

کیفیت حسابرسی و ارزش گذاری بازار از نگاهداشت وجه نقد شرکتها

مهدی صفری گرایلی^۱
فربیا دهقان^۲

تاریخ پذیرش: ۹۵/۴/۲۰

تاریخ دریافت: ۹۵/۳/۸

چکیده

پژوهش حاضر به بررسی تأثیر کیفیت حسابرسی بر ارزش گذاری بازار از نگاهداشت وجه نقد شرکتها می پردازد. بدین منظور، برای سنجش کیفیت حسابرسی از معیار تخصص صنعت حسابرس و از مدل فالکندر و وانگ^۱ (۲۰۰۶) به منظور اندازه گیری ارزش بازار نگاهداشت وجه نقد شرکت استفاده گردید. فرضیه پژوهش نیز با استفاده از نمونه ای متشکل از ۹۷ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سالهای ۱۳۸۹ تا ۱۳۹۳ و با بهره گیری از الگوی رگرسیون چندگانه مبتنی بر تکنیک داده های تابلویی مورد آزمون قرار گرفت. یافته های بدست آمده حاکی از آن است که سرمایه گذاران برای وجه نقد نگاهداری شده شرکت هایی که توسط حسابرسان متخصص در صنعت صاحبکار حسابرسی شده اند، ارزش بیشتری قائلند. یافته های تحقیق ضمن پرکردن خلاء تحقیقاتی صورت گرفته در این حوزه می تواند برای سرمایه گذاران، تدوین کنندگان مقررات بازار حسابرسی و سایر ذینفعان اطلاعات حسابداری در امر تصمیم گیری راهگشا باشد.

واژه های کلیدی: ارزش بازار نگاهداشت وجه نقد، تخصص صنعت حسابرس، کیفیت حسابرسی.

۱- استادیار گروه حسابداری، واحد بندر گز، دانشگاه آزاد اسلامی، بندرگز، ایران. (نویسنده مسئول) Mehdi.safari83@yahoo.com
۲- کارشناسی ارشد حسابداری، مؤسسه آموزش عالی حکیم جرجانی، گرگان، ایران.

۱- مقدمه

در صورتی که تأمین مالی خارجی برای شرکت پرهزینه باشد، در این صورت دارایی‌های نقدی از طریق کاهش مشکل کم سرمایه‌گذاری موجب افزایش ارزش شرکت می‌گردد (آپلر و همکاران^۲، ۱۹۹۹؛ کیم و همکاران^۳، ۲۰۱۵). از آن‌جا که اغلب شرکت‌ها میزان قابل توجهی وجه نقد نگهداری می‌کنند، لذا مدیران با کمترین نظارتی به موجودی نقد شرکت دسترسی داشته و استفاده آن‌ها از منابع نقدی شرکت تا حد زیادی اختیاری است (دیتمار و مارت- اسمیت^۴، ۲۰۰۷؛ باتس و همکاران^۵، ۲۰۰۹). بر پایه تئوری نمایندگی وجه نقد مزاد، زمینه لازم برای رفتار فرصت طلبانه و با انگیزه کسب منفعت شخصی از سوی مدیران را فراهم نموده و بدین ترتیب سبب افزایش تضاد نمایندگی می‌گردد (کیم و همکاران، ۲۰۱۵). مطابق با تئوری نمایندگی، تحقیقات اخیر نیز نشان می‌دهد هنگامی که مدیران برای تأمین منافع شخصی خود اقدام به سوء استفاده از منابع نقدی شرکت می‌نمایند، سرمایه‌گذاران ارزش کمتری برای وجه نقد شرکت قائل می‌شوند. برای نمونه، دیتمار و مارت- اسمیت (۲۰۰۷) دریافتند که شرکت‌های با حاکمیت شرکتی ضعیف‌تر، ارزش بازار وجه نقد کمتری را تجربه می‌کنند. به‌طور مشابه، آلیمو و (۲۰۱۴) نشان داد که رقابت بازار محصول از طریق اعمال فشار در راستای کاهش ناکارآمدی مدیران، سبب افزایش ارزش وجه نقد شرکت می‌شود. همچنین، فریسارد و سالوا^۶ (۲۰۱۰) نیز دریافتند که شرکت‌های خارجی حاضر در بورس سهام آمریکا به دلیل قوانین حقوقی سخت‌گیرانه و الزامات افشای موجود در آن، از ارزش وجه نقد بالاتری برخوردارند. از سوی دیگر، انجام حسابرسی باکیفیت بالا، مدیران را به ارائه گزارشگری مالی باکیفیت‌تر ترغیب نموده و به تبع آن به مالکان در خصوص نظارت و ارزیابی‌شان از عملکرد و فعالیت‌های شرکت کمک شایانی می‌نماید. عمده تحقیقات تجربی صورت گرفته اذعان دارند که حسابرس مستقل، مکانیزم مؤثری جهت کنترل مسائل نمایندگی مرتبط با طرح‌های سرمایه‌گذاری

محسوب می‌شود، چرا که نظارت خارجی اعمال شده از سوی حسابرسان با کیفیت می‌تواند اطلاعات قابل اتکایی را در مورد استفاده نادرست مدیران از منابع سرمایه‌گذاری شرکت فراهم سازد. با کمک این اطلاعات، تأمین‌کنندگان سرمایه قادر خواهند بود که برای کنترل رفتار فرصت طلبانه مدیران و کاهش فرصت سوء استفاده احتمالی آنان از منابع شرکت، محدودیت‌های خاصی را در قرارداد با مدیران اعمال نمایند (آنتل و اپن^۸، ۱۹۸۵). بنابراین حسابرس مستقل می‌تواند تصمیمات سرمایه‌گذاری مدیران را تحت تأثیر قرار داده و بدین ترتیب، منجر به کاهش هزینه‌های نمایندگی ناشی از تخصیص منابع سرمایه‌گذاری شود (هریس و راویو^۹، ۱۹۹۶؛ کیم و همکاران، ۲۰۱۵). افزون بر این، نبود یک مکانیزم نظارتی قوی (حسابرسی باکیفیت)، این امکان را به مدیران می‌دهد که از طریق سرمایه‌گذاری‌های منفعت طلبانه، منابع نقدی شرکت را صرف حداکثر ساختن منفعت شخصی خود نمایند. براین اساس، بررسی تأثیر کیفیت حسابرسی بر کاهش هزینه‌های نمایندگی مرتبط با نگهداشت وجه نقد، امری ضروری به نظر می‌رسد. از این رو در پژوهش حاضر سعی بر آن است که تأثیر کیفیت حسابرسی بر ارزش بازار نگهداشت وجه نقد شرکت‌ها مورد بررسی قرار گیرد. پرسش اصلی تحقیق آن است که آیا سرمایه‌گذاران برای وجه نقد شرکت‌هایی که توسط حسابرسان با کیفیت‌تر، حسابرسی شده‌اند ارزش بیشتری قائلند یا خیر؟ اهمیت تأثیر وجه نقد در تصمیم‌گیری‌های اقتصادی و همچنین فقدان پژوهش‌های کافی، این انگیزه را در نویسندگان مقاله حاضر به وجود آورد که موضوع فوق را به عنوان یک مطالعه پژوهشی برگزینند. انتظار می‌رود نتایج این پژوهش بتواند دستاوردها و ارزش‌افزوده علمی به شرح زیر داشته باشد:

اول این‌که نتایج پژوهش می‌تواند موجب گسترش مبانی نظری پژوهش‌های گذشته در ارتباط با کیفیت حسابرسی شود. دوم این‌که، شواهد پژوهش نشان خواهد داد که تا چه اندازه کیفیت حسابرسی می‌تواند

بر ارزش‌گذاری بازار از وجه‌نقد نگهداری شده شرکت‌ها تأثیرگذار باشد که این موضوع می‌تواند اطلاعات سودمندی را در اختیار تدوین‌کنندگان مقررات بازار حسابرسی، بازار سرمایه و سایر استفاده‌کنندگان اطلاعات حسابداری قرار دهد. سوم این‌که، نتایج پژوهش می‌تواند ایده‌های جدیدی را برای انجام پژوهش‌های جدید در حوزه حسابرسی پیشنهاد نماید.

۲- مبانی نظری و مروری بر پیشینه پژوهش

وجه نقد به عنوان یکی از مهم‌ترین اجزای سرمایه در گردش، همواره مورد توجه خاص مدیران و سرمایه‌گذاران قرار داشته است. نگاهداشت وجه نقد در شرکت، علیرغم وجود مزایایی چون توانایی انجام معاملات تجاری، توانایی مواجهه با وقایع احتمالی، انعطاف‌پذیری به منظور تأمین مالی از محل منابع داخلی و اجتناب از، تضییع فرصت‌های سرمایه‌گذاری به هنگام محدودیت در تأمین مالی خارجی، زمینه‌ساز ایجاد مشکلاتی مثل، افزایش بالقوه سرمایه‌گذاری‌های غیر بهینه به دلیل مسائل نمایندگی است (باوم و همکاران^{۱۰}، ۲۰۰۴). بر اساس نظریه نمایندگی، در شرایط وجود مسائل نمایندگی ناشی از عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیران و مالکان، مدیران مایلند به جای توزیع وجوه در دسترس بین سهامداران، وجوه را به نفع خود و به هزینه سهامداران در شرکت نگهداری کنند. همسو با این نظریه، مایرز و راجان^{۱۱} (۱۹۹۸) و جانسون و همکاران^{۱۲} (۲۰۰۰) نیز نشان دادند که منابع نقدی شرکت نسبت به منابع غیرنقدی، بیشتر مورد سوء استفاده مدیران قرار می‌گیرند. اگرچه نگاهداشت وجه‌نقد از طریق کاهش مشکل سرمایه‌گذاری کمتر از حد می‌تواند موجب افزایش ارزش شرکت گردد (آپلر و همکاران، ۱۹۹۹) اما با وجود این، فرضیه جریان نقدی آزاد جنسن^{۱۳} (۱۹۸۶) عنوان می‌کند که در صورت وجود تضاد منافع و مسائل نمایندگی، یک دلار وجه‌نقد نگهداری شده در شرکت کمتر از یک دلار در بازار ارزش‌گذاری می‌شود (کیم و همکاران، ۲۰۱۵). دیتمار و مارت-اسمیت (۲۰۰۷) نیز این دیدگاه را توسعه دادند و شواهد

تجربی در خصوص تأثیر نظام راهبری شرکتی بر ارزش وجه نقد شرکت ارائه دادند. آن‌ها به این نتیجه رسیدند که ارزش وجه نقد نگهداری شده در شرکت‌هایی که نظام راهبری ضعیفی دارند به طور معناداری کمتر از ارزش وجه نقد در شرکت‌های دارای نظام راهبری قوی می‌باشد. آلیموو (۲۰۱۴) نیز شواهدی مبنی بر وجود رابطه مثبت بین ارزش بازار وجه‌نقد و رقابت در بازار محصول ارائه نمودند. به طور مشابه، ماسولیس و همکاران^{۱۴} (۲۰۰۹) در تحقیق خود به این نتیجه رسیدند که در شرکت‌های با مالکیت دوگانه، به دلیل وجود تضاد منافع میان سهامداران عمده و سهامداران جزء، ارزش بازار وجه‌نقد نگهداری شده شرکت کاهش می‌یابد.

از سوی دیگر، به اعتقاد جنسن (۱۹۸۶) عدم وجود سازوکارهای نظارتی مناسب می‌تواند زمینه‌ای را برای مدیران فرصت طلب فراهم سازد تا وجه نقد آزاد شرکت را هدر داده و با هزینه سهامداران به منافع شخصی خود دست یابند. در این میان، حسابرسی با کیفیت به عنوان یک ابزار نظارتی از طریق کاهش هزینه‌های نمایندگی ناشی از تضاد منافع بین مدیران و مالکان نقش مؤثری ایفا می‌کند. شواهد موجود وجود اقلام تعهدی اختیاری کمتر برای صاحبکارانی که حسابرسان متخصص صنعت دارند را تأیید می‌کند (بالسام و همکاران^{۱۵}، ۲۰۰۳؛ کریشنان^{۱۶}، ۲۰۰۳؛ ریچلت و ونگ^{۱۷}، ۲۰۱۰). هم‌چنین، شواهد نشان می‌دهد شرکت‌هایی که توسط حسابرسان متخصص صنعت، حسابرسی شده‌اند تجدید ارائه صورتهای مالی کمتری دارند (ریچلت و ونگ، ۲۰۱۰). یافته‌های فوق مطابق با این دیدگاه است که حسابرسی با کیفیت، از طریق کمک به شرکت‌ها در ارائه گزارشگری مالی باکیفیت‌تر به بازار، موجب نظارت بهتر بر فعالیت‌های مدیریتی می‌شود. کیفیت گزارشگری مالی بالاتر، از عدم تقارن اطلاعاتی میان مدیران و مالکان کاسته و سهامداران را قادر می‌سازد تا عملکرد مدیران را بهتر ارزیابی نمایند که این به نوبه خود تأثیر مثبتی بر ارزش شرکت دارد (انجل و همکاران^{۱۸}، ۲۰۰۲؛ کیم و همکاران، ۲۰۱۵). بر پایه این دیدگاه، لوئیس و

همکاران^{۱۹} (۲۰۱۲) رابطه مثبتی بین ارزش بازار و وجه نقد و محافظه کاری حسابداری یافتند. هوانگ و ژانگ^{۲۰} (۲۰۱۲) نیز به این نتیجه رسیدند که سرمایه‌گذاران برای دارایی‌های نقدی شرکت‌هایی که از کیفیت افشاء بالاتری برخوردارند، ارزش بیشتری قائل هستند. با توجه به مبانی نظری موجود و هم‌چنین، توسعه تئوری نمایندگی و فرضیه جریان نقدی آزاد جنسن (۱۹۸۶) انتظار می‌رود که کیفیت حسابداری از تضاد نمایندگی و عدم تقارن اطلاعاتی میان مدیران و مالکان کاسته و با ترغیب شرکت‌ها به تخصیص بهینه منابع نقدی، موجب بهبود کارایی وجوه نقد و استفاده موثر از آن شود. بدین ترتیب، بازار برای وجه نقد نگهداری شده در شرکت‌هایی که توسط حسابرسان با کیفیت حسابداری شده اند، ارزش بیشتری قائل می‌شود.

فریرا و ویللا^{۲۱} (۲۰۰۴)، در تحقیق خود با استفاده از اطلاعات نمونه ای متشکل از ۶۳۸۷ شرکت-سال مشاهده در شرکت‌های کشورهای اتحادیه اروپا، عوامل مؤثر بر نگهداشت وجه نقد شرکت‌ها را مورد بررسی قرار دادند. نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌ها و تجزیه و تحلیل داده‌ها نشان داد که موجودی نقد، به طور مثبت تحت تأثیر فرصت‌های سرمایه‌گذاری و جریان‌های نقدی و به طور منفی، تحت تأثیر نقدشوندگی دارایی‌ها، اهرم مالی و اندازه شرکت قرار دارد. بدهی بانکی و موجودی نقد نیز بایکدیگر رابطه منفی دارند و نشان می‌دهند که وجود روابط نزدیک بانکی، شرکت‌ها را قادر می‌کند که موجودی نقد کمتری با انگیزه احتیاطی نگهداری کنند. دیتمار و اسمیت (۲۰۰۷) در پژوهش خود تأثیر حاکمیت شرکتی بر ارزش بازار و وجه نقد را بررسی نمودند. نمونه آماری این تحقیق مشتمل بر ۱۳۲۵۰ شرکت-سال مشاهده از شرکت‌های سهامی آمریکا طی سال‌های ۱۹۹۰ تا ۲۰۰۳ بوده است. یافته‌های پژوهش حاکی از آن است که حاکمیت شرکتی از طریق تأثیر بر مدیریت وجه نقد شرکت، سبب افزایش ارزش بازار نگهداشت وجه نقد شرکت می‌گردد. جینگ لینگرو سادور^{۲۲} (۲۰۰۷) به بررسی رابطه بین نگهداشت

وجه نقد، حاکمیت شرکتی و محدودیت‌های مالی شرکت‌ها برای نمونه‌ای متشکل از ۹۹۱ شرکت-سال مشاهده از شرکت‌های حاضر در بورس سهام فرانسه پرداختند. با بهره‌گیری از مدل‌های رگرسیونی، یافته‌های تحقیق نشان داد که در شرکت‌های بدون محدودیت مالی کیفیت حاکمیت شرکتی بر نگهداشت وجه نقد تأثیر معناداری ندارد. اما با این حال در شرکت‌هایی که با محدودیت‌هایی در تأمین مالی مواجه‌اند این رابطه معکوس می‌باشد. گارسیا و همکاران^{۲۳} (۲۰۰۹) در تحقیق خود تحت عنوان " اثر کیفیت اقلام تعهدی و نگهداشت وجه نقد شرکت" به بررسی اثر کیفیت حسابداری بر موجودی نقد شرکت پرداختند و دریافتند که شرکت‌های با کیفیت بالای اقلام تعهدی در مقایسه با شرکت‌های با کیفیت پایین اقلام تعهدی، مقدار کمتری وجه نقد نگهداری می‌کنند. دنیس و سیبیلکو^{۲۴} (۲۰۱۰) با انتخاب نمونه ای متشکل از ۶۰۰۵۶ شرکت-سال مشاهده طی سال‌های ۱۹۸۵ تا ۲۰۰۲ به بررسی رابطه بین ارزش وجه نقد با سرمایه‌گذاری در شرکت‌های دارای محدودیت و بدون محدودیت مالی در بازار سرمایه آمریکا پرداختند. یافته‌های تحقیق نشان داد که ارزش نگهداشت وجه نقد در شرکت‌های دارای محدودیت مالی در مقایسه با سایر شرکت‌ها، بیشتر است. لی و پاول^{۲۵} (۲۰۱۱) به مطالعه عوامل تعیین کننده میزان نگهداری وجه نقد در استرالیا و تأثیر وجه نقد مازاد نگهداری شده بر ثروت سهامداران پرداختند. نتایج تحقیق نشان داد که مازاد وجه نقد موقت نسبت به مازاد وجه نقد پایدار بازده بالاتری را ایجاد می‌نماید و این بدین معناست که بازار، شرکت‌ها را از بابت ذخیره وجه نقد جریمه می‌کند. هم‌چنین ارزش نهایی وجه نقد با افزایش مانده وجه نقد و طولانی‌تر شدن مدت زمان نگهداری آن، کاهش می‌یابد. لوئیس و همکاران (۲۰۱۲) در پژوهش خود به بررسی تأثیر محافظه کاری حسابداری بر ارزش نگهداشت وجه نقد شرکت‌ها در بازار سرمایه آمریکا پرداختند و به این نتیجه رسیدند که محافظه کاری حسابداری سبب افزایش ارزش بازار و وجه نقد نگهداری شده می‌شود.

کلینچ و همکاران^{۲۶} (۲۰۱۲) ارتباط بین معیارهای کیفیت حسابرسی و عدم تقارن اطلاعاتی بین معامله‌گران بازار را مورد بررسی قرار دادند. در این پژوهش، محققین از دو متغیر اندازه مؤسسه حسابرسی و تخصص صنعت حسابرسی به عنوان معیارهای سنجش کیفیت حسابرسی استفاده نمودند. نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌ها و تجزیه و تحلیل داده‌ها نشان داد که بکارگیری مؤسسات حسابرسی بزرگ، سطح عدم تقارن اطلاعاتی را بین معامله‌گران بازار کاهش می‌دهد. علاوه بر این، نتایج نشان داد که بین تخصص صنعت حسابرسی و عدم تقارن اطلاعاتی رابطه منفی معناداری وجود دارد. آلیموو (۲۰۱۴) در تحقیق خود تحت عنوان "رقابت در بازار محصول و ارزش نگهداشت وجه نقد" و با انتخاب نمونه‌ای شامل ۱۲۶۸۰ شرکت - سال مشاهده از شرکت‌های سهامی آمریکایی طی سال‌های ۱۹۸۳ تا ۱۹۹۵، تأثیر ساختار بازار رقابتی محصول بر ارزش وجه نقد نگهداری شده توسط شرکت‌های آمریکایی را بررسی نمود. نتایج تحقیق وی نشان داد که با افزایش رقابت در بازار محصول، ارزش بازار وجه نقد شرکت نیز افزایش می‌یابد. کیم و همکاران (۲۰۱۵) طی پژوهشی به بررسی رابطه بین کیفیت حسابرسی و ارزش بازار نگهداشت وجه نقد شرکت‌ها در بازار سرمایه آمریکا پرداختند. نمونه آماری این تحقیق شامل ۱۴۶۸۸ شرکت - سال مشاهده طی سال‌های ۲۰۰۳ تا ۲۰۱۱ بوده است. آن‌ها در این تحقیق برای اندازه‌گیری ارزش بازار وجه نقد نگهداری شده از مدل فالکندر و وانگ (۲۰۰۶) و از تخصص صنعت حسابرسی به عنوان سنجش کیفیت حسابرسی استفاده نمودند. با بهره‌گیری از الگوی رگرسیونی چند متغیره، یافته‌های پژوهش نشان داد شرکت‌هایی که توسط حسابرسان متخصص صنعت حسابرسی شده‌اند، ارزش بازار وجه نقد بیشتری دارند.

رسانیان و همکاران (۱۳۸۹) در پژوهش خود رابطه برخی از مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی شامل درصد اعضای غیر موظف هیأت مدیره و درصد سرمایه‌گذاران نهادی به عنوان متغیرهای مستقل و

سطح نگهداشت وجه نقد به عنوان متغیر وابسته، در بورس اوراق بهادار تهران را مورد بررسی قرار دادند. نمونه انتخابی آن‌ها شامل ۱۲۹ شرکت طی سال‌های ۱۳۸۷-۱۳۷۸ می‌باشد. نتایج پژوهش بیان‌گر آن است که بین درصد اعضای غیر موظف هیأت مدیره و سطح نگهداشت وجه نقد در بورس اوراق بهادار تهران، رابطه منفی و معناداری وجود دارد، اما بین درصد سرمایه‌گذاران نهادی و سطح نگهداشت وجه نقد رابطه معناداری وجود ندارد. رحیمیان و همکاران (۱۳۹۲) به بررسی عوامل مؤثر بر نگهداشت وجه نقد و رابطه تداوم نگهداری مازاد وجه نقد با ارزش سهام در شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران پرداخت‌هاست. نتایج حاکی از این بود که متغیرهای اندازه شرکت، سرمایه در گردش، وجه نقد عملیاتی و وجه نقد حاصل از فعالیت‌های تأمین مالی با وجه نقد نگهداری شده توسط شرکت‌ها، دارای رابطه مثبت و معنادار هستند و متغیرهای اهرم مالی، فرصت‌های رشد، تغییرات جریان‌های نقدی، جریان‌های نقدی ناشی از فعالیت‌های سرمایه‌گذاری و تغییرات جریان‌های نقدی عملیاتی با میزان نگهداشت وجه نقد، رابطه آماری معناداری نداشتند. مشکو و الهی (۱۳۹۳) در پژوهش خود اثر محافظه‌کاری بر ارزش بازار وجه نقد نگهداری شده را مورد بررسی قرار دادند. نمونه آماری پژوهش شامل ۹۴ شرکت می‌باشد که در طی دوره زمانی ۱۳۹۱-۱۳۸۵ از بین شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران انتخاب شده است. یافته‌های پژوهش حاکی از آن است که تغییر یک ریال در وجه نقد نگهداری شده، منجر به ایجاد تغییرات کمتری در ارزش بازار آن می‌شود. همچنین نتایج نشان می‌دهد که محافظه‌کاری، ارزش بازار یک ریال اضافی در وجه نقد نگهداری شده را افزایش می‌دهد. احمدزاده و سروش یار (۱۳۹۴) به بررسی ارزیابی نقش محافظه‌کاری حسابداری و کیفیت سود بر ارزش نهایی نگهداشت وجه نقد در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. به منظور آزمون فرضیه‌های پژوهش از تحلیل رگرسیون چند متغیره و اطلاعات مالی ۱۱۱ شرکت

۲) به منظور افزایش قابلیت مقایسه، سال مالی آنها منتهی به پایان اسفند ماه باشد.
 ۳) طی سال‌های مذکور تغییر فعالیت یا تغییر سال مالی نداشته باشند.
 ۴) جزء شرکت‌های سرمایه‌گذاری و واسطه‌گری مالی نباشند (شرکت‌های سرمایه‌گذاری به علت تفاوت ماهیت فعالیت با بقیه شرکت‌ها در جامعه آماری منظور نشدند).

۵) طول وقفه انجام معاملات در این شرکت‌ها طی دوره زمانی مذکور بیشتر از ۶ ماه نباشد.
 پس از اعمال محدودیت‌های فوق تعداد ۹۷ شرکت به عنوان نمونه تحقیق انتخاب شدند. داده‌های تحقیق حاضر از لوح‌های فشرده آرشیو آماری و تصویری سازمان بورس اوراق بهادار تهران، پایگاه اینترنتی بورس اوراق بهادار تهران و دیگر پایگاه‌های مرتبط و نیز از نرم افزارهای تدبیر پرداز و دنا سهم استخراج گردید. جهت تجزیه و تحلیل داده‌ها نیز از نرم‌افزارهای اقتصادسنجی Eviews و Stata استفاده شده است.

۵- مدل‌های پژوهش و متغیرهای آن

متغیرهای مورد استفاده در این پژوهش در قالب سنج‌های کیفیت حسابرسی، ارزش بازار نگهداشت وجه نقد و متغیرهای کنترلی به شرح زیر اندازه‌گیری شده‌اند:

۵-۱- سنج کیفیت حسابرسی

بالسام و همکاران (۲۰۰۳) و فرانسیس و همکاران^{۲۷} (۲۰۰۵) بیان می‌کنند که حسابرسان متخصص در صنعت صاحبکار به دلیل کسب شناخت بیشتر از رویه‌های حسابداری، الزامات گزارشگری و عملیات تجاری آن صنعت درک بهتری از مسائل خاص شرکت صاحبکار داشته که آن‌ها را قادر می‌سازد که تحریفات با اهمیت صورت‌های مالی را بهتر کشف نموده و در نتیجه خدمات حسابرسی با کیفیت‌تری ارائه نمایند. از این رو، در پژوهش حاضر تخصص صنعت حسابرسان به عنوان سنج کیفیت حسابرسی در نظر گرفته شده است. به پیروی از پالم

نمونه بین سال‌های ۱۳۸۰ تا ۱۳۹۱ استفاده شده است. نتایج تحقیق نشان داد که محافظه‌کاری ارزش‌نهایی نگهداشت وجه نقد را بهبود می‌بخشد. همچنین افزایش میزان محدودیت در تأمین مالی از نقش محافظه‌کاری در بهبود بخشی به ارزش بازار وجه نقد می‌کاهد.

۳- فرضیه پژوهش

بر پایه مبانی نظری تحقیق و بسط تئوری نمایندگی و فرضیه جریان نقدی آزاد جنسن (۱۹۸۶) چنین استدلال می‌شود که انجام حسابرسی باکیفیت از طریق ارائه اطلاعات قابل اتکا سبب نظارت مؤثر بر تصمیمات سرمایه‌گذاری مدیران شده و امکان سوء استفاده مدیران از منابع نقدی شرکت را کاهش می‌دهد. بدین ترتیب، نگرانی‌های سرمایه‌گذاران در خصوص نگهداشت وجه نقد شرکت کاهش یافته که در نهایت، به ارزشگذاری بیشتر وجه نقد شرکت در بازاری انجامد. براین اساس، فرضیه پژوهش به صورت زیر تدوین می‌گردد:

فرضیه پژوهش: کیفیت حسابرسی، ارزش بازار وجه نقد نگهداری شده شرکت را افزایش می‌دهد.

۴- روش‌شناسی پژوهش

تحقیق حاضر از نظر هدف، تحقیقی کاربردی و از نظر شیوه گردآوری داده از نوع تحقیقات شبه تجربی- پس رویدادی در حوزه تحقیقات اثباتی حسابداری است که با استفاده از روش رگرسیون چند متغیره و مدل‌های اقتصادسنجی انجام شده است. جامعه آماری مورد مطالعه در این پژوهش را شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۸۹ الی ۱۳۹۳ تشکیل می‌دهد و نمونه انتخابی تحقیق نیز شرکت‌هایی می‌باشند که مجموعه شرایط زیر را دارا باشند:

۱) شرکت‌هایی که تاریخ پذیرش آن‌ها در سازمان بورس اوراق بهادار قبل از سال ۱۳۸۹ بوده و تا پایان سال ۱۳۹۳ نیز در فهرست شرکت‌های بورسی باشند.

مدل ۱

$$+\beta_{10}Leverage_{i,t} \times \Delta Cash_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

که در آن:

$ExRet_{i,t}$: بازده مازاد سهام شرکت i در سال t که از طریق تفاوت بین بازده سهام پایان سال و بازده بازار محاسبه می‌شود و $\Delta Cash_{i,t}$: تغییر در مانده وجه نقد شرکت i در سال t است. سایر متغیرها نیز به عنوان متغیرهای کنترلی وارد مدل شده‌اند که:

$\Delta Earnings_{i,t}$: تغییر در سود خالص شرکت i در سال t نسبت به سال قبل؛

$\Delta Assets_{i,t}$: تغییر در دارایی‌های غیر نقدی شرکت i در سال t نسبت به سال قبل؛

$\Delta Interest_{i,t}$: تغییر در هزینه مالی شرکت i در سال t نسبت به سال قبل؛

$\Delta Dividends_{i,t}$: تغییر در سود سهام شرکت i در سال t نسبت به سال قبل؛

$Net Financing_{i,t}$: متغیر مجازی است که اگر شرکت i در سال t سهام جدید منتشر کرده باشد عدد ۱ و در غیر این صورت عدد صفر به آن اختصاص داده می‌شود؛

$Cash_{i,t-1}$: مانده وجه نقد شرکت i در سال $t-1$ و

$Leverage_{i,t}$: اهرم مالی شرکت i در سال t که از تقسیم بدهی بر ارزش دفتری دارایی‌ها محاسبه می‌گردد. به منظور همگن سازی داده‌ها، تمامی متغیرهای مدل فوق بر ارزش بازار حقوق صاحبان سهام ابتدای سال تقسیم می‌شوند.

در مدل شماره (۱) ضریب متغیر $\Delta Cash_{i,t}$ (β_1) بیانگر تغییر در ارزش بازار سهام به ازای یک ریال افزایش در مانده وجه نقد شرکت می‌باشد که تخمینی تجربی از ارزش بازار یک ریال اضافی دارایی‌های نقدی یا به بیان دیگر، ارزش نهایی وجه نقد را فراهم می‌سازد. بدین ترتیب، برای آزمون فرضیه پژوهش الگوی شماره (۱) به صورت زیر تعدیل می‌شود:

$$ExRet_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \Delta Cash_{i,t} + \beta_2 \Delta Cash_{i,t} \times AQ_{i,t} + \beta_3 AQ_{i,t} + \beta_4 \Delta Earnings_{i,t} + \beta_5 \Delta Assets_{i,t}$$

مدل (۲)

$$+\beta_6 \Delta Interest_{i,t} + \beta_7 \Delta Dividends_{i,t} + \beta_8 Cash_{i,t-1} + \beta_9 Leverage_{i,t} + \beta_{10} Net Financing_{i,t}$$

رز^{۲۸} (۱۹۸۶) در این پژوهش، مؤسساتی به عنوان متخصص صنعت در نظر گرفته می‌شوند که سهم بازارشان (MS_{ik}) در رابطه زیر برقرار باشد:

$$MS_{ik} > \frac{1}{N_K} \times \frac{1}{2}$$

که در آن:

N_K : تعداد شرکت‌های موجود در صنعت K ام است. برای محاسبه سهم بازار مؤسسه حسابرسی i در صنعت k (MS_{ik}) از رابطه زیر استفاده می‌شود:

$$MS_{ik} = \frac{\sum_{j=1}^{I_k} TA_{ijk}}{\sum_{i=1}^{I_k} \sum_{j=1}^{I_k} TA_{ijk}}$$

که در آن:

TA_{ijk} : جمع دارایی‌های شرکت صاحبکار j در صنعت k که توسط مؤسسه حسابرسی i حسابرسی شده است، $i=1,2,\dots,I$: شاخص مؤسسه حسابرسی، $j=1,2,\dots,I$: شاخص شرکت صاحبکار، $k=1,2,\dots,K$: شاخص صنعت صاحبکار، I_k : تعداد مؤسسات حسابرسی در صنعت k : تعداد شرکت‌های صاحبکار حسابرسی شده توسط مؤسسه حسابرسی i در صنعت k می‌باشد. بدین ترتیب، اگر شرکت توسط مؤسسه حسابرسی متخصص صنعت، حسابرسی شده باشد عدد ۱ و در غیر این صورت به آن عدد ۰، اختصاص می‌یابد.

۵-۲- سنجه ارزش بازار نگاهداشت وجه نقد

به منظور سنجش ارزش بازار وجه نقد نگهداری شده به پیروی از کیم و همکاران (۲۰۱۵) از الگوی ارائه شده توسط فالکندر و وانگ (۲۰۰۶) که در آن بازده مازاد سهام بر روی تغییرات وجه نقد و سایر متغیرهای کنترلی مؤثر بر آن، رگرسی می‌شود استفاده شده است که الگوی مزبور به شرح زیر می‌باشد:

$$ExRet_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \Delta Cash_{i,t} + \beta_2 \Delta Earnings_{i,t} + \beta_3 \Delta Assets_{i,t} + \beta_4 \Delta Interest_{i,t} + \beta_5 \Delta Dividends_{i,t} + \beta_6 Cash_{i,t-1} + \beta_7 Leverage_{i,t} + \beta_8 Net Financing_{i,t} + \beta_9 Cash_{i,t-1} \times \Delta Cash_{i,t}$$

۶-۲- نتایج آزمون فرضیه

در داده‌های ترکیبی ابتدا از آزمون F لیمر استفاده می‌شود تا تلفیقی یا تابلویی بودن داده‌ها مشخص گردد. با توجه به نتایج بدست آمده از نرم افزار stata که در جدول شماره (۲) ارائه شده است، سطح معناداری برای F لیمر عدد ۰/۰۰۰ می‌باشد که این مقدار بیانگر رد فرضیه صفر (کارایی روش تلفیقی) بوده و حکایت از آن دارد که برای تخمین الگوی پژوهش باید از روش داده‌های تابلویی استفاده شود. سپس با توجه به تابلویی بودن الگو، باید برای تعیین نوع داده‌های تابلویی (روش اثرات ثابت یا تصادفی) از آزمون هاسمن استفاده شود. همان‌طور که در جدول شماره (۲) نیز ملاحظه می‌شود، سطح معناداری این آزمون، ۰/۰۱۳ بوده که این مقدار حاکی از ارجحیت استفاده از روش اثرات ثابت در مقابل روش اثرات تصادفی است. با توجه به این‌نگاره، نتایج آزمون نسبت درست‌نمایی نیز نشان می‌دهد که سطح معناداری آن کمتر از ۵ درصد بوده که مبین آن است که اجزای باقی‌مانده رگرسیون دارای ناهمسانی واریانس می‌باشند. علاوه بر این، سطح معناداری آزمون والد ریچ (۰/۲۶۱) بیشتر از ۵ درصد بوده و این مقدار، دلالت بر آن دارد که بین اجزای خطا، استقلال (عدم خودهمبستگی) وجود دارد.

یکی دیگر از پیش‌فرض‌های مدل کلاسیک رگرسیون خطی، عدم وجود همخطی مرکب در بین متغیرهای توضیحی مدل می‌باشد. بدین‌منظور، آزمون همخطی با استفاده از عامل تورم واریانس (VIF) مورد بررسی قرار گرفت که با توجه آن که مقادیر این آماره برای متغیرهای توضیحی کمتر از ۱۰ است، می‌توان دریافت که مشکل همخطی چندگانه تهدیدی جدی برای مدل محسوب نمی‌شود. همان‌طور که نتایج

آزمون نسبت درست‌نمایی نشان داد، الگو دارای مشکل ناهمسانی واریانس است. با توجه به این‌که یکی از روش‌های رفع مشکل ناهمسانی واریانس، برآورد الگو به روش حداقل مربعات تعمیم‌یافته است، لذا برای تخمین مدل از روش GLS استفاده شده است. بدین‌ترتیب، الگوی پژوهش با استفاده از تکنیک داده‌های تابلویی مبتنی بر اثرات ثابت و به روش حداقل مربعات تعمیم‌یافته، برآزش شده است که نتایج آن در جدول شماره (۳) ارائه گردیده است.

ملاحظه مقدار آماره F در این‌نگاره بیان‌گر معناداری کلی مدل رگرسیونی برآزش شده در سطح اطمینان ۹۹٪ است. با توجه به ضریب تعیین شده می‌توان ادعا نمود که متغیرهای مستقل حدود ۵۶ درصد از تغییرات بازده مازاد سهام را توضیح می‌دهند. هم‌چنین، مقدار آماره دوربین واتسن (۱/۹۶۵) نیز حکایت از عدم وجود خودهمبستگی بین اجزای اخلاص مدل رگرسیون می‌باشد. دلیل این امر، تمایل آماره دوربین واتسن به سمت عدد ۲ است. با توجه به معناداری و مناسب بودن مدل رگرسیون برآزش شده می‌توان فرضیه پژوهش را به صورت زیر تجزیه و تحلیل نمود:

فرضیه تحقیق بیان می‌کند: کیفیت حسابرسی، ارزش بازار وجه نقد نگهداری شده شرکت را افزایش می‌دهد. همان‌گونه که در نگاره فوق مشاهده می‌شود، ضریب برآوردی و آماره t مربوط به متغیر $\Delta Cash$ مثبت و در سطح خطای ۱ درصد معنادار می‌باشد. بر این اساس، فرضیه تحقیق تأیید می‌شود. یعنی می‌توان ادعا نمود که سرمایه‌گذاران برای وجه نقد نگهداری شده شرکت‌هایی که توسط حسابرسان متخصص در صنعت صاحبکار حسابرسی شده‌اند، ارزش بیشتری قائلند.

جدول ۲. نتایج آزمون‌های مورد استفاده برای الگوی پژوهش

نوع آزمون	آماره آزمون	سطح معناداری	نتیجه آزمون
آزمون F لیمر	۸/۳۰۹	۰/۰۰۰	کارایی روش تابلویی
آزمون هاسمن	۲۶/۱۱۹	۰/۰۱۳	کارایی روش اثرات ثابت
آزمون نسبت درست‌نمایی	۱۸۵/۰۳۸	۰/۰۰۰	ناهمسانی واریانس
آزمون والد ریچ	۱/۲۰۴	۰/۲۶۱	عدم وجود خودهمبستگی

جدول ۳. نتایج آزمون فرضیه تحقیق

متغیرها	ضرایب	خطای استاندارد	آماره t	سطح معناداری
C	۱/۷۰۸	۰/۴۷۶	۳/۵۸۵	۰/۰۰۰
ΔCash	۰/۰۶۸	۰/۰۲۶	۲/۶۰۷	۰/۰۰۹
ΔCash*AQ	۰/۰۸۰	۰/۰۲۶	۳/۰۰۷	۰/۰۰۲
AQ	۳/۲۸۶	۱/۱۲۱	۲/۹۳۱	۰/۰۰۳
ΔEarnings	۰/۰۰۲	۰/۰۰۳	۰/۸۶۵	۰/۳۸۷
ΔAssets	۰/۰۰۰	۰/۰۰۱	۰/۱۹۲	۰/۸۴۷
ΔInterest	-۰/۰۱۱	۰/۱۰۱	-۰/۱۰۹	۰/۹۱۲
ΔDividends	۰/۹۴۴	۰/۳۸۲	۲/۴۷۱	۰/۰۱۴
Cash	۰/۱۰۳	۰/۰۳۹	۲/۶۳۱	۰/۰۰۹
Leverage	-۰/۰۵۳	۰/۰۵۱	-۱/۰۵۱	۰/۲۹۴
Net Financing	۰/۰۸۵	۰/۰۶۰	۱/۴۱۴	۰/۱۵۸
Cash*ΔCash	۰/۰۰۱	۰/۰۰۲	۰/۵۷۰	۰/۵۶۹
Leverage *ΔCash	-۰/۰۸۶	۰/۰۴۸	-۱/۷۷۱	۰/۰۷۷
آماره F	۸/۸۱۴	سطح معناداری		
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۵۶۳	آماره دوربین - واتسن		
روش تخمین مدل	اثرات ثابت			

۷- نتیجه گیری و بحث

از دیرباز وجه نقد به لحاظ عینیت آن به عنوان شاخصی از تداوم فعالیت و توانایی شرکت در انجام عملیات بدون مواجهه با مشکلات مالی و نیز به عنوان ابزاری جهت بهره برداری از فرصت های رشد و سرمایه گذاری سودآور، مورد توجه استفاده کنندگان از صورت های مالی قرار داشته است. در مقابل سیال بودن وجه نقد و امکان سوءاستفاده از آن، نگرانی هایی را در خصوص نگهداشت وجه نقد در شرکت به همراه داشته است. به طوری که، بر اساس فرضیه جریان نقدی آزاد جنسن (۱۹۸۶) و ادبیات نظری موجود هنگامی که عدم تقارن اطلاعاتی و تضاد منافع بین مدیران و ذینفعان زیاد باشد و نگرانی قابل توجهی در خصوص انحراف منابع نقدی وجود داشته باشد، یک دلار از وجه نقد نگهداری شده در شرکت کمتر از یک دلار در بازار سرمایه ارزشگذاری خواهد شد. به اعتقاد جنسن (۱۹۸۶) عدم وجود سازوکارهای نظارتی مناسب می تواند زمینه ای را برای مدیران فرصت طلب فراهم سازد تا وجه نقد آزاد شرکت را هدر داده که این امر در نهایت، کاهش ارزش نگهداشت وجه نقد

شرکت در بازار را به همراه خواهد داشت. لذا در این پژوهش، تأثیر کیفیت حسابرسی به عنوان یکی از سازوکارهای نظارتی بر ارزشگذاری بازار از نگهداشت وجه نقد شرکت ها مورد بررسی قرار گرفت. پژوهش حاضر از این حیث دارای اهمیت است که در زمره نخستین تحقیقات داخلی می باشد که به بررسی این موضوع پرداخته و از این رو، می تواند به گسترش ادبیات حسابرسی و حسابداری در کشورهای در حال توسعه از جمله ایران، کمک شایانی نماید. نتایج آزمون فرضیه تحقیق حاکی از آن است که کیفیت حسابرسی، ارزش بازار وجه نقد نگهداری شده شرکت را افزایش می دهد. تأیید فرضیه مذکور مبین این مطلب است که حسابرسان متخصص در صنعت به دلیل شناخت بیشتر از رویه های حسابداری، الزامات گزارشگری و عملیات تجاری آن صنعت، درک بهتری از مسائل خاص شرکت صاحبکار داشته که آن ها را قادر می سازد تا تحریفات با اهمیت صورت های مالی را بهتر کشف نموده و خدمات حسابرسی با کیفیت تری ارائه نمایند. با ارتقاء کیفیت حسابرسی، نظارت سرمایه گذاران بر تصمیمات سرمایه گذاری مدیران

فهرست منابع

- * احمدزاده، حمید؛ سروش یار، افسانه (۱۳۹۴). ارزیابی نقش محافظه کاری حسابداری و کیفیت سود و ارزش نهایی نگهداشت وجه نقد در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. مجله دانش حسابداری، سال ششم، شماره ۲۱، ص ۱۷۲-۱۵۱.
- * رحیمیان، نظام الدین؛ قربانی، محمود و شعبانی، کیوان (۱۳۹۳). بررسی رابطه بین نگهداشت مازاد وجه نقد و ارزش سهام در بورس اوراق بهادار تهران. فصلنامه علمی پژوهشی دانش سرمایه گذاری، سال سوم، شماره ۱۲، ص ۷۴-۵۵.
- * رسائیان، امیر؛ رحیمی، فروغ و حنجری، سارا (۱۳۸۹). تاثیر مکانیزم های نظارتی درون سازمانی حاکمیت شرکتی بر سطح نگهداشت وجه نقد در بورس اوراق بهادار تهران. مجله پژوهش های حسابداری مالی، سال دوم، شماره ۴، ص ۱۴۴-۱۲۵.
- * ۴. مشکی میاوقی، مهدی؛ الهی رودپشتی، سمانه (۱۳۹۳). بررسی اثر محافظه کاری بر ارزش بازار وجه نقد نگهداری شده. پژوهش های تجربی حسابداری، سال چهارم، شماره ۱۳، ص ۴۳-۲۳.
- * Alimov, A. (2014). Product Market Competition and The Value Of Corporate Cash: Evidence From Trade Liberalization, *Journal Of Corporate Finance*, 25, 122-139.
- * Antle, R., & Eppen, G. (1985). Capital Rationing and Organizational Slack In Capital Budgeting, *Management Science*, 31, 163-174.
- * Balsam, S., Krishnan, J., & Yang, J.S. (2003). Auditor Industry Specialization and Earnings Quality, *Auditing: A Journal of Practice & Theory*, 22 (2), 71-97.
- * Bates, T., Kahle, K., & Stulz, R. (2009). Why Do U.S. Firms Hold So Much More Cash Than They Used To?, *The Journal of Finance*, 64 (5), 1985-2021.
- * Baum, C., Caglayan, M. Ozkan, N. and Talavera, O. (2004). The impact of macroeconomic uncertainty on cash holdings for non-financial firms. www.ssrn.com. pp 1-38.
- * Clinch, G., Stokes, D., & Zhu, T. (2012). Audit Quality and Information Asymmetry تسهیل شده و نگرانی‌های آنان در خصوص سوء استفاده مدیران از منابع نقدی شرکت کاهش می‌یابد. بدین ترتیب، کیفیت حسابرسی تضادهای نمایندگی و هزینه‌های ناشی از نگهداشت وجه نقد شرکت را تقلیل نموده و به تبع آن، ارزش‌گذاری بیشتر بازار از نگهداشت وجه نقد شرکت را در پی خواهد داشت. نتیجه بدست آمده در این پژوهش، منطبق با یافته های تحقیق کیم و همکاران (۲۰۱۵) و هوانگ و ژانگ (۲۰۱۲) و هم‌چنین، پیش‌بینی فرضیه جریان نقدی آزاد جنسن (۱۹۸۶) است که بیان می‌دارد حسابرسی نقش نظارتی داشته و انگیزه مدیران در دست‌کاری اطلاعات حسابداری را تقلیل و هزینه های نمایندگی ناشی از عدم تقارن اطلاعاتی را کاهش می‌دهد. کاهش عدم تقارن اطلاعاتی به نوبه خود می‌تواند زمینه‌ساز افزایش کارایی وجوه نقد و استفاده مؤثر از آن شده و نظارت بر تصمیمات سرمایه‌گذاری مدیریت را تسهیل نموده و در نهایت، باعث بهبود ارزش بازار نگهداشت وجه نقد می‌گردد. با توجه به یافته‌های پژوهش حاضر، به سرمایه‌گذاران و فعالان بازار سرمایه، توصیه می‌گردد در هنگام اتخاذ تصمیمات سرمایه‌گذاری علاوه بر متغیرهای مالی، به تخصص صنعت حسابرسان نیز توجه نموده و آن‌ها را به عنوان عاملی مؤثر بر ارزش بازار نگهداشت وجه نقد شرکت، در مدل‌های تصمیم‌گیری خود لحاظ نمایند. هم‌چنین، با توجه به کارکرد مهم حسابرسان متخصص صنعت که منجر به کاهش مسائل نمایندگی و بهبود ارزش وجه نقد نگهداری شده در شرکت‌ها می‌گردد، به کمیته حسابرسی و مجمع عمومی صاحبان سهام شرکت‌ها نیز پیشنهاد می‌گردد که جهت ارتقای کیفیت حسابرسی خویش در انتخاب حسابرسان مستقل، به حسابرسان متخصص در صنعت توجه بیشتری نمایند. علاوه براین، نتایج این پژوهش مدیران را متوجه اهمیت تعیین میزان نگهداری وجه نقد می‌سازد و آنان را به اتخاذ تصمیماتی صحیح‌تر که به افزایش ارزش شرکت و حداکثر رسیدن منافع سرمایه‌گذاران می‌انجامد، سوق می‌دهد.

- Value of Cash Holdings: The Case of Office-Level Auditor Industry Specialization, *A Journal of Practice & Theory*, 34(2), 27-57.
- * 25. Krishnan, G. (2003). Audit Quality and The Pricing Of Discretionary Accruals, *Auditing: A Journal of Practice & Theory*, 22, 109-126.
- * 26. Lee, E., & Powell, R. (2011). Excess Cash Holdings and Shareholder Value, *Accounting & Finance*, 51, 549-574.
- * 27. Louis, H., Sun, A., & Urcan, O. (2012). Value of Cash Holdings and Accounting Conservatism, *Contemporary Accounting Research*, 29(4), 1249-1271.
- * 28. Masulis, R., Wang, C., Xie, F. (2009). Agency Problems at Dual-Class Companies, *Journal of Finance*, 64, 1697-1727.
- * 29. Myers, S.C., Rajan, R. G. (1998). The Paradox of Liquidity, *Quarterly Journal of Economics*, 113, 733-771.
- * 30. Opler, T., Pinkowitz, L., & Williamson. (1999). The Determinants and Implications Of Cash Holdings, *Journal Of Financial Economics*, 52, 3-46.
- * 31. Reichelt, K.J., & Wang, D. (2010). National and Office- Specific Measures Of Auditor Industry Expertise And Effects On Audit Quality, *Journal of Accounting Research*, 1-53.
- Between Traders, *Accounting & Finance*, 52 (3), 743-765.
- * Denis, D.J., & Sibilkov, V. (2010). Financial Constraints, Investment, and The Value Of Cash Holdings, *Review of Financial Studies*, 23(1), 247-269.
- * Dittmar, A., & Mahrt-Smith, J. (2007). Corporate Governance and The Value Of Cash Holdings, *Journal of Financial Economics*, 83(3), 599-634.
- * Faulkender, M., & Wang, R. (2006). Corporate Financial Policy and The Value Of Cash, *Journal of Finance*, 61(4), 1957-1990.
- * Ferreira, M., & Vilela, A. (2004). Why Do Firms Hold Cash? Evidence From EMU Countries, *European Financial Management*, 10 (2), 295-319.
- * Francis, J., Reichelt, K., & Wang, D. (2005). The Pricing Of National and City-Specific Reputations For Industry Expertise In the U.S. Audit Market, *The Accounting Review*, 80 (1), 113-136.
- * Fresard, L., & Salva, C. (2010). The Value of Excess Cash and Corporate Governance: Evidence From U.S. Cross-Listings, *Journal of Financial Economics*, 98(2), 359-384.
- * Garcia-Teruel, P.J., Martinez-Solano, P., & Sanchez-Ballesta, J.P. (2009). Accruals Quality and Corporate Cash Holdings, *Journal of Accounting and Finance*, 49, 95.
- * 18. Ginglinger, E., & Soddour, K. (2007). Cash Holdings, Corporate Governance and Financial Constraints, 1-31.
- * 19. Gujarati, D.N. (2009). *Basic Econometrics*. 5th edition. New York: McGraw-Hill.
- * 20. Harris, M., & Raviv, A. (1996). The Capital Budgeting Process: Incentives and Information, *Journal of Finance*, 51(4), 1139-1174.
- * 21. Huang, P., & Zhang, Y. (2012). Does Enhanced Disclosure Really Reduce Agency Costs? Evidence From The Diversion Of Corporate Resources, *The Accounting Review* 87(1), 199-229.
- * 22. Jensen, M. (1986). Agency Costs Of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers, *American Economic Review*, 76(2), 323-329.
- * 23. Johnson, S., Kaufmann, D., McMillan, J., Woodruff, C. (2000). Why Do Firms Hide? Bribes and Unofficial Activity After Communism, *Journal of Public Economics*, 76(3), 495-520.
- * 24. Kim, J.B., Lee, J.J., & Park, J. CH. (2015). Audit Quality and The Market

یادداشت‌ها

¹Faulkender & Wang

²Opler et al

³Kim et al

⁴Dittmar & Mahrt-Smith

⁵Bates et al

⁶Alimov

⁷Fresard & Salva

⁸Antle & Eppen

⁹Harris & Raviv

¹⁰Baum et al

¹¹Myers & Rajan

¹²Johnson et al

¹³Jensen

¹⁴Masulis et al

¹⁵Balsam et al

¹⁶Krishnan

¹⁷Reichelt & Wang

¹⁸Engel et al

¹⁹Louis et al

²⁰Huang & Zhang

²¹Ferreira & Vilela

²²Ginglinger & Soddour

²³Garcia et al

²⁴Denis & Sibilkov

²⁵Lee & Powell

²⁶Clinch et al

²⁷Francis et al

²⁸Palmrose

²⁹Gujarati