

واژه‌های کلیدی: نقدشوندگی سهام، مکانیزم عملیاتی نقدشوندگی سهام، مکانیزم ساختاری/راهبردی نقدشوندگی سهام،

مکانیزم معاملاتی سرمایه‌گذاری نقدشوندگی سهام

طبقه‌بندی موضوعی: G10, G12, G14, G17

DOI: 10.22034/JSE.2020.11194.1414

۱. دانشجوی دکتری، گروه حسابداری، واحد شاهرود، دانشگاه آزاد اسلامی، شاهرود، ایران
۲. دانشیار، گروه حسابداری، واحد شاهرود، دانشگاه آزاد اسلامی، شاهرود، ایران (نویسنده مسئول) mrab830@yahoo.com
۳. دانشیار، گروه حسابداری، واحد کاشان، دانشگاه آزاد اسلامی، کاشان، ایران.
۴. دانشیار، گروه حسابداری، واحد کاشان، دانشگاه آزاد اسلامی، کاشان، ایران.

مقدمه

بازارهای سرمایه در اقتصاد از اهمیت قابل توجهی در رونق فعالیت‌های اقتصادی، سرمایه‌گذاری و تخصیص بهینه سرمایه برخوردار است. هر ساله شرکت‌های متعددی در مسیر چرخه اقتصادی یا در فرایند خصوصی‌سازی شرکت‌های دولتی، نخستین با قدم به بازار سرمایه نهاده و مبادرت به عرضه عمومی اولیه سهام خود در بورس اوراق بهادار می‌نمایند، فارغ از مساله خصوصی‌سازی، وقتی یک شرکت رشد می‌کند، نیازمند نقدینگی برای توسعه است که این فرآیند به واسطه قابلیت نقدشوندگی سهام^۱ شرکت در سطح بازار رقابتی به پویایی دست می‌یابد (باطنی و همکاران، ۱۳۹۲). در واقع قابلیت نقدشوندگی سهام مبتنی بر کارکردهای نوع سرمایه‌گذاری، ریسک و بازده می‌باشد که برحسب استراتژی‌ها، ساختارها و عملکردهای شرکت‌ها و سرمایه‌گذاران سطحی از نقدشوندگی تا عدم نقدشوندگی سهام را در بر می‌گیرد (بلائو و همکاران^۲، ۲۰۱۸). از یک سو، برای سرمایه‌گذاران این نکته اهمیت دارد که اگر تصمیم بگیرند دارایی خود را بفروشند، آیا بازار مناسبی برای فروش آن وجود دارد، یا چه مدت طول می‌کشد تا آن را به فروش برسانند و به پول نقد تبدیل کنند. به عبارت دیگر سرمایه‌گذاران به سرعت به منابع مالی سرمایه‌گذاری خود توجه می‌نمایند و براساس محاسبات ذهنی بازده ناشی از سرمایه‌گذاری را برآورد می‌نمایند، در چنین مواردی قابلیت نقدشوندگی در تصمیم‌گیری‌های سرمایه‌گذاری اهمیت زیادی دارد. به عبارت دیگر، اگر سرمایه‌گذاران اطمینان داشته باشند که در صورت تصمیم به فروش دارایی، طی مدت زمان کوتاهی می‌توانند دارایی خود را به پول نقد تبدیل کنند و بازار مناسبی برای فروش دارایی وجود دارد، ریسک عدم نقدشوندگی را پایین ارزیابی می‌کنند و این موجب اطمینان خاطر آن‌ها برای سرمایه‌گذاری در سطح بازار سرمایه خواهد شد. از طرف دیگر قابلیت نقدشوندگی برای شرکت‌ها و بازار سرمایه به دلیل اینکه نقدینگی بیشتری را به همراه خواهد داشت و باعث افزایش سطح پویایی در توسعه اقتصادی می‌شود می‌تواند دارای اهمیت زیادی باشد (چانگ و یانگ^۳، ۲۰۱۹). به عبارت دیگر، نقدینگی در بازار سرمایه نیز مانند سایر بازارهای مالی دارای اهمیت است، چراکه وجود نقدینگی بیشتر در بازار سهام باعث رونق عرضه‌های اولیه و موجب کاهش

1. Liquidity Stock Capability

2. Blau et al

3. Chang & Young

هزینه و ریسک پذیره‌نویس‌ها و بازارگردان‌ها می‌شود و این امر منجر به تخصّص سرمایه با کارایی بیشتر می‌شود و کاهش هزینه سرمایه ناشران را به همراه خواهد داشت. در واقع نقدشوندگی به عنوان یکی از عوامل موثر بر بازده اوراق بهادار نشان دهنده وضعیت محیط سرمایه‌گذاری در بازار سرمایه و اقتصاد کشورهاست و توانمندی جذب سرمایه‌های بازارهای مختلف با استراتژی‌های معاملاتی متنوع را نشان می‌دهد. از این رو شناخت قابلیت‌های نقدشوندگی سهام چه در سطح کلان (سطح بازار سرمایه) و چه در سطح خرد (رفتار معاملات سرمایه‌گذاران) می‌تواند دلیلی برای تدوین استراتژی‌ها توسط شرکت‌ها و تحلیل‌گران بازار سرمایه به منظور ایجاد پویایی بیشتر در بازار سرمایه گردد. نکته حائز اهمیت این است که میزان نقدینگی در بازار سهام متأثر از عوامل متعددی است که شاید در یک دسته‌بندی به توان به پژوهش‌هایی همچون چانگ و همکاران^۱ (۲۰۱۰)؛ کیم و ورجیا^۲ (۱۹۹۴) و آسیوگلو و همکاران^۳ (۲۰۰۴) اشاره نمود که نقدشوندگی سهام را ناشی از حجم کل نقدینگی در جامعه و میزان حجم نقدینگی در توسعه کارایی بازار دانست. از طرف دیگر در شناسایی عوامل موثر بر نقدشوندگی سهام گروهی دیگر از پژوهشگران همچون تدی^۴ (۲۰۰۷)؛ لوین^۵ (۱۹۹۶)؛ ونگ و مک‌الر^۶ (۲۰۰۹) و آلنایف^۷ (۲۰۱۴)، نقدشوندگی بازار را از منظر دو بعد کلان و خرد دسته‌بندی نمودند که این تفکیک مبتنی بر معیارهای اقتصادی، بازار و صنعت و معیارهای رفتاری معامله‌گری سهامداران و سرمایه‌گذاران می‌باشد. اما همانطور که مشخص است، چه به لحاظ پژوهشی و چه به لحاظ کاربردی، دسته‌بندی مشخص و یکپارچه‌ای در باب نقدشوندگی سهام وجود ندارد و این موضوع را می‌توان به بی‌توجهی سطح پژوهشی به موضوع استراتژیک بازار سرمایه نسبت داد. لذا این پژوهش تلاش دارد تا باتکا به واکاوی محتوایی در پژوهش‌های مشابه، گزاره‌های مرتبط به نقدشوندگی بازار سرمایه را بررسی و در قالب تحلیل تفسیری ساختاری فراگیر آن را از تأثیرگذارترین تا کم‌اثرترین دسته‌بندی نماید تا درک منسجم‌تری از این عوامل براساس مکانیزم‌های کاربردی در سطح بازار سرمایه ایجاد گردد.

-
1. Chung et al
 2. Kim & Verrecchia
 3. Ascioglu et al
 4. Taddei
 5. Levine
 6. Wong & McAleer
 7. Alnaif

مبانی نظری

نقدشوندگی سهام

اکثر سرمایه‌گذاران (با افق سرمایه‌گذاری کوتاه مدت) سهام بسیار نقدشونده را بر سهام کم نقدشونده ترجیح می‌دهند، چراکه بازده بیشتری را برایشان به همراه خواهد داشت. در واقع طبق تعریف آمیهود و مندلسون^۱ (۱۹۸۶) نقدشوندگی درجه‌ای است که یک دارایی در بازار بدون تأثیر بر قیمت آن مورد معامله قرار گیرد. در واقع گریک‌هاین و تیمفجیوا^۲ (۲۰۰۸) نقدشوندگی را سهولت در معامله اوراق بهادار تعریف می‌نمایند. از منظری دیگر چاکو^۳ (۲۰۰۸) نقدشوندگی را شکاف بین ارزش بنیادی یک دارایی و قیمت تلقی می‌کند که دارایی در حال حاضر مورد معامله قرار می‌گیرد. نقدشوندگی را می‌توان عامل مهمی در سودآوری دانست و آن را ابزار و مکانیزمی برای نشان دادن وضعیت مناسب سهام شرکت از منظر توان مالی قلمداد نمود (حاجیانژاد و دانش‌سرارودی، ۱۳۹۸). نقدشوندگی شرکت در ادبیات مالی به دو مفهوم است؛ نقدشوندگی دارایی‌های واقعی آن و نقدشوندگی سهام آن. یک دارایی، هنگامی نقد محسوب می‌شود که بتواند با سرعت کم به وجه نقد تبدیل شود. این تعریف هم شامل دارایی‌های واقعی و هم شامل دارایی‌های مالی می‌شود. مفهوم اول نقدشوندگی، نقدشوندگی دارایی‌های واقعی شرکت است که طبق آن، یک شرکت نقدشونده محسوب می‌شود که اگر نسبت بالایی از دارایی‌های نقدی همچون وجوه نقد در ترازنامه خود داشته باشد. مفهوم دوم، نقدشوندگی سهام شرکت مورد معامله است. طبق این مفهوم یک شرکت در صورتی نقدشونده محسوب می‌شود که سهام آن از نقدشوندگی بالایی برخوردار باشد. نقدشوندگی دارایی‌های شرکت از طریق دارایی‌های واقعی آن در بازار تعیین می‌شود، در حالی که نقدشوندگی سهام آن، در بازارهای مالی تعیین‌پذیر است (موکینیاتو، ۲۰۱۵). شوشن زو (۲۰۰۳) در مطالعات خود توانسته است بین این دو مفهوم رابطه‌ای را شناسایی کند. به نظر او رابطه تنوریک بین این دو نوع نقدشوندگی در نگاه اول مشخص نمی‌شود. او در مدل پیشنهادی خود عدم تقارن اطلاعاتی را رابط بین این دو مفهوم معرفی می‌کند. به این صورت که نقدشوندگی پایین دارایی‌های شرکت منجر به کم شدن قابلیت تبدیل آنها به دارایی‌های دیگر توسط مدیر می‌شود. انعطاف ناپذیری دارایی‌ها به عدم تقارن اطلاعاتی منتهی شده، که این امر منجر به نقدشوندگی بالای سهم می‌گردد. برای مدیران شرکت‌هایی که دارایی‌های نقدشونده کمتری دارند، مشکل است که این دارایی‌ها را به دارایی‌های دیگر تبدیل کنند، یعنی مسئله جایگزینی دارایی‌ها کمتر شده و سرمایه‌گذاری با مشکل مواجه می‌شود. بنابراین اگر این مدیران در پی تبدیل کردن آن دسته از دارایی‌های شرکت که قابلیت تبدیل به نقدشوندگی کمتری دارند، به دارایی‌هایی با قابلیت تبدیل به نقدشوندگی بالا نباشند، این دارایی‌ها باعث می‌شوند که هزینه‌های نمایندگی برای سرمایه‌گذاران کمتر شود. با توجه به پژوهش‌های پیشین می‌توان عوامل موثر بر نقدشوندگی سهام را در قالب جدول زیر تفکیک نمود:

1. Amihud & Mendelson
2. Grecuhina & Timofejeva
3. Chacko et al

جدول (۱): عوامل موثر بر نقدشوندگی سهام

منابع	تعاریف	علل موثر بر نقدشوندگی سهام
چانگ و همکاران (۲۰۱۰) کیم و ورجیا (۱۹۹۴) آسیوگلو و همکاران (۲۰۰۴)	باتوجه به گزارش کمیته بازارهای نوظهور سازمان بین‌المللی کمیسیون‌های اوراق بهادار (۲۰۰۷) عوامل نهادی و ساختاری که مؤثر در بهبود نقدینگی بازار سرمایه شامل موارد زیر است: افزایش میزان سهام شناور آزاد، فراهم کردن امکان مشارکت خارجی در بازار، افزایش دسترسی به بازار، کاهش هزینه‌های معاملات، بهبود زیرساخت‌های معاملاتی بازار، افزایش محصولات سرمایه‌گذاری در دسترس بازار، افزایش عرضه اوراق بهادار و ایجاد ارتباط با سایر بازارها و تجدید ساختار بورس‌ها. ایجاد ارتباط با بازارهای دیگر. این امکان را برای بورس‌ها فراهم می‌آورد تا انتفاعی عمل کنند و به منظور جذب جریان‌های بین‌المللی سفارش با یکدیگر رقابت کنند رابطه میان معیارهای عملکرد شرکت و نقدشوندگی سهام از دیدگاه‌های متفاوتی مورد مطالعه قرار گرفته است، دیدگاه‌هایی که همگی بر این عقیده اند که با بهبود عملکرد واحد تجاری، نقدینگی سهام آن نیز افزایش خواهد یافت. تئوری‌های نمایندگی و بازخورد نمونه‌ای از این دیدگاه‌ها هستند. به طور خلاصه، بر مبنای تئوری نمایندگی، مدیران برای اینکه منافع خود را به حداکثر برسانند، سعی می‌کنند عملکرد شرکت را بهبود ببخشند و این بهبود از جانب سرمایه‌گذاران آگاه مورد توجه قرار می‌گیرد و باعث افزایش معامله سهم می‌شود. همچنین، بر اساس تئوری بازخورد و بدون در نظر گرفتن تئوری نمایندگی، می‌توان اینگونه نتیجه گرفت که شرکت‌ها با ارائه عملکردی بهتر، موجب جذب سرمایه‌گذاران آگاه می‌شوند و این عامل سبب ایجاد تقاضا و افزایش معامله، از سوی سرمایه‌گذاران و افزایش نقدینگی در بازار میشود	عوامل نهادی و ساختاری بازار
فانگ و همکاران ^۱ (۲۰۰۹) بانرجی و همکاران ^۲ (۲۰۰۷)	علل محیطی اثرگذار، مانند وضعیت سیکل تجاری اقتصاد (وضعیت رکود و رونق)، سیکل‌های مالی، بحران‌های مالی و بانکی، ساختارهای نظام تأمین مالی کشور و غیره به طور برون‌زا تعیین می‌شود و بر بازار سهام و نقدینگی آن‌ها اثرگذار است. با توجه به اینکه وضعیت محیطی اقتصاد مانند سیکل تجاری بر وضعیت بیشتر شرکت‌ها اثر مستقیمی می‌گذارد، از این رو، تغییر وضعیت می‌تواند بر میزان جذابیت بازار سهام در مقایسه با سایر بازارها اثرگذار باشد عوامل سیاستی عاملی هستند که اختیار آن در دست سیاست‌گذار است و سیاست‌گذار می‌تواند با اعمال سیاست‌های مختلف بر نقدینگی بازار اثرگذار باشد. سیاست‌هایی مانند سیاست‌های پولی، مالی، بودجه‌ای و ارزی می‌توانند، به طور مستقیم یا غیرمستقیم، بر نقدینگی بازار سرمایه و، در کل، بر عملکرد این بازار اثرگذار باشند تغییرات و تحولات در سایر بازارهای مالی موازی (بانک، بازار ارز، بازار مسکن و ...) با توجه به درجه جانشینی بازارها نقدینگی را در بازارها تغییر می‌دهد. مطالعات گسترده‌ای درخصوص اثر بازارهای مالی بر یکدیگر انجام شده است. تغییر در قوانین و ضوابط (مانند تغییر در نرخ‌ها و ...) سایر بازارهای مالی اگر بر عملکرد بازارها اثرگذار باشد، می‌تواند بر بازار سهام و نقدینگی آن مؤثر باشد. در کل هر عاملی که به ریسک و بازده بازارهای موازی بازار سهام اثرگذار است می‌تواند به طور غیرمستقیم بر میزان جذب نقدینگی در بازار سهام اثر بگذارد.	متغیرهای عملکردی شرکت‌ها
تدی (۲۰۰۷) لوی (۱۹۹۶) ونگ و مک‌الر (۲۰۰۹)	سیکل محیطی اثرگذار، مانند وضعیت سیکل تجاری اقتصاد (وضعیت رکود و رونق)، سیکل‌های مالی، بحران‌های مالی و بانکی، ساختارهای نظام تأمین مالی کشور و غیره به طور برون‌زا تعیین می‌شود و بر بازار سهام و نقدینگی آن‌ها اثرگذار است. با توجه به اینکه وضعیت محیطی اقتصاد مانند سیکل تجاری بر وضعیت بیشتر شرکت‌ها اثر مستقیمی می‌گذارد، از این رو، تغییر وضعیت می‌تواند بر میزان جذابیت بازار سهام در مقایسه با سایر بازارها اثرگذار باشد عوامل سیاستی عاملی هستند که اختیار آن در دست سیاست‌گذار است و سیاست‌گذار می‌تواند با اعمال سیاست‌های مختلف بر نقدینگی بازار اثرگذار باشد. سیاست‌هایی مانند سیاست‌های پولی، مالی، بودجه‌ای و ارزی می‌توانند، به طور مستقیم یا غیرمستقیم، بر نقدینگی بازار سرمایه و، در کل، بر عملکرد این بازار اثرگذار باشند تغییرات و تحولات در سایر بازارهای مالی موازی (بانک، بازار ارز، بازار مسکن و ...) با توجه به درجه جانشینی بازارها نقدینگی را در بازارها تغییر می‌دهد. مطالعات گسترده‌ای درخصوص اثر بازارهای مالی بر یکدیگر انجام شده است. تغییر در قوانین و ضوابط (مانند تغییر در نرخ‌ها و ...) سایر بازارهای مالی اگر بر عملکرد بازارها اثرگذار باشد، می‌تواند بر بازار سهام و نقدینگی آن مؤثر باشد. در کل هر عاملی که به ریسک و بازده بازارهای موازی بازار سهام اثرگذار است می‌تواند به طور غیرمستقیم بر میزان جذب نقدینگی در بازار سهام اثر بگذارد.	علل محیطی
آکسوی و باسو ^۳ (۲۰۱۴) آمیهاد و مندلسون ^۴ (۲۰۰۶)	سیکل محیطی اثرگذار، مانند وضعیت سیکل تجاری اقتصاد (وضعیت رکود و رونق)، سیکل‌های مالی، بحران‌های مالی و بانکی، ساختارهای نظام تأمین مالی کشور و غیره به طور برون‌زا تعیین می‌شود و بر بازار سهام و نقدینگی آن‌ها اثرگذار است. با توجه به اینکه وضعیت محیطی اقتصاد مانند سیکل تجاری بر وضعیت بیشتر شرکت‌ها اثر مستقیمی می‌گذارد، از این رو، تغییر وضعیت می‌تواند بر میزان جذابیت بازار سهام در مقایسه با سایر بازارها اثرگذار باشد عوامل سیاستی عاملی هستند که اختیار آن در دست سیاست‌گذار است و سیاست‌گذار می‌تواند با اعمال سیاست‌های مختلف بر نقدینگی بازار اثرگذار باشد. سیاست‌هایی مانند سیاست‌های پولی، مالی، بودجه‌ای و ارزی می‌توانند، به طور مستقیم یا غیرمستقیم، بر نقدینگی بازار سرمایه و، در کل، بر عملکرد این بازار اثرگذار باشند تغییرات و تحولات در سایر بازارهای مالی موازی (بانک، بازار ارز، بازار مسکن و ...) با توجه به درجه جانشینی بازارها نقدینگی را در بازارها تغییر می‌دهد. مطالعات گسترده‌ای درخصوص اثر بازارهای مالی بر یکدیگر انجام شده است. تغییر در قوانین و ضوابط (مانند تغییر در نرخ‌ها و ...) سایر بازارهای مالی اگر بر عملکرد بازارها اثرگذار باشد، می‌تواند بر بازار سهام و نقدینگی آن مؤثر باشد. در کل هر عاملی که به ریسک و بازده بازارهای موازی بازار سهام اثرگذار است می‌تواند به طور غیرمستقیم بر میزان جذب نقدینگی در بازار سهام اثر بگذارد.	عوامل سیاست‌گذاری اقتصادی
بیلسون و همکاران ^۵ (۲۰۰۱) پیبلس و ویلسون ^۶ (۱۹۹۶)	سیکل محیطی اثرگذار، مانند وضعیت سیکل تجاری اقتصاد (وضعیت رکود و رونق)، سیکل‌های مالی، بحران‌های مالی و بانکی، ساختارهای نظام تأمین مالی کشور و غیره به طور برون‌زا تعیین می‌شود و بر بازار سهام و نقدینگی آن‌ها اثرگذار است. با توجه به اینکه وضعیت محیطی اقتصاد مانند سیکل تجاری بر وضعیت بیشتر شرکت‌ها اثر مستقیمی می‌گذارد، از این رو، تغییر وضعیت می‌تواند بر میزان جذابیت بازار سهام در مقایسه با سایر بازارها اثرگذار باشد عوامل سیاستی عاملی هستند که اختیار آن در دست سیاست‌گذار است و سیاست‌گذار می‌تواند با اعمال سیاست‌های مختلف بر نقدینگی بازار اثرگذار باشد. سیاست‌هایی مانند سیاست‌های پولی، مالی، بودجه‌ای و ارزی می‌توانند، به طور مستقیم یا غیرمستقیم، بر نقدینگی بازار سرمایه و، در کل، بر عملکرد این بازار اثرگذار باشند تغییرات و تحولات در سایر بازارهای مالی موازی (بانک، بازار ارز، بازار مسکن و ...) با توجه به درجه جانشینی بازارها نقدینگی را در بازارها تغییر می‌دهد. مطالعات گسترده‌ای درخصوص اثر بازارهای مالی بر یکدیگر انجام شده است. تغییر در قوانین و ضوابط (مانند تغییر در نرخ‌ها و ...) سایر بازارهای مالی اگر بر عملکرد بازارها اثرگذار باشد، می‌تواند بر بازار سهام و نقدینگی آن مؤثر باشد. در کل هر عاملی که به ریسک و بازده بازارهای موازی بازار سهام اثرگذار است می‌تواند به طور غیرمستقیم بر میزان جذب نقدینگی در بازار سهام اثر بگذارد.	بازارهای موازی بازار سهام

1. Fang et al
2. Banerjee et al
3. Aksoy & Basso
4. Amihud and Mendelson
5. Bilson et al
6. Peebles & Wilson

لذا با اتکا به مبانی نظری و تئوریک، سوال‌های پژوهش بر مبنای ماهیت تحلیلی عبارتند از:
مؤلفه‌ها و گزاره‌های نقدشوندگی سهام شرکت‌های بورس اوراق بهادار کدامند؟
تأثیرگذارترین گزاره‌های نقدشوندگی سهام شرکت‌های بورس اوراق بهادار کدامند؟

پیشینه تجربی

چن و همکاران^۱ (۲۰۱۹) در پژوهشی نقدشوندگی سهام و اجتناب مالیاتی را با نمونه ۳۴۲۲۱ سال-شرکت بین سال‌های ۱۹۹۳ الی ۲۰۱۰ مورد بررسی قرار دادند. نتایج نشان داد که تأثیر نقدشوندگی سهام بر اجتناب مالیاتی از لحاظ آماری معنادار است و هرچه نقدشوندگی سهام بالاتر باشد، اجتناب مالیاتی کمتری وجود خواهد داشت. چانگ و یونگ^۲ (۲۰۱۹) پژوهشی تحت عنوان بهینه‌سازی پرتفوی رفتاری سهام در سرمایه‌گذاری با تمرکز بر قابلیت نقدشوندگی سهام انجام دادند. در این پژوهش که ترکیبی از معیارهای رفتاری در کنار معیارهای عملکردی بازار سرمایه و اقتصادی مورد بررسی قرار گرفت، مشخص گردید که مهمترین فاکتور تصمیم‌گیری در خصوص پرتفوی‌های سرمایه‌گذاری، ویژگی‌های شناختی سرمایه‌گذاران با اتکا به تحلیل عملکردی بازار سرمایه و اقتصادی است که البته نقش معیارهای اقتصادی در این بین دارای تأثیرگذاری کمتری است. بلائو و همکاران^۳ (۲۰۱۸) واکاوی در شکاف اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش را مورد بررسی قرار دادند. در این پژوهش از شیوه‌های تحلیل کیفی به منظور شناسایی علل این شکاف استفاده شد و نتایج در دو بعد کلان و خرد نشان داد، علل اقتصادی و سیاسی به عنوان عوامل مهم در نقدشوندگی سهام در بعد کلان و علل ساختاری و اطلاعاتی در بعد خرد بر نقدشوندگی سهام تأثیرگذار هستند. احمد^۴ (۲۰۱۶) در پژوهشی به بررسی اثر نقدشوندگی بر سودآوری شرکت‌ها پرداخت. در این پژوهش که ۱۱۵ شرکت در بازه زمانی ۲۰۰۵ تا ۲۰۱۴ مورد بررسی قرار گرفتند نتایج نشان داد بین نقدشوندگی و سودآوری ارتباط مثبت و معناداری وجود دارد. حاجیان‌نژاد و دانش‌سراوردی (۱۳۹۸) پژوهشی تحت عنوان بررسی تأثیر هزینه نمایندگی و نقدشوندگی بر اجتناب مالیاتی از طریق سودآوری انجام دادند. دوره زمانی ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۴ بود که در این دوره سه فرضیه بر مبنای تأثیرگذاری همزمان متغیرها بر اجتناب مالیاتی تدوین و داده‌ها با مراجعه به بانکهای اطلاعاتی و همچنین واکاوی اسناد و مدارک مورد بررسی قرار گرفت. نتایج نشان داد سودآوری، قابلیت تسین هر یک از متغیرهای نقدشوندگی و هزینه نمایندگی را به عنوان متغیر درون‌زا دارد و با توجه به نتایج معادلات همزمان، نقدشوندگی

1. Chen et al
2. Chang & Young
3. Blau et al
4. Ahmad

بر اجتناب مالیاتی، تأثیر منفی و هزینه نمایندگی بر اجتناب مالیاتی، تأثیر مثبت داشته است. افضل‌نیا (۱۳۹۸) پژوهشی تحت عنوان بررسی تأثیر نقد شوندگی سهام بر مدیریت سود شرکت‌های بیمه عضو بورس اوراق بهادار تهران انجام دادند. در این پژوهش از اطلاعات ۱۴ شرکت بیمه عضو بورس اوراق بهادار تهران در بازه زمانی بین ۱۳۸۹ الی ۱۳۹۶ مورد بررسی قرار گرفته شده است. در نهایت به منظور بررسی هر یک از فرضیه‌ها از مدل‌های رگرسیونی استفاده شده است. براساس نوع روش تخمین مشخص شده طی آزمون‌های F لیمر و هاسمن، مدل‌های تحقیق برآورد گردید و نتایج تخمین برای فرضیه تحقیق مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفت. نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌ی تحقیق بیانگر این است که نقد شوندگی سهام بر مدیریت سود شرکت‌های بیمه عضو بورس اوراق بهادار تهران تأثیر مستقیم و معناداری دارد. چاوشی نجف‌آبادی (۱۳۹۸) پژوهشی تحت عنوان بررسی رابطه بین نقد شوندگی سهام، مالکیت خانوادگی و ساختار سرمایه در بورس اوراق بهادار تهران انجام دادند. قلمرو مکانی پژوهش حاضر، بورس اوراق بهادار تهران بوده و قلمرو زمانی پژوهش نیز، دوره‌ی هفت ساله ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۶ می‌باشد. در طی پژوهش، دو فرضیه‌ی معرفی شده توسط داده‌های ۱۴۰ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و به کمک رگرسیون چندمتغیره و داده‌های ترکیبی مورد آزمون قرار گرفتند. نتایج حاصل از تحلیل فرضیه‌ی اول پژوهش نشان داد که نقد شوندگی سهام بر ساختار سرمایه شرکت‌های عضو بورس اوراق بهادار تهران تأثیر می‌گذارد. همچنین فرضیه‌ی دوم چنین بیان نموده است که تأثیر نقد شوندگی سهام و مالکیت خانوادگی، ساختار سرمایه را در شرکت‌های عضو بورس اوراق بهادار تهران، تحت تأثیر قرار می‌دهد.

روش پژوهش

براساس روش شناسی علوم رفتاری و اجتماعی، پژوهش‌ها از منظر سه حیطه نتیجه؛ نوع داده و هدف از یک دیگر تفکیک می‌شوند. براین اساس این پژوهش از منظر نتیجه، در دسته پژوهش‌های توسعه‌ای قرار می‌گیرد، زیرا از منظر تئوریک و مفهومی انسجام مشخصی در رابطه با موضوع عوامل موثر بر نقد شوندگی سهام وجود ندارد و این پژوهش می‌تواند مبنایی برای تفکیک این عوامل و یکپارچگی بیشتر در آن ایجاد نماید. همچنین این پژوهش براساس هدف در دسته‌ی پژوهش‌های توصیفی/کاربردی قرار می‌گیرد و هدف آن شناخت بیشتر جهت شفافیت‌های بیشتر در سطح بازار سرمایه می‌باشد. در نهایت از نظر نوع داده باید بیان نمود پژوهش دو فازي شامل بخش کیفی و کمی می‌باشد. در بخش کیفی استراتژی گردآوری داده‌ها از نوع استقرایی است و در بخش کمی از نوع قیاسی است. برای تحلیل داده‌ها نیز با توجه به ماهیت پژوهش از تحلیل فراترکیب و دلفی در بخش کیفی استفاده می‌شود و از تحلیل تفسیری/ساختاری نیز به منظور ارائه مدلی جامع در رابطه با مکانیزم‌های اثر بخش نقد شوندگی سهام در سطح بازار سرمایه استفاده می‌شود.

جامعه آماری پژوهش

جامعه آماری نیز همانند ماهیت پژوهش دو بخشی است، به طوریکه در بخش کیفی خبرگان دانشگاهی از طریق روش ارزیابی انتقادی در قالب تحلیل فراترکیب و دلفی مشارکت می‌نمایند و در بخش کمی نیز، تعداد ۲۰ نفر از کارگزاران بورس اوراق بهادار و تحلیل گران بازار سرمایه که دارای سابقه‌ای بیش از ۵ سال در این بازار هستند مشارکت می‌کنند. نحوه توزیع پرسشنامه‌ها در هر دو بخش هماهنگی‌های قبلی برای مشارکت با توجه به ماهیت پژوهش می‌باشد. نکته قابل توجه این است که در انتخاب افراد تلاش شده که افرادی انتخاب شوند که نسبت به موضوع پژوهش آگاهی لازم را داشته باشند.

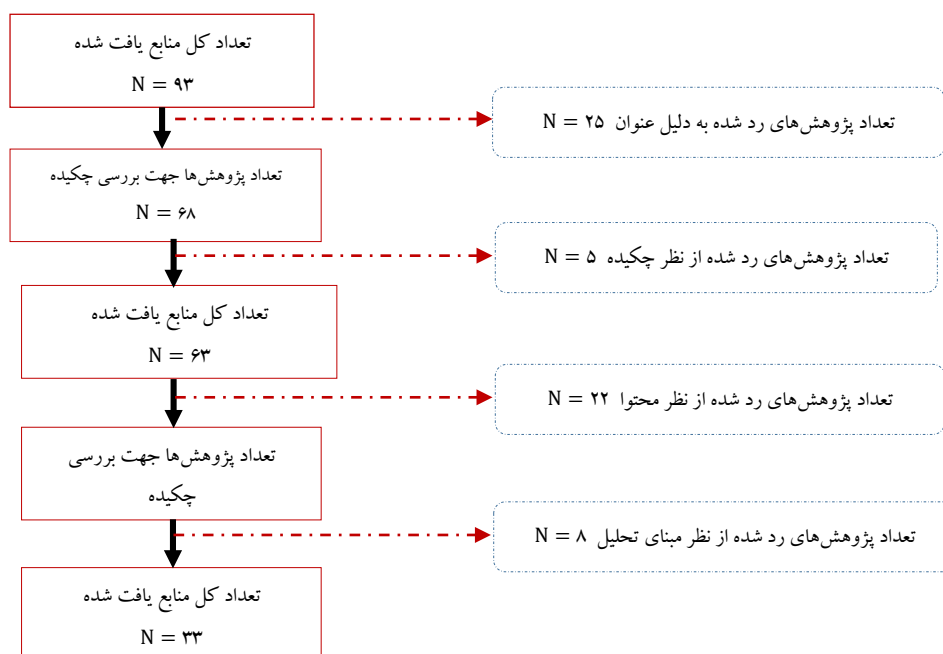
روایی پژوهش

به منظور تأیید روایی پرسشنامه‌های ساخته شده، از روش روایی محتوای (CVR) استفاده شد که بر این اساس از ۱۰ نفر از اعضای پانل خواسته شد، تا براساس سه معیار «ضروری»، «مفید ولی ضرورتی ندارد» و «ضروری» شاخص‌ها را مورد ارزیابی قرار دهند. هریک از مشارکت کنندگان می‌بایست یکی از سه گزینه فوق را برای تأیید روایی پژوهش انتخاب می‌نمودند که در انتها مشخص گردید. تمامی شاخص بالاتر از معیار استاندارد تعیین شده (CVR) بودند و مورد تأیید قرار گرفتند.

یافته‌های تجربی

در سال‌های اخیر با رشد پژوهش‌ها در حوزه‌های مختلف علوم و مواجه شدن جامعه علمی با انفجار اطلاعات، انجام پژوهش‌های ترکیبی که عصاره‌ی پژوهش‌های انجام شده در یک موضوع خاص را به شیوه‌ای نظام‌مند و علمی فراروی پژوهشگران قرار می‌دهند، گسترش روز افزونی یافته است (از کیا و توکلی، ۱۳۸۵). یکی از روش‌هایی که به منظور بررسی، ترکیب و مفهوم سازی محتوای علمی معرفی و مورد توجه قرار گرفته است، رویکرد پژوهشی فراتحلیل می‌باشد. فراتحلیل یکی از ابعاد فرامطالعه است که به بررسی واکاوانه در یافته‌های پژوهش‌های گذشته در رابطه با موضوع پژوهش می‌پردازد (استیرلینگ، ۲۰۰۱). در این پژوهش که یک پژوهش ترکیبی است، در بخش کیفی از فراتحلیل استفاده می‌شود. فراتحلیل شامل گام‌هایی برای رسیدن به مؤلفه‌ها و شاخص‌های می‌باشد که شاید مهمترین این گام‌ها، مراحل ۷ گانه سندلوسکی و باروس (آندریل و همکاران ۲۰۰۹، ۲۰۰۹) باشد که طیفی از شناخت ریشه اصلی مسئله در قالب تدوین سوال پژوهش تا ارائه مدلی مشخص براساس شناسایی مؤلفه‌ها و شاخص‌ها از نتایج پژوهش‌های گذشته را در بر می‌گیرد. به منظور انجام فراتحلیل ابتدا از طریق بانک‌های اطلاعاتی و مراجع

پژوهشی همچون جهاد دانشگاهی (SID) در ایران؛ پایگاه نشریات کشور (MLGIRLN) ایران؛ مرکز پژوهش‌های علوم رایانه‌ای اسلامی (NOORSOFR) ایران؛ مرجع بین‌المللی مقالات روز دنیا (Sciencedirect)؛ مرجع امرالد (EmerLldinsight) و مرجع (OnlineLierLry)، طبق فرآیند مشخص زیر، تعداد کل پژوهش‌های معتبر و قابل اتکا در این پژوهش مشخص گردیدند. به عبارت دیگر به منظور یافتن مقاله‌ها و پژوهش‌های مشابه و با استفاده از پایگاه‌ها و مراجع پژوهشی فوق، اقدام به شناسایی پژوهش‌های مرتبط با هدف پژوهش شد.



شکل (۱) فرآیند تعیین پژوهش‌ها و مقالات مناسب جهت شناسایی مؤلفه‌ها و شاخص‌ها

همانطور که مشاهده می‌شود، تعداد ۳۳ پژوهش مورد تأیید محتوایی قرار گرفتند که در گام بعدی می‌بایست، براساس رویکرد استرلینگ (۲۰۰۱) اقدام به دسته‌بندی و تفکیک مضامین در قالب مؤلفه‌ها و گزاره‌های مرتبط به موضوع پژوهش نمود. براساس این روش ابتدا ۳۱ پژوهش تأیید شده از طریق ۱۰ معیار روش ارزیابی انتقادی ۳۱ شامل اهداف تحقیق، منطق روش تحقیق، طرح تحقیق، نمونه‌برداری، جمع‌آوری داده‌ها، انعکاس‌پذیری، دقت تجزیه و تحلیل، بیان تئوریک و شفاف یافته‌ها و ارزش تحقیق به کمک ۱۹ نفر از اعضای پانل پژوهش مجدداً برای رسیدن به درک منسجم‌تر از نظر ماهیت پژوهش مورد برآزش

قرار می گیرند. این روش یک ابزار ۱۰-۵۰ امتیازی است که هر مشارکت کننده به هریک از ۱۰ معیار یاد شده عددی بین ۱ تا ۵ می دهد. عدد ۱ کمترین امتیاز و عدد ۵ بیشترین امتیاز می باشد. براساس مجموع امتیازهای داده شده، پژوهش هایی که امتیازی زیر ۳۰ را کسب نمایند، برحسب دستورالعمل تحلیل ارزیابی انتقادی (کشاورز و همکاران ۱۳۹۶) از ادامه بررسی حذف می شوند و پژوهش هایی که تأیید شدند وارد مرحله تعیین مؤلفه های پژوهش و سپس شاخص های پژوهش می شوند. این برنامه، شاخصی است که به پژوهشگر کمک می کند تا دقت، اعتبار و اهمیت مطالعه های کیفی پژوهش را مشخص کند.

جدول (۲): ارزیابی انتقادی پژوهش های شناسایی شده

معیارهای ارزیابی انتقادی مقاله ها	اهداف پژوهش	منطق پژوهش	طرح پژوهش	نمونه برداری	جمع آوری داده ها	انعکاس پذیری	ملاحظات اخلاقی	دقت تجزیه و تحلیل	شفافیت بیان تئوریک	ارزش پژوهش	جمع
چانگ و یانگ ^۱ (۲۰۱۹)	۴	۴	۳	۳	۳	۳	۳	۵	۴	۴	۳۶
ناداود و همکاران ^۲ (۲۰۱۹)	۴	۴	۴	۴	۴	۴	۴	۴	۴	۴	۴۰
سینزگلو و گراس ^۳ (۲۰۱۸)	۲	۳	۴	۵	۵	۵	۴	۵	۴	۴	۴۱
بلاو و همکاران ^۴ (۲۰۱۸)	۳	۵	۳	۳	۵	۴	۵	۵	۵	۴	۴۲
آلداتماز و همکاران ^۵ (۲۰۱۸)	۴	۳	۳	۴	۴	۴	۴	۴	۴	۴	۳۸
تانگ و یان ^۶ (۲۰۱۷)	۳	۴	۵	۴	۴	۴	۴	۵	۴	۴	۳۶
لیکاس و مولنار ^۷ (۲۰۱۷)	۴	۴	۴	۴	۴	۴	۴	۴	۳	۴	۳۹
آپیرگیس و ولویوتیس ^۸ (۲۰۱۵)	۲	۲	۲	۳	۲	۳	۲	۳	۱	۳	۲۰
موکیتانتو ^۹ (۲۰۱۵)	۴	۴	۳	۳	۴	۳	۳	۴	۳	۴	۳۵
نوروایسینی و استانکویسینی ^{۱۰} (۲۰۱۴)	۳	۳	۳	۳	۴	۴	۳	۳	۴	۴	۳۴
آلنایف ^{۱۱} (۲۰۱۴)	۲	۲	۱	۱	۳	۲	۳	۳	۳	۳	۲۳
بناچاریا و همکاران ^{۱۲} (۲۰۱۱)	۳	۴	۵	۴	۴	۴	۴	۵	۴	۵	۴۴

1. Chang & Young
2. Nadauld et al
3. Cenesizoglu & Grass
4. Blau et al
5. Aldatmaz et al
6. Tang & Yan
7. Lyocsa & Molnar
8. Apergis & Voliotis
9. Mukityanto
10. Norvaisiene & Stankeviciene
11. Alnaif
12. Bhattacharya et al

معیارهای ارزیابی انتقادی مقاله‌ها	اهداف پژوهش	مطلق روش پژوهش	طرح پژوهش	نمونه برداری	جمع‌آوری داده‌ها	انعکاس‌پذیری	ملاحظات اخلاقی	دقت تجزیه و تحلیل	شفافیت بیان نتایج	ارزش پژوهش	جمع
کلور ^۱ (۲۰۰۹)	۳	۴	۳	۳	۳	۴	۴	۳	۴	۴	۳۵
چنگ ^۲ (۲۰۰۷)	۴	۴	۴	۳	۴	۳	۳	۳	۳	۳	۳۴
گرگیتی سانسورن و جامرئورنو آنک ^۳ (۲۰۰۶)	۴	۳	۴	۳	۳	۴	۳	۳	۴	۴	۳۵
آمیهاد و مندلسون ^۴ (۲۰۰۶)	۳	۴	۳	۳	۳	۳	۳	۳	۴	۴	۳۳
آسیو گلو و همکاران ^۵ (۲۰۰۵)	۳	۳	۳	۳	۳	۴	۳	۳	۳	۳	۳۱
دی ^۶ (۲۰۰۵)	۳	۳	۲	۱	۱	۳	۳	۱	۱	۲	۲۰
لاکر و ریچاردسون ^۷ (۲۰۰۴)	۳	۳	۴	۴	۴	۳	۴	۳	۳	۴	۳۵
کلاسنس و همکاران ^۸ (۲۰۰۳)	۴	۳	۴	۴	۴	۴	۴	۴	۵	۳	۳۹
دنيس و استریکلند ^۹ (۲۰۰۳)	۴	۴	۳	۴	۴	۴	۳	۴	۳	۴	۳۷
کلارک و شاستری ^{۱۰} (۲۰۰۱)	۴	۴	۴	۴	۴	۴	۴	۵	۴	۵	۴۲
نیل و وایتلی ^{۱۱} (۱۹۹۸)	۳	۴	۴	۴	۴	۴	۴	۴	۴	۴	۳۹
چاوشی نجف‌آبادی (۱۳۹۸)	۴	۴	۴	۳	۳	۳	۵	۳	۴	۴	۳۷
نیک‌نفس و یگانه (۱۳۹۸)	۱	۱	۲	۱	۳	۳	۳	۲	۱	۱	۱۸
جعفری سرشت و همکاران (۱۳۹۶)	۳	۳	۲	۳	۳	۴	۳	۴	۴	۴	۳۳
ابراهیمی و فرنقی (۱۳۹۵)	۴	۴	۴	۳	۵	۴	۴	۴	۴	۴	۴۰
زمانی و فغانی‌کندری (۱۳۹۵)	۳	۳	۳	۳	۴	۴	۴	۳	۴	۳	۳۱
باطنی و همکاران (۱۳۹۲)	۳	۳	۳	۳	۳	۴	۳	۳	۳	۳	۳۱
احمدپور و باغبان (۱۳۹۳)	۲	۲	۲	۲	۱	۲	۳	۲	۲	۱	۱۹
نمازی و همکاران (۱۳۸۸)	۴	۴	۳	۴	۳	۳	۴	۴	۴	۴	۳۷
یحیی‌زاده‌فر و خرم‌مدین (۱۳۸۷)	۳	۲	۳	۲	۲	۲	۱	۲	۱	۲	۲۰
احمدپور و رسانیان (۱۳۸۶)	۴	۴	۴	۳	۴	۳	۳	۴	۳	۳	۳۵

1. Collver
2. Cheng
3. Gorkitiisunthorn & Jumreornvong
4. Amihud and Mendelson
5. Ascioglu et al
6. Dey
7. acker & Richardson
8. Claessens et al
9. Dennis & Strickland
10. Clarke & Shastri
11. Neal & Wheatley

باتوجه به توضیحاتی داده شده و باتوجه به امتیاز زیر ۳۰، شش پژوهش آپرگیس و ولویوتیس (۲۰۱۵)؛ آلتایف (۲۰۱۴)؛ دی (۲۰۰۵)؛ نیک نفیس و یگانه (۱۳۹۸)؛ احمدپور و باغبان (۱۳۹۳) و یحیی زاده فر و خرم‌دین (۱۳۸۷) حذف شدند و سایر پژوهش‌های مورد تأیید در گام بعدی به منظور تعیین مؤلفه‌های پژوهش مورد استفاده قرار می‌گیرند. در این مرحله براساس الگویی که طبق جدول زیر طراحی شده است، کلیه مؤلفه‌های مورد بررسی پژوهش‌های تأیید شده در ستون جدول (۳) آورده شده است و در هر سطر پژوهش‌های تأیید شده قرار گرفته است. مؤلفه‌ای که بیشترین فراوانی را براساس نصف پژوهش‌های تأیید شده کسب نموده باشد، به عنوان مؤلفه‌های پژوهش تعیین می‌شود.

جدول (۳): تعیین مؤلفه‌های اصلی پژوهش

ویژگی‌های حاکمیتی	ویژگی‌های فرهنگی	عوامل رفتاری	ویژگی‌های سیاسی	مالکیت خانوادگی	فرزیندهای اجرای سفارش	ویژگی‌های عملیاتی	روش‌های حمایتی	ساختار هیئت مدیره
-	-	✓	-	✓	-	-	-	✓
-	-	✓	-	-	-	-	-	✓
-	-	✓	-	-	-	✓	-	-
✓	-	✓	-	-	-	✓	-	-
-	✓	-	✓	✓	-	✓	-	-
-	-	✓	-	-	-	✓	-	-
-	-	✓	-	✓	-	✓	-	-
-	✓	-	-	✓	-	-	✓	-
-	✓	-	✓	✓	-	✓	-	-
✓	✓	-	-	-	-	✓	-	✓
✓	-	✓	✓	-	-	✓	-	-
-	✓	✓	-	-	-	✓	✓	-
-	✓	-	✓	-	✓	-	-	-

چانگ و یانگ (۲۰۱۹)

نادانولد و همکاران (۲۰۱۹)

سنیزگلو و گراس (۲۰۱۸)

بلانو و همکاران (۲۰۱۸)

آلدا تماز و همکاران (۲۰۱۸)

تانگ و یان (۲۰۱۷)

لیکاس و مولنار (۲۰۱۷)

موکینیاتو (۲۰۱۵)

نورواپسینی و استانکویسینی (۲۰۱۴)

بتاچاریا و همکاران (۲۰۱۱)

کلور (۲۰۰۹)

چنگ (۲۰۰۷)

گرگیتی سانسورن و جامرنورنوآنگ (۲۰۰۶)

همانطور که مشاهده می‌شود، سه مؤلفه کلی ویژگی‌های شرکت، رفتاری و فنی بیشترین فراوانی را تحت عناوین مفهومی و تخصصی در پژوهش‌های تأیید شده آوردند. نکته حائز اهمیت این است، ممکن است برخی از مؤلفه‌های قرار گرفته در ستون از منظر مفهومی نقش مهمی در نقدشوندگی داشته باشد، اما ممکن است به دلیل کلان نبودن آن به عنوان یک مؤلفه اصلی امتیاز نیاورده باشد و در قالب گزاره آورده شده باشد. لذا باتوجه به مجموع امتیاز

توزیع‌های بدست آمده اقدام به تعیین گزاره‌های پژوهش می‌شود. جدول (۴) گزاره‌های پژوهش را در قالب چک لیست ۷ گزینه‌ای برای ورود به مرحله تحلیل دلفی نشان می‌دهد.

جدول (۴): تعیین گزاره‌های پژوهش در قالب چک لیست ۷ گزینه‌ای

مؤلفه‌ها	گزاره‌ها	۱	۲	۳	۴	۵	۶	۷
مکانیزم‌های عملیاتی (فی)	افزایش حجم معاملات از طریق متعادل کردن قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام							
	افزایش تعداد دفعات انجام معاملات							
	افزایش حجم پولی معاملات سهام							
	کاهش هزینه‌های انتخاب نادرست از طریق تقارن‌سازی اطلاعات							
	افزایش گردش سهام از طریق بازارگردان‌ها							
	افزایش درصد روزهای انجام معامله در طول سال از طریق بازارگردان‌ها							
	افزایش قابلیت نقدینگی دارایی‌های واقعی مثل حساب‌های دریافتی و موجودی کالا							
	افزایش سطح کیفیت سود							
	تقویت انگیزه روانی سرمایه‌گذاران از طریق افزایش بازده مجموع دارایی‌ها							
	انتخاب ترکیب هیئت‌مدیره منسجم							
مکانیزم‌های ساختاری راهبردی	کاهش نفوذ تمرکز بالای مالکیت خانوادگی در هیئت‌مدیره							
	تجدید ساختار مالکیت هرمی							
	افزایش اثر مثبت تجزیه سهام از طریق متعادل‌سازی نسبت مالکیت سهام نگهداری شده توسط افراد داخل شرکت							
	انتخاب حسابرس با کیفیت							
	افزایش سطح نظارت‌های اثربخش بر تصمیم‌های مدیریت							
	انسجام بخشیدن کنترل‌های داخلی از طریق ایجاد استقلال حسابرسان داخلی							
	کاهش دوگانگی وظیفه‌ای مدیرعامل							
	انتخاب سهام براساس افق سرمایه‌گذاری							
	متعادل‌سازی بازده مورد انتظار براساس هزینه سرمایه							
	بکارگیری مشاوره‌های تخصصی به منظور مدت زمان نگهداری سهام							
مکانیزم‌های معاملاتی سرمایه‌گذاران/بازار	ناشناخته ماندن هویت معامله‌گران							
	ناشناخته بودن سفارش به قیمت معین							
	شناخت بازار و صنعت موردنظر							
	داشتن دانش تخصصی جهت انتخاب سهام							
	ارتقای توانایی سرمایه‌گذاری در تبدیل دارایی‌های مالی به وجه نقد، در قیمتی مشابه قیمت آخرین معامله							

تحلیل دلفی

تحلیل دلفی یک تکنیک تصمیم‌گیری براساس نظر خبرگان می‌باشد که طی چند مرحله به صورت رفت و برگشتی برای رسیدن به نقطه اشباع تئوریک می‌باشد. نقطه‌ای که قابلیت اتکای مضامین شناسایی شده مورد تأیید قرار گرفته است. براین اساس در این مرحله از تحلیل با کمک دو معیار میانگین و ضریب توافق اقدام به انجام تحلیل دلفی می‌شود. جدول (۵) تحلیل دلفی گزاره‌های شناسایی شده را نشان می‌دهد:

جدول (۵): تحلیل دور اول دلفی گزاره‌های شناسایی شده

مؤلفه‌ها	ضریب توافق	میانگین	گزاره‌ها	ضریب توافق	میانگین	نتیجه
مکانیزم‌های عملیاتی (فنی)	۰/۹۰	۶	افزایش حجم معاملات از طریق متعادل کردن قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام	۰/۵۰	۴	ادغام
			افزایش حجم پولی معاملات سهام	۰/۷	۵	تأیید
			افزایش تعداد دفعات انجام معاملات	۰/۷۵	۵/۱۰	حذف
			کاهش هزینه‌های انتخاب نادرست از طریق تقارن‌سازی اطلاعات	۰/۴۰	۴	حذف
			افزایش گردش سهام از طریق بازارگردان‌ها	۰/۴۰	۴	تأیید
			افزایش درصد روزه‌های انجام معامله در طول سال از طریق بازارگردان‌ها	۰/۷	۵	تأیید
			افزایش قابلیت نقدینگی دارایی‌های واقعی مثل حساب‌های دریافتی و موجودی کالا	۰/۷۵	۵	تأیید
			افزایش سطح کیفیت سود	۰/۸۰	۵/۲۰	تأیید
			تقویت انگیزه روانی سرمایه‌گذاران از طریق افزایش بازده مجموع دارایی‌ها	۰/۴۵	۴	حذف
			انتخاب ترکیب هیئت‌مدیره منسجم	۰/۷۵	۵/۱۰	تأیید
مکانیزم‌های ساختاری (راهبردی)	۰/۷۵	۵/۲۰	کاهش نفوذ تمرکز بالای مالکیت خانوادگی در هیئت‌مدیره	۰/۸	۵/۲۰	تأیید
			تجدید ساختار مالکیت هرمی	۰/۲۵	۳	حذف
			افزایش اثر مثبت تجزیه سهام از طریق متعادل‌سازی نسبت مالکیت سهام نگهداری شده توسط افراد داخل شرکت	۰/۷۰	۵	تأیید
			انتخاب حسابرس با کیفیت	۰/۴۰	۴	حذف
			افزایش سطح نظارت‌های اثربخش بر تصمیم‌های مدیریت	۰/۲۵	۳	حذف
			انسجام بخشیدن کنترل‌های داخلی از طریق ایجاد استقلال حسابرسان داخلی	۰/۹۰	۶	تأیید
			کاهش دوگانگی وظیفه‌ای مدیرعامل	۰/۸۰	۵/۲۰	تأیید
			انتخاب سهام براساس افق سرمایه‌گذاری	۰/۷۵	۵/۱۰	تأیید
			متعادل‌سازی بازده مورد انتظار براساس هزینه سرمایه	۰/۷۰	۵	تأیید
			بکارگیری مشاوره‌های تخصصی به منظور مدت زمان نگهداری سهام	۰/۳۵	۳/۲۰	حذف
مکانیزم‌های معاملاتی سرمایه‌گذاران (بازار)	۰/۹۰	۶	ناشناخته ماندن هویت معامله‌گران	۰/۷۵	۵/۱۰	تأیید
			ناشناخته بودن سفارش به قیمت معین	۰/۸	۵/۲۰	تأیید
			شناخت بازار و صنعت موردنظر	۰/۸	۵/۲۰	تأیید
			داشتن دانش تخصصی جهت انتخاب سهام	۰/۷۰	۵	تأیید
			ارتقای توانایی سرمایه‌گذاری در تبدیل دارایی‌های مالی به وجه نقد، در قیمتی مشابه قیمت آخرین معامله	۰/۳۰	۳	حذف

همانطور که در جدول فوق مشاهده می‌شود، دو معیار ضریب توافق و میانگین تعیین کننده حذف یا تأیید شاخص مورد نظر می‌باشند. در این رابطه باید بیان نمود باتوجه به اینکه مقیاس امتیازی ۷ گزینه ای بود، شاخص هایی که میانگین ۵ و بالاتر از ۵ را کسب نمودند و شاخص هایی که ضریب توافقی بالاتر از حد مطلوب ۰/۵۰ کسب کرده باشند، مورد تأیید هستند. براین اساس باتوجه به نتایج جدول (۵) براساس دو معیار میانگین و ضریب توافق مشخص گردید ۸ شاخص زیر حذف شدند:

۱. کاهش هزینه‌های انتخاب نادرست از طریق تقارن‌سازی اطلاعات
 ۲. افزایش گردش سهام از طریق بازارگردان‌ها
 ۳. تقویت انگیزه روانی سرمایه‌گذاران از طریق افزایش بازده مجموع دارایی‌ها
 ۴. تجدید ساختار مالکیت هرمی
 ۵. انتخاب حسابرسان با کیفیت
 ۶. افزایش سطح نظارت‌های اثربخش بر تصمیم‌های مدیریت
 ۷. بکارگیری مشاوره‌های تخصصی به منظور مدت زمان نگهداری سهام
 ۸. ارتقای توانایی سرمایه‌گذاری در تبدیل دارایی‌های مالی به وجه نقد، در قیمتی مشابه قیمت آخرین معامله
- همچنین باتوجه به نتایج بدست آمده دو شاخص: افزایش حجم معاملات از طریق متعادل کردن قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام و افزایش حجم پولی معاملات سهام باهم ادغام شدند، چراکه براساس امتیازهای حد مرزی که کسب نمودند و باتوجه به مفاهیم نزدیکی که داشتند، براساس صلاحدید محققان باهم ادغام شدند. حال به منظور رسیدن به کفایت نظری مجدداً شاخص‌های حذف شده را از چک لیست خارج و طبق هماهنگی‌های به عمل آمده چک لیست‌های امتیازی را بین اعضای پانل توزیع می‌شود. در این بخش تلاش می‌گردد تا به کفایت نظری دست یافته شود.

باتوجه به نتایج کسب شده مشخص گردید تمامی شاخص‌ها مورد تأیید قرار گرفتند و کفایت نظری ایجاد شده است. لذا باتوجه به نتیجه بدست آمده به منظور انجام تحلیل در بخش

کمی، ۱۶ شاخص‌های تأیید شده در قالب تحلیل ساختاری تفسیری فراگیر مورد بررسی قرار می‌گیرند.

جدول (۶): دور دوم تحلیل دلفی

مؤلفه‌ها	گزاره‌ها	ضریب توافق	میانگین	نتیجه
مکانیزم‌های عملیاتی (فنی)	افزایش حجم پولی معاملات سهام از طریق متعادل کردن قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام	۰/۸۰	۵/۲۰	تأیید
	افزایش تعداد دفعات انجام معاملات	۰/۸۰	۵/۲۰	تأیید
	افزایش درصد روزهای انجام معامله در طول سال از طریق بازارگردان‌ها	۰/۷	۵	تأیید
	افزایش قابلیت نقدینگی دارایی‌های واقعی مثل حساب‌های دریافتی و موجودی کالا	۰/۸۰	۵/۲۰	تأیید
	افزایش سطح کیفیت سود	۰/۹۰	۶	تأیید
مکانیزم‌های ساختاری/راهبری	انتخاب ترکیب هیئت‌مدیره منسجم	۰/۷۵	۵/۱۰	تأیید
	کاهش نفوذ تمرکز بالای مالکیت خانوادگی در هیئت‌مدیره	۰/۸	۵/۲۰	تأیید
	افزایش اثر مثبت تجزیه سهام از طریق متعادل‌سازی نسبت مالکیت سهام نگهداری شده توسط افراد داخل شرکت	۰/۷۵	۵/۱۰	تأیید
	انسجام بخشیدن کنترل‌های داخلی از طریق ایجاد استقلال حساب‌رسان داخلی	۰/۹۰	۶	تأیید
	کاهش دوگانگی وظیفه‌ای مدیرعامل	۰/۸۰	۵/۲۰	تأیید
مکانیزم‌های معاملاتی سرمایه‌گذاران/وفاتر	انتخاب سهام براساس افق سرمایه‌گذاری	۰/۷۵	۵/۱۰	تأیید
	متعادل‌سازی بازده مورد انتظار براساس هزینه سرمایه	۰/۸۰	۵/۲۰	تأیید
	ناشناخته ماندن هویت معامله‌گران	۰/۸۰	۵/۲۰	تأیید
	ناشناخته بودن سفارش به قیمت معین	۰/۹۰	۶	تأیید
	شناخت بازار و صنعت موردنظر	۰/۷۵	۵/۱۰	تأیید
	داشتن دانش تخصصی جهت انتخاب سهام	۰/۸۰	۵/۲۰	تأیید

تحلیل تفسیری ساختاری فراگیر

این تحلیل یک تحلیل سلسله مراتبی پیشرفته است که براساس گزاره‌های تأیید شده بخش کیفی، در قالب پرسشنامه‌های ماتریسی توسط مشارکت کنندگان بخش کمی انجام می‌شود. روش تفسیری ساختاری فراگیر یک روش تحلیل جامع است که ضمن بررسی ارتباط عمودی و افقی، ارتباط مورب بین گزاره‌ها را بررسی می‌نماید. براین اساس ابتدا می‌بایست گزاره‌های تأیید شده را کدگذاری نمود:

جدول (۷): تعیین کدهای اختصاری برای تحلیل ماتریسی

کدها	گزاره‌ها
L1	افزایش حجم پولی معاملات سهام از طریق متعادل کردن قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام
L2	افزایش تعداد دفعات انجام معاملات
L3	افزایش درصد روزهای انجام معامله در طول سال از طریق بازارگردان‌ها
L4	افزایش قابلیت نقدینگی دارایی‌های واقعی مثل حساب‌های دریافتی و موجودی کالا
L5	افزایش سطح کیفیت سود
L6	انتخاب ترکیب هیئت‌مدیره منسجم
L7	کاهش نفوذ تمرکز بالای مالکیت خانوادگی در هیئت‌مدیره
L8	افزایش اثر مثبت تجزیه سهام از طریق متعادل‌سازی نسبت مالکیت سهام نگهداری شده توسط افراد داخل شرکت
L9	انسجام بخشیدن کنترل‌های داخلی از طریق ایجاد استقلال حساب‌برسان داخلی
L10	کاهش دوگانگی وظیفه‌ای مدیرعامل
L11	انتخاب سهام براساس افق سرمایه‌گذاری
L12	متعادل‌سازی بازده مورد انتظار براساس هزینه سرمایه
L13	ناشناخته ماندن هویت معامله‌گران
L14	ناشناخته بودن سفارش به قیمت معین
L15	شناخت بازار و صنعت موردنظر
L16	داشتن دانش تخصصی جهت انتخاب سهام

باتوجه به کدهای تعریف شده و باتوجه به دستورالعمل این تحلیل، به منظور ارتقای تحلیل ساختاری تفسیری به تحلیل ساختاری تفسیری فراگیر می‌بایست به طور کامل هر مقایسه زوجی را با پاسخ به سوال تفسیری ذکر شده در گام قبلی تفسیر نمود. برای مقایسه‌های زوجی i امین شاخص به صورت دو به دو با تمام عناصر از $(i + 1)$ ام تا n ام مقایسه می‌گردد. برای هر ارتباط پاسخ بله «Y» یا خیر «N» داده شده و در صورت پاسخ مثبت، دلیل آن بیان می‌گردد. اما اگر پاسخ خیر «N» باشد، باید در مورد جفت متغیرهای مورد نظر مشارکت کنندگان باید اظهار نظر نمایند.

جدول (۸): مقایسه زوجی بین گزاره ها براساس فرم ماتریس

شماره	مقایسه زوجی	Yes/No	شرح چگونگی تأثیر
			$L1 \square \square$ افزایش حجم پولی معاملات سهام از طریق متعادل کردن قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام
۱	$L1 - L2$	☒ Yes ☐ No	متعادل کردن قیمت پیشنهادی خرید و فروش باعث افزایش تعداد دفعات انجام معامله می شود
۲	$L2 - L1$	Yes ☐ No ☒	
۳	$L1 - L3$	☐ Yes ☐ No	
۴	$L3 - L1$	Yes ☐ No ☒	
۵	$L1 - L4$	Yes ☒ No ☐	متعادل کردن قیمت پیشنهادی خرید و فروش باعث افزایش قابلیت نقدینگی دارایی های واقعی می شود
۶	$L4 - L1$	Yes ☐ No ☒	
۷	$L1 - L5$	Yes ☐ No ☒	کیفیت سود منجر به افزایش حجم پول جهت متعادل سازی قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام می شود
۸	$L5 - L1$	Yes ☒ No ☐	
۹	$L1 - L6$	Yes ☐ No ☒	
۱۰	$L6 - L1$	Yes ☐ No ☒	
۱۱	$L1 - L7$	Yes ☐ No ☒	
۱۲	$L7 - L1$	Yes ☐ No ☒	
۱۳	$L1 - L8$	Yes ☐ No ☒	
۱۴	$L8 - L1$	Yes ☐ No ☒	
۱۵	$L1 - L9$	Yes ☐ No ☒	
۱۶	$L9 - L1$	Yes ☐ No ☒	
۱۷	$L1 - L10$	Yes ☐ No ☒	
۱۸	$L10 - L1$	Yes ☐ No ☒	
۱۹	$L1 - L11$	Yes ☒ No ☐	متعادل کردن قیمت پیشنهادی خرید و فروش با افق سرمایه گذاری سهامداران کمک می کند
۲۰	$L11 - L1$	Yes ☐ No ☒	
۲۱	$L1 - L12$	Yes ☐ No ☒	
۲۲	$L12 - L1$	Yes ☐ No ☒	
۲۳	$L1 - L13$	Yes ☐ No ☒	
۲۴	$L13 - L1$	Yes ☐ No ☒	
۲۵	$L1 - L14$	Yes ☐ No ☒	
۲۶	$L14 - L1$	Yes ☐ No ☒	
۲۷	$L1 - L15$	Yes ☐ No ☒	
۲۸	$L15 - L1$	Yes ☐ No ☒	
۲۹	$L1 - L16$	Yes ☐ No ☒	
۳۰	$L16 - L1$	Yes ☐ No ☒	

نکته: باتوجه به محدودیت صفحات مقاله، تنها گزیده‌ای از مقایسه‌های زوجی در این بخش قرار گرفت.

به منظور تشکیل ماتریس خودتعاملی ساختاری «SSIM» مقایسه‌های زوجی درایتِ خردمندانه‌ی حسابرس در قضاوت حرفه‌ای در جدول (۱۲) ارائه شده است. برای مقایسه‌های زوجی i امین شاخص به صورت دو به دو با تمام عناصر از $(i + 1)$ ام تا n ام مقایسه گردیدند. برای هر ارتباط پاسخ بله «Y» یا خیر «N» داده شده و در صورت پاسخ مثبت، دلیل آن بیان می‌گردد. در اینصورت منطق تفسیری روابط زوجی به فرم پایه علمی منطقی تفسیری ارائه شده است. در این مرحله روابط به صورت ماتریس دستیابی ۳۹ به صورت «۱-» یا «۰» وارد می‌شوند که در جدول (۹) ارائه شده‌اند. طبق جدول (۹) خانه‌هایی که گزینه «Y» دارند، عدد ۱ و خانه‌هایی که گزینه «N» دارند عدد ۰ قرار داده می‌شود. در واقع، این ماتریس از تبدیل ماتریس خود تعاملی ساختاری به یک ماتریس دو ارزشی صفر و یک بدست می‌آید.

جدول (۹): ماتریس دستیابی

شاخص‌ها	L1	L2	L3	L4	L5	L6	L7	L8	L9	L10	L11	L12	L13	L14	L15	L16
L1	۱	۰	۱	۰	۱	۰	۱	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۱
L2	۱	۱	۱	۱	۱	۱	۱	۱	۱	۱	۱	۱	۱	۱	۱	۱
L3	۰	۰	۱	۰	۱	۰	۰	۰	۰	۰	۱	۰	۱	۰	۰	۱
L4	۱	۰	۱	۱	۱	۰	۱	۱	۱	۱	۱	۱	۰	۰	۰	۱
L5	۰	۰	۰	۰	۱	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰
L6	۰	۰	۰	۰	۱	۱	۰	۰	۱	۰	۰	۰	۰	۱	۰	۱
L7	۱	۰	۱	۰	۱	۰	۱	۰	۱	۰	۰	۰	۱	۰	۰	۱
L8	۰	۰	۰	۱	۱	۰	۰	۱	۱	۱	۰	۰	۰	۰	۰	۱
L9	۰	۰	۰	۰	۱	۰	۰	۰	۱	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۱
L10	۰	۰	۰	۰	۱	۱	۰	۰	۰	۱	۰	۰	۱	۱	۰	۱
L11	۰	۰	۰	۰	۱	۰	۰	۰	۱	۰	۱	۰	۰	۱	۰	۱
L12	۱	۰	۰	۱	۱	۰	۰	۰	۱	۰	۰	۱	۱	۰	۰	۱
L13	۰	۰	۱	۰	۱	۰	۰	۰	۱	۰	۱	۰	۱	۰	۰	۱
L14	۰	۰	۰	۰	۱	۱	۰	۰	۱	۰	۱	۰	۰	۱	۰	۱
L15	۰	۰	۱	۰	۱	۰	۰	۰	۰	۰	۱	۰	۰	۰	۱	۱
L16	۰	۰	۰	۰	۱	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۱

در ادامه در این مرحله اقدام به تشکیل امتیازها براساس تعامل شاخص‌های مقایسه شده جهت تشکیل ماتریس دستیابی متعامل می‌شود.

جدول (۱۰): ماتریس دستیابی از نظر میزان انتقال پذیری ارتباط بین گزاره ها

شاخص ها	L1	L2	L3	L4	L5	L6	L7	L8	L9	L10	L11	L12	L13	L14	L15	L16	قدرت نفوذ
L1	۱	۰	۱	۰	۱	۰	۱	۰	۱*	۰	۱*	۰	۱*	۱*	۰	۱	۹
L2	۱	۱	۱	۱	۱	۱	۱	۱	۱	۱	۱	۱	۱	۱	۱	۱	۱۶
L3	۰	۰	۱	۰	۱	۰	۰	۰	۱*	۰	۱	۰	۱	۰	۰	۱	۶
L4	۱	۰	۱	۱	۱	۱*	۱	۱	۱	۱	۱	۱	۱*	۱*	۰	۱	۱۴
L5	۰	۰	۰	۰	۱	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۱
L6	۰	۰	۰	۰	۱	۱	۰	۰	۱	۰	۱*	۰	۰	۱	۰	۱	۶
L7	۱	۰	۱	۰	۱	۰	۱	۰	۱	۰	۱*	۰	۱	۱*	۰	۱	۹
L8	۱*	۰	۱*	۱	۱	۱*	۰	۱	۱	۱	۱*	۰	۱*	۰	۰	۱	۱۲
L9	۰	۰	۰	۰	۱	۰	۰	۰	۱	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۱	۳
L10	۰	۰	۰	۰	۱	۱	۰	۰	۱*	۱	۱*	۰	۱	۱	۰	۱	۸
L11	۰	۰	۰	۰	۱	۰	۰	۰	۱	۰	۱	۰	۰	۱	۰	۱	۵
L12	۱	۰	۱*	۱	۱	۱*	۰	۰	۱	۰	۱*	۱	۱	۰	۰	۱	۱۰
L13	۰	۰	۱	۰	۱	۱*	۰	۰	۱	۰	۱	۰	۱	۰	۰	۱	۷
L14	۰	۰	۰	۰	۱	۱	۰	۰	۱	۰	۱	۰	۰	۱	۰	۱	۶
L15	۰	۰	۱	۰	۱	۱*	۰	۰	۰	۰	۱	۰	۱*	۱*	۱	۱	۸
L16	۰	۰	۰	۰	۱	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۰	۱	۲
قدرت وابستگی	۶	۱	۹	۴	۱۶	۹	۵	۳	۱۳	۴	۱۳	۳	۹	۹	۲	۱۵	

* ارتباط انتقال پذیر بین شاخص ها

همانطور که در جدول فوق مشاهده می شود، نمادهای مفهومی اختصاص داده شده براساس شاخص مد، تبدیل به امتیاز ۰ و ۱ و ۱* با توجه به تعریف روابطه مفهومی به اعداد طبق جدول قبلی شده است. در جدول زیر قدرت نفوذ (امتیاز ۱ بدست آمده از سطر) و قدرت وابستگی (امتیاز ۱ بدست آمده از ستون) را مشخص نماییم:

جدول (۱۱): تفکیک نیروهای نفوذ و وابستگی

قدرت وابستگی	قدرت نفوذ	کدها	گزاره‌ها
۶	۹	L1	افزایش حجم پولی معاملات سهام از طریق متعادل کردن قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام
۱	۱۶	L2	افزایش تعداد دفعات انجام معاملات
۹	۶	L3	افزایش درصد روزهای انجام معامله در طول سال از طریق بازارگردان‌ها
۴	۱۴	L4	افزایش قابلیت نقدینگی دارایی‌های واقعی مثل حساب‌های دریافتی و موجودی کالا
۱۶	۱	L5	افزایش سطح کیفیت سود
۹	۶	L6	انتخاب ترکیب هیئت‌مدیره منسجم
۵	۹	L7	کاهش نفوذ تمرکز بالای مالکیت خانوادگی در هیئت‌مدیره
۳	۱۲	L8	افزایش اثر مثبت تجزیه سهام از طریق متعادل‌سازی نسبت مالکیت سهام نگهداری شده
۱۳	۳	L9	انسجام بخشیدن کنترل‌های داخلی از طریق ایجاد استقلال حساب‌رسان داخلی
۴	۸	L10	کاهش دوگانگی وظیفه‌ای مدیرعامل
۱۳	۵	L11	انتخاب سهام براساس افق سرمایه‌گذاری
۳	۱۰	L12	متعادل‌سازی بازده مورد انتظار براساس هزینه سرمایه
۹	۷	L13	ناشناخته ماندن هویت معامله‌گران
۹	۶	L14	ناشناخته بودن سفارش به قیمت معین
۲	۸	L15	شناخت بازار و صنعت موردنظر
۱۵	۲	L16	داشتن دانش تخصصی جهت انتخاب سهام

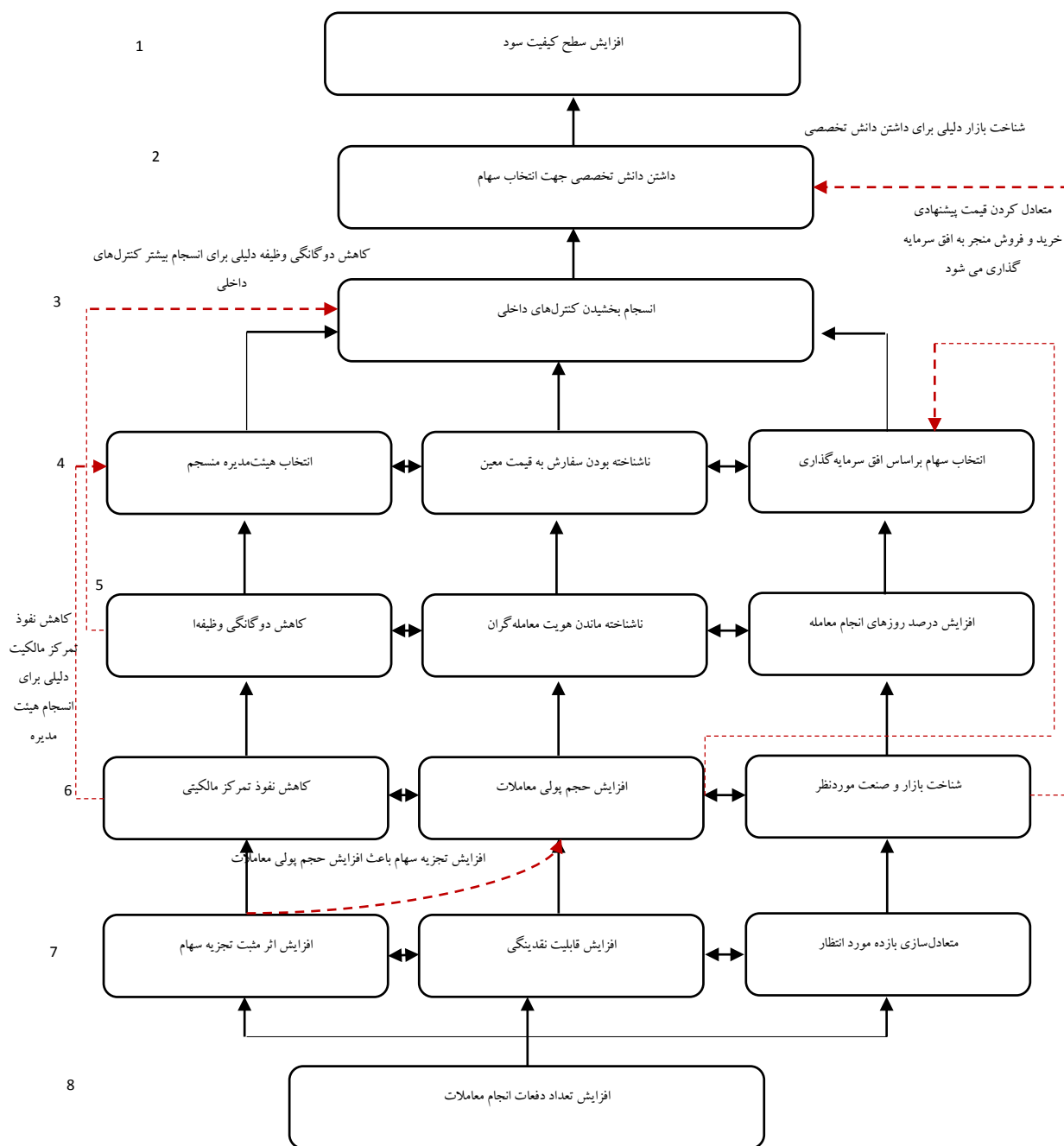
در ادامه به منظور تعیین روابط بین متغیرها ابتدا باید مجموعه خروجی، مجموعه ورودی و عناصر مشترک را شناسایی نمود. نمره تعیین سطح و اولویت متغیرها مجموعه دستیابی و مجموعه پیش نیاز برای هر متغیر تعیین می‌شود. مجموعه دستیابی هر متغیر شامل متغیرهایی می‌شود که از طریق این متغیر می‌توان به آنها رسید و مجموعه پیش نیاز شامل متغیرهایی می‌شود که بر طبق آن‌ها می‌توان به این متغیر رسید. سپس اشتراکات مجموعه دستیابی و پیش نیاز همه عوامل تعیین می‌شود و در صورت یکسان بودن مجموعه دستیابی با مجموعه اشتراک آن عامل (عوامل) به عنوان سطح اولویت در نظر گرفته می‌شود. سطح اشاره به لایه‌های طراحی شده‌ی مدل نهایی دارد. برای به دست آوردن سایر سطوح باید سطوح قبلی از ماتریس جدا گردند و فرآیند تکرار شود. پس از تعیین سطوح دوباره ماتریس دریافتی را به ترتیب سطوح مرتب کرده، ماتریس

جدید، ماتریس مخروطی نامیده می‌شود. به عبارت دیگر، پس از تعیین عناصر خروجی، عناصر ورودی و عناصر مشترک، شاخصی که عناصر خروجی و عناصر مشترک یکسانی دارند، به عنوان اولین سطح و کم‌اثرترین پیامد درونی نقدشوندگی سهام تعیین می‌شوند. پس از تعیین این سطح یعنی کم‌اثرترین سطح پیامدهای درونی، آن شاخص را حذف می‌کنیم و اقدام به بررسی شاخص‌های یکسان عناصر ورودی و مشترک می‌نماییم، و آن را به عنوان سطح بعدی انتخاب می‌کنیم. این عملیات تا آنجا تکرار می‌شود که اجزای تشکیل دهنده تمام سطوح سیستم مشخص شوند.

جدول (۱۲): مجموعه شاخص خروجی، ورودی و عناصر مشترک گزاره‌ها

اختصار	شاخص خروجی	شاخص ورودی	عناصر مشترک	سطح
A1	۱،۳،۵،۷،۹،۱۱،۱۳،۱۴،۱۶	۱،۲،۴،۷،۸،۱۲	۱،۷	VI
A2	۱،۲،۳،۴،۵،۶،۷،۸،۹،۱۰،۱۱،۱۲،۱۳،۱۴،۱۵،۱۶	۲	۲	VIII
A3	۳،۵،۹،۱۱،۱۳،۱۶	۱،۲،۳،۴،۷،۸،۱۲،۱۳،۱۵	۳،۱۳	V
A4	۱،۳،۴،۵،۶،۷،۸،۹،۱۰،۱۱،۱۲،۱۳،۱۴،۱۶	۲،۴،۸،۱۲	۴،۸،۱۲	VII
A5	۵	۱،۲،۳،۴،۵،۶،۷،۸،۹،۱۰،۱۱،۱۲،۱۳،۱۴،۱۵،۱۶	۵	I
A6	۵،۶،۹،۱۱،۱۴،۱۶	۲،۴،۶،۸،۱۰،۱۲،۱۳،۱۴،۱۵	۶،۱۴	IV
A7	۱،۳،۵،۶،۷،۸،۹،۱۱،۱۳،۱۶	۱،۲،۴،۷،۸	۱،۷	VI
A8	۱،۳،۴،۵،۶،۷،۸،۹،۱۰،۱۱،۱۳،۱۶	۲،۴،۸	۴،۸	VII
A9	۵،۶،۱۶	۱،۲،۳،۴،۶،۷،۸،۹،۱۰،۱۱،۱۲،۱۳،۱۴	۹	III
A10	۵،۶،۹،۱۰،۱۳،۱۴،۱۶	۲،۴،۸،۱۰	۱۰	VI
A11	۵،۹،۱۱،۱۴،۱۶	۱،۲،۳،۴،۶،۷،۸،۹،۱۰،۱۱،۱۲،۱۳،۱۴،۱۵	۱۱،۱۴	IV
A12	۱،۳،۴،۵،۶،۹،۱۱،۱۲،۱۳،۱۶	۲،۴،۱۲	۴،۱۲	VII
A13	۳،۵،۶،۹،۱۱،۱۳،۱۶	۱،۲،۳،۴،۷،۸،۹،۱۰،۱۲،۱۳،۱۵	۳،۱۳	V
A14	۵،۶،۹،۱۱،۱۴،۱۶	۱،۲،۴،۶،۷،۱۰،۱۱،۱۴،۱۵	۶،۱۱،۱۴	IV
A15	۳،۵،۶،۱۱،۱۳،۱۴،۱۵،۱۶	۲،۱۵	۱۵	VI
A16	۵،۱۶	۱،۲،۳،۴،۵،۶،۷،۸،۹،۱۰،۱۱،۱۲،۱۳،۱۴،۱۵،۱۶	۱۶	II

همانطور که نتایج مشخص ساخت، L5 یعنی گزاره افزایش سطح کیفیت سود به عنوان کم‌اثرترین معیار نقدشوندگی سهام و L2 افزایش تعداد دفعات انجام معاملات به عنوان تأثیرگذارترین گزاره مربوط به نقدشوندگی سهام در شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد.



شکل (۲): سطوح سلسله مراتبی تأثیرگذارترین گزاره‌های نقدشوندگی سهام

براساس شکل (۲) و تحلیل‌های ماتریس مخروطی مشخص شد، مجموع گزاره‌های نقدشوندگی سهام در بازار سرمایه شامل ۸ سطح از تأثیرگذارترین گزاره تا کم‌اثرترین گزاره می‌باشد که براساس آن، تأثیرگذارترین گزاره مربوط به نقدشوندگی سهام شرکت‌های بازار سرمایه، افزایش تعداد دفعات انجام معاملات (L2) به عنوان گزاره مؤلفه‌ی مکانیزم‌های عملیاتی (فنی) می‌باشد. همچنین براساس تحلیل‌ها مشخص شد کم‌اثرترین گزاره مربوط به نقدشوندگی سهام، گزاره افزایش کیفیت سود (L5) به عنوان گزاره‌ی مؤلفه مکانیزم‌های عملیاتی (فنی) می‌باشد. همچنین ارتباطات غیرمستقیم بین گزاره‌ها باخط چین نشان داده شده است که تأثیرگذارترین گزاره‌های غیرمستقیم در نقدشوندگی سهام، افزایش اثر مثبت تجزیه سهام از طریق متعادل‌سازی نسبت مالکیت سهام نگهداری شده توسط افراد داخل شرکت (L8) به عنوان گزاره مکانیزم‌های ساختاری/راهبری؛ افزایش حجم پولی معاملات سهام از طریق متعادل کردن قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام (L1) به عنوان گزاره مکانیزم‌های عملیاتی (فنی)؛ کاهش نفوذ تمرکز بالای مالکیت خانوادگی در هیئت‌مدیره (L7) به عنوان گزاره مکانیزم‌های ساختاری/راهبری؛ کاهش دوگانگی وظیفه‌ای مدیرعامل (L10) به عنوان گزاره مکانیزم‌های ساختاری/راهبری؛ شناخت بازار و صنعت موردنظر (L15) به عنوان گزاره مکانیزم‌های معاملاتی سرمایه‌گذاران می‌باشد که همانطور که مشخص است، در این بخش مکانیزم‌های ساختاری/راهبری بیشتری تأثیر را بر واسطه‌گری در نقدشوندگی سهام ایفا می‌نماید.

بحث و نتیجه‌گیری

یک دارایی هنگامی نقد محسوب می‌شود که بتواند با سرعت کم به وجه نقد تبدیل شود. این تعریف هم شامل دارایی‌های واقعی و هم شامل دارایی‌های مالی می‌شود. مفهوم اول نقدشوندگی، نقدشوندگی دارایی‌های واقعی شرکت است که طبق آن، یک شرکت نقدشونده محسوب می‌شود که اگر نسبت بالایی از دارایی‌های نقدی همچون وجوه نقد در ترازنامه خود داشته باشد. مفهوم دوم، نقدشوندگی سهام شرکت مورد معامله است. طبق این مفهوم یک شرکت در صورتی نقدشونده محسوب می‌شود که سهام آن از نقدشوندگی بالایی برخوردار باشد. نقدشوندگی دارایی‌های شرکت از طریق دارایی‌های واقعی آن در بازار تعیین می‌شود، در حالی که نقدشوندگی سهام آن، در بازارهای مالی تعیین‌پذیر است (موکینیان‌تو، ۲۰۱۵). نقدشوندگی سهام در بازارهای مالی را می‌توان قابلیت جذب روان سفارش‌های خرید و فروش

تعریف کرد. توانایی معامله سریع حجم بالایی از اوراق بهادار با هزینه پایین و تأثیر قیمتی کم را نیز می‌توان به عنوان تعریف نقدشوندگی در بازارهای مالی در نظر گرفت. تأثیر قیمتی کم به این معنی است که قیمت دارایی در فاصله میان سفارش تا خرید، تغییر چندانی نداشته باشد. با این تعریف نقدشوندگی در کنار بازدهی و ریسک از مهمترین عوامل تعیین کننده قیمت سهام یک شرکت (یا هر ابزار مالی دیگر) می‌باشد (ابراهیمی و فرنقی، ۱۳۹۵). در این پژوهش با توجه به اهمیت علل نقدشوندگی سهام در سطح بازار سرمایه تلاش گردید تا با ترکیب روش‌های کیفی و کمی، ضمن شناسایی گزاره‌های مربوط به نقدشوندگی سهام، تأثیرگذارترین این گزاره‌ها براساس تحلیل تفسیری/ساختاری فراگیر شناسایی شود. نتایج در بخش تحلیل فراترکیب و دلفی نشان داد، از مجموع ۳۳ پژوهش مورد بررسی خارجی و داخلی، ۲۵ گزاره در قالب سه مؤلفه مکانیزم‌های عملیاتی (فنی)؛ مکانیزم‌های ساختاری/راهبری و مکانیزم‌های معاملاتی سرمایه‌گذاران/رفتار شناسایی شدند که در طی دو مرحله تحلیل دلفی ۷ گزاره حذف و ۲ گزاره باهم ادغام شدند که در نهایت در مرحله دوم دلفی مجموعاً ۱۶ گزاره به کفایت نظری براساس مشارکت اعضای پانل، تأیید شدند. سپس در بخش تحلیل تفسیری/ساختاری فراگیر به واسطه مشارکت ۲۰ نفر از کارگزاران بورس اوراق بهادار و تحلیل گران بازار سرمایه از طریق پرسشنامه‌های ماتریسی، مجموع ۱۶ گزاره تأیید شده به عنوان معیارهای نقدشوندگی سهام، در ۸ سطح از کم اثرترین تا تأثیرگذارترین گزاره‌های مربوط به نقدشوندگی سهام اولویت بندی شدند. براساس نتایج در این بخش مشخص شد، افزایش تعداد دفعات انجام معاملات (L2) به عنوان گزاره مکانیزم‌های عملیاتی شرکت‌ها تأثیرگذارترین عامل نقدشوندگی سهام در بازار رقابتی است. در واقع افزایش حجم معاملات عامل محرکی برای پویایی در سرمایه‌گذاری در بازار سرمایه و اقتصاد یک کشور محسوب می‌شود، چراکه کارمزد و منافع همه سازمان‌های بازار سرمایه، براساس تعرفه‌های ناشی از حجم معاملات تعیین می‌شود و بیش از آنچه که از افزایش یا کاهش قیمت سهام سود ببرند از حجم مبادلات سود خواهند برد. در واقع افزایش حجم معاملات در نمودارها در بازه زمانی مشخص می‌تواند سطحی از تقاضا برای خرید سهام مزبور نشان دهد که با کنترل سطح عرضه می‌توان انتظار نقدشوندگی سهام را در آینده داشت. گرچه افزایش ناگهانی حجم معاملات می‌تواند ناشی از اخبار منفی باشد، اما تمرکز بر افزایش حجم نقدینگی به عنوان یک استراتژی عملیاتی می‌تواند پایداری در خرید و فروش سهام را به همراه داشته باشد و باعث ایجاد انگیزه‌های روانی مثبت در سطح بازار سرمایه

گردد. از طرف دیگر، در سطح تأثیرگذار بعدی مشخص شد سه گزاره‌ی افزایش اثر مثبت تجزیه سهام از طریق متعادل‌سازی نسبت مالکیت سهام نگهداری شده توسط افراد داخل شرکت (L8) به عنوان گزاره مکانیزم ساختاری/راهبری؛ افزایش قابلیت نقدینگی دارایی‌های واقعی مثل حساب‌های دریافتنی و موجودی کالا (L4) به عنوان گزاره مکانیزم‌های عملیاتی (فنی) و متعادل‌سازی بازده مورد انتظار براساس هزینه سرمایه (L12) به عنوان گزاره مکانیزم‌های معاملاتی سرمایه‌گذاران قرار گرفته است. در واقع افزایش اثر مثبت تجزیه سهام از طریق متعادل‌سازی نسبت مالکیت سهام نگهداری شده توسط افراد داخل شرکت، استراتژی است که از طریق کاهش نسبت بالای سهام نگهداری شده توسط افراد با مالکیت خاص همچون خانواده‌گی، تعداد سهام موجود برای سرمایه‌گذاران خرده فروش یا افراد بیرونی افزایش می‌دهد و این موضوع می‌تواند قابلیت‌های نقدشوندگی سهام را به واسطه تعدیل ساختارهای مالکیتی شرکت‌ها و انعطاف‌پذیری استراتژیک در برابر حفاظت از منافع سهامداران و سرمایه‌گذاران با بار روانی مثبت در سطح بازار همراه نماید و باعث پویایی بیشتر در نقدشوندگی سهام گردد. از طرف دیگر افزایش قابلیت نقدینگی دارایی‌های واقعی مثل حساب‌های دریافتنی و موجودی کالا باعث خواهد شد تا سطح قابل انتظارتری از نقدشوندگی سهام در سطح بازار سرمایه قابل پیش‌بینی باشد. در واقع، دارایی‌های نقدشونده همچون حساب‌های دریافتنی و موجودی کالا و معادل آن به سهولت قابل ارزشیابی‌اند و عدم تقارن اطلاعاتی بسیار پایینی نیز متوجه آن‌هاست. در حالی که دارایی‌های کم نقدشونده شامل سرمایه‌گذاری‌ها و فرصت‌های رشد به سختی قابل ارزیابی است و احتمال انجام معاملات نهانی در مورد آن‌ها کمتر در سطح بازار سرمایه خواهان خواهد داشت که در نتیجه‌ی عدم تقارن اطلاعاتی بیشتری حادث می‌شود. متعادل‌سازی بازده مورد انتظار براساس هزینه سرمایه نیز به عنوان گزاره‌ی تأثیرگذار دیگر در این سطح اشاره به همراه بازده‌های مورد انتظار براساس ساختار سرمایه شرکت‌ها می‌باشد. به عبارت دیگر شرکت‌ها بر مبنای طرح‌ها و پروژه‌های سرمایه‌گذاری که در دست دارند، می‌توانند سطح انتظاری از عملکردهای بازده سرمایه‌گذاری خود را در آیند برای سرمایه‌گذاران برحسب تأمین مالی ایجاد کنند تا از ایجاد بازده‌های فراتر از انتظار بازار سرمایه جلوگیری نمایند، وجود این واقعیت‌های سرمایه‌گذاری می‌تواند ناشی از جریان اطلاعاتی و وجود تقارن در اطلاعات افشا شده باشد که به شناخت بهتر بازار سرمایه توسط سرمایه‌گذاران کمک می‌نماید.

در مجموع براساس نتایج کسب شده باید بیان نمود، مهمترین و تأثیرگذارترین عوامل نقدشوندگی در سطح بازار سرمایه، مکانیزم‌های فنی، سپس مکانیزم‌های معاملاتی سرمایه‌گذاران و در نهایت مکانیزم‌های ساختاری و راهبری است. این به معنای آن است که برای ایجاد پویایی در بازار سرمایه، لازم است ماهیت عملیاتی شرکت‌ها در عرضه و فروش سهام براساس افزایش حجم معاملات و قابلیت‌های نقدینگی دارایی‌ها برنامه ریزی و هدفمندی شود تا با عرضه‌ی به موقع به بازار سرمایه، بیشترین جذب نقدینگی را برای توسعه طرح‌ها و پروژه‌های سرمایه‌گذاری خود به همراه داشته باشد و باعث ایجاد مزیتی در سطح بازار رقابتی نسبت به سایر شرکت‌ها گردد. همچنین شرکت‌ها می‌توانند از طریق توسعه برنامه‌های تعامل محور با سهامداران و سرمایه‌گذاران، ضمن افزایش ایجاد رضایت روانی در آنان به افزایش سطح آگاهی و متناسب‌سازی انتظارات بازده آتی با عملکردهای واقعی شرکت کمک نماید و باعث افزایش موفقیت در سطح بازار رقابتی گردد. لازمه‌ی اینکار انتخاب هیئت مدیره منسجم و کاهش نفوذ تمرکز مالکیتی به منظور ایجاد اطمینان و اعتماد بیشتر نسبت به عملکردهای شرکت در سطح بازار سرمایه می‌باشد. وجود هیئت مدیره پویا و فقدان دوگانگی در وظیفه مدیرعامل می‌تواند باعث شود تا سرمایه‌گذاران نسبت به عملکردهای شرکت با دید مثبت‌تری بنگرند و نسبت به افشای اطلاعات آگاه‌تر باشند. براساس نتایج کسب شده پیشنهاد می‌شود:

توجه به اجزای ساختار بازار سرمایه در سطح عملیاتی شرکت‌ها ضمن اینکه می‌تواند به افزایش سطح نقدشوندگی سهام شرکت براساس افزایش حجم معاملات سهام شرکت‌ها کمک نماید در عین حال می‌تواند باعث شناخت بازار جهت متوازن ساختن عرضه با تقاضای سهام شرکت گردد و منجر به پویایی بیشتر در مبادلات سهام شرکت گردد. به عبارت دیگر، حجم پولی که از متوازن سازی قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام ایجاد می‌شود باعث می‌شود تا سطح نقدشوندگی سهام نیز افزایش یابد و به عنوان یک دارایی نقدی قابل اتکا مورد معامله قرار گیرد. همچنین پیشنهاد می‌شود، سازمان بورس اوراق بهادار و سایر نهادهای نظارتی با ارائه اطلاعاتی همچون رتبه نقدشوندگی و درصد روزهای انجام معامله و سطح ساختار سرمایه شرکت به سهامداران و سرمایه‌گذاران در شناخت بهتر بازار و صنعت مورد نظر و ارتقای سطح تخصصی جهت انتخاب پرتفوی مناسب برای سرمایه‌گذاری کمک شود تا سطح تصمیم‌گیری‌ها براساس واقعیت‌های عملکردی صنعت و شرکت‌های فعال در سطح بازار سرمایه اتخاذ گردد و از وجود حباب در نقدشوندگی سهام در بازار سرمایه جلوگیری شود تا ریسک

سرمایه‌گذاری‌ها کاهش و بازده ناشی از آن با احاطه بر عوامل موثر متعادل و منطقی‌تر گردد. همچنین پیشنهاد می‌شود، نظام راهبری شرکت‌ها به منظور توسعه قابلیت‌های نقدشوندگی سهام خود با انتخاب هیئت مدیره منسجم و یکپارچه، ضمن افزایش سطح اثربخشی در کنترل‌های داخلی به عنوان خط مقدم بازخورد جریان اطلاعات به ذینفعان، به پویایی بیشتر در استراتژی‌های شرکت همچون تجزیه سهام مبتنی بر مقتضیات عملکردی شرکت، کمک نمایند و باعث افزایش سطح مزیت رقابتی در سرمایه‌گذاری‌های شرکت گردد. در نهایت باید بیان نمود، در این پژوهش مکانیزم‌های سیاسی و تصمیم‌های حزبی مورد بررسی قرار نگرفت، چراکه کنترلی بر آن امکان نداشت و می‌توان در پژوهش‌های آتی نقش این عوامل در قالب پژوهشی مستقل براساس تحلیل مورد نظر این پژوهش مورد توجه قرار گیرد.

منابع

- ابراهیمی، سجاده، فرنقی، الهام. (۱۳۹۵). عوامل موثر بر نقدینگی سهام با تاکید بر سیاست‌های پولی و مالی، فصلنامه پژوهش‌ها و سیاست‌های اقتصادی، سال بیست و یکم، ۷۷(۱): ۷-۳۶.
- احمدپور، احمد، رسائیان، امیر. (۱۳۸۵). رابطه بین معیارهای ریسک و اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام در بورس اوراق بهادار تهران، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، ۱۳(۴): ۲۲-۳۸.
- افضل‌نیا، سیدحسن. (۱۳۹۸). بررسی تأثیر نقد شوندگی سهام بر مدیریت سود شرکت‌های بیمه عضو بورس اوراق بهادار تهران، چشم‌انداز حسابداری و مدیریت، ۲(۷): ۸۲-۹۴.
- باطنی، لیلا، پورزمانی، زهرا، رهنمای رودپشتی، فریدون. (۱۳۹۲). بررسی اثر نقدشوندگی بازار ثانویه بر قیمت عرضه اولیه بورس اوراق بهادار تهران، مدیریت دارایی و تأمین مالی، ۱۱(۱): ۶۳-۷۴.
- جعفری سرشت، داود، ستارئی، مریم، حسینی نیک‌روش، زهرا. (۱۳۹۶). بررسی رابطه بین نگرش سرمایه‌گذاران و نقد شوندگی بورس تهران با رشد اقتصادی در ایران، فصلنامه بورس اوراق بهادار، ۱۰(۳۹): ۴۹-۶۹.
- چاوشی نجف‌آبادی، فاطمه. (۱۳۹۸). بررسی رابطه بین نقد شوندگی سهام، مالکیت خانوادگی و ساختار سرمایه در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه رویکردهای پژوهشی نوین در مدیریت و حسابداری، ۱۲(۱): ۷۹-۹۴.
- حاجیان‌نژاد، امین، دانش سرارودی، سید رسول. (۱۳۹۸). بررسی تأثیر هزینه نمایندگی و نقدشوندگی بر اجتناب مالیاتی از طریق سودآوری، مجله علمی-پژوهشی دانش حسابداری، ۱۰(۱): ۱۱۵-۱۳۶. doi: 10.22103/jak.2019.11626.2609
- زمانی، شیوا، فغانی‌کندری، پگاه. (۱۳۹۵). محاسبه میزان نقدشوندگی سهام بورس تهران و بررسی عوامل اثرگذار بر آن، چشم‌انداز مدیریت مالی، ۱۵(۳): ۶۱-۸۰.
- کشاورز، حمید، فهم‌نیا، فاطمه، نوروزی، علیرضا، اسمعیلی‌گیوی، محمدرضا. (۱۳۹۵). طراحی و اعتباریابی مدل مفهومی ارزیابی باورپذیری اطلاعات در محیط وب: کاربرد روش‌های فراترکیب و دلفی. تعامل انسان و اطلاعات، ۳(۳): ۱-۱۶.
- نمازی، محمد، حیدرپور، فرزانه، محمدی، کاظم. (۱۳۸۸). بررسی تأثیر ترکیب سهامداران (اشخاص حقیقی و حقوقی) شرکت‌ها بر حجم مبادلات نقد شوندگی سهام آنها، پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، ۱۱(۳): ۱-۲۲.
- نیک‌نفس، فرزاد، یگانه، محمدرضا. (۱۳۹۸). بررسی تأثیر همزمانی قیمت سهام بر عدم نقدشوندگی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، ۱۱(۱): ۱۱-۲۰.
- یحیی‌زاده‌فر، محمود، خرم‌دین، جواد. (۱۳۸۷). نقش عوامل نقد شوندگی و ریسک عدم نقدشوندگی بر مازاد بازده سهام در بورس اوراق بهادار تهران، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، ۱۵(۴): ۱۰-۲۹.
- Ahmad, R. (2016). A study of relationship between liquidity and profitability of standard chartered bank Pakistan: Analysis of financial statement approach. Global Journal of Management and Business Research, 16(1): 77-82.
- Aksoy, Y., Basso, H, S. (2014). Liquidity, Term Spreads and Monetary Policy, the Economic Journal, 51(2): 128-144.
- Aldatmaz, S., Ouimet, P., Van Wesep, E, D. (2018). The option to quit: The effect of employee stock options on turnover, Journal of Financial Economics, 127(1):136-151. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2017.10.007>

- Alnaif, Kh, L. (2014). Stock Liquidity Determination Evidence from Amman Stock Exchange, *Asian Economic and Financial Review*, 4(12):1894-1905.
- Amihud, Y. and Mendelson, H. (2006). Asset Pricing and the Bid-Ask Spread, *Journal of Financial Economics*, 17(2): 223-249
- Amihud, Y., Mendelson, H. (1986). Asset pricing & the bid-ask spread. *Journal of Financial Economics*, 17(2): 223-249.
- Apergis, N., Voliotis, D. (2015). Spillover effects between lit and dark stock markets: Evidence from a panel of London Stock Exchange transactions, *International Review of Financial Analysis*, 41(2): 101-106 <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2015.06.002>
- Ascioglu, N., A., Hegde, Sh, P., McDermott, J, B. (2004). Does Auditor Compensation Lower Market Liquidity? *Journal of Business Finance & Accounting*, <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.511823>
- Banerjee, S., Gatchev, V, A., Spindt, P, A. (2007). Stock Market Liquidity and Firm Dividend Policy, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 42(2): 369-397.
- Bhattacharya. N., Ecker, F., Olsson, P, M., Schipper, K. (2011). Direct and Mediated Associations among Earnings Quality, Information Asymmetry, and the Cost of Equity. *The Accounting Review* 87(2): 449-482.
- Bilson, C. M., Brailsford, T, J., Hooper, V, J. (2001). Selecting Macroeconomic Variables as Explanatory Factors of Emerging Stock Market Returns. *Pacific-Basin Finance Journal*, 9, 401-426.
- Blau, B, M., Griffith, T, G., Whitby, R, J. (2018). The maximum bid-ask spread, *Journal of Financial Markets*, 41(3): 1-16. <https://doi.org/10.1016/j.finmar.2018.09.003>
- Cenesizoglu, T., Grass, G. (2018). Bid- and ask-side liquidity in the NYSE limit order book, *Journal of Financial Markets*, 38(3):14-38. <https://doi.org/10.1016/j.finmar.2017.10.002>
- Chacko, G. C., Jurek, J. W., Stafford, E. (2008). The price of immediacy. *The Journal of Finance*, 63(3): 1253-1290
- Chang, K, H., Young, M, N. (2019). Behavioral stock portfolio optimization considering holding periods of B-stocks with short-selling, *Computers & Operations Research*, 112(1): 104-73. <https://doi.org/10.1016/j.cor.2019.104773>
- Chen, Y., Ge, R., Louis, H., Zolotoy, L. (2019). Stock liquidity and corporate tax avoidance. *Review of Accounting Studies*, 1-32.
- Cheng, Sh, R. (2007). A study on the factors affecting stock liquidity, *International Journal of Services and Standards*, 3(4):453-475. DOI: 10.1504/IJSS.2007.015227
- Chung, K. H., Elder, J., Kim, J. (2010). Corporate governance and liquidity. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 45(2): 265-291.
- Claessens, S., Djankov, S., Fan, J. P. H., Lang, L, H, P. (2003). When does corporate diversification matter to productivity and performance? Evidence from East Asia, *Pacific-Basin Finance Journal*, 11(3): 365-392.
- Clarke, J., Shastri, K. (2001). Adverse Selection Costs and Closed-End Funds. " Working Paper, University of Pittsburgh.
- Collver, Ch. (2009). Measuring the impact of option market activity on the stock market: Bivariate point process models of stock and option transactions, *Journal of Financial Markets*, 12(1): 87-106. <https://doi.org/10.1016/j.finmar.2008.01.002>
- Dennis, P., Strickland, D. (2003). The effect of stock splits on liquidity and excess returns: Evidence from shareholder ownership composition, *Journal of Financial Research*, 26(4): 355-370.
- Dey, M, K. (2005). Turnover and return in global stock markets, *Emerging Markets Review* 6(1): 45-67. <https://doi.org/10.1016/j.ememar.2004.09.003>

- Fang, V, W., Noe, T, H., Tice, S. (2009). Stock Market Liquidity and Firm Value, *Journal of Financial Economics*, 94(1): 150-169.
- Gorkitiisunthorn, M., Jumreornvong, S. (2006). Insider Ownership Bid-Ask Spread and Stock Splits: Evidence from the Stock Exchange of Thailand, *International Review of Financial Analysis*.
- Grechuhina, K., Timofejeva, M. (2008). The impact of Liquidity providers on the Baltic Stock Exchange. Unpublished Bachelor Thesis, Stockholm University
- Kim, O., Verrecchia, R. E. (1994). Market liquidity and volume around earnings announcements. *Journal of Accounting & Economics*, 17(1-2): 41-67.
- Lacker, D. F., Richardson, S. A. (2004). Fees paid to audit firms, accrual choices and corporate governance, *Journal of Accounting Research*, 42(3): 625-658.
- Levine, R. (1996). Stock Market Development and Long-Run Growth, *The World Bank Economic Review* 10(2):323-39. DOI: 10.1093/wber/10.2.323
- Lyocsa, S., Molnar, P. (2017). The effect of non-trading days on volatility forecasts in equity markets, *Finance Research Letters*, 23(4): 39-49. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2017.07.002>
- Mukityanto, I. (2015). Determinant Factors of Market Liquidity in the Indonesian Equity Market, A Thesis of Doctor of Business Administration, College of Business.
- Nadauld, T. D., Sensoy, B. A., Vorkink, K., Weisbach, M, S. (2019). The liquidity cost of private equity investments: Evidence from secondary market transactions, *Journal of Financial Economics*, 132(3):158-181. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2018.11.007>
- Neal, R. & Wheatley, S. M. (1998). Adverse selection and bid-ask spreads: Evidence form close-end funds, *Journal of Financial Markets* 10(3): 121-149.
- Norvaisiene, R., Stankeviciene, J. (2014). Impact of Companies' Internal Factors on Stock Liquidity in Baltic Markets, *Procedia - Social and Behavioral Sciences*, 156(26): 543-547. <https://doi.org/10.1016/j.sbspro.2014.11.237>
- Peebles, G., & Wilson, P. (1996). *The Singapore Economy*, Cheltenham: Edward Elgar
- Taddei, F. (2007). Liquidity and Economic Fluctuations, *Job Market Paper*, <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.943067>
- Tang, D, Y., Yan, H. (2017). Understanding transactions prices in the credit default swaps market, *Journal of Financial Markets*, 32(2): 1-27. <https://doi.org/10.1016/j.finmar.2016.09.005>
- Wong, W, K., McAleer, M. (2009). Mapping the Presidential Election Cycle in US stock markets, *Mathematics and Computers in Simulation*, 79(11): 3267-3277. <https://doi.org/10.1016/j.matcom.2009.05.007>

COPYRIGHTS



This is an open access article under the CC BY-NC 4.0 license.