



فصلنامه علمی پژوهشی دانش سرمایه‌گذاری
دوره ۱۳ / شماره ۳ (پیاپی ۵۱) / پاییز ۱۴۰۳
صفحه ۵۸۹ تا ۶۲۱

نقش واسطه‌ای پیش‌بینی‌پذیری و مقایسه‌پذیری سود در تأثیر مولفه حاکمیتی گزارشگری عملکرد پایدار بر ریسک سقوط قیمت سهام و نقدشوندگی سهام

مرتضی پهلوان

دانشجوی دکتری حسابداری، واحد تهران جنوب، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران
pahlavan.azad@yahoo.com

علی اصغر انواری رستمی

استاد گروه برنامه‌ریزی و مدیریت، دانشگاه تربیت مدرس، تهران، ایران (نویسنده مسئول)
anvary@modares.ac.ir

رویا دارابی

دانشیار گروه حسابداری، واحد تهران جنوب، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران
royadarabi110@yahoo.com

تاریخ دریافت: ۱۴۰۲/۰۱/۲۴ تاریخ پذیرش: ۱۴۰۲/۰۲/۱۲

چکیده

با توجه به اهمیتی که سرمایه‌گذاران برای بازده سهام خود قائل هستند، پدیده سقوط سهام منجر به کاهش شدید بازده می‌شود. بسیاری از پژوهشگران معتقدند تغییرات قیمت سهام شرکت از مدیریت اطلاعات داخلی آن نشأت می‌گیرد. از آنجایی که قیمت سهام، نه تنها از طریق اطلاعات مالی بلکه از طریق اطلاعات اجتماعی، حاکمیتی، اقتصادی و زیست محیطی نیز دستخوش تغییر می‌شود، از این رو انتشار یک گزارش خاص نظیر بعد حاکمیتی گزارشگری عملکرد پایدار می‌تواند بر نقدشوندگی سهام و ریسک سقوط قیمت سهام اثر گذار باشد. پژوهش حاضر با استفاده از رویکرد مدل‌سازی معادلات ساختاری به دنبال پیش‌بینی معیارهای ریسک سقوط قیمت سهام و نقدشوندگی آن از طریق گزارشگری پایدار حاکمیتی و معیارهای دقت پیش‌بینی و قابلیت مقایسه سود (معیارهای داخلی) است. بدین منظور و با استفاده از روش حذف سیستماتیک، ۱۴۷ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران برای بازه زمانی ۱۳۹۱ تا ۱۴۰۰ به عنوان نمونه انتخاب شدند. جهت تجزیه و تحلیل داده‌ها از نرم افزار PLS استفاده گردید. نتایج پژوهش نشان داد که مولفه حاکمیتی گزارشگری عملکرد پایدار منجر به افزایش قابلیت مقایسه سود، افزایش نقدشوندگی سهام و کاهش ریسک سقوط آتی قیمت سهام می‌گردد. دیگر یافته‌ها نشان داد که قابلیت مقایسه سود بر رابطه میان گزارشگری عملکرد پایدار حاکمیتی با ریسک سقوط آتی قیمت و نقدشوندگی سهام نقش واسطه‌ای دارد. این در حالی است که دقت پیش‌بینی سود بر ریسک سقوط آتی قیمت سهام و نقدشوندگی سهام تأثیر معناداری ندارد.

واژه‌های کلیدی: گزارشگری عملکرد پایدار حاکمیتی، قابلیت مقایسه سود، دقت پیش‌بینی سود، ریسک سقوط آتی قیمت سهام، نقدشوندگی سهام.

۱- مقدمه

وقایع ناگوار و بحران‌های مالی در بورس‌های جهان نظیر سپتامبر سیاه ۱۹۹۷ در امریکا و سقوط شدید شاخص‌های بورس تهران در سال ۱۳۸۳ باعث شد مقوله شفافیت مالی بیش از پیش مورد توجه قرار گیرد و بسیاری از مطالعات بر تجزیه و تحلیل عوامل تعیین‌کننده خطر سقوط قیمت سهام متمرکز شود. خطر سقوط قیمت سهام، رخداد نامطلوبی است که به شکل بازده منفی شدید سهام، تعریف می‌شود (کیم و همکاران^۱، ۲۰۱۶). از طرفی یکی از عواملی موثر بر ریسک دارایی‌ها، قابلیت نقدشوندگی آنهاست. نقش عامل نقدشوندگی در ارزش‌گذاری دارایی‌ها ناشی از تبلور مفهوم ریسک عدم نقدشوندگی دارایی‌ها در ذهن خریدار است که می‌تواند باعث انصراف سرمایه‌گذار از سرمایه‌گذاری شود. هر چه ریسک ناشی از یک دارایی افزایش یابد، سرمایه‌گذار انتظار دریافت بازده بیشتری خواهد داشت. با آنکه این عامل در تصمیم‌گیری‌ها نقش مهمی را ایفا می‌کند، ولی با وجود این، تبدیل آن به عاملی عینی و کمی و اندازه‌گیری آن قدمت چندانی ندارد. سهامی که نقدشوندگی آن پایین است در قبال حجم کوچکی از معامله، تغییر قیمت زیادی دارد. اخیراً، علاوه بر این عوامل، مطالعات بسیاری در مورد تأثیر ویژگی‌های شرکت‌ها، از جمله هزینه نمایندگی و حاکمیت شرکتی بر خطر سقوط قیمت سهام و نقدشوندگی سهام انجام شده است (مورک و همکاران^۲، ۲۰۰۰).

اگر به واسطه نبود شفافیت کامل در گزارشگری مالی، عدم تقارن اطلاعات بین مدیران و سرمایه‌گذاران زیاد باشد، اخبار منفی شرکت به موقع به بازار سرمایه تحویل داده نمی‌شود. از این رو، اگر اطلاعات منفی در داخل شرکت انباشته شود و در قیمت سهام منعکس نشود، به سقوط قیمت سهام منجر می‌شود (هاتون و همکاران، ۲۰۰۹). مدیران شرکت‌ها به منظور جلوگیری از سقوط قیمت سهام و کاهش نقدشوندگی آن باید سازوکارهایی جهت افزایش شفافیت داشته باشند. گزارشگری عملکرد پایدار با هدف افزایش شفافیت بیشتر در ابعاد عملکرد اقتصادی، زیست‌محیطی، اجتماعی و حاکمیتی می‌تواند نقش آفرینی کند. گزارش‌پایداری فقط گزارش دادن اطلاعات غیرمالی نیست بلکه تعهد سازمان به توسعه پایدار داخلی را بهبود می‌بخشد (نخیلی و همکاران^۳، ۲۰۱۷). یوانو و سرافیم^۴ (۲۰۱۷) نشان دادند که بهبود رتبه گزارشگری پایداری نشانگر بالابودن استانداردهای اخلاقی مدیران است و باعث می‌شود تمایل مدیران برای پنهان کردن اخبار بد عملکرد غیرمالی و به تبع آن ریسک سقوط قیمت سهام کاهش یابد. افشای اطلاعات پایداری، می‌تواند عدم تقارن اطلاعاتی و مسأله انتخاب نادرست را کاهش و نقدشوندگی سهام را افزایش دهد (ورچیا^۵، ۲۰۰۱). به منظور جلوگیری از سقوط قیمت سهام و کاهش نقدشوندگی آن مشکلاتی نیز وجود دارد. به عنوان مثال، با وجود مکانیزم‌های نظارتی یکسان برای گزارشگری مالی شرکت‌ها، به نظر می‌رسد کیفیت گزارشگری مالی آنها یکسان نیست و این امر بیانگر آن است که احتمالاً عوامل دیگری وجود دارند که باعث ایجاد تفاوت در کیفیت گزارشگری مالی شرکت‌ها می‌گردد (دیویس^۶، ۲۰۱۶).

¹ Kim et al

² Morck et al

³ Nekhili et al.

⁴ Ioannou & Serafeim

⁵ Verrecchia

⁶ Davis

از اینرو نهادهای تدوین‌کننده استاندارد جهت کاهش تفاوت در گزارشگری مالی شرکت‌ها، قابلیت مقایسه را به عنوان یک ویژگی کیفی در چارچوب نظری گزارشگری مالی گنجانده‌اند. قابلیت مقایسه اطلاعات حسابداری به عنوان یکی از ویژگی‌های کیفی اطلاعات حسابداری از طریق کاهش هزینه کسب و پردازش اطلاعات، کمیت و کیفیت اطلاعات در دسترس را افزایش می‌دهد (اندریو و همکاران^۱، ۲۰۱۶). از طرفی، پیش‌بینی سود و کاهش خطای پیش‌بینی سود، که بیانگر میزان انحراف سود واقعی از سود پیش‌بینی شده توسط مدیریت است، یکی از راه‌های کاهش عدم تقارن اطلاعاتی می‌باشد. بچتی و همکاران^۲ (۲۰۱۶) معتقدند که در شرکت‌های با عملکرد پایدار بالا، پیش‌بینی‌های صورت گرفته مدیران دقیق‌تر بوده و این پیش‌بینی‌ها در مقایسه با سایر شرکت‌ها، حامل اخبار مثبت بیشتری می‌باشد. بنابراین، افزایش دقت پیش‌بینی سود از ریسک سقوط آتی قیمت سهام و کاهش نقدشوندگی آن جلوگیری می‌کند (گاریدومیلس و همکاران^۳، ۲۰۱۶).

از آنجایی که در بازار سرمایه ایران هیچ دستورالعمل واحدی در مورد معیارها و افشای اطلاعاتی مبنی بر رعایت گزارشگری پایداری وجود ندارد، شرکت‌هایی که قبلاً گزارش پایداری را افشا کرده‌اند، به سادگی در رعایت الگوی افشای گزارشگری پایداری مقاومت می‌کنند. همچنین در محیط ایران، افشای اطلاعات در قالب گزارشگری پایداری الزامی نیست. بنابراین، این امکان هم وجود دارد که گزارشگری پایداری هیچ تأثیری در محیط اطلاعاتی یک شرکت و بر ریسک سقوط قیمت سهام نداشته باشد.

گزارشگری عملکرد پایداری شامل ابعاد مختلفی است. چهار بعد اصلی آن عبارتند از گزارشگری عملکرد پایداری زیست‌محیطی، گزارشگری عملکرد پایداری اجتماعی، گزارشگری عملکرد پایداری اقتصادی و گزارشگری عملکرد پایداری حاکمیتی. این پژوهش از میان ابعاد چهارگانه فوق، به بررسی تأثیر بعد حاکمیتی بر ریسک سقوط قیمت سهام و نقدشوندگی سهام می‌پردازد. در خصوص آثار گزارشگری عملکرد پایداری دو دیدگاه رقیب حاکم است. طبق تئوری ذینفعان، گزارشگری عملکرد پایداری می‌تواند از سقوط قیمت سهام و کاهش نقدشوندگی آن جلوگیری کند. در مقابل، طبق تئوری تجارت خاموش می‌تواند باعث سقوط قیمت سهام و کاهش نقدشوندگی آن شود از آنجایی که تاکنون در بازار سرمایه ایران این دو تئوری آزمون نشده‌اند، پژوهش حاضر قصد دارد خلاء پژوهشی در این حوزه را با ارایه مدلی پر کند و با استفاده از آن، تئوری حاکم در محیط ایران را انتخاب کند. نوآوری و سهم افزوده این مطالعه به دانش موجود، درک پیوندهای بین عملکرد پایداری کسب‌وکار و ارزشیابی سهام کمک خواهد کرد. همچنین درک همراهی ویژگی‌های کیفی سود و گزارشگری پایداری بر روند قیمت و نقدشوندگی سهام برای سرمایه‌گذاران ارزش‌شناختی دارد. نتایج این مطالعه می‌تواند نقطه شروعی برای بهبود پاسخگویی به تقاضاهای پایداری کسب‌وکار از نظر شرکت‌ها و الگویی برای انتخاب استراتژی تجاری برای کسب مزیت‌های رقابتی بیشتر باشد و در مقیاس خرد می‌تواند به مدیران در بهبود کارایی و اثربخشی تصمیمات تأمین مالی کمک کند.

¹ Endrawes et al

² Becchetti, et al

³ Garrido-Miralles

۲- مبانی نظری و پیشینه پژوهش

خطر سقوط قیمت سهام موضوعی است که طی سال‌های اخیر و به ویژه بعد از بحران مالی سال ۲۰۰۸ توجه بسیاری از افراد حرفه‌ای را به خود جلب کرده است. تغییرات ناگهانی قیمت سهام، دارای اهمیت است. این تغییرات به دو صورت سقوط و جهش قیمت سهام رخ می‌دهد. علاوه بر این، در محیط پرتلاطم امروزی، بسیاری از سرمایه‌گذاران بر اهمیت شفاف‌سازی اطلاعات تأکید می‌کنند و فقدان اطلاعات و یا عدم اطمینان درباره آنها به یک مشکل اساسی در بازارهای مالی تبدیل شده است. با توجه به اهمیتی که سرمایه‌گذاران برای بازده سهام خود قائل هستند، پدیده سقوط قیمت سهام که منجر به کاهش شدید بازده می‌شود، در مقایسه با جهش بیشتر مورد توجه پژوهش‌گران قرار گرفته است. از طرفی نقدشوندگی اوراق بهادار یکی از مهمترین عوامل مؤثر بر کارکرد صحیح و موفق بازار سرمایه است و یکی از مسائلی است که مسئولان بازار سرمایه به آن توجه زیادی داشته و به دنبال شناسایی عوامل مؤثر بر آن هستند. هر چه نقدشوندگی سهام بیشتر باشد، موفقیت عرضه‌های اولیه افزایش یافته و فاصله بین قیمت‌های پیشنهادی تقاضای خرید و فروش کاهش یافته و کشف قیمت بهبود خواهد یافت. دارایی‌های مالی نقدشونده‌تر، هزینه معامله کمتری دارند، با سهولت بیشتری معامله می‌شوند و داد و ستد تعداد زیادی از این اوراق، تأثیر بسیار اندکی بر قیمت بازار آن دارایی‌ها دارد. با افزایش نقدشوندگی، قیمت اوراق بهادار با دقت بیشتری تعیین می‌گردد، زیرا افراد بیشتری در فرایند تعیین قیمت نقش خواهند داشت. سهامداران معمولاً به دنبال سهام‌هایی با ریسک نقدشوندگی کمتر هستند.

سقوط قیمت سهام دارای سه ویژگی مهم است. سقوط قیمت سهام، یک تغییر بسیار بزرگ و غیرمعمول در قیمت سهام است که بدون وقوع یک حادثه مهم اقتصادی رخ می‌دهد. این تغییرات، یک چولگی منفی است که در نهایت منجر به نوسان بیشتر در بازده منفی می‌شود. سقوط قیمت سهام، یک پدیده واگیردار در سطح بازار است بدین معنا که کاهش قیمت سهام تنها به یک سهام خاص محدود نمی‌شود بلکه تمامی سهام موجود در بازار را در بر می‌گیرد (چن و همکاران^۱، ۲۰۰۱). هریک از ویژگی‌های سه‌گانه فوق در مجموعه‌ای از حقایق تجربی، مستدل و قوی ریشه دارند. در رابطه با ویژگی نخست، هانگ و استین^۲ (۲۰۰۳) بیان می‌کنند که بسیاری از تغییرات بزرگی که بعد از جنگ جهانی در شاخص (S&P) رخ داده است و به‌ویژه سقوط بازار در اکتبر ۱۹۸۷، به دلیل افشای اخبار مربوط به یک رویداد مهم و قابل توجه نبوده است. ویژگی دوم تعریف فوق، ناشی از یک عدم تقارن تجربی و قابل توجه در تغییرات بازده بازار است بدین معنی که تغییرات قیمت بیش‌تر به‌صورت کاهشی بوده است. به‌عبارت‌دیگر، کاهش بازده بازار بیشتر از افزایش بازده بازار است. سومین ویژگی تعریف سقوط قیمت سهام این است که سقوط، پدیده‌ای است که تمام بازار را در برمی‌گیرد بدین معنی که این پدیده به تمام انواع سهام موجود در بازار سرایت می‌کند (فروغی و میرزایی، ۱۳۹۱).

طبق تئوری دینفغان، معیار صحیح موفقیت برای شرکت‌ها، نه تنها به وسیله سود گزارش شده، بلکه به وسیله حاکمیت شرکتی، مسئولیت‌پذیری اجتماعی، رفتار اخلاقی و برنامه‌های زیست محیطی آنها تعیین می‌شود

^۱ Chen et al

^۲ Hong and Stein

(بروکت و رضایی^۱، ۲۰۱۲). به همین دلیل، منافع بسیاری از ذینفعان درون سازمانی و برون سازمانی شرکت‌ها به عملکرد زیست محیطی آنان وابسته است. فرناندو و همکاران^۲ (۲۰۱۹) نشان دادند که افزایش گزارش‌گری زیست محیطی می‌تواند منجر به بهبود کیفیت افشا شود. در گزارش‌گری پایداری زیست محیطی، شرکت‌ها به طور جامع و در یک فرایند پاسخ‌دهی، کلیه خدمات خود را در راستای حفظ و مرمت محیط‌زیست و یا همه آثار مخرب خود بر آن را افشا می‌کنند (خوزین و همکاران، ۱۳۹۷).

گزارش پایداری فقط گزارش دادن اطلاعات غیرمالی نیست بلکه تعهد سازمان به توسعه پایدار داخلی را نیز بهبود می‌بخشد (نخیلی و همکاران^۳، ۲۰۱۷). یوانیو و سرفیم^۴ (۲۰۱۷) نشان دادند که بهبود رتبه گزارش‌گری پایداری نشان‌گر بالابودن استانداردهای اخلاقی و استانداردهای اخلاقی مدیران است که باعث می‌شود تمایل مدیران برای پنهان کردن اخبار بد عملکرد غیرمالی و به تبع آن ریسک سقوط قیمت سهام کاهش یابد. پژوهش‌های قبلی نشان می‌دهد که گزارش‌گری غیرشفاف با ریسک سقوط آتی قیمت سهام رابطه مثبت دارد (هاتون و همکاران، ۲۰۰۹). در این راستا، ملزم نمودن شرکت‌ها به ارائه گزارش‌های عملکرد پایداری می‌تواند از وقوع چنین سقوط‌هایی جلوگیری کند (هرمدی و همکاران^۵، ۲۰۲۰).

افشای اطلاعات پایداری می‌تواند عدم تقارن اطلاعاتی و مسأله انتخاب نادرست را کاهش داده و نقدشوندگی را افزایش دهد (ورچیا^۶، ۲۰۰۱). این اثر دارای دو بخش است. اولاً، وجود این اطلاعات، دست‌یابی مبادله‌گران به اطلاعات محرمانه و خصوصی را مشکل‌تر و هزینه‌برتر می‌سازد. در نتیجه، احتمال کمتری وجود دارد که سرمایه‌گذاران دارای اطلاعات خصوصی شوند، که این امر احتمال مبادله با یک سرمایه‌گذار با اطلاعات بهتر را کاهش می‌دهد. ثانیاً، کیفیت افشای بالاتر از طریق قابلیت مقایسه و دقت پیش‌بینی سود، عدم قطعیت راجع به ارزش شرکت را کاهش می‌دهد که آن نیز به نوبه خود، مزیت اطلاعاتی بالقوه یک سرمایه‌گذار آگاه را کاهش می‌دهد. هر دو اثر، میزانی را که سرمایه‌گذاران غیرآگاه در قیمت‌ها نیاز به حمایت و مصونیت دارند، کاهش قیمت سهام و بدین ترتیب، نقدشوندگی بازار را افزایش می‌دهد (لئوز و ویسوکي^۷، ۲۰۰۶).

با وجود مکانیزم‌های نظارتی یکسان برای گزارش‌گری مالی شرکت‌ها، به نظر می‌رسد کیفیت گزارش‌گری مالی آنها یکسان نیست. این امر بیان‌گر آن است که احتمالاً عوامل دیگری وجود دارند که باعث ایجاد تفاوت در کیفیت گزارش‌گری مالی شرکت‌ها می‌گردد (داویس و همکاران^۸، ۲۰۱۶). از این‌رو نهادهای تدوین‌کننده استاندارد جهت کاهش تفاوت در گزارش‌گری مالی شرکت‌ها، قابلیت مقایسه را به عنوان یک ویژگی کیفی در چارچوب نظری گزارش‌گری مالی گنجانده‌اند. قابلیت مقایسه اطلاعات حسابداری به عنوان یکی از ویژگی‌های کیفی اطلاعات حسابداری از طریق کاهش هزینه کسب و پردازش اطلاعات، کمیت و کیفیت اطلاعات در دسترس را افزایش

¹ Brockett & Rezaee

² Fernando et al.

³ Nekhili et al.

⁴ Ioannou & Serafeim

⁵ Harmadji, et al

⁶ Verrecchia

⁷ Leuz & Wysocky

⁸ Davis et al.

می‌دهد (اندریو و همکاران^۱، ۲۰۱۶). مطابق با تئوری ذینفعان^۲، مدیران با ارایه گزارش عملکرد پایدار برای حفظ شهرت و انجام تعهدات اخلاقی انگیزه دارند. بنابراین، آنها سعی دارند با ارایه اطلاعات قابل مقایسه‌تر، کیفیت اطلاعات شرکت تحت مدیریت خود را افزایش دهند تا ارزش شرکت را بهبود بخشند (وانگ و همکاران، ۲۰۲۰). از جمله مسائل مهمی که در دهه‌های اخیر در بازار سرمایه‌ی ایران، توجه سرمایه‌گذاران و اعتباردهندگان را معطوف به خود نموده است، سود پیش‌بینی‌شده توسط مدیریت است چراکه توجه به بودجه سالانه‌ی شرکت و پیش‌بینی سود هر سهم و کنترل بودجه در گزارش‌های میان‌دوره‌ای و میزان تحقق پیش‌بینی‌ها، در تغییرات قیمت سهام تأثیر به‌سزایی دارد؛ به‌گونه‌ای که شاید بتوان مهم‌ترین عامل تأثیرگذار بر قیمت سهام را در پیش‌بینی سود جستجو کرد. از آنجایی که پیش‌بینی سود توسط مدیریت، دارای محتوای اطلاعاتی برای بازار سرمایه است و واکنش بازار سرمایه را از طریق تغییر در قیمت سهام به دنبال دارد، لازم است که عوامل مؤثر بر میزان صحت این پیش‌بینی، مورد بررسی واقع شود (قائمی و اسکندرلی، ۱۳۹۲). پیش‌بینی سود و کاهش خطای پیش‌بینی سود که بیانگر میزان انحراف سود واقعی از سود پیش‌بینی شده توسط مدیریت است، یکی از راه‌های کاهش عدم‌تقارن اطلاعاتی میان مدیران، سهامداران عمده و سرمایه‌گذاران بالقوه است. بر اساس تئوری انتظارات افراد تمایل دارند سود گزارش شده را با یک نقطه مرجع مقایسه نمایند. یکی از این نقاط مرجع، سود پیش‌بینی شده است. ریچاردسون و همکاران (۲۰۰۴) نشان داد که مدیران برای دستیابی به سود پیش‌بینی شده و اجتناب از سود غیرمنتظره منفی، اقدام به مدیریت سود می‌نمایند. از طرفی تریناواتی و همکاران (۲۰۱۶) نشان دادند که بین ابعاد مختلف گزارشگری پایداری از جمله بعد زیست محیطی با مدیریت سود از طریق اقلام تعهدی رابطه منفی وجود دارد بنابراین این انتظار وجود دارد که گزارشگری پایدار زیست محیطی بر دقت پیش‌بینی سود تأثیر گذار باشد.

بچتی و همکاران^۳ (۲۰۱۶) معتقدند که در شرکت‌های با عملکرد پایدار بالا، پیش‌بینی‌های صورت گرفته مدیران دقیق‌تر بوده و این پیش‌بینی‌ها در مقایسه با سایر شرکت‌ها، بیشتر حامل اخبار مثبت می‌باشند. بنابراین، افزایش دقت پیش‌بینی سود از ریسک سقوط آتی قیمت سهام و کاهش نقدشوندگی آن جلوگیری می‌کند (گاریدومیلیس و همکاران^۴، ۲۰۱۶). کیم و همکاران (۲۰۱۲) نشان دادند شرکت‌هایی که عملکرد پایدار بهتری دارند کمتر در مدیریت سود مشارکت دارند و نگرانی‌های اخلاقی، مدیران را به سمت تهیه گزارش‌های مالی با کیفیت بالا سوق می‌دهد. در نتیجه، پیش‌بینی‌های انجام شده دقیق‌تر خواهد بود.

گلبوزا و روئین (۲۰۰۲) به این نتیجه رسیدند که افشای بیشتر با آگاهی بخشی بیشتر قیمت در خصوص سودهای آتی بالاتر ارتباط دارد. آنها دلیل وجود رابطه مثبت را این طور بیان میکنند: افشای بیشتر موجب می‌شود سرمایه‌گذاران در مورد چشم انداز آتی شرکت اطلاعات بیشتری به دست آورند و همچنین افشای جامع‌تر در مورد معاملات بنیادی جاری شرکت به سرمایه‌گذاران کمک می‌کند تا پیش‌بینی بهتر و دقیق‌تری از عملکرد

¹ Endraves et al.

² Stakeholder theory

³ Becchetti, et al

⁴ Garrido-Miralles

آتی شرکت داشته باشند. افشای اطلاعات بیشتر، اطلاعات در دسترس در مورد شرکت‌ها را افزایش می‌دهد و همان‌طور که قبلاً اشاره شد، قابلیت مقایسه صورتهای مالی هزینه کسب و پردازش اطلاعات را کاهش و در نتیجه، کمیت و کیفیت کلی اطلاعات در دسترس را افزایش می‌دهد. از این رو، انتظار بر این است که بین قابلیت مقایسه صورتهای مالی و آگاهی بخشی قیمت سهام نیز ارتباط مثبت وجود داشته باشد.

اگرچه افشای پایداری با هدف افزایش شفافیت اطلاعات غیرمالی است، اما دلایل معتبر زیادی وجود دارد که واحدهای تجاری تصمیم به عدم افشای اطلاعات بیشتر یا تا حدی استفاده از گزارش‌گری پایداری سطحی برای پوشش دادن سوء رفتار می‌کنند (تانگ و زنگ^۱، ۲۰۱۹). مطابق با تئوری نمایندگی، مدیران انگیزه‌ها و دلایل زیادی نظیر حداکثر کردن منافع شخصی، رفاه اجتماعی و تثبیت موقعیت شغلی خود برای پنهان کردن اطلاعات منفی شرکت و ارایه تصویر مطلوبی از شرکت دارند (کوتاری و همکاران^۲، ۲۰۰۹). در ادبیات مالی، از این مطلب به عنوان فرضیه احتکار اطلاعات مدیریت یاد می‌شود (چای و همکاران^۳، ۲۰۲۰).

فرضیه فرصت‌طلبی مدیریتی بر این استدلال است که مدیران برای کسب برخی از اهداف خصوصی مدیریتی ممکن است منابع شرکت را بجای ایفای مسئولیت اجتماعی شرکت به سمت سرمایه‌گذاری‌های بیش از حد سوق دهند. بنابراین، مسئولیت اجتماعی جلوه‌ای از نمایندگی مدیریتی در داخل شرکت محسوب می‌شود. مدیران ممکن است به صورت فرصت‌طلبانه در فعالیت‌های مسئولیت‌های اجتماعی شرکت کنند تا اطلاعات نامطلوب را پنهان کنند یا منافع شخصی خود را از طریق افشای مالی پیچیده دنبال کنند (وانگ و همکاران، ۲۰۲۰). برخی محققان نظیر پتروویتس^۴ (۲۰۰۶) و پریور و همکاران^۵ (۲۰۰۸) نشان دادند که افشای اطلاعات مرتبط با مسئولیت‌های اجتماعی، زیست‌محیطی و حاکمیتی منجر به تسهیل جلوگیری از انعکاس اطلاعات غلط مدیران می‌شود. به عبارت دیگر، مدیران از گزارش‌گری عملکرد پایداری برای رسیدن به اهداف خود در گزارش‌گری مالی استفاده می‌کنند. در واقع، این‌گونه گزارش‌ها منجر به دور کردن ذهن مخاطبان از اطلاعات مالی شده و در آینده سقوط قیمت سهام را به همراه دارد (هاتون و همکاران، ۲۰۰۹). بنابراین، مطابق با فرضیه تجارت خاموش، سرمایه‌گذاری در فعالیت‌های اجتماعی و زیست‌محیطی به احتمال زیاد سبب کاهش منابع در شرکت می‌شود که یک نقطه ضعف رقابتی در بین سایر شرکت‌هاست و منجر به افزایش ریسک سقوط سهام می‌گردد (پرستون و اوبانون^۶، ۱۹۹۷). الودات و همکاران^۷ (۲۰۲۳) نشان دادند که تنوع جنسیتی هیئت مدیره تأثیر مثبت و معناداری بر عملکرد شرکت دارد. علاوه بر این، نتایج نشان داد که افشای پایداری نقش واسطه‌ای کامل بر رابطه بین تنوع جنسیتی هیئت مدیره و عملکرد شرکت‌های اردنی دارد.

¹ Tang & Zhong

² Kothari et al

³ Chae et al

⁴ Petrovits

⁵ Prior et al.

⁶ Preston & O'Bannon

⁷ Alodat et al.

واله و همکاران^۱ (۲۰۲۲) با بررسی تأثیر سرمایه‌فکری پایدار بر عملکرد پایدار، نشان دادند ذینفعان با مفهوم سرمایه‌فکری پایدار آشنا نبودند و هنگام اشاره به مفاهیم پایداری و عملکرد پایدار، بر بعد زیست‌محیطی بیش از حد تأکید می‌کنند. علاوه بر این، مشخص شد عملکرد پایدار سازمان تحت تأثیر تمام اجزای سرمایه‌فکری پایدار آن (انسانی، ساختاری و رابطه‌ای) قرار دارد.

السولوی و همکاران^۲ (۲۰۲۱) به بررسی رابطه بین افشای پایداری محیط‌زیست و بازده سهام و اینکه آیا این رابطه توسط محدودیت‌های مالی تعدیل می‌شود، پرداختند. نتایج پژوهش آنها نشان داد که افشای پایداری محیط‌زیست تأثیر قابل‌توجه و منفی بر بازده سهام دارد. این نتایج نشان می‌دهد که سرمایه‌گذاران هنگام ارزش‌یابی سهام، افشای محیط‌زیست را مورد توجه قرار نمی‌دهند. علاوه بر این، نتایج آنها نشان داد که تأثیر منفی افشای زیست‌محیطی در بازده سهام در شرکت‌های دارای محدودیت مالی شدیدتر است.

اسوانس و اوایس^۳ (۲۰۲۱) در پژوهشی به بررسی تأثیر عملکرد پایداری بر نقدینگی در بازار سهام برزیل و آلمان^۴ پرداختند. نتایج نشان داد بورس سهام شرکت‌های برزیلی بیشتر تحت تأثیر متغیرهای پایداری قرار دارد تا شرکت‌های آلمانی. نتایج کلی نشان داد که شرکت‌های کوچک‌تر تمایل دارند از تلاش‌های پایداری خود در مقایسه با شرکت‌های بزرگ‌تر، سود بیشتری بدست آورند. همچنین امتیازات حاکمیت شرکتی در برزیل و امتیازات اجتماعی شرکت‌ها برای آلمان، تأثیر منفی بر نقدینگی بازار آنها دارد.

هاک و همکاران^۴ (۲۰۲۰) به بررسی تأثیر پایداری زیست‌محیطی بر قیمت‌گذاری ریسک اعتباری در شرکت‌های اروپایی پرداختند. یافته‌های نشان داد که شرکت‌های پایدارتر، صرف ریسک اعتباری پایین‌تری دارند. دیگر یافته‌های پژوهش نشان داد که اعتبار مناسب شرکت، نقش تعدیل‌کنندگی منفی بر رابطه پایداری شرکت و ریسک اعتباری دارد.

وانگ و همکاران^۵ (۲۰۲۰) به بررسی تأثیر عملکرد مسئولیت‌های اجتماعی شرکت بر قابلیت‌مقایسه صورت‌های مالی در کشور چین پرداختند. یافته‌های آنها نشان داد شرکت‌هایی که عملکرد مسئولیت‌های اجتماعی مثبت‌تری دارند، صورت‌های مالی قابل‌مقایسه بالاتری دارند و از این ایده حمایت می‌کنند که مدیران نگرانی‌های اخلاقی برای تضاد منافع ذینفعان دارند. در مقابل، شرکت‌های دارای عملکرد نامطلوب مسئولیت‌های اجتماعی از قابلیت‌مقایسه کمتری برخوردار هستند.

هرمدی و همکاران^۶ (۲۰۲۰) به بررسی تأثیر استراتژی‌ها و کیفیت گزارش‌گری پایداری بر ریسک سقوط آتی قیمت سهام پرداختند. نتایج نشان داد که استراتژی و عملکرد گزارش‌های پایداری تأثیر مثبتی بر کیفیت گزارش‌های پایداری دارد. همچنین کیفیت گزارش‌های پایداری نقش واسطه‌ای در اجرای استراتژی‌های پایداری در برابر سقوط آتی قیمت سهام دارد.

¹ Vale et al.

² Alsahlawi et al.

³ Svanes & Øyaas

⁴ Höck et al.

⁵ Wang et al

⁶ Harmadji et al

کیم و همکاران (۲۰۱۶) تأثیر قابلیت‌مقایسه صورت مالی را بر ریسک سقوط پیش از موعد قیمت سهام بررسی نمودند. نتایج نشان داد که قابلیت‌مقایسه صورت مالی، ریسک سقوط آتی قیمت سهام را کاهش می‌دهد. اکرات و بن عثمان^۱ (۲۰۱۶) به بررسی تأثیر سطح افشای محیط‌زیست بر نقدینگی بازار سهام شرکت‌های عربی خاورمیانه و آفریقای شمالی پرداختند. نتایج نشان داد که هر چه سطح افشای محیط‌زیست در گزارش‌های سالانه بالاتر باشد، اختلاف بین قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام پایین‌تر و در نتیجه افزایش نقدینگی بازار سهام بیشتر است.

پور غلامی و همکاران (۱۴۰۲) نشان دادند که بین کیفیت افشای پایداری، میزان افشای با کیفیت بالای پایداری و عملکرد پایداری رابطه مثبت و معنی داری وجود دارد، اما بین میزان افشای با کیفیت پایین پایداری و عملکرد پایداری رابطه منفی مشاهده نگردید. به عبارت دیگر، در بازار سرمایه ایران مولفه‌ها و شاخص‌های پیشنهادی مربوط به افشای پایداری از اهمیت بالایی برخوردار نبوده و به میزان کیفیت افشای پایداری توجه نمی‌کنند. لذا، شواهد به دست آمده در این پژوهش نشان داد کیفیت گزارشگری افشای پایداری در ایران نسبت به تحقیقات انجام شده خارجی پایین‌تر است.

بنایی و همکاران (۱۴۰۱) نشان دادند ضریب ارزش افزوده فکری و عناصر آن تأثیر مثبتی بر گزارشگری عملکرد پایداری شرکت‌ها دارند و نیز ضریب سرمایه فکری و کارایی سرمایه ساختاری و فیزیکی تأثیر مثبتی بر استراتژی آینده‌نگرانه دارند؛ ولی کارایی سرمایه انسانی تأثیری بر استراتژی کسب‌وکار ندارد که در راستای شفافیت اطلاعاتی بیشتر، لزوم آگاه‌سازی و استانداردگذاری گزارش سرمایه فکری در گزارش‌های مالی را می‌طلبد.

پورخانی و جهان‌شاد (۱۴۰۰) در پژوهشی با عنوان "ارائه الگو برای افشای پایداری شرکتی و ارزیابی عوامل مرتبط با تئوری مشروعیت بر گزارش‌گری آن" نشان دادند که از مجموع ۱۶۹ مؤلفه مورد بررسی، ۸۰ مؤلفه برای الگوی پایداری شرکتی بسیار ضروری است. حساسیت شرکت در صنعت بر شاخص کل پایداری شرکتی، افشای از جنبه اقتصادی، محیطی و اجتماعی تأثیر مستقیم دارد اما بر افشای پایداری از جنبه عمومی تأثیر ندارد. مکان شرکت بر افشای پایداری شرکتی از جنبه اجتماعی تأثیر مستقیم دارد اما بر شاخص کل پایداری شرکتی، افشای از جنبه عمومی، اقتصادی و محیطی تأثیر ندارد. نهایتاً عمر شرکت بر شاخص کل و تمامی جنبه‌های پایداری شرکتی تأثیر مستقیم دارد.

ضیا و همکاران (۱۳۹۹) پژوهشی تحت عنوان "تأثیر گزارشگری پایداری بر کاهش عدم تقارن اطلاعاتی" انجام داده‌اند. نتایج آزمون نشان داد گزارشگری پایداری در این شرکت‌ها با عدم تقارن اطلاعاتی رابطه معکوس و معنادار داشته است. این بدان معناست که افزایش امتیاز گزارشگری پایداری منجر به کاهش عدم تقارن اطلاعاتی، افزایش دقت پیش‌بینی مدیران می‌شود.

خوشکار و همکاران (۱۳۹۹) در پژوهشی به بررسی "تأثیر گزارش‌گری زیست‌محیطی بر کیفیت افشا و ارتباط آن‌ها با بازده سهام" پرداخته‌اند. نتایج این پژوهش نشان می‌دهد که گزارش‌گری زیست‌محیطی بر کیفیت افشا

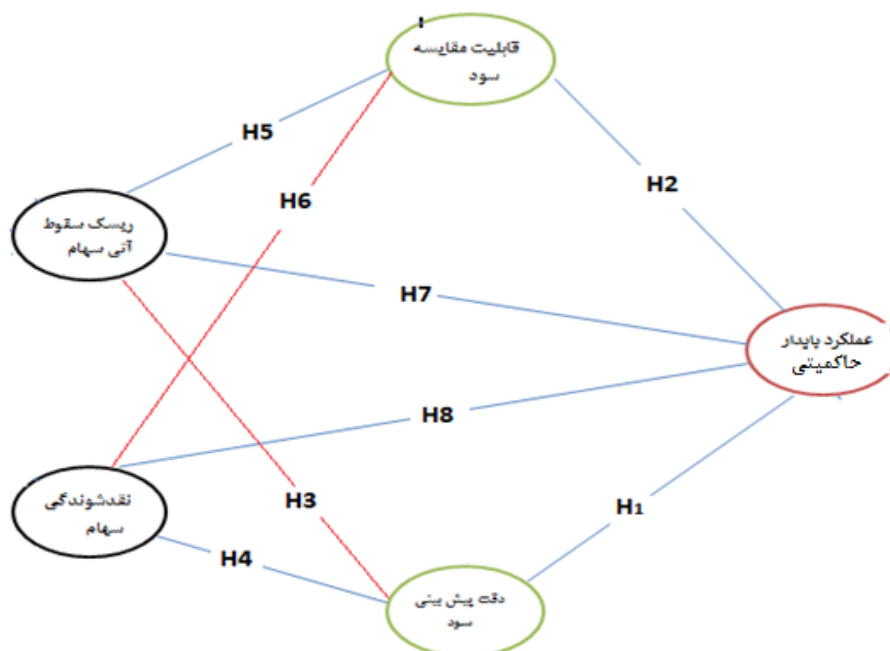
¹Akrou & Ben Othman

تاثیر مثبت و معناداری دارد؛ همچنین گزارش‌گری زیست‌محیطی از طریق تاثیر بر کیفیت افشا، با بازده سهام ارتباط معناداری دارد.

۳- فرضیه‌ها و مدل مفهومی پژوهش

بر اساس مبانی نظری و اهداف پژوهش، ۱۲ فرضیه پژوهشی زیر طراحی و مورد بررسی و آزمون قرار گرفت:

- H1: گزارش‌گری عملکرد پایدار حاکمیتی بر دقت پیش‌بینی سود تاثیر دارد.
 - H2: گزارش‌گری عملکرد پایدار حاکمیتی بر قابلیت‌مقایسه سود تاثیر دارد.
 - H3: دقت پیش‌بینی سود بر ریسک سقوط آتی قیمت سهام تاثیر دارد.
 - H4: دقت پیش‌بینی سود بر نقدشوندگی سهام تاثیر دارد.
 - H5: قابلیت‌مقایسه سود بر ریسک سقوط آتی قیمت سهام تاثیر دارد.
 - H6: قابلیت‌مقایسه سود بر نقدشوندگی سهام تاثیر دارد.
 - H7: گزارش‌گری عملکرد پایدار حاکمیتی بر ریسک سقوط آتی قیمت سهام تاثیر دارد.
 - H8: گزارش‌گری عملکرد پایدار حاکمیتی بر نقدشوندگی سهام تاثیر دارد.
 - H9: دقت پیش‌بینی سود بر رابطه بین گزارش‌گری عملکرد حاکمیتی و ریسک سقوط آتی قیمت سهام نقش واسطه‌ای دارد.
 - H10: دقت پیش‌بینی سود بر رابطه بین گزارش‌گری عملکرد پایدار حاکمیتی و نقدشوندگی سهام نقش واسطه‌ای دارد.
 - H11: قابلیت‌مقایسه سود بر رابطه بین گزارش‌گری عملکرد پایدار حاکمیتی و ریسک سقوط آتی قیمت سهام نقش واسطه‌ای دارد.
 - H12: قابلیت‌مقایسه سود بر رابطه بین گزارش‌گری عملکرد پایدار حاکمیتی و نقدشوندگی سهام نقش واسطه‌ای دارد.
- بر اساس اهداف و فرضیه‌های این پژوهش می‌توان مدل مفهومی زیر را ارائه نمود: (شکل ۱)



شکل ۱: مدل مفهومی پژوهش

۴- روش پژوهش

تحقیق حاضر از نظر هدف، پژوهشی کاربردی و از حیث ماهیت از نوع تحقیقات توصیفی-همبستگی می‌باشد. همچنین، از نظر شیوه استدلال قیاسی-استقرایی بوده و از نظر روش تحلیل داده‌ها به صورت ترکیبی و مبتنی بر روش تحلیل مسیر است. داده‌های پژوهش از لوح‌های فشرده آرشيو آماری و تصویری سازمان بورس اوراق بهادار تهران، پایگاه اینترنتی بورس اوراق بهادار تهران و نرم افزار ره‌آورد نوین گردآوری گردید. جامعه آماری این پژوهش شامل کلیه شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران برای یک دوره ۱۰ ساله از سال ۱۳۹۱ الی ۱۴۰۰ است. نمونه‌گیری پژوهش حاضر به صورت مرحله‌ای سیستماتیک است، بدین‌صورت که از بین کلیه شرکت‌های موجود در بورس اوراق بهادار تهران، شرکت‌هایی که واجد هر یک از شرایط زیر نبودند حذف‌شده و در نهایت کلیه شرکت‌های باقی‌مانده جهت انجام آزمون انتخاب شدند.

- شرکت‌هایی که تا قبل از سال ۱۳۹۱ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده باشند و تا پایان سال ۱۴۰۰ در بورس فعال باشند.
- به لحاظ افزایش قابلیت‌مقایسه، سال مالی آنها منتهی به پایان اسفندماه باشد و طی دوره پژوهش سال مالی خود را تغییر نداده باشند.

- به لحاظ ساختار گزارش‌گری جداگانه‌ای که شرکت‌های سرمایه‌گذاری و واسطه‌گری مالی (لیزینگ‌ها و بیمه‌ها و هلدینگ‌ها و بانک‌ها و موسسات مالی) دارند، از نمونه حذف شدند.
 - در دوره زمانی مورد بررسی حداقل هر سه ماه یکبار سهام آنها مبادله شده باشد.
 - اطلاعات مالی آنها در دوره پژوهش در دسترس باشد.
- پس از اعمال محدودیت‌های فوق، تعداد ۱۴۷ شرکت به عنوان نمونه آماری انتخاب گردید. تجزیه و تحلیل نهایی داده‌های گردآوری شده نیز با استفاده از روش مدل‌سازی معادلات ساختاری و نرم افزار PLS صورت گرفته است. مراحل انجام مدل‌سازی معادلات ساختاری بدین ترتیب است که ابتدا به بررسی برازش مدل (شامل برازش مدل‌های اندازه‌گیری، برازش مدل ساختاری و برازش مدل کلی) و سپس به آزمون فرضیه‌های پژوهش پرداخته می‌شود.

۵. متغیرهای پژوهش

متغیرهای وابسته این پژوهش ریسک سقوط قیمت سهام و نقدشوندگی سهام‌اند.

ریسک سقوط آتی قیمت سهام (CRASH)

برای اندازه‌گیری ریسک سقوط آتی قیمت سهام مطابق با پژوهش‌های چن و همکاران (۲۰۰۱)، هاتن و همکاران (۲۰۰۹)، برادشاو و همکاران (۲۰۱۰)، کیم و همکاران (۲۰۱۱)، اندرو و همکاران^۱ (۲۰۱۶)، از سه معیار چولگی منفی بازده سهام (NCSKEW^۲)، نوسان پایین به بالا (DUVOL^۳) و سیگمای حداکثری (EXTR_SIGMA^۴) استفاده شده است. برای اندازه‌گیری ریسک سقوط قیمت سهام، ابتدا بازده ماهانه خاص شرکت با استفاده از معادله ۱ محاسبه می‌شود.

$$W_{i,t} = \ln(1 + \varepsilon_{i,t}) \quad (1)$$

در معادله (۱):

$W_{i,t}$: بازده ماهانه خاص شرکت i در طی سال t

ε : بازده باقیمانده سهام شرکت i در ماه t و عبارت است از باقیمانده یا پسماند

$$R_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 R_{m,t-2} + \beta_2 R_{m,t-1} + \beta_3 R_{m,t} + \beta_4 R_{m,t+1} + \beta_5 R_{m,t+2} + \varepsilon \quad (2)$$

در معادله (۲):

$R_{i,t}$: بازده سهام شرکت i در ماه طی سال مالی t

R_m : بازده ماهانه بازار است. برای محاسبه بازده ماهانه بازار، شاخص ابتدای ماه از شاخص پایان ماه کسر شده و حاصل بر شاخص ابتدای ماه تقسیم می‌شود. سپس با استفاده از بازده ماهانه خاص شرکت، چولگی منفی بازده سهام، سیگمای حداکثری و نوسان پایین به بالا به شیوه‌های زیر محاسبه می‌شود.

¹ Andreou et al

² Ncskew

³ Duvol

⁴ Extr_Sigma

معیار اول: چولگی منفی بازده سهام: چن و همکاران (۲۰۰۱) معتقدند که نشانه‌های سقوط قیمت سهام از یک سال قبل از وقوع این پدیده شکل می‌گیرد و یکی از نشانه‌های آن، چولگی منفی در بازده سهام شرکت است. بنابراین، شرکت‌هایی که در سال گذشته چولگی منفی بازده سهام را تجربه کرده‌اند با احتمال بیشتری در سال آینده با پدیده خطر سقوط قیمت سهام مواجه خواهند بود. برای محاسبه چولگی منفی بازده سهام از معادله ۳ استفاده می‌شود:

$$NCSKEW = -\left\{ \frac{n(n-1)^{\frac{3}{2}} \sum W_{i,t}^3}{(n-1)(n-2)(\sum W_{i,t}^2)^{\frac{3}{2}}} \right\} \quad (3)$$

در معادله (۳):

$NCSKEW_{i,t}$: چولگی منفی بازده ماهانه سهام شرکت i طی سال مالی t

$W_{i,t}$: بازده ماهانه خاص شرکت i در سال t

n : تعداد ماههایی است که بازده آن‌ها محاسبه شده است.

معیار دوم: نوسان پایین به بالا: چن و همکاران (۲۰۰۱) بیان کردند نوسان پایین به بالا، نوسان نامتقارن بازده را کنترل می‌کند. همچنین، میزان بالاتر این معیار، مطابق با توزیع دارای چولگی چپ بیشتر است. برای محاسبه این متغیر از معادله ۴ استفاده می‌شود (چن و همکاران، ۲۰۰۱؛ کیم و همکاران، ۲۰۱۱ و اندرو و همکاران، ۲۰۱۶).

در معادله فوق، n_u و n_d به ترتیب بیانگر تعداد ماه‌های بالا و ماه‌های پایین طی سال مالی t می‌باشند.

معیار سوم: سیگمای حداکثری: سیگمای حداکثری به عنوان بازده‌های پرت با توجه به انحراف معیار بازده یک شرکت خاص تعریف می‌شود.

$$EXTR_SIGMA_{j,t} = -\text{Min} \left[\frac{W_{j,\theta} - \bar{W}_{j,t}}{\partial W} \right] \quad (5)$$

$W_{j,\theta}$: بازده ماهانه خاص شرکت j در ماه θ

$\bar{W}_{j,t}$: میانگین بازده ماهانه خاص شرکت j طی سال مالی t

نقدشوندگی سهام

جهت اندازه‌گیری نقدشوندگی سهام از دو معیار "نسبت نقدشوندگی آمیهد" و "اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام" استفاده می‌گردد.

نسبت نقد شوندگی سهام (LIQAM): آمیهود^۱ (۲۰۰۲) به عنوان شاخصی برای سنجش ناکارایی بازار سهام استفاده می‌شود. سهامی که نسبت عدم نقدشوندگی آمیهود در آن بالا باشد، در قبال حجم کوچکی از معامله تغییر قیمت زیادی دارد. این نسبت از تقسیم قدر مطلق بازده بر حجم معاملات در یک بازه زمانی معین به دست می‌آید. این معیار به صورت میانگین برای هر سال محاسبه شده است.

$$Amihud\ Illiquidity_{i,t} = \frac{1}{D_{i,t}} \sum_{d=1}^D \frac{|R_{i,d}|}{(Vol_{i,d} * P_{i,d})} \quad (۶)$$

در رابطه (۶):

D: تعداد روزهایی که سهام معامله شده است

R: بازده روزانه سهام

VOL: حجم معامله روزانه

P: قیمت روزانه سهام

از آنجا که توزیع معیار عدم نقدشوندگی آمیهود بسیار انحرافی است، مطابق پژوهش ادمنس و همکاران^۲ (۲۰۱۳) با استفاده از لگاریتم طبیعی (عدم نقدینگی آمیهود بعلاوه یک) معیار عدم نقدشوندگی آمیهود اصلاح می‌شود. بعلاوه، برای سهولت تفسیر نتایج تجربی، اندازه‌گیری اصلاح شده عدم نقدینگی آمیهود در عدد ۱- ضرب می‌گردد. به عبارات دیگر:

$$LIQAM = -\ln (Amihud\ illiquidity + 1) \quad (۷)$$

مقدار بالاتر LIQAM بیانگر بالا بودن نقدشوندگی سهام است.

اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام (BASPREAD): هرچه اطلاعات محرمانه‌تر باشد دامنه تفاوت قیمت‌های پیشنهادی خرید و فروش سهام بیشتر می‌شود و در نتیجه نقدشوندگی کمتر می‌شود (لافوند و همکاران^۳، ۲۰۰۸). در این پژوهش به پیروی از مدل ونکاتش و چیانگ^۴ (۱۹۸۶)؛ قائمی و وطن پرست (۱۳۸۴) و احمد پور و رسائیان (۱۳۸۵) از معیار دامنه قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام استفاده شد که از طریق رابطه (۸) به شرح زیر محاسبه می‌شود:

$$BASPREAD_{it} = \frac{AP_{i,t} - BP_{i,t}}{(AP_{i,t} + BP_{i,t})/2} \times 100 \quad (۸)$$

در رابطه (۸):

ASY_{i,t}: دامنه تفاوت قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام

AP_{i,t} (ASK PRICE): میانگین پیشنهادی خرید سهام شرکت i در دوره t

^۱ Amihud.

^۲ Edmans et al

^۳ Lafound et al

^۴ Venkatesh and Chiang

$BP_{i,t}$ (BID PRICE): میانگین پیشنهادی فروش سهام شرکت i در دوره t
 طبق رابطه (۸)، هرچه دامنه‌ی تفاوت قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام عدد بزرگتری باشد، حاکی از عدم نقدشوندگی بیشتر است. به منظور سهولت در تفسیر نتایج، معیار بدست آمده در عدد ۱- ضرب می‌گردد تا معیار مستقیمی از نقدشوندگی سهام بدست آید.

متغیر مستقل

متغیر مستقل این پژوهش، بعد حاکمیتی گزارشگری عملکرد پایدار (CGS) است. با توجه به افشای کامل شاخص‌های راهبری شرکتی از سوی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار، در این تحقیق ابتدا مطابق با پژوهش دانه و وکیم (۲۰۰۵)، براون و کی لر (۲۰۰۶)، عارف و همکاران (۲۰۰۷)، جیانگ و همکاران (۲۰۰۸) و مهرانی و صفرزاده (۱۳۹۰) چک لیستی متشکل از ۱۸ مؤلفه مرتبط با حاکمیت شرکتی که با محیط گزارشگری ایران سازگار است، تهیه گردید. سپس به منظور عملیاتی نمودن شاخص کیفیت حاکمیت شرکتی از روش کدگذاری و امتیازدهی استفاده شد. براساس این روش، به هریک از مؤلفه‌های حاکمیت شرکتی، امتیاز صفر و یا یک (باتوجه به تعریف عملیاتی آنها) اختصاص یافته و از جمع زدن این امتیازها، نمره مربوط به امتیاز حاکمیت شرکتی برای هر شرکت در هر سال محاسبه می‌گردد. به طوری که نمره بیشتر برای این شاخص، نشان دهنده حاکمیت شرکتی کارا تر و نمره کمتر برای شاخص مزبور، بیانگر حاکمیت شرکتی ضعیف‌تر می‌باشد که مؤلفه‌های حاکمیت شرکتی و تعریف عملیاتی آنها به شرح جدول (۱) خواهد بود:

جدول (۱): تعریف عملیاتی و مولفه های حاکمیتی

نام مولفه	تعریف عملیاتی
استفاده از اعضای غیرموظف در هیئت مدیره	بیشتر بودن نسبت اعضای غیرموظف به کل اعضا از میانگین نسبت محاسبه شده برای کل شرکتها، عدد صفر و در غیر این صورت عدد یک.
تفکیک نقش مدیر عامل از رئیس هیئت مدیره	عدم تفکیک نقش مدیر عامل از رئیس هیئت مدیره، عدد صفر و در غیر این صورت عدد یک.
ثبات مدیر عامل	تغییر مدیر عامل شرکت در دو سال گذشته، عدد صفر و در غیر این صورت عدد یک
استفاده از متخصص حسابداری و مالی	عدم استفاده از متخصص حسابداری و مالی در هیئت مدیره، عدد صفر و در غیر این صورت عدد یک.
غیرموظف بودن رئیس هیئت مدیره	موظف بودن رئیس هیئت مدیره، عدد صفر و در غیر این صورت عدد یک.
کمیته حسابرسی	عدم وجود کمیته حسابرسی متشکل از اعضای غیر موظف هیئت مدیره در شرکت عدد صفر و در غیر این صورت عدد یک.
تعداد جلسات هیئت مدیره	عدم اشاره به تعداد جلسات هیئت مدیره در گزارش سالیانه شرکت، عدد صفر و در غیر این صورت عدد یک.

نام مولفه	تعریف عملیاتی
وجود سهامداران دارای حق کنترل	عدم وجود سهامداران دارای حق کنترل، عدد صفر و در غیر این صورت عدد یک.
تمرکز مالکیت	بیشتر بودن درصد سهام شناور آزاد شرکت از میانگین سهام شناور آزاد کل شرکتها، عدد صفر و در غیر این صورت عدد یک.
ساختار مالکیت	عدم اشاره به ساختار مالکیت در گزارش سالانه شرکت، صفر و در غیر این صورت یک.
معاملات با اشخاص وابسته	بیشتر بودن نسبت معامله با اشخاص وابسته به فروش شرکت از میانگین کل شرکتها، عدد صفر و در غیر این صورت عدد یک.
سهامداران دولت	کمتر بودن درصد مالکیت دولت در شرکت از میانگین درصد کل شرکتها، عدد صفر و در غیر این صورت عدد یک.
وجود وب سایت اینترنتی	در صورت عدم وجود وب سایت اینترنتی برای افشای اطلاعات شرکت عدد صفر و در غیر این صورت عدد یک.
زمانبندی تهیه اطلاعات	شرکت‌هایی که امتیاز اطلاع رسانی آنها کمتر از ۵۰ باشد، عدد صفر و در غیر این صورت عدد یک.
قابلیت اتکای اطلاعات	شرکت‌هایی که دارای تعدیلات سنواتی هستند، عدد صفر و در غیر این صورت عدد یک.
نوع اظهار نظر حسابرس	شرکت‌هایی که اظهار نظر غیرمقبول از حسابرس دریافت کردند، عدد صفر و در غیر این صورت عدد یک.
برنامه های آتی	عدم اشاره به برنامه‌های آتی شرکت در گزارشات سالانه، عدد صفر و در غیر این صورت عدد یک.
گزارش استخدام و اشتغال	عدم اشاره به وضعیت استخدام و اشتغال کارکنان، عدد صفر و در غیر این صورت عدد یک.

متغیرهای واسطه‌ای

متغیرهای واسطه‌ای در این پژوهش عبارتند از قابلیت‌مقایسه سود (Comp) و دقت پیش‌بینی سود مدیران (EFA).

قابلیت مقایسه سود (Comp)

جهت اندازه‌گیری قابلیت مقایسه سود از میزان همبستگی سود- بازده یک زوج شرکت یک صنعت خاص استفاده خواهد شد (بارت و همکاران؛ ۲۰۱۲ و دی فرانکو و همکاران^۱، ۲۰۱۱). در این مدل دو شرکت زمانی مشابه در نظر گرفته می‌شوند که برای مجموعه‌ای از رویدادهای اقتصادی یکسان (مثل بازده)، گزارش‌های مالی (مثل سود حسابداری) مشابهی ارائه کرده باشند. برای اندازه‌گیری قابلیت‌مقایسه بین دو شرکت i و j، ابتدا برای هر شرکت- سال مدل رگرسیونی به شرح زیر با استفاده از داده‌های سری زمانی (شش ماهه) برای دوره چهارساله اخیر منتهی به پایان سال t برآورد می‌شود:

¹ De Franco et al

$$Earnings_{i,k} = \alpha_{it} + \beta_{ij}Return_{i,k} + \varepsilon_{ik} \quad (10)$$

$Earnings_{i,k}$: سود خالص شرکت i در شش ماهه k تقسیم بر ارزش بازار سهام ابتدای شش ماهه

$Return_{i,k}$: بازده سهام شرکت i در شش ماهه k

ضرایب برآوردشده از رابطه (۱۰) برای هر شرکت-سال، معیاری از عملیات حسابداری آن شرکت است. یعنی β_i نشان‌دهنده عملیات حسابداری شرکت i و ضرایب α_j و β_j عملیات حسابداری شرکت j است. شباهت بین عملیات حسابداری دو شرکت، میزان قابلیت مقایسه بین دو شرکت را نشان می‌دهد. به منظور برآورد تفاوت بین عملیات حسابداری دو شرکت i و j از مفهوم قابلیت مقایسه (ارائه گزارش‌های مشابه درباره مجموعه‌ای از رویدادهای مشابه) استفاده می‌شود. از این رو؛ در هر سال از طریق رابطه‌های (۱۱) و (۱۲) سود شرکت i به طور جداگانه یکبار با ضرایب خود شرکت i و یکبار با ضرایب شرکت j اما با بازده شرکت i (رویداد مشابه) برای دوره زمانی مشابه با دوره زمانی رابطه (۱۰) پیش‌بینی می‌شود:

$$E(Earnings)_{ii,k} = \hat{\alpha}_i + \hat{\beta}_i Return_{i,k} \quad (11)$$

$$E(Earnings)_{ij,k} = \hat{\alpha}_j + \hat{\beta}_j Return_{i,k} \quad (12)$$

در این رابطه‌ها؛

$E(Earnings)_{ii,k}$: سود پیش‌بینی شده برای شرکت i و شش ماهه K با استفاده از ضرایب شرکت i

$E(Earnings)_{ij,k}$: سود پیش‌بینی شده برای شرکت i و شش ماهه K با استفاده از ضرایب شرکت j

سپس قابلیت مقایسه بین دو شرکت i و j در سال t از طریق رابطه شماره (۱۳) به شرح زیر محاسبه خواهد شد:

$$Comp_{i,j,t} = \frac{-1}{8} \sum_{k=7}^k it |E(Earnings)_{ii,k} - E(Earnings)_{ij,k}| \quad (13)$$

مقدار ریاضی بیشتر برای $Comp$ نشان‌دهنده قابلیت مقایسه بیشتر بین دو شرکت است. به طریق مشابه برای هر سال و هر جفت شرکت i با j ؛ معیار قابلیت مقایسه حسابداری محاسبه خواهد شد. در نهایت میانگین چهار عدد بزرگ‌تر محاسبه شده برای آن، معیار قابلیت مقایسه شرکت i تعریف می‌شود که با $Comp$ نشان داده می‌شود. دلیل استفاده از معیار تجربی قابلیت مقایسه صورت‌های مالی ارائه شده از سوی دی فرانکو و همکاران (۲۰۱۱) عبارت است از اینکه در تحقیقات حسابداری اغلب به سود به عنوان مهم‌ترین جزء گزارش‌گری مالی نگریده می‌شود و اینکه این معیار خروجی؛ کمی، مبتنی بر خروجی (سود) و خاص شرکت است و چالش‌هایی که معیارهای مبتنی بر ورودی‌ها (مانند معیار مبتنی بر انتخاب‌های حسابداری) با آن مواجه می‌باشد را ندارد.

دقت پیش‌بینی سود توسط مدیران (EFA)

محاسبه خطای پیش‌بینی سود، با استفاده از مدل چنگ و فیرث^۱ (۲۰۰۰) به شرح رابطه (۱۴) است:

$$FE_{it} = \frac{(AP_{it} - FP_{it})}{|FP_{it}|} \quad (14)$$

¹ Cheng & Firth

که در آن:

FE_{it} = خطای پیش‌بینی سود هر سهم شرکت i در سال t ,

AP_{it} = سود خالص واقعی هر سهم شرکت i در سال t ,

FP_{it} = سود خالص پیش‌بینی شده توسط مدیران برای شرکت i در سال t می‌باشد.

با توجه به اینکه رابطه (۱۴) بیانگر خطای پیش‌بینی سود است جهت بدست آوردن معیار مستقیمی از دقت پیش‌بینی سود، نسبت بدست آمده در عدد ۱- ضرب می‌شود.

۶. یافته‌های پژوهش

۱-۶ آمار توصیفی

جدول ۲ آمار توصیفی شامل شاخص‌های مرکزی و پراکندگی متغیرهای پژوهش را نشان می‌دهد. مقایسه میانگین مشاهدات با میانه آنها و اختلاف اندک آنها، بیانگر نرمال بودن توزیع مشاهدات می‌باشد.

جدول ۲: آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

نام متغیر	نماد متغیر	مشاهدات	میانگین	میانه	انحراف معیار	حداقل	حداکثر	چولگی	کشیدگی
پایداری حاکمیتی	CGS	۱۴۷۰	۱۲/۱۲	۱۲	۲/۱۲۷	۹	۱۷	۰/۴۹۵	۲/۶۲۵
قابلیت مقایسه سود	Comp	۱۴۷۰	-۰/۰۰۰۲	-۰/۰۰۰۱	۰/۰۰۰۲	-۰/۰۰۰۸	-۰/۰۰۰۳	-۱/۷۱۰	۵/۱۳۵
دقت پیش‌بینی سود	EFA	۱۴۷۰	۰/۰۵۶	۰/۰۳۰	۰/۵۲۸	-۱/۰۴۴	۱/۴۵۶	۰/۵۵۳	۴/۳۸۰
سیگمای حداکثری	EXTR_SIGMA	۱۴۷۰	۰/۰۱۴	-۰/۰۴۱	۰/۷۶۰	-۱/۴۱۲	۱/۷۵۳	۰/۳۵۰	۳/۲۱۹
نوسان پایین به بالا	DUVOL	۱۴۷۰	۷/۴۵۵	۶/۳۹۶	۴/۴۴	۲/۳۱۹	۱۹/۵۱۹	۱/۳۷۵	۴/۳۳۱
چولگی منفی	NCSKEW	۱۴۷۰	-۰/۲۷۷	-۰/۱۸۵	۰/۲۳۴	-۰/۸۱۴	-۰/۰۲۱۲	-۱/۰۳۱	۲/۹۱۷
نقدشوندگی آمیهود	LIQAM	۱۴۷۰	-۰/۰۲۶	-۰/۰۲۷	۰/۰۱۴	-۰/۰۴۸	۰	۰/۲۹۴	۱/۹۶۵
اختلاف قیمت خرید و فروش	BASPREAD	۱۴۷۰	۰/۰۲۲	۰/۰۲۱	۰/۰۱۰	۰/۰۰۵	۰/۰۴۱۲	۰/۱۴۵	۱/۹۷۲

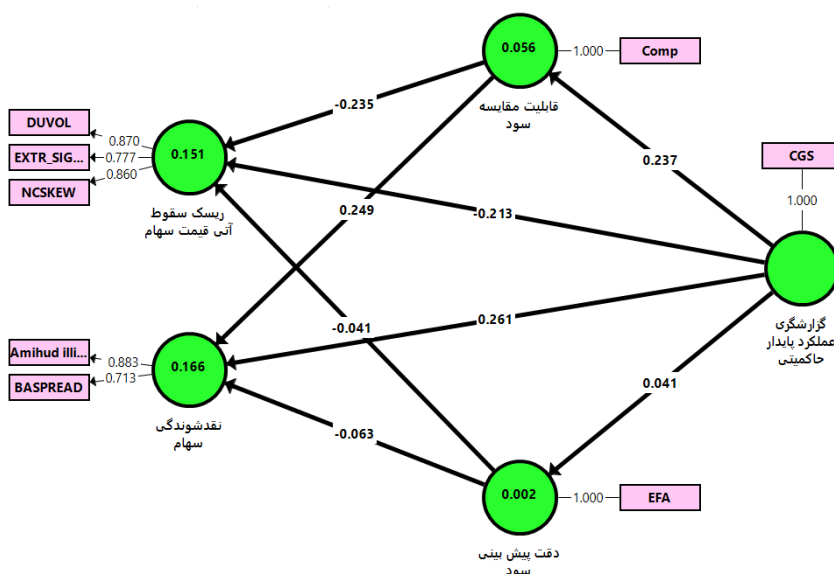
مطابق با جدول (۲) میانگین متغیر گزارش‌گری پایداری حاکمیتی برابر با ۱۲/۱۲ است. همچنین کمترین مقدار این متغیر برابر با ۹ و بیشترین مقدار آن برابر با ۱۷ است.

۲-۶ برازش مدل‌های اندازه‌گیری

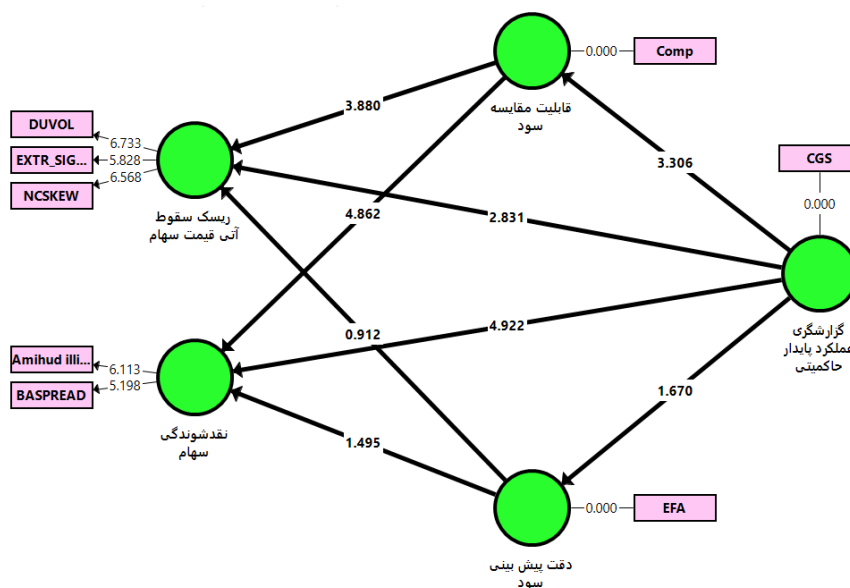
جهت تجزیه و تحلیل و تبیین تاثیر گزارش‌گری عملکرد پایدار حاکمیتی بر ریسک سقوط آتی قیمت و نقدشوندگی سهام، مدل مفهومی اجرا شد و نتایج در دو حالت ضرایب استاندارد و معنی‌داری ارائه شده است. در حالت ضرایب استاندارد به ضرایب مسیر در مدل اندازه‌گیری و در حالت ضرایب معنی‌داری به معنی‌دار بودن مسیرها بر اساس

مقدار t اشاره شده است. در حالت اول، ضرایب مسیره‌ها مشخص شده است. نتایج نشان می‌دهد که ضریب مسیر بین متغیرها چه اندازه است. ضرایب مسیر همان ضرایب بتا در رگرسیون می‌باشند. مقادیر برآورد شده برای ضرایب مسیر در مدل ساختاری بر حسب علامت، مقدار و معناداری ارزیابی می‌شوند. در حالت دوم، نتایج مربوط به ضرایب استاندارد Z یا (T-Value) آورده شده است که این مقدار با توجه به اینکه باید از ۱/۹۶ بیشتر یا از ۱/۹۶- کمتر باشد در سطح ۰/۰۵ معنادار می‌باشد.

هر مدلی که در نرم افزار PLS اجرا می‌شود لازم است که از نظر برازش مورد بررسی قرار گیرد. لذا در ادامه به بررسی برازش مدل پیشنهادی پرداخته می‌شود. لازم به ذکر است که برازش در سه حالت بررسی می‌شود. در حالت اول، برازش مدل اندازه‌گیری پژوهش مورد بررسی واقع می‌شود که اعتبار متغیرها مورد نظر است در حالت دوم، مدل درونی پژوهش (مدل ساختاری) شامل ضرایب مسیر، ضریب تعیین R^2 ، اندازه اثر F^2 مورد ملاحظه قرار می‌گیرد و در حالت سوم نیز برازش کلی مدل مورد بررسی قرار می‌گیرد. همانطور که مشاهده می‌شود، کلیه معیارهای مدل اندازه‌گیری و مدل ساختاری ارائه شده است.



شکل ۲: نتایج اجرای مدل در حالت استاندارد برای گزارش‌گری عملکرد پایدار حاکمیتی



شکل ۳: نتایج اجرای مدل در حالت معناداری برای گزارش‌گری عملکرد پایدار حاکمیتی

پایایی با استفاده از ضریب آلفای کرونباخ و پایایی ترکیبی (مقدار مطلوب بیشتر از ۰/۷) و روایی هم‌گرا با تأیید شاخص‌های بار عاملی (مقدار مطلوب بیشتر از ۰/۵) و مقدار AVE (مقدار مطلوب بیشتر از ۰/۵) مورد تأیید قرار گرفت. به طور واضح تراولین شاخص یعنی پایایی بر اساس ضرایب آلفای کرونباخ و ضرایب پایایی سازه باید بیشتر از ۰/۷ محاسبه گردد تا مورد تأیید واقع شود در مدل اجرای شده‌ی تحقیق با در نظر گرفتن اینکه به غیر از متغیرهای ریسک سقوط آتی قیمت سهام و نقدشوندگی سهام، همه متغیرها تک عاملی می‌باشند لذا به جز دو متغیر یاد شده بدون اشاره به شاخص‌های ذکر شده، پایایی مورد تأیید قرار می‌گیرد اما نتایج مربوط به پایایی ریسک سقوط آتی قیمت سهام و نقدشوندگی سهام در جدول زیر توضیح داده شده است.

جدول ۳: پایایی ترکیبی، آلفای کرونباخ و AVE

Average Variance Extracted (AVE)	Composite Reliability	Cronbach's Alpha	
1.00	1.00	1.00	دقت پیش بینی سود
0.700	0.84	0.81	ریسک سقوط آتی قیمت سهام
1.00	1.00	1.00	قابلیت مقایسه سود
0.644	0.89	0.85	نقدشوندگی سهام
1.00	1.00	1.00	گزارشگری عملکرد پایدار حاکمیتی

در این تحقیق برای روایی از شاخص‌های روایی هم‌گرایی و روایی واگرا استفاده شد. در این راستا بارعاملی هر یک از مولفه‌های ریسک سقوط آتی قیمت سهام و نقدشوندگی سهام بیشتر از ۰/۵ به دست آمد. همچنین مقدار AVE مولفه‌ها طبق جدول ۴ بالای ۰/۵ می‌باشد و مورد قبول قرار می‌گیرد. پس روایی هم‌گرایی مورد تایید می‌باشد.

جدول ۴: بارهای عاملی در مدل گزارشگری عملکرد پایدار حاکمیتی

گزارشگری عملکرد پایدار حاکمیتی	نقدشوندگی سهام	قابلیت مقایسه سود	ریسک سقوط آتی قیمت سهام	دقت پیش‌بینی سود	
				1.00	EFA
			0.870		DUVOL
			0.777		EXTR_SIGMA
			0.860		NCSKEW
		1.00			Comp
	0.883				Amihud illiquidity
	0.713				BASPREAD
1.00					CGS

هنسلر و همکاران (۲۰۱۶) شاخص جدیدی به نام Heterotrait-Monotrait Ratio یا HTMT (روایی واگرایی یگانه-دوگانه) را برای ارزیابی روایی واگرا ارائه کرده‌اند. حد مجاز معیار HTMT میزان ۰/۸۵ تا ۰/۹ می‌باشد. اگر مقادیر این معیار کمتر از ۰/۹ باشد روایی واگرا قابل قبول است. طبق جدول ۴، کلیه مقادیر روایی واگرایی یگانه-دوگانه کمتر از ۰/۹ می‌باشند. بنابراین، این شاخص نیز مورد تایید قرار گرفت.

جدول ۴: روایی واگرایی یگانه-دوگانه در مدل گزارشگری عملکرد پایدار حاکمیتی

نقدشوندگی سهام	قابلیت مقایسه سود	ریسک سقوط آتی قیمت سهام	دقت پیش‌بینی سود	
			0.24	ریسک سقوط آتی قیمت سهام
		0.16	0.01	قابلیت مقایسه سود
	0.21	0.75	0.09	نقدشوندگی سهام
0.26	0.04	0.24	0.04	گزارشگری عملکرد پایدار حاکمیتی

برای برازش مدل ساختاری، ضریب تعیین R^2 نشان می‌دهد که چند درصد از تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای مستقل توضیح داده می‌شود. همچنین محققان تاکید کرده‌اند اگر شاخص توان پیش‌بینی‌کنندگی Q^2 مقداری بالاتر از صفر داشته باشد قابل قبول می‌باشد و هرچه به یک نیز نزدیک‌تر گردد نشان از توان پیش‌بینی-کنندگی بالای آن می‌باشد، از طرفی اندازه اثر یا F^2 به معنای توان تبیین‌کنندگی مدل می‌باشد و رابطه‌ی بین

سازه‌های مدل را تعیین می‌کند. همانطور که در جدول ۵ نشان داده شده است، کلیه مقادیر به دست آمده بالای متوسط مقادیر تعیین شده می‌باشند، پس مدل ساختاری تحقیق نیز مورد تایید است.

جدول ۵: نتایج مقادیر ضریب تعیین R^2 ، توان تبیین کنندگی F^2 و توان پیش‌بینی کنندگی Q^2

توان پیش‌بینی کنندگی Q^2	توان تبیین کنندگی F^2 یا اثر یا تبیین کنندگی	ضریب تعیین R^2	
0.161	0.208	0.151	ریسک سقوط آتی قیمت سهام
0.171	0.224	0.166	نقدشوندگی سهام

در نهایت برازش کلی مدل تحقیق از شاخص‌های SRMR، RmsTheta، d_ULS، d_G، مقدار GOF و مقدار NFI کمک گرفته شد، مقدار GOF به دست آمده به شرح زیر می‌باشد:

$$GOF = \sqrt{COMMUNALITY * R^2} = \sqrt{0.672 * 0.158} = 0.326$$

حاصل شدن ۰/۳۲۶ برای GOF نشان از برازش مطلوب مدل دارد. به علاوه یافته‌های مربوط به شاخص‌های دیگر برازش مدل کلی در جدول زیر ارائه شده است و مشخص است که همه شاخص‌های مورد بررسی دارای نمره مطلوبی می‌باشند یعنی اینکه مدل تحقیق از برازش مطلوبی برخوردار است.

جدول ۶: شاخص‌های برازش مدل تحقیق در مدل گزارشگری عملکرد پایدار حاکمیتی

شاخص	آماره	مقدار استاندارد	منبع
SRMR	۰/۰۵۷	کمتر از ۰/۰۸	(هو و بنتلر، ۱۹۹۹)
rms Theta	۰/۰۸۹	کمتر از ۰/۱۲	(رینگل و همکاران، ۲۰۲۰)
GOF	۰/۳۲۶	بیش از ۰/۲۵	وتزلس و همکاران (۲۰۰۹)
NFI	۰/۹۲	بیشتر از ۰/۹	(بانت و بنتلر، ۱۹۸۰)
d_ULS	۰/۴۱۹	کمتر از ۰/۹۵	(هنسلر و همکاران، ۲۰۱۶)
d_G	۰/۴۷۶	کمتر از ۰/۹۵	(هنسلر و همکاران، ۲۰۱۶)

پس از برازش مدل تحقیق به تبیین تاثیر متغیرها بر یکدیگر پرداخته می‌شود و فرضیه‌های تحقیق مورد بررسی قرار می‌گیرند.

۳-۶ یافته‌های حاصل از بررسی فرضیه‌های پژوهش

جدول ۷ خلاصه نتایج مسیرهای ارتباطی بین مولفه حاکمیتی گزارش‌گری عملکرد پایدار با دقت پیش‌بینی سود، قابلیت مقایسه سود، ریسک سقوط آتی قیمت و نقدشوندگی سهام را نشان می‌دهد.

جدول ۷: خلاصه نتایج مسیرهای ارتباطی بین گزارشگری عملکرد پایدار حاکمیتی با دقت پیش‌بینی سود، قابلیت مقایسه سود، ریسک سقوط آتی قیمت و نقدشوندگی سهام

مسیر تاثیر متغیرها بر یکدیگر	ضریب مسیر	آماره T	سطح معنی‌داری
گزارشگری عملکرد پایدار حاکمیتی - < دقت پیش‌بینی سود	0.04	1.67	0.100
گزارشگری عملکرد پایدار حاکمیتی - < قابلیت مقایسه سود	0.24	3.31	0.006
دقت پیش‌بینی سود - < ریسک سقوط آتی قیمت سهام	-0.04	0.91	0.360
دقت پیش‌بینی سود - < نقدشوندگی سهام	-0.06	1.49	0.220
قابلیت مقایسه سود - < ریسک سقوط آتی قیمت سهام	-0.23	3.88	0.008
قابلیت مقایسه سود - < نقدشوندگی سهام	0.25	4.86	0.004
گزارشگری عملکرد پایدار حاکمیتی - < ریسک سقوط آتی قیمت سهام	-0.21	2.83	0.010
گزارشگری عملکرد پایدار حاکمیتی - < نقدشوندگی سهام	0.26	4.92	0.001

فرضیه H₁ بیانگر تاثیر گزارشگری عملکرد پایدار حاکمیتی بر دقت پیش‌بینی سود می‌باشد. طبق جدول ۷، نتایج ضرایب مسیرها در مدل‌های اجرایی حاکی از آن است که ضریب مسیر ($\beta=0/04$) و سطح معنی‌داری متناظر آن ($P=0/100$) می‌باشد که بیش از سطح قابل قبول در این پژوهش یعنی $0/05$ است. در نتیجه گزارشگری عملکرد پایدار حاکمیتی بر دقت پیش‌بینی سود تاثیر معنی‌داری ندارد و فرضیه H₁ پژوهش تایید نمی‌شود.

فرضیه H₂ بیانگر تاثیر گزارشگری عملکرد پایدار حاکمیتی بر قابلیت مقایسه سود می‌باشد. نتایج ضرایب مسیرها در مدل‌های اجرایی در جدول ۷ حاکی از آن است که ضریب مسیر ($\beta=0/24$) و سطح معنی‌داری متناظر آن ($P=0/006$) می‌باشد. در نتیجه گزارشگری عملکرد پایدار حاکمیتی بر قابلیت مقایسه سود تاثیر مثبت و معنی‌داری دارد و فرضیه پژوهشی H₂ تایید می‌گردد.

فرضیه H₃ بیانگر تاثیر دقت پیش‌بینی سود بر ریسک سقوط آتی قیمت سهام می‌باشد. نتایج ضرایب مسیرها در مدل‌های اجرایی در جدول ۷ حاکی از آن است که ضریب مسیر ($\beta=-0/04$) و سطح معنی‌داری متناظر آن ($P=0/36$) می‌باشد. در نتیجه دقت پیش‌بینی سود بر ریسک سقوط آتی قیمت سهام تاثیر معنی‌داری ندارد و فرضیه پژوهشی H₃ تایید نمی‌شود.

فرضیه H₄ بیانگر تاثیر دقت پیش‌بینی سود بر نقدشوندگی سهام می‌باشد. نتایج ضرایب مسیرها در مدل‌های اجرایی در جدول ۷ حاکی از آن است که ضریب مسیر ($\beta=-0/06$) و سطح معنی‌داری متناظر آن ($P=0/220$) می‌باشد. در نتیجه دقت پیش‌بینی سود بر نقدشوندگی سهام تاثیر معنی‌داری ندارد و فرضیه پژوهشی H₄ تایید نمی‌شود.

فرضیه H₅ بیانگر تاثیر قابلیت مقایسه سود بر ریسک سقوط آتی قیمت سهام می‌باشد. نتایج ضرایب مسیرها در مدل‌های اجرایی در جدول ۷ حاکی از آن است که ضریب مسیر ($\beta=-0/23$) و سطح معنی‌داری متناظر آن ($P=0/008$) می‌باشد. در نتیجه تاثیر قابلیت مقایسه سود بر ریسک سقوط آتی قیمت سهام به صورت منفی و معنی‌داری مورد تایید قرار می‌گیرد و فرضیه پژوهشی H₅ تایید می‌گردد.

فرضیه H₆ بیانگر تاثیر قابلیت مقایسه سود بر نقدشوندگی سهام می‌باشد. نتایج ضرایب مسیره‌ها در مدل‌های اجرایی در جدول ۷ حاکی از آن است که ضریب مسیر ($\beta=0/25$) و سطح معنی‌داری متناظر آن ($P=0/004$) می‌باشد. در نتیجه تاثیر قابلیت مقایسه سود بر نقدشوندگی سهام به صورت مثبت و معنی‌داری مورد تایید قرار می‌گیرد و فرضیه پژوهشی H₆ تایید می‌گردد.

فرضیه H₇ بیانگر تاثیر گزارشگری عملکرد پایدار حاکمیتی بر ریسک سقوط آتی قیمت سهام می‌باشد. نتایج ضرایب مسیره‌ها در مدل‌های اجرایی در جدول ۷ حاکی از آن است که ضریب مسیر ($\beta=-0/21$) و سطح معنی‌داری متناظر آن ($P=0/010$) می‌باشد. در نتیجه تاثیر گزارشگری عملکرد پایدار حاکمیتی بر ریسک سقوط آتی قیمت سهام به صورت منفی و معنی‌داری مورد تایید قرار می‌گیرد فرض پژوهشی H₇ تایید می‌گردد.

فرضیه H₈ بیانگر تاثیر گزارشگری عملکرد پایدار حاکمیتی بر نقدشوندگی سهام می‌باشد. نتایج ضرایب مسیره‌ها در مدل‌های اجرایی در جدول ۷ حاکی از آن است که ضریب مسیر ($\beta=0/26$) و سطح معنی‌داری متناظر آن ($P=0/001$) می‌باشد. در نتیجه تاثیر گزارشگری عملکرد پایدار حاکمیتی بر نقدشوندگی سهام به صورت مثبت و معنی‌داری مورد تایید قرار می‌گیرد فرض پژوهشی H₈ تایید می‌گردد.

فرضیه H₉ نقش واسطه‌ای دقت پیش‌بینی سود بر رابطه بین گزارشگری عملکرد پایدار و ریسک سقوط آتی قیمت سهام را مورد تاکید قرار می‌دهد و فرضیه H₁₀ نقش واسطه‌ای دقت پیش‌بینی سود بر رابطه بین گزارشگری عملکرد پایدار و نقدشوندگی سهام را مورد توجه قرار می‌دهد. جهت بررسی نقش واسطه‌ای باید نسبت اثر غیر مستقیم به اثر کل (شمول واریانس یا VAF) مورد تحلیل واقع شود. در راستای تحلیل این فرضیه اثر مستقیم، اثر غیر مستقیم، اثر کل و شمول واریانس بررسی شده است.

اثر مستقیم = اثر متغیر مستقل بر متغیر وابسته

اثر غیر مستقیم = اثر متغیر مستقل بر متغیر وابسته از طریق متغیر واسطه‌ای

اثر کل = اثر مستقیم + اثر غیر مستقیم

شمول واریانس = اثر غیرمستقیم ÷ اثر کل

در نتیجه می‌توان تعیین کرد که تا چه اندازه واریانس متغیر وابسته مستقیماً توسط متغیر مستقل تشریح می‌شود و چه مقدار از واریانس هدف بوسیله روابط غیرمستقیم تشریح می‌شود. در نهایت نیز چه مقدار واریانس هدف بوسیله روابط غیرمستقیم از طریق متغیر میانجی شرح داده می‌شود. تفسیر نتایج شمول واریانس VAF به این صورت است که اگر مقدار شمول واریانس VAF کمتر از ۲۰٪ بود می‌توان نتیجه گرفت که واسطه‌گری صورت نگرفته است. در مقابل وقتی مقدار VAF خیلی بزرگ و بالاتر از ۸۰٪ باشد، می‌توان ادعای واسطه‌گری کامل کرد. وضعیتی که در آن VAF بین ۲۰٪ تا ۸۰٪ باید، به عنوان میانجی‌گری یا واسطه‌گری جزئی تشریح شود.

فرضیه H₉ بر نقش واسطه‌ای متغیر دقت پیش‌بینی سود بر رابطه میان گزارشگری عملکرد پایدار و ریسک سقوط آتی قیمت سهام تاکید دارد. جدول ۸ اطلاعات حاصل از بررسی فرضیه‌های H₉ را ارائه می‌دهد.

جدول ۸: نقش واسطه‌ای دقت پیش‌بینی سود بر رابطه بین گزارش‌گری عملکرد پایدار حاکمیتی و ریسک سقوط آتی قیمت سهام

تأثیر متغیر مستقل بر متغیر وابسته	نوع اثر	ضریب مسیر	مقدار t	سطح معنی‌داری
گزارشگری عملکرد پایدار حاکمیتی -> ریسک سقوط آتی قیمت سهام	مستقیم	-0.21	2.83	0.011
گزارشگری عملکرد پایدار حاکمیتی -> دقت پیش‌بینی سود -> ریسک سقوط آتی قیمت سهام	غیر مستقیم	-0.013	0.194	0.801
گزارشگری عملکرد پایدار حاکمیتی -> ریسک سقوط آتی قیمت سهام	اثر کل	0.213	3.01	0.010
اثر غیرمستقیم ÷ اثر کل	شامل واریانس	۰/۰۶۱		VAF < ۲۰٪

نتایج مربوط به فرضیه H₉ در جدول ۸ نشانگر این است که ضریب مسیر مستقیم گزارشگری عملکرد پایدار بر ریسک سقوط آتی قیمت سهام ($\beta = -0.21$) و سطح معنی‌داری آن نیز ($P = 0.011$) است یعنی این اثر منفی و معنی‌دار می‌باشد. این در حالی است که تأثیر غیر مستقیم گزارشگری عملکرد پایدار بر ریسک سقوط آتی قیمت سهام از طریق دقت پیش‌بینی سود ($\beta = -0.013$) با سطح معنی‌داری ($P = 0.801$) است. لذا این اثر غیر معنی‌دار بوده است زیرا سطح معنی‌داری به دست آمده بیشتر از ۰/۰۵ بوده است. اثر کل گزارشگری عملکرد پایدار بر ریسک سقوط آتی قیمت سهام ($\beta = 0.213$) در سطح معناداری ($P = 0.010$) است. از طرفی نتیجه شامل واریانس ($VAF = 0.061$) محاسبه شده است. چون شامل واریانس از ۲۰٪ کمتر است در نتیجه می‌توان گفت فرضیه پژوهشی H₉ تایید نمی‌شود. یعنی اینکه دقت پیش‌بینی سود در رابطه بین گزارشگری عملکرد پایدار حاکمیتی و ریسک سقوط آتی قیمت سهام نقش واسطه‌ای ندارد.

فرضیه H₁₀ بر نقش واسطه‌ای متغیر دقت پیش‌بینی سود بر رابطه میان گزارشگری عملکرد پایدار حاکمیتی و نقدشوندگی سهام تأکید دارد. جدول ۹ خلاصه‌ای از اطلاعات حاصل از بررسی فرضیه‌های H₁₀ را ارائه می‌دهد. نتایج مربوط به فرضیه H₁₀ نشان می‌دهد که ضریب مسیر مستقیم گزارشگری عملکرد پایدار بر نقدشوندگی سهام ($\beta = 0.26$) در سطح معنی‌داری ($P = 0.001$) است. لذا این اثر مثبت و معنی‌دار می‌باشد. همچنین تأثیر غیرمستقیم گزارشی‌گری عملکرد پایدار بر نقدشوندگی سهام از طریق دقت پیش‌بینی سود ($\beta = 0.03$) در سطح معنی‌داری ($P = 0.630$) است. لذا این اثر غیرمعنی‌دار است زیرا سطح معنی‌داری به دست آمده بیشتر از ۰/۰۵ است. اثر کل گزارشگری عملکرد پایدار بر نقدشوندگی سهام ($\beta = 0.29$) در سطح معناداری ($P = 0.005$) است. از طرفی نتیجه شامل واریانس ($VAF = 0.103$) محاسبه شده است. چون شامل واریانس از ۲۰٪ کمتر است، فرضیه پژوهشی H₁₀ تایید نمی‌گردد. لذا دقت پیش‌بینی سود بر رابطه بین گزارشگری عملکرد پایدار و نقدشوندگی سهام نقش واسطه‌ای ندارد.

فرضیه H₁₁ بر نقش واسطه‌ای متغیر قابلیت مقایسه سود بر رابطه میان گزارشگری عملکرد پایدار حاکمیتی و ریسک سقوط آتی قیمت سهام تأکید دارد. جدول ۱۰ اطلاعات حاصل از بررسی فرضیه‌های H₁₁ را ارائه می‌دهد.

جدول ۹: نقش واسطه‌ای دقت پیش‌بینی سود بر رابطه بین گزارشگری عملکرد پایدار و نقدشوندگی سهام

تأثیر متغیر مستقل بر متغیر وابسته	نوع اثر	ضریب مسیر	مقدار T	سطح معنی داری
گزارشگری عملکرد پایدار حاکمیتی - < نقدشوندگی سهام	مستقیم	0.26	4.92	0.001
گزارشگری عملکرد پایدار حاکمیتی - < دقت پیش‌بینی سود - < نقدشوندگی سهام	غیر مستقیم	0.03	1.49	0.63
گزارشگری عملکرد پایدار حاکمیتی - < نقدشوندگی سهام	اثر کل	0.29	3.257	0.005
اثر غیرمستقیم ÷ اثر کل	شامل واریانس	۰/۱۰۳		VAF < ٪۲۰

جدول ۱۰: نقش واسطه‌ای قابلیت مقایسه سود در رابطه بین گزارشگری عملکرد پایدار و ریسک سقوط آتی

قیمت سهام

تأثیر متغیر مستقل بر متغیر وابسته	نوع اثر	ضریب مسیر	مقدار تی	سطح معنی داری
گزارشگری عملکرد پایدار حاکمیتی - < ریسک سقوط آتی قیمت سهام	مستقیم	-0.21	2.83	0.010
گزارشگری عملکرد پایدار حاکمیتی - < قابلیت مقایسه سود - < ریسک سقوط آتی قیمت سهام	غیر مستقیم	-0.052	2.08	0.032
گزارشگری عملکرد پایدار حاکمیتی - < ریسک سقوط آتی قیمت سهام	اثر کل	0.262	3.491	0.003
اثر غیرمستقیم ÷ اثر کل	شامل واریانس	۰/۲۵		VAF ≥ ٪۲۰

نتایج مربوط به فرضیه H₁₁ نشان می‌دهد که ضریب مسیر مستقیم گزارشگری عملکرد پایدار حاکمیتی بر ریسک سقوط آتی قیمت سهام ($\beta = -0/21$) و سطح معنی‌داری آن نیز ($P = 0/010$) است، لذا این اثر منفی و معنی‌دار می‌باشد. همچنین تأثیر غیرمستقیم گزارشگری عملکرد پایدار حاکمیتی بر ریسک سقوط آتی قیمت سهام از طریق قابلیت مقایسه سود ($\beta = -0/052$) و سطح معنی‌داری آن ($P = 0/032$) است. لذا این اثر منفی و معنی‌دار است زیرا سطح معنی‌داری به دست آمده کمتر از ۰/۰۵ است. اثر کل گزارشگری عملکرد پایدار حاکمیتی بر ریسک سقوط آتی قیمت سهام از طریق قابلیت مقایسه سود ($\beta = 0/262$) در سطح معناداری ($P = 0/003$) است. نتیجه شامل واریانس ($VAF = 0/24$) است. چون شامل واریانس از ۲۰٪ بیشتر است در نتیجه می‌توان گفت فرضیه پژوهش

تایید می‌گردد. یعنی اینکه قابلیت مقایسه سود در رابطه بین گزارشگری عملکرد پایدار حاکمیتی و ریسک سقوط آتی قیمت سهام نقش واسطه‌ای دارد. فرضیه H₁₂ بر نقش واسطه‌ای متغیر قابلیت مقایسه سود بر رابطه میان گزارشگری عملکرد پایدار حاکمیتی و نقدشوندگی سهام تأکید دارد. جدول ۱۱ اطلاعات حاصل از بررسی فرضیه‌های H₁₂ را ارائه می‌دهد.

جدول ۱۱: نقش واسطه‌ای قابلیت مقایسه سود بر رابطه بین گزارشگری عملکرد پایدار و نقدشوندگی سهام

تأثیر متغیر مستقل بر متغیر وابسته	نوع اثر	ضریب مسیر	مقدار تی	سطح معنی داری
گزارشگری عملکرد پایدار حاکمیتی - < نقدشوندگی سهام	مستقیم	0.26	4.92	0.001
گزارشگری عملکرد پایدار حاکمیتی - < قابلیت مقایسه سود - < نقدشوندگی سهام	غیر مستقیم	0.077	2.81	0.014
گزارشگری عملکرد پایدار حاکمیتی - < نقدشوندگی سهام	اثر کل	0.337	5.291	0.001
اثر غیرمستقیم ÷ اثر کل	شمول واریانس	۰/۲۳		VAF ≥ ۲۰٪

نتایج مربوط به فرضیه H₁₂ نشان می‌دهد که ضریب مسیر مستقیم گزارشگری عملکرد پایدار بر نقدشوندگی سهام ($\beta=۰/۲۶$) و سطح معنی‌داری آن نیز ($P=۰/۰۰۱$) است، لذا این اثر مثبت و معنی‌دار می‌باشد. همچنین تأثیر غیر مستقیم گزارشگری عملکرد پایدار بر نقدشوندگی سهام از طریق قابلیت مقایسه سود برابر ($\beta=۰/۰۷۷$) و سطح معنی‌داری آن ($P=۰/۰۱۴$) است. لذا این اثر مثبت و معنی‌دار است زیرا سطح معنی‌داری به دست آمده کمتر از ۰/۰۵ است. اثر کل گزارشگری عملکرد پایدار بر نقدشوندگی سهام از طریق قابلیت مقایسه سود ($\beta=۰/۳۳۷$) و سطح معناداری آن ($P=۰/۰۰۱$) است. شمول واریانس ($VAF=۰/۲۳$) است و چون از ۲۰٪ بیشتر است در نتیجه می‌توان گفت فرضیه پژوهشی H₁₂ تایید می‌گردد. یعنی اینکه قابلیت مقایسه سود در رابطه بین گزارشگری عملکرد پایدار حاکمیتی و نقدشوندگی سهام نقش واسطه‌ای دارد.

جدول ۱۲: خلاصه نتایج آزمون فرضیه‌های پژوهش

کد فرضیه	شرح فرضیه	نتیجه
H ₁	گزارشگری عملکرد پایدار حاکمیتی بر دقت پیش‌بینی سود تأثیر دارد.	عدم تایید
H ₂	گزارشگری عملکرد پایدار حاکمیتی بر قابلیت مقایسه سود تأثیر دارد.	تایید
H ₃	دقت پیش‌بینی سود بر ریسک سقوط آتی قیمت سهام تأثیر دارد.	عدم تایید
H ₄	دقت پیش‌بینی سود بر نقدشوندگی سهام تأثیر دارد.	عدم تایید
H ₅	قابلیت مقایسه سود بر ریسک سقوط آتی قیمت سهام تأثیر دارد.	تایید

نتیجه	شرح فرضیه	کد فرضیه
تایید	قابلیت مقایسه سود بر نقدشوندگی سهام تاثیر دارد.	H ₆
تایید	گزارشگری عملکرد پایدار حاکمیتی بر ریسک سقوط آتی قیمت سهام تاثیر دارد.	H ₇
تایید	گزارشگری عملکرد پایدار حاکمیتی بر نقدشوندگی سهام تاثیر دارد.	H ₈
عدم تایید	دقت پیش‌بینی سود بر رابطه بین گزارشگری عملکرد پایدار حاکمیتی و ریسک سقوط آتی قیمت سهام نقش واسطه‌ای دارد.	H ₉
عدم تایید	دقت پیش‌بینی سود بر رابطه بین گزارشگری عملکرد پایدار حاکمیتی و نقدشوندگی سهام نقش واسطه‌ای دارد.	H ₁₀
تایید	قابلیت مقایسه سود بر رابطه بین گزارشگری عملکرد پایدار حاکمیتی و ریسک سقوط آتی قیمت سهام نقش واسطه‌ای دارد.	H ₁₁
تایید	قابلیت مقایسه سود بر رابطه بین گزارشگری عملکرد پایدار حاکمیتی و نقدشوندگی سهام نقش واسطه‌ای دارد.	H ₁₂

۷. نتیجه‌گیری و پیشنهادات

نتایج حاصل از برازش مدل معادلات ساختاری این پژوهش نشان داد که دقت پیش‌بینی سود بر ریسک سقوط آتی قیمت سهام و نقدشوندگی سهام تاثیر معنی‌اری ندارد. این در حالی است که قابلیت مقایسه سود بر ریسک سقوط آتی قیمت سهام و نقدشوندگی سهام تاثیر معنی داری دارد. یعنی با توجه به اینکه قابلیت مقایسه سود به سرمایه‌گذاران اجازه می‌دهد از طریق مقایسه شرکت‌های همسان، عملکرد و جریان نقد شرکت را با دقت بیشتری ارزیابی و درک کنند و کمیت و کیفیت اطلاعات لازم آنها را افزایش دهد، بنابراین ریسک مربوط به اطلاعات و ارزیابی کاهش می‌یابد؛ در نتیجه ریسک سقوط آتی قیمت سهام کاهش می‌یابد همچنین نقدشوندگی سهام افزایش می‌یابد. این یافته‌ها با یافته‌هایی که در پژوهش حبیب و همکاران (۲۰۲۰) به دست آمده است، مطابقت دارد. این یافته‌ها، تأکید تهیه‌کنندگان استانداردهای حسابداری مبنی بر اینکه مقایسه‌پذیری صورت‌های مالی اعتماد سرمایه‌گذاران را بهبود می‌بخشد، توجیه می‌کند.

دیگر یافته‌ها نشان داد که گزارش‌گری عملکرد پایدار حاکمیتی بر قابلیت مقایسه سود، ریسک سقوط آتی سهام و نقدشوندگی سهام تاثیر دارد. همچنین قابلیت مقایسه سود در رابطه بین گزارش‌گری عملکرد پایدار حاکمیتی و ریسک سقوط آتی قیمت سهام نقش واسطه‌ای دارد. قابلیت مقایسه سود در رابطه بین گزارش‌گری عملکرد پایدار حاکمیتی و نقدشوندگی سهام نقش واسطه‌ای دارد. به این مفهوم که گزارشگری عملکرد پایدار، قابلیت مقایسه محیط اطلاعاتی و شفافیت درباره شرکت را بهبود می‌بخشد و سبب می‌شود عدم اطمینان سرمایه‌گذاران درباره ریسک و نقدشوندگی سهام کاهش یابد.

به طور کلی با توجه به مدل ارائه شده می‌توان بیان نمود که بهبود رتبه گزارش‌گری پایدار حاکمیتی نشانگر بالابودن استانداردهای اخلاقی مدیران و ساختار نهادی مناسب است که باعث می‌شود تمایل مدیران برای پنهان

کردن اخبار بد عملکرد غیرمالی و به تبع آن ریسک سقوط قیمت سهام کاهش یابد. از طرفی کیفیت افشای بالاتر از طریق افزایش قابلیت مقایسه، عدم قطعیت راجع به ارزش شرکت را کاهش می‌دهد که آن نیز به نوبه خود، مزیت اطلاعاتی بالقوه یک سرمایه‌گذار آگاه را کاهش می‌دهد. هر دو اثر، میزانی را که سرمایه‌گذاران غیرآگاه در قیمت‌ها نیاز به حمایت و مصونیت دارند، کاهش ریسک سقوط قیمت سهام و بدین ترتیب، نقدشوندگی بازار را افزایش می‌دهد.

مدل بدست آمده در این تحقیق از تئوری علامت‌دهی حمایت می‌کند. نتایج حاصله با تئوری ذینفعان نیز هماهنگ است زیرا تئوری ذینفعان نشان می‌دهد که هدف اصلی یک تجارت، افزایش منافع ذینفعان آن است. شرکت‌هایی که از افشای عملکرد پایدار حاکمیتی بالایی برخوردارند، نظر ذینفعان را از اینکه این شرکت‌ها از شهرت و اعتبار خوبی برخوردار هستند، تثبیت می‌کنند. بنابراین، برای سهام شرکت‌هایی که عملکرد پایداری و ابتکارات بهبود یافته دارند، سقوط قیمت سهام کمتری احتمال می‌رود. این یافته‌ها با یافته‌های پژوهش‌های یوانیو و سرفیم (۲۰۱۷) و لئوز و ویسوکی (۲۰۰۶) و هرمدجی و همکاران (۲۰۲۰) و تنگ و زنگ (۲۰۱۹) هماهنگ است؛ اما با پژوهش السولوی و همکاران (۲۰۲۱) منطبق نیست.

در کل یافته‌های این پژوهش، بیانگر مفیدبودن قابلیت مقایسه صورت‌های مالی در بازار سرمایه است. این مطالعه به ادبیاتی کمک می‌کند که به اهمیت اطلاعات حسابداری در اثرگذاری بر تصمیم‌گیری قیمت‌گذاری دارای تأکید دارد؛ از این رو به سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران که به دنبال انتخاب سهام با ریسک پایین هستند پیشنهاد می‌شود در تحلیل‌های خود حتماً به قابلیت مقایسه صورت‌های مالی در جایگاه عاملی تأثیرگذار بر ریسک سقوط قیمت سهام و نقدشوندگی آن توجه کنند. پیشنهاد می‌شود سازمان بورس اوراق بهادار شرکت‌ها را از لحاظ قابلیت مقایسه صورت‌های مالی رتبه‌بندی کند و گزارش آن را در دوره‌های منظم در اختیار استفاده‌کنندگان قرار دهد تا شرکت‌ها نیز بیشتر در راستای افزایش قابلیت مقایسه اطلاعات مالی خود تلاش کنند. همچنین به سازمان حسابرسی، بورس اوراق بهادار و دیگر نهادهای نظارتی و حاکمیتی پیشنهاد می‌شود شاخص‌های مربوط به گزارش‌گری پایداری شرکت‌ها را تدوین و تصویب کند. همچنین به سرمایه‌گذاران و اعتباردهندگان در بورس اوراق بهادار تهران پیشنهاد می‌گردد در تصمیمات سرمایه‌گذاری خود، گزارش‌گری پایداری را به عنوان عاملی مؤثر در ریسک سقوط قیمت سهام و نقدشوندگی سهام مدنظر قرار دهند. در نهایت به مدیران شرکت‌ها پیشنهاد می‌گردد با توجه به شاخص‌های حاکمیتی و در نظر گرفتن آثار راهبری، پروژه‌های سرمایه‌گذاری را انتخاب نمایند. مهمترین محدودیتی که بر پژوهش حاضر می‌تواند اثر گذار باشد این است که برخی معیارهای گزارشگری عملکرد پایدار در ایران افشا نمی‌شود بنابراین پرسشنامه تعدیل شده در ایران نمی‌تواند به طور کامل ابعاد گزارشگری پایداری حاکمیتی را اندازه‌گیری کند.

فهرست منابع

- * احمد پور، 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).
- * بنایی قدیم، رحیم، واعظ، سید علی، انسانی، رامین. (۱۴۰۱). تأثیر سرمایه‌فکری بر گزارشگری عملکرد پایداری تجاری و استراتژی کسب‌وکار. پژوهش‌های حسابداری مالی، ۲(۱۴)، ۸۷-۱۱۲.
- * پورخانی ذاکله بری، مظفر؛ جهان‌شاد، آریتا. (۱۴۰۰). ارائه الگو برای افشاء پایداری شرکتی و ارزیابی عوامل مرتبط با تئوری مشروعیت بر گزارشگری آن. پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، ۱۳(۴۹)، ۱۷۷-۲۰۴.
- * پورغلامی دافچاهی، غلامحسین، صمدی لرگانی، محمود، علی خانی، رضیه پورعلی، محمدرضا. (۱۴۰۲). ارزیابی کیفیت افشای پایداری و تأثیر آن بر عملکرد پایداری مبتنی بر تئوری مشروعیت. دانش حسابداری و حسابرسی مدیریت، ۱۲(۴۶)، ۲۷۵-۲۹۶.
- * خوشکار، فرزین؛ سمایی، رستمعلی؛ میرخسروی، سینا. (۱۳۹۹). ارتباط تنوع هیئت مدیره و ویژگی‌های رفتاری هیئت مدیره با ریسک سقوط آتی قیمت سهام با توجه به کیفیت گزارشگری مالی، نشریه رویکردهای پژوهشی نوین در مدیریت و حسابداری، ۱(۴۶): ۸۸-۱۰۶.
- * خوزین، علی؛ طالب‌نیا، قدرت‌اله؛ گرکز، منصور؛ بنی مهد، بهمن (۱۳۹۷). بررسی اثر ساختار مالکیت بر توسعه سطح گزارشگری پایداری. فصلنامه حسابداری مدیریت، ۱۱(۳۶): ۱-۱۳.
- * ضیا، فرناز؛ وکیلی فرد، حمیدرضا؛ صراف، فاطمه. (۱۳۹۹). تأثیر گزارشگری پایداری بر کاهش عدم تقارن اطلاعاتی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. حسابداری مدیریت، ۱۳(۴۶): ۱۲۱-۱۳۵.
- * فروغی، داریوش و میرزایی، منوچهر (۱۳۹۱). تأثیر محافظه‌کاری شرطی حسابداری بر ریسک سقوط آتی قیمت سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پیشرفت‌های حسابداری ۴(۲): ۱۱۷-۷۷.
- * قائمی، محمد حسین و اسکندری، طاهر. (۱۳۹۲). بررسی رفتار مدیران شرکت‌ها در پیش بینی سود سالیانه. مطالعات تجربی حسابداری مالی، ۱۰(۴۰): ۵۳-۷۵.
- * قائمی، محمد حسین، و وطن پرست، م. (۱۳۸۴). بررسی نقش اطلاعات حسابداری در کاهش عدم تقارن اطلاعاتی در بورس اوراق بهادار تهران. بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، ۱۲(۴۱): ۸۵-۱۰۳.
- * Akrouf, M. M., & Ben Othman, H. (2016). Environmental disclosure and stock market liquidity: evidence from Arab MENA emerging markets. *Applied Economics*, 48(20), 1840-1851.
- * Alodat, A. Y., Z. Salleh, H. Nobanee & H. A. Hashim (2023). Board gender diversity and firm performance: The mediating role of sustainability disclosure, *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, <https://doi.org/10.1002/csr.2473>.
- * Andreou, P. C., Antoniou, C., Horton, J., and Louca, C. (2016). Corporate Governance and Firm-specific Stock Price Crashes. *European Financial Management*, 22(5), 916-956.
- * Alsahlawi, Abdulaziz Mohammed, Kaouther Chebbi, and Mohammed Abdullah Ammer. (2021). The Impact of Environmental Sustainability Disclosure on Stock Return of Saudi Listed Firms: The Moderating Role of Financial Constraints, *International Journal of Financial Studies* 9, (1). <https://doi.org/10.3390/ijfs9010004>

- * Amihud, Y., (2002). Illiquidity and stock returns: cross-section and time-series effects. *Journal of Financial Markets* 5 (1), 31–56.
- * Becchetti, L & Nazaria Solferino and Maria Elisabetta Tessitore, (2016). Corporate social responsibility and profit volatility: theory and empirical evidence, [Industrial and Corporate Change](#), 25(1), 49-89
- * Bradshaw, M. T., Hutton, A. P., Marcus, A. J., Tehranian, H., (2010). Opacity, crash risk and option smirk curves. Working paper, Boston College.
- * Brockett, A., & Rezaee, Z. (2012). *Corporate sustainability: integrating performance and reporting* (Vol. 630). John Wiley & Sons
- * Barth, M. E., Landsman, W. R., Lang, M., & Williams, C. (2012). Are IFRS-based and US GAAP-based accounting amounts comparable? *Journal of Accounting and Economic*, 54 (1), 68-93.
- * Chae S, J, Nakano, M and Ryosuke Fujitani. (2020). Financial Reporting Opacity, Audit Quality and Crash Risk: Evidence from Japan, *Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 7(1): 9-17.
- * Chen, J., Hong, H., & Stein, J. C. (2001). Forecasting crashes: Trading volume, past returns, and conditional skewness in stock prices. *Journal of financial Economics*, 61(3), 345-381.
- * Cheng T.Y., and M. Firth. (2000). an empirical analysis of the bias and rationality of profit forecasts published in new issue prospectuses. *Journal of Business Finance & Accounting*, 27: 423-446.
- * De Franco, G., Kothari, S. P., & Verdi, R. S. (2011). The benefits of financial statement comparability. *Journal of Accounting Research*, 49(4), 895-931.
- * Edmans, Alex and Fang, Vivian W. and Zur, Emanuel, (2012). The Effect of Liquidity on Governance. *Review of Financial Studies*, European Corporate Governance Institute (ECGI) - Finance Working Paper No. 319/2011, Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=1905224>
- * Garrido-Miralles, P. Ana Zorio-Grima María A. García-Benau (2016). Sustainable Development, Stakeholder Engagement and Analyst Forecasts' Accuracy: Positive Evidence from the Spanish Setting, *Sustainable Development*, 24 (2): 77-88.
- * Gupta, k. (2015). Environmental Sustainability and Implied Cost of Equity: International Evidence, *J Bus Ethics*, DOI 10.1007/s10551-015-2971-z.
- * Gelb, D. S., & Zarowin, P. (2002). Corporate disclosure policy and the informativeness of stock prices. *Review of Accounting Studies*, 7(1), 33-52.
- * Hutton, A., Marcus, A., & Tehranian, H. (2009). Opaque financial reports and the distribution of stock returns. *Journal of Financial Economics*, 94 (1), 67-86.
- * Harmadji, W.E, B. Subroto, E. Saraswati, Y.W, Prihatiningtias. (2020). Strategy, practice and quality of sustainability reports on stock price crash risk *International Journal of Research in Business & Social Science*, 9 (3), 34-49.
- * Höck, A., Klein, C., Landau, A. et al. (2020). The effect of environmental sustainability on credit risk. *Journal of Asset Management*, <https://doi.org/10.1057/s41260-020-00155-4>
- * Hong, H., Stein, J. C., (2003). Differences of opinion, short-sales constraints, and market crashes. *Review of Financial Studies*, 16 (2), 487-525.
- * Ioannou, Ioannis, and George Serafeim. (2019). [The Consequences of Mandatory Corporate Sustainability Reporting.](#) In [The Oxford Handbook of Corporate Social Responsibility: Psychological and Organizational Perspectives](#), edited by Abigail McWilliams, Deborah E. Rupp, Donald S. Siegel, Günter K. Stahl, and David A. Waldman, 452–489. Oxford University Press.
- * Kim, Jeong-Bon and Li, Leye and Lu, Louise Yi and Yu, Yangxin. (2016). Financial Statement Comparability and Expected Crash Risk. *Journal of Accounting & Economics (JAE)*, 61 (2-3), 294-312.
- * Kim, Y., Park, M. S., & Wier, B. (2012). Is earnings quality associated with corporate social responsibility? *The accounting review*, 87(3), 761-796.

- * Kim, J.-B., Li, Y., Zhang, L., (2011a). Corporate tax avoidance and stock price crash risk: Firm-level analysis. *Journal of Financial Economics* 100(3), 639-662.
- * Kothari, S. P., Shu, S., & Wysocki, P. D. (2009). Do manager withhold bad news? *Journal of Accounting Research*, 47, 241-276.
- * LaFond, R., & Watts, R. L. (2008). The information role of conservatism. *The Accounting Review*, 83(2), 447-478.
- * Leuz, C. and Wysocki, P. (2006). Capital Market Effects of Corporate Disclosures and Disclosure Regulation. Working Paper, [Online]. www.tfmsl.ca
- * Morck, R., Yeung, B., & Yu, W. (2000). The information content of stock markets: Why do emerging markets have synchronous stock price movement? *Journal of Financial Economics*, 58, 215-260.
- * Nekhili, M., H., Nagati, T., Chtioui, C., Rebolledo. (2017). Corporate social responsibility disclosure and market value: Family versus nonfamily firms. *Journal of Business Research* 77, 41-52.
- * Preston, L. E., O'Bannon, D. P. (1997). The corporate social-financial performance relationship. *Business and Society*, 36(4), 419-429.
- * Petrovits, Ch, (2006). Corporate-Sponsored Foundations and Earnings Management. *Journal of Accounting & Economics*, Forthcoming, Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=875021>
- * Richardson, S. Teoh, S.H. Wysocki, P.D., (2004). The walk down to beatable analyst forecasts: the role of equity issuance and insider trading incentives. *Contemporary Accounting Research*, 21 (4), 885-924.
- * Svanes, K & C, B. Øyaas (2021). Exploring the effect of ESG performance on liquidity in Brazil's and Germany's stock market, *Stock Market Liquidity and Sustainability*, UIS BUSINESS SCHOOL.
- * Tang, D. Y., & Zhong, R. (2019). Mandatory Sustainability Disclosure and Stock Price Crash Risk. <http://sfi.cuhk.edu.cn/uploads/paper/2019061208.pdf>
- * Trisnawati, R., Setiawati, E., (2016). Sustainability Reporting and Earning Management (Empirical Studies in the companies that participated in the Indonesian Sustainability Reporting Award (ISRA). *International Journal of Business, Economics and Law*, 11(1), 11-16.
- * Verrecchia, R, E. (2001). Essays on Disclosure. *Journal of Accounting and Economics*, 32, 97-180.
- * Venkatesh, P. C., and R. Chiang, (1986). Information Asymmetry and the Dealers Bid-Ask Spread: A Case Study of Earnings and Dividend Announcements. *The Journal of Finance*, 41 (5), 1089-1102.
- * Vale J, Miranda R, Azevedo G, & Tavares MC. (2022). The Impact of Sustainable Intellectual Capital on Sustainable Performance: A Case Study. *Sustainability*. 14(8), 1-17.
- * Wang, F., Zhang, Z., & Xu, L. (2020). Corporate social responsibility and financial statement comparability: Evidence from China. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 27(3), 1375-1394.

The mediating role of earnings predictability and comparability in the influence of the governance component of sustainable performance reporting on the crash risk of stock price and stock liquidity

Morteza Pahlavan

PhD Student of Accounting, Southern Tehran Branch, Islamic Azad University, Tehran, Iran.
pahlavan.azad@yahoo.com

Ali Asghar Anvary Rostamy

Professor of Finance, Department of Planning & Management, Tarbiat Modares University, Tehran, Iran.
(Corresponding Author)
anvary@modares.ac.ir

Roya Darabi

Professor of Accounting, Southern Tehran Branch, Islamic Azad University, Tehran, Iran
royadarabi110@yahoo.com

Abstract

Due to the importance that investors place on the return of their shares, the phenomenon of falling share prices leads to a decrease in returns. Many researchers believe that the changes in the company's stock price originate from its internal information management. Since the stock price changes not only through financial information but also through social, governance, economic and environmental information, therefore publishing a special report such as the governance dimension of sustainable performance reporting can affect the liquidity of stocks and the crash risk. Using the structural equation modeling approach, the present research seeks to predict the crash risk of stock price and its liquidity through governance sustainability reporting and the forecasting accuracy and earnings comparability. Using the systematic elimination method, 147 companies listed on the Tehran Stock Exchange for the period of 2011 to 2014 selected as a sample. PLS software used to analyze the data. The results showed that the governance component of sustainability performance reporting leads to an increase in the comparability of earnings, an increase in the liquidity of stocks and a reduction in the crash risk of stock prices. Other findings showed that the comparability of earnings has a mediating role on the relationship between the reporting of sustainable governance performance and the crash risk of stock and liquidity. Meanwhile, the accuracy of the earnings forecast does not have a significant effect on the crash risk of the stock price and the liquidity.

Keywords: Sustainable governance performance reporting, earnings comparability, earnings forecast accuracy, stock price crash risk, stock liquidity.

