



The Effect of the Audit Fee Type on Investment Cash Flow Sensitivity

Ahmad Khodamipour

Associate Prof., Department of Accounting, Faculty of Management and Economics, University of Shahid Bahonar Kerman, Kerman, Iran. E-mail: khodamipour@uk.ac.ir

Esmail Amiri

*Corresponding author, Ph.D. Candidate, Department of Accounting, Faculty of Economics and Administrative Sciences, University of Mazandaran, Babolsar, Iran. E-mail: esmaeilamiri303@yahoo.com

Abstract

Objective: The phenomenon of investment cash-flow sensitivity is strongly affected by information asymmetry and agency conflict. The use of auditors to reduce such problems is therefore necessary because auditors make greater efforts to reduce the audit risks associated with the investment cash-flow sensitivity, which improves the audit quality, facilitates external financing, and reduces the investment cash-flow sensitivity.

Methods: To achieve the study objectives, a total of 112 firms listed in the Tehran Stock Exchange for the period of 2009-2016 were selected, and the study hypotheses were assessed using multivariate regression analysis with fixed effects.

Results: The results confirmed that the firms listed in the Tehran Stock Exchange are sensitive to investment cash-flow, and ordinary normal audit fees have a reducing effect on the level of investment cash-flow sensitivity, while higher abnormal audit fees increase the severity of investment cash-flow sensitivity.

Conclusion: It is expected that auditors reduce the audit risk associated with investment cash-flow sensitivity by making extra efforts, and demand higher fees for their efforts. Therefore, by increasing the credibility of financial statements, the problem of information asymmetry and agency conflict will be reduced, and firms can easily use external financing. It is also possible that because of their financial dependence on the client, auditors will be reluctant to make the extra efforts to reduce the audit risk associated with investment cash-flow sensitivity. This intensifies information asymmetry and the agency conflict, and because of the poor audit quality, external financing will be costlier than internal financing, and investment cash-flow sensitivity will increase.

Keywords: Investment cash flow sensitivity, Normal audit fee, Abnormal audit fee.

Citation: Khodamipour, A., Amiri, E. (2019). The Effect of the Audit Fee Type on Investment Cash Flow Sensitivity. *Journal of Accounting and Auditing Review*, 26(1), 65-86. (in Persian)

Journal of Accounting and Auditing Review, 2019, Vol. 26, No.1, pp. 65-86

DOI: 10.22059/acctgrev.2019.262249.1007939

Received: July 17, 2018; Accepted: December 25, 2018

© Faculty of Management, University of Tehran



اثر نوع حق الزحمه حسابداری بر حساسیت جریان نقدی سرمایه‌گذاری

احمد خدای پور

دانشیار، گروه حسابداری، دانشکده مدیریت و اقتصاد، دانشگاه شهید باهنر کرمان، کرمان، ایران. رایانامه: khodamipour@uk.ac.ir

اسماعیل امیری

* نویسنده مسئول، دانشجوی دکتری، گروه حسابداری، دانشکده علوم اقتصادی و اداری، دانشگاه مازندران، بابلسر، ایران. رایانامه: esmaeilamiri303@yahoo.com

چکیده

هدف: پدیده حساسیت جریان نقد سرمایه‌گذاری به شدت تحت تأثیر عدم تقارن اطلاعاتی و تضاد نمایندگی قرار می‌گیرد. استفاده از حسابرسان برای کاهش چنین مسئله‌ای ضروری است؛ زیرا، حسابرسان برای کاهش ریسک حسابرسی مرتبط با حساسیت جریان نقد سرمایه‌گذاری رسیدگی‌های بیشتری انجام می‌دهند که این امر کیفیت حسابرسی را بهبود می‌بخشد و شرایط تأمین منابع مالی خارجی را آسان‌تر می‌کند و حساسیت جریان نقد سرمایه‌گذاری کاهش می‌یابد.

روش: به‌منظور دستیابی به اهداف پژوهش، ۱۱۲ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران برای دوره زمانی ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۵ انتخاب شدند. تجزیه و تحلیل آزمون فرضیه‌های پژوهش با استفاده از رابطه رگرسیونی چندگانه با اثرهای ثابت انجام گرفت.

یافته‌ها: نتایج نشان داد در شرکت‌های بورسی ایران، حساسیت جریان نقد سرمایه‌گذاری وجود دارد و حق الزحمه عادی حسابرسی بر میزان حساسیت جریان نقد سرمایه‌گذاری تأثیر کاهشی می‌گذارد. همچنین، نتایج دیگر پژوهش نشان داد که حق الزحمه غیرعادی حسابرسی، شدت حساسیت جریان نقد سرمایه‌گذاری را افزایش می‌دهد.

نتیجه‌گیری: انتظار می‌رود حسابرسان با افزایش تلاش‌های خود، میزان ریسک حسابرسی مرتبط با حساسیت جریان نقد سرمایه‌گذاری را کاهش دهند و برای جبران زحمات و تلاش‌های خود حق الزحمه بیشتری مطالبه کنند. بنابراین، با افزایش اعتباردهی به صورت‌های مالی، مسئله عدم تقارن اطلاعاتی و تضاد نمایندگی کاهش می‌یابد و شرکت‌ها به راحتی می‌توانند از تأمین منابع مالی خارجی استفاده کنند. همچنین امکان دارد حسابرسان به دلیل وابستگی اقتصادی به صاحبکار، تلاش‌های اصلی و اضافی را به‌منظور کاهش ریسک حسابرسی مرتبط با حساسیت جریان نقد سرمایه‌گذاری انجام ندهند. این مسئله عدم تقارن اطلاعاتی و تضاد نمایندگی را افزایش می‌دهد و به دلیل کاهش کیفیت حسابرسی، هزینه تأمین منابع مالی خارجی نسبت به منابع داخلی بیشتر می‌شود و حساسیت جریان نقد سرمایه‌گذاری افزایش می‌یابد.

کلیدواژه‌ها: حساسیت جریان نقد سرمایه‌گذاری، حق الزحمه عادی حسابرسی، حق الزحمه غیرعادی حسابرسی.

استناد: خدای پور، احمد؛ امیری، اسماعیل (۱۳۹۸). اثر نوع حق الزحمه حسابداری بر حساسیت جریان نقدی سرمایه‌گذاری. فصلنامه بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، ۲۶(۱)، ۶۵-۸۶.

فصلنامه بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، ۱۳۹۸، دوره ۲۶، شماره ۱، صص. ۶۵-۸۶

DOI: 10.22059/acctgrev.2019.262249.1007939

دریافت: ۱۳۹۷/۰۴/۲۶، پذیرش: ۱۳۹۷/۱۰/۰۴

© دانشکده مدیریت دانشگاه تهران

مقدمه

حساسیت جریان نقد سرمایه‌گذاری از حوزه‌های مطالعاتی دغدغه‌برانگیز در ادبیات تأمین مالی و سرمایه‌گذاری است که در سال‌های اخیر در کانون توجه جدی محققان، دانشگاهیان و حوزه کسب‌وکار قرار گرفته است؛ چرا که این عامل در تجزیه و تحلیل موانع رشد و توسعه شرکت‌ها سودمند واقع می‌شود و به‌طور کلی قابلیت رقابت سیستم اقتصادی را تضعیف می‌کند. به دلیل اهمیت تصمیم‌های سرمایه‌گذاری شرکت‌ها در کل اقتصاد، ادبیات اقتصادی تأمین مالی شرکت‌ها از سال ۱۹۷۷ توسط فازاری، هوبارد و پیترسن^۱ (۱۹۸۸) و کاپلان و زینگلاس^۲ (۱۹۷۷) مطالعه شده است. پژوهش‌های انجام شده در این حوزه نشان می‌دهد که دو دیدگاه متضاد در این باره وجود دارد؛ دیدگاه اول به مطالعه فازاری و همکارانش (۱۹۸۸) مربوط می‌شود. آنها به کمک نمونه‌ای از شرکت‌های تولیدی ایالات متحده نشان دادند شرکت‌هایی که با محدودیت مالی مواجه‌اند، به جریان‌های نقد داخلی شرکت حساس می‌شوند. همچنین، ادعا کردند که حساسیت جریان نقد سرمایه‌گذاری، شاخص خوبی برای محدودیت مالی است. دیدگاه دوم که متضاد با دیدگاه قبلی است، به تحقیق کاپلان و زینگلاس (۱۹۷۷) مربوط می‌شود. این محققان دریافتند شرکت‌هایی که محدودیت مالی کمتری دارند به جریان‌های نقدی سرمایه‌گذاری حساسیت بیشتری نشان می‌دهند. علاوه بر آن، نتیجه پژوهش‌های اخیر نشان داده است که متغیرهایی همانند ساختار مالکیت (دی‌رویج، حسن و امدونی^۳، ۲۰۱۷)، محدودیت مالی (ریاض، شهاب، بیبی و زب^۴، ۲۰۱۷)، عدم تقارن اطلاعاتی (چودوری، کومار و شومی^۵، ۲۰۱۶، پاولینا و رنبوگ^۶، ۲۰۰۵)، نگهداشت وجه نقد و تأمین مالی خارجی (کیم^۷، ۲۰۱۴) و هزینه‌های نمایندگی (پاولینا و رنبوگ، ۲۰۰۵)، در تشدید حساسیت جریان نقد سرمایه‌گذاری مؤثرند. همه این مباحث نشان‌دهنده موضع‌گیری مدیران در تأمین مالی و سرمایه‌گذاری است.

ادبیات حساسیت جریان نقد سرمایه‌گذاری نشان می‌دهد که عوامل متعددی آن را تشدید می‌کند؛ اما منشأ اصلی این حساسیت از پدیده عدم تقارن اطلاعاتی (مایرز و مجلوف^۸، ۱۹۸۴) و هزینه نمایندگی (جنسن^۹، ۱۹۸۶) نشئت می‌گیرد. بنابراین، در دنیای واقعی با توجه به عدم تقارن اطلاعاتی و مشکلات نمایندگی، هزینه تأمین منابع مالی خارجی نسبت به داخلی بیشتر می‌شود. در واقع، عدم تقارن اطلاعاتی بین قرض‌دهنده و قرض‌گیرنده بر توانایی شرکت برای دستیابی به اعتبار و قدرت سرمایه‌گذاری و فعالیت‌های اقتصادی آنها تأثیرگذار است (سدیدی و محمدی، ۱۳۹۳). همچنین، براساس رابطه سرمایه‌گذاری کیوتوین، در بازارهای سرمایه کامل و جوه داخلی و خارجی جایگزین خوبی برای یکدیگرند و تصمیم سرمایه‌گذاری شرکت، تابعی از فرصت‌های سرمایه‌گذاری و جریان نقدی آن است. برعکس در بازارهای ناقص به دلیل تشدید مسئله عدم تقارن اطلاعاتی، هزینه تأمین منابع مالی خارجی در مقایسه با منابع داخلی بیشتر است. در چنین وضعیتی، شرکت‌هایی که با محدودیت مالی مواجه‌اند، کمتر از سطح اولیه سرمایه‌گذاری می‌کنند و به جریان نقد سرمایه‌گذاری حساسیت بیشتری نشان می‌دهند (چودوری و همکاران، ۲۰۱۶).

به‌منظور کاهش اثر عدم تقارن اطلاعاتی و تضاد نمایندگی مرتبط با حساسیت جریان نقد سرمایه‌گذاری شرکت‌ها،

1. Fazzari, Hubbard & Petersen
3. Derouiche, Hassan, & Amdouni
5. Chowdhury, Kumar, & Shome
7. Kim
9. Jensen

2. Kaplan & Zingales
4. Riaz, Shahab, Bibi, & Zeb
6. Pawlina & Renneboog
8. Myers & Majluf

فعالیت حسابرسی ضرورت می‌یابد؛ زیرا، کیفیت بالای حسابرسی اعتبار صورت‌های مالی را افزایش داده و از میزان ریسک اطلاعات برای تصمیمات سرمایه‌گذاری می‌کاهد. حق‌الزحمه حسابرسی به‌عنوان معیاری از کیفیت حسابرسی بر حساسیت جریان نقد سرمایه‌گذاری نقش بسزایی دارد؛ به‌خصوص اینکه چطور حسابرسان رسیدگی‌ها و تلاش‌های بیشتری برای کاهش مسئله عدم تقارن اطلاعاتی و تضاد نمایندگی مرتبط با حساسیت جریان نقد سرمایه‌گذاری انجام خواهند داد. به همین دلایل، در این پژوهش بر ادبیاتی تأکید شده است که نوع حق‌الزحمه (عادی و غیرعادی) حسابرسی تأثیرات متفاوتی بر حساسیت جریان نقد سرمایه‌گذاری می‌گذارد.

مرور ادبیات حسابرسی نشان می‌دهد که یک) مطابق با نظریه تلاش‌های حسابرسان^۱، حق‌الزحمه‌های عادی جبران تلاش حسابرسان برای کاهش ریسک حسابرسی تلقی شده و باعث می‌شود کیفیت حسابرسی افزایش یابد (اشلمن و پنگ^۲، ۲۰۱۴) و کیفیت بالای حسابرسی به کاهش عدم تقارن اطلاعاتی منجر می‌شود و این انتظار وجود دارد که شدت حساسیت جریان نقد سرمایه‌گذاری کاهش یابد. دو) بر اساس نظریه وابستگی اقتصادی^۳ حسابرسان به صاحبکار (حق‌الزحمه‌های غیرعادی حسابرسان)، کیفیت حسابرسی کاهش می‌یابد (چوی، کیم و زانگ^۴، ۲۰۰۶). بر اثر این عامل پیش‌بینی می‌شود که شدت حساسیت جریان نقد سرمایه‌گذاری بیشتر شود؛ زیرا حسابرسان وظیفه اطمینان و اعتباردهی خود را در مقابل صورت‌های مالی ایفا نکرده‌اند.

از آنجا که حق‌الزحمه حسابرسی بر میزان حساسیت جریان نقد سرمایه‌گذاری تأثیر می‌گذارد، سؤال‌های پژوهش چنین مطرح شده‌اند:

- آیا حق‌الزحمه عادی حسابرسی، میزان حساسیت جریان نقد سرمایه‌گذاری را کاهش می‌دهد؟
- آیا حق‌الزحمه غیرعادی حسابرسی میزان حساسیت جریان نقد سرمایه‌گذاری را افزایش می‌دهد؟

فهم نقش تلاش حسابرسان در تعدیل شدت حساسیت جریان نقد سرمایه‌گذاری بسیار مهم است؛ زیرا حسابرسان به‌منظور کاهش ریسک حسابرسی، رسیدگی‌ها و تلاش‌های بیشتری انجام می‌دهند و برای جبران زحمات و تلاش‌های خود حق‌الزحمه بیشتری مطالبه می‌کنند. اما مسئله این است که حق‌الزحمه پرداخت شده به حسابرسان ممکن است برای تلاش‌های اصلی یا اضافه آنها نباشد که این موضوع می‌تواند در کاهش یا تشدید حساسیت جریان نقد سرمایه‌گذاری حائز اهمیت باشد.

از سوی دیگر، با توجه به مسئله تضاد نمایندگی و عدم تقارن اطلاعاتی در حساسیت جریان نقد سرمایه‌گذاری که در پژوهش‌های گذشته داخلی (عرب‌صالحی و کاظمی نوری، ۱۳۹۳؛ جهان‌شاد و شعبانی، ۱۳۹۴؛ هاشمی و افیونی، ۱۳۹۶ و صالحی، موسوی و مرادی، ۱۳۹۶) به اثبات رسیده است، ضرورت دارد که کیفیت حسابرسی از باب میزان تلاش‌های حسابرسان بر حساسیت جریان نقد سرمایه‌گذاری شرکت‌ها بررسی شود. بی‌توجهی به این موضوع باعث می‌شود که شرکت‌های بورسی در تأمین منابع مالی خارجی با هزینه‌های زیادی مواجه شوند و محدودیت مالی بر شرکت‌ها غلبه کند.

1 Audit efforts

2. Eshleman & Peng

3 Economic dependence

4. Cho, Kim & Zang

یافته‌های این پژوهش برای استفاده‌کنندگانی نظیر مدیران، حساب‌رسان، تحلیل‌گران و اعتباردهندگان مفید واقع می‌شود و از چند جنبه شایان توجه است: اول) باعث می‌شود اعتماد اعتباردهندگان برای تسهیلات بیشتر به شرکت‌های بورسی با توجه به اعتباردهی صورت‌های مالی از طریق افزایش کیفیت حسابرسی (رسیدگی حساب‌رسان) افزایش یابد؛ دوم) رسیدگی‌های بیشتر حساب‌رسان باعث می‌شود کیفیت تصمیم‌گیری مدیران، سرمایه‌گذاران، تحلیل‌گران و سایر ذی‌نفعان افزایش یافته و از ابهام در خصوص حساسیت جریان نقد سرمایه‌گذاری شرکت‌ها کاسته شود؛ سوم) حق الزحمه حسابرسی، بُعد دیگری از کیفیت حسابرسی است که نقش بسزایی در تعدیل هزینه‌های نمایندگی و مسئله عدم تقارن اطلاعاتی شرکت‌های بورسی دارد که باید به‌طور جدی در کانون توجه قرار گیرد تا سهامداران بتوانند با اطمینان بیشتری منابع خود را در شرکت‌ها تخصیص دهند.

نوآوری پژوهش حاضر که آن را از تحقیقات مشابه در داخل متمایز می‌سازد، این است که برای نخستین بار اثر نوع حق الزحمه حسابرسی بر حساسیت جریان نقد سرمایه‌گذاری بررسی شده است. در پژوهش‌های پیشین داخلی بیشتر اثر متغیرهای مالی و روان‌شناختی (خدادادی و حاجی‌زاده، ۱۳۹۰، موسوی و داروغه، ۱۳۹۱، عرب‌صالحی و همکاران، ۱۳۹۳، جهان‌شاد و شعبانی، ۱۳۹۴، هاشمی و همکاران، ۱۳۹۶، صالحی و همکاران، ۱۳۹۶) بر حساسیت جریان نقد سرمایه‌گذاری بررسی شده است. جنبه دیگر نوآوری پژوهش این است که اثر کیفیت حسابرسی را از لحاظ حق الزحمه عادی و غیرعادی حسابرسی بر مسئله حساسیت جریان نقد سرمایه‌گذاری آشکار می‌کند. برای دستیابی به اهداف یاد شده، پژوهش به این صورت ساختار بندی شده است که ابتدا مبانی نظری، فرضیه‌ها و پیشینه پژوهش بیان می‌شود؛ سپس با استفاده از روش‌های آماری به تجزیه و تحلیل آزمون فرضیه‌ها پرداخته شده و در نهایت نتیجه‌گیری و پیشنهادهای پژوهش ارائه خواهد شد.

مبانی نظری پژوهش

حساسیت جریان نقد سرمایه‌گذاری

در ادبیات مالی، اثر محدودیت مالی بر تصمیمات سرمایه‌گذاری شرکت‌ها به خوبی مستند شده است. برای مثال، در شرکت‌های با محدودیت مالی، اختلاف شدید بین هزینه تأمین منابع مالی داخلی و خارجی باعث می‌شود این شرکت‌ها از سرمایه‌گذاری در پروژه‌های سودآوری که با منابع خارجی تأمین مالی می‌شوند، صرف‌نظر کنند؛ زیرا هزینه‌های تأمین مالی خارجی زیاد است (تثوا و اوین^۱، ۲۰۱۷). همچنین، مطالعات پیشین نشان داده‌اند هنگامی که در بازارهای مالی رکود اقتصادی شدیدی حاکم است، شرکت‌ها به دلیل محدودیت مالی ایجاد شده، برای اجرای پروژه‌های با ارزش فعلی خالص مثبت با مانع مواجه می‌شوند (کامپلو، گراهام و هاروی^۲، ۲۰۱۰). در حقیقت بحران‌های مالی، پیامدهای اقتصادی نامطلوب و بلندمدتی بر جای می‌گذارند و امکان دارد مدیران به دلیل محدودیت مالی، ارزش آتی شرکت را در قبال جریان نقدی کوتاه‌مدت قربانی کنند؛ این رفتار از مسئله کاهش رشد اقتصادی نشئت می‌گیرد (پیندادو، ریکيجو و دیلا توره^۳، ۲۰۱۱).

1. Thoa & Uyen

2. Campello, Graham & Harvey

3. Pindado, Requejo & Dela Torre

مطابق با تئوری‌های مالی، هر شرکتی می‌تواند از دو منبع اصلی وجوه نقد برای تأمین مالی پروژه‌های با ارزش فعلی خالص مثبت استفاده کند. منبع اول، وجوه نقد داخلی شرکت است که از جریان نقدی فعالیت‌های عملیاتی شرکت حاصل می‌شود. منبع دوم، وجوه نقد خارجی است که از طریق بدهی‌ها و حقوق صاحبان سهام تأمین مالی می‌شوند. همچنین، در بازارهای با سرمایه کارا به دلیل نبود هزینه معاملاتی، وجوه نقد برای همه شرکت‌ها در دسترس است. در چنین وضعیتی شرکت‌ها صرفاً بر وجوه نقد داخلی تکیه نمی‌کنند (مودیلیانی و میلر^۱، ۱۹۸۵). در مقابل، در بازارهای ناکارا به دلیل وجود هزینه معاملاتی، هزینه تأمین منابع مالی خارجی در مقایسه با منابع داخلی بیشتر است. در این بازارها وجوه نقد داخلی منبع اصلی برای تأمین منابع مالی شرکت‌هاست (تثوا و اوین، ۲۰۱۷).

مرور ادبیات تأمین مالی و سرمایه‌گذاری نشان می‌دهد که بین سرمایه‌گذاری و جریان نقد ایجاد شده داخلی، ارتباط مستقیمی وجود دارد. در همین راستا، فازاری و همکارانش (۱۹۸۸) این رابطه را به کمک شاخصی به نام حساسیت جریان نقد سرمایه‌گذاری مستند کردند. این شاخص بیان‌کننده میزان اتکای شرکت به منابع داخلی است. بر این اساس، هرچه حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقدی شرکتی بیشتر باشد، میزان اتکای آن شرکت به منابع داخلی افزایش یافته و با محدودیت مالی بیشتری مواجه می‌شود (حقیقت و زرگر فیوجی، ۱۳۹۲). از جمله تئوری‌هایی که این جریان را به تصویر می‌کشد، تئوری سرمایه‌گذاری بهینه مانند تئوری کیوتوبین است. این تئوری نشان می‌دهد هنگامی که بین هزینه تأمین منابع داخلی و خارجی تفاوت شایان توجهی وجود ندارد؛ شرکت‌ها مجبور نیستند که فقط به تأمین مالی خارجی تکیه کنند، بنابراین حساسیت به جریان نقدی داخلی شرکت کمتر می‌شود. اما مطابق با تئوری سلسه‌مراتبی، به دلیل مسئله عدم تقارن اطلاعاتی و علامت‌دهی، منابع داخلی به منابع خارجی ترجیح داده می‌شود (جهانشاد و شعبانی، ۱۳۹۴). این تئوری گویای این است که افزایش هزینه تأمین منابع مالی خارجی در مقابل منابع مالی داخلی باعث می‌شود شرکت به مخارج سرمایه‌گذاری شرکت در مقایسه با جریان نقدی داخلی حساسیت بیشتری نشان دهد. لیاندرس^۲ (۲۰۰۷) معتقد است که عدم تقارن اطلاعاتی و تضاد نمایندگی، حساسیت جریان نقد سرمایه‌گذاری را افزایش می‌دهد؛ زیرا هزینه‌های تأمین منابع مالی خارجی نسبت به داخلی افزایش می‌یابد. برای کاهش مسائل مربوط به ریسک حجم و پیچیدگی حساسیت جریان نقد سرمایه‌گذاری، بهره بردن از حساب‌سازان برای نقش اعتباردهی به صورت‌های مالی، ضروری است. حساب‌سازان به منظور کاهش ریسک حساب‌ساز، رسیدگی‌ها و تلاش‌های بیشتری انجام می‌دهند و برای جبران زحمات و تلاش‌های خود حق الزحمه بیشتری مطالبه می‌کنند. اما مسئله این‌جاست که حق الزحمه پرداخت شده به حساب‌سازان ممکن است در نتیجه تلاش‌های اصلی یا اضافه آنها نباشد که این موضوع می‌تواند در کاهش یا تشدید حساسیت جریان نقد سرمایه‌گذاری مؤثر واقع شود. در ادامه به منظور بررسی ادبیات بیان شده، اثر نوع حق الزحمه عادی و غیرعادی حساب‌ساز بر حساسیت جریان نقد سرمایه‌گذاری به بحث و بررسی گذاشته شده است.

حق الزحمه عادی حساب‌ساز و حساسیت جریان نقد سرمایه‌گذاری

بر اساس تئوری نمایندگی، یکی از راه‌های کاهش عواقب و هزینه‌های مرتبط با خطر اخلاقی، به کارگیری شخص ثالث و

1. Modigliani & Miller
2. Lyandres

مستقل برای حسابرسي صورت‌های مالی است (داتر، فلتهم و هیگز^۱، ۱۹۹۱). کیفیت حسابرسي مستقل نیز، در این مسئله نقش بسزایی دارد. ادبیات قبلی هم نشان می‌دهد مشتریان با ریسک بیشتر، حسابرسان با کیفیت بهتری را انتخاب می‌کنند (داتر و همکاران، ۱۹۹۱) و معقول است که مؤسسه‌های حسابرسي به دلیل تلاش‌های بیشتری که انجام می‌دهند از مشتریان حق الزحمه بیشتری مطالبه کنند (فلتهم، هیگز و سیمونیک^۲، ۱۹۹۱). پژوهشگرانی همانند ویسیننت، سانکاراگارواسوامی و راگاناندان^۳ (۲۰۰۳) بیان کردند که میزان تلاش حسابرسان با استفاده از حق الزحمه حسابرسي اندازه‌گیری می‌شود و هر چه مسئله تضاد نمایندگی بزرگ‌تر باشد، برای اطمینان در خصوص کشف تقلب یا اشتباه با اهمیت در صورت‌های مالی، رسیدگی‌های بیشتری لازم است و در نتیجه حق الزحمه حسابرسي بیشتر خواهد بود (جمالی و کرمی، ۱۳۹۵).

حق الزحمه عادی به هزینه تلاش، کوشش و ریسک دعوای قضایی حسابرسان (منصوری و تنانی، ۱۳۹۱) اشاره دارد و با توجه به عواملی مانند اندازه صاحبکار، پیچیدگی عملیات صاحبکار و ریسک خاص تعیین می‌شود (سیمونیک^۴، ۱۹۸۰ و واعظ و تیموری، ۱۳۹۳). بنابراین، تلاش‌های زیاد حسابرسان برای کاهش ریسک حسابرسي به صدور صورت‌حساب سنگین برای مشتریان و افزایش حق الزحمه حسابرسي منجر می‌شود (کیم، لی و لی^۵، ۲۰۱۴). مرور ادبیات قبلی نشان می‌دهد که مسئله تضاد نمایندگی و عدم تقارن اطلاعاتی در خصوص ایجاد جریان‌های نقدی شدید است (جنسن، ۱۹۸۶؛ وانگ^۶، ۲۰۰۵ و دی‌گریس و دی‌جانگ^۷، ۲۰۰۶). این ادبیات نشان دادند که ریسک حسابرسي مرتبط با جریان نقدی زیاد است؛ اما طبق نظریه تلاش‌های حسابرسان، حسابرسان با افزایش رسیدگی‌های خود از ریسک حسابرسي مرتبط با جریان نقدی می‌کاهند. این وضعیت شرایطی را به وجود می‌آورد که مدیران به راحتی از منابع مالی خارجی تأمین مالی کنند و حساسیت ایجاد شده از تغییرات مخارج سرمايه‌گذاري در برابر تغییرات وجه نقد کاهش یابد. به بیان دیگر، هنگامی که تلاش‌های حسابرسان به منظور کاهش ریسک حسابرسي مرتبط با جریان نقدی افزایش می‌یابد، آنها برای پوشش هزینه‌های حسابرسي خود حق الزحمه حسابرسي بیشتری مطالبه می‌کنند و به دلیل کاهش مسئله تضاد نمایندگی و عدم تقارن اطلاعاتی، هزینه تأمین مالی خارجی نسبت به منابع داخلی کاهش یافته و از میزان حساسیت برای سرمايه‌گذاري نسبت به جریان نقدی کاسته می‌شود.

حق الزحمه غیر عادی حسابرسي و حساسیت جريان نقد سرمايه‌گذاري

کینی و لیبی^۸ (۲۰۰۲) استدلال کردند که حق الزحمه غیر عادی حسابرسان در مقایسه با حق الزحمه عادی بهتر می‌تواند در قالب رانت یا رشوه‌های اقتصادی مرتبط با خدمات حسابرسي یا وابستگی اقتصادی حسابرسان پرداخت شود (واعظ و تیموری، ۱۳۹۳). بررسی ادبیات قبلی نشان می‌دهد که برای حق الزحمه غیر عادی حسابرسان دو دیدگاه متضاد وجود دارد؛ دیدگاه اول مرتبط به نظریه وابستگی اقتصادی حسابرسان به صاحبکار است که این نظریه بیان می‌کند صاحبکاران به منظور صدور گزارش مطلوب، حق الزحمه‌های بیشتری به غیر از تلاش‌های اصلی حسابرسان به آنان پرداخت می‌کنند.

1. Datar, Feltham & Hughes

3. Whisenant, Sankaraguruswamy, & Raghunandan

5. Kim, Li & Li

7. Degryse & DeJong

2. Feltham, Hughes & Simunic

4. Simunic

6. Wang

8. Kinney & Libby

به دلیل وابستگی اقتصادی حسابرس به صاحبکار، استقلال حسابرس از بین می‌رود (چوی و همکاران، ۲۰۱۰). دیدگاه دوم مربوط به نظریه تلاش‌های حسابرسی است که بیان می‌کند پرداخت حق‌الزحمه غیرعادی به حسابرسان به منظور جبران تلاش‌های اضافه برای افزایش کیفیت حسابرسی است (اشلمن و پنگ، ۲۰۱۴). پژوهشگرانی همانند هیگز و اسکانتز^۱ (۲۰۰۶) و چوی و همکاران (۲۰۱۰) رابطه خاص بین صاحبکاران و حسابرسان را حق‌الزحمه غیرعادی حسابرسی معرفی کردند. معمولاً حسابرسان در دریافت حق‌الزحمه غیرعادی دو گونه رفتار می‌کنند؛ در حالت اول میزان حق‌الزحمه حسابرسان بیش از میزان حق‌الزحمه استاندارد (عادی) است. این کار به مدیران انگیزه می‌دهد که در فعالیت‌های فرصت‌طلبانه مانند مدیریت سود مشارکت کنند (چوی و همکاران، ۲۰۱۰، کینی و لیبی، ۲۰۰۲). این بحث از دیدگاه نظریه وابستگی اقتصادی حسابرس به صاحبکار اثبات می‌شود که صاحبکار در پی حفظ حسابرس به منظور دستیابی به اهداف و موضع خویش است (دی‌آنجلو^۲، ۱۹۸۱). این گونه حق‌الزحمه‌های پرداختنی، کاهش کیفیت حسابرسی را باعث می‌شود.

در حالت دوم که به حق‌الزحمه غیرعادی منفی مربوط می‌شود؛ یعنی حسابرس حق‌الزحمه‌ای کمتر از سطح حسابرسی استاندارد (عادی) دریافت کند. در این موقعیت، حسابرسان به سازش کیفیت حسابرسی تمایل کمتری دارند. چندین مطالعه همانند گوپتا و همکاران^۳ (۲۰۰۹) و کارسون و فارگر^۴ (۲۰۰۷) نشان دادند حسابرسان با دریافت حق‌الزحمه حسابرسی کمتر از سطح استاندارد، میزان رسیدگی‌ها و تلاش‌های (کاهش ساعات حسابرسی، اختصاص کارکنان کم تجربه) خود را کاهش می‌دهند و بر اثر این عوامل، کیفیت حسابرسی کاهش می‌یابد. در واقع، مطابق با نظریه وابستگی اقتصادی حسابرس به صاحبکار، حسابرسان تلاش‌های اصلی یا اضافه را به منظور کاهش ریسک حسابرسی مرتبط با حساسیت جریان نقد سرمایه‌گذاری انجام نمی‌دهند. به بیان دیگر، حسابرسان به دلیل وابستگی اقتصادی به صاحبکار در پی دستیابی به اهداف مدیران هستند و تلاش‌های مؤثری انجام نمی‌دهند. در نتیجه استقلال حسابرسان از بین می‌رود، کیفیت حسابرسی پایین می‌آید و شدت حساسیت جریان نقد سرمایه‌گذاری بر اثر تشدید مسئله عدم تقارن اطلاعاتی و مشکلات نمایندگی به وجود آمده، افزایش می‌یابد.

پیشینه تجربی پژوهش

جانسون و همکاران (۲۰۱۸) در پژوهشی اثر نگهداشت بدهی روی حساسیت جریان نقد سرمایه‌گذاری را آزمودند. یافته‌های پژوهش نشان داد شرکت‌هایی که نگهداشت بالایی از بدهی دارند، حساسیت جریان نقد سرمایه‌گذاری آنها بیشتر است. همچنین در شرکت‌هایی که کمتر با محدودیت مالی مواجه می‌شوند، میزان حساسیت جریان نقد سرمایه‌گذاری کمتر است.

ریاض و همکارانش (۲۰۱۷) در پژوهشی حساسیت جریان نقد سرمایه‌گذاری را به‌عنوان نماینده‌ای از محدودیت مالی بررسی کردند. نتایج پژوهش آنها نشان داد هنگامی که شرکت‌ها با محدودیت مالی مواجه می‌شوند، حساسیت

1. Higgs & Skantz
2. DeAngelo
3. Gupta, Krishnan & Yu
4. Carson & Fargher

سرمایه‌گذاری به جریان نقد داخلی بیشتر می‌شود. در واقع توزیع نابرابری اطلاعات، شدت حساسیت جریان نقد سرمایه‌گذاری در شرکت‌های با محدودیت مالی را در مقایسه با شرکت‌های بدون محدودیت مالی بیشتر می‌کند. چودوری و همکارانش (۲۰۱۶) در پژوهشی حساسیت جریان نقد سرمایه‌گذاری را تحت تغییرات عدم تقارن اطلاعاتی مطالعه کردند. نتایج پژوهش آنها نشان داد پس از اجرای قانون ساربنز اکسلی، میزان حساسیت جریان نقد سرمایه‌گذاری بر اثر کاهش عدم تقارن اطلاعاتی کم شده است. همچنین عدم تقارن اطلاعاتی در شرکت‌های با محدودیت مالی باعث می‌شود شدت حساسیت جریان نقد سرمایه‌گذاری افزایش یابد.

کیم برلی، کیم برلی، ادام و یزن^۱ (۲۰۱۵) در پژوهشی ارتباط بین نگهداشت وجه نقد اضافه و حق الزحمه حسابرسی را بررسی کردند. یافته‌های پژوهش نشان داد که بین نگهداشت وجه نقد اضافه و حق الزحمه حسابرسی، رابطه مثبتی وجود دارد. همچنین حق رأی سهامداران ارتباط میان نگهداشت وجه نقد اضافه و حق الزحمه حسابرسی را کاهش می‌دهد.

کیم (۲۰۱۴) در پژوهشی تأثیر نگهداشت وجه نقد و تأمین مالی خارجی را بر حساسیت جریان نقد سرمایه‌گذاری بررسی کردند. نتایج پژوهش آنها نشان داد که برای شرکت‌های با محدودیت مالی، نگهداشت وجه نقد و تأمین مالی خارجی باعث می‌شود میزان حساسیت جریان نقد سرمایه‌گذاری به سطح جریان نقدی ایجاد شده داخلی کاهش یابد.

فرانسیس، حسن، سونگ، لیانگ و وایزن^۲ (۲۰۱۳) در پژوهشی اثر حاکمیت شرکتی بر حساسیت جریان نقد سرمایه‌گذاری را آزمودند. یافته‌های پژوهش آنها نشان داد که حاکمیت شرکتی قوی، میزان حساسیت جریان نقد سرمایه‌گذاری و محدودیت مالی را کاهش می‌دهد. در حالی که حاکمیت شرکتی ضعیف، تخصیص بهینه سرمایه را تحریف می‌کند، ارزش شرکت را کاهش می‌دهد و بالتبع، میزان حساسیت جریان نقد سرمایه‌گذاری افزایش می‌یابد.

پیندادو و همکارانش (۲۰۱۱) در پژوهشی اثر ساختار مالکیت خانوادگی بر حساسیت جریان نقد سرمایه‌گذاری را بررسی کردند. نتایج پژوهش آنها حاکی از این است که شرکت‌های تحت کنترل خانوادگی، حساسیت جریان نقد سرمایه‌گذاری کمتری دارند. این کاهش حساسیت عمدتاً به آن دسته از شرکت‌های خانوادگی مربوط می‌شود که هیچ انحرافی بین جریان‌های نقدی و حق رأی ندارند و مدیر عامل عضو خانوادگی است.

گریفین، لانت و سان^۳ (۲۰۰۹) در پژوهشی اثر تضاد نمایندگی برآمده از جریان نقدی آزاد بر حق الزحمه حسابرسی را آزمودند. نتایج پژوهش آنها نشان داد حسابرسان در شرکت‌هایی که با تضاد نمایندگی نشئت گرفته از جریان نقدی آزاد بالا و فرصت‌های رشد کم روبه‌رو هستند، تلاش‌های بیشتری انجام می‌دهند و متناسب با آن حق الزحمه حسابرسی افزایش می‌یابد.

صالحی و همکارانش (۱۳۹۶) در تحقیقی تأثیر خوش‌بینی مدیریتی بر حساسیت جریان نقد سرمایه‌گذاری را بررسی کردند. نتایج پژوهش آنها نشان داد که خوش‌بینی مدیریتی، میزان شدت حساسیت جریان نقد سرمایه‌گذاری را افزایش می‌دهد. همچنین شدت میزان حساسیت جریان نقد سرمایه‌گذاری در شرکت‌های با محدودیت مالی نسبت به شرکت‌های بدون محدودیت مالی، بیشتر است.

1. Kimberly, Kimberly, Adam & Yezen
2. Francis, Hasan, Song, Liang & Waisman
3. Griffin, Lont & Sun

هاشمی و همکاران (۱۳۹۶) در پژوهشی تأثیر سطح نگهداشت وجه نقد بر حساسیت جریان نقد سرمایه‌گذاری را در شرکت‌های دارای محدودیت مالی بررسی کردند. نتایج پژوهش نشان داد در شرکت‌های دارای محدودیت مالی، نوسان‌های جریان نقدی عملیاتی بر سرمایه‌گذاری تأثیر منفی دارند. همچنین، با افزایش سطح نگهداشت وجه نقد در شرکت‌های دارای محدودیت مالی، اثر منفی نوسان‌های جریان نقدی عملیاتی بر سرمایه‌گذاری کاهش می‌یابد.

جهانشاد و شعبانی (۱۳۹۴) در پژوهشی تأثیر محدودیت مالی بر رابطه بین سرمایه‌گذاران نهادی و حساسیت جریان نقد سرمایه‌گذاری را بررسی کردند. یافته‌های پژوهش آنها نشان داد سرمایه‌گذاران نهادی باعث می‌شوند شدت حساسیت جریان نقد سرمایه‌گذاری کاهش یابد. همچنین آنها بر حساسیت جریان‌های نقد سرمایه‌گذاری در شرکت‌های دارای محدودیت تأمین مالی، تأثیر منفی می‌گذارند.

عرب‌صالحی و کاظمی نوری (۱۳۹۳) در پژوهشی تأثیر هزینه‌های نمایندگی بر حساسیت جریان نقد سرمایه‌گذاری را بررسی کردند. نتایج پژوهش آنها نشان داد که هزینه‌های نمایندگی به تنهایی عامل ناکارایی سرمایه‌گذاری نیست، اما باعث می‌شود حساسیت جریان نقد سرمایه‌گذاری افزایش یابد.

موسوی و داروغه (۱۳۹۱) در آزمون، حق‌الزحمه حسابرسی و جریان نقد آزاد را ارزیابی کردند. نتایج پژوهش آنها نشان می‌دهد شرکت‌های دارای جریان نقد آزاد بالا، حق‌الزحمه حسابرسی بیشتری پرداخت می‌کنند. همچنین نتایج نشان داد شرکت‌هایی با بدهی و سود تقسیمی کم، حق‌الزحمه حسابرسی کمتری پرداخت می‌کنند.

خدادادی و حاجی‌زاد (۱۳۹۰) در پژوهشی تأثیر هزینه‌های نمایندگی برآمده از فرضیه جریان‌های نقدی آزاد بر حق‌الزحمه حسابرسی را بررسی کردند. بر اساس نتایج، بین سطح بدهی و حق‌الزحمه حسابرسی شرکت‌هایی که جریان‌های نقدی آزاد زیادی دارند، ارتباط مثبت و معنادار و بین نسبت فرصت‌های رشد آتی و حق‌الزحمه حسابرسی این شرکت‌ها، ارتباط منفی و معنادار وجود دارد.

فرضیه‌های پژوهش

بر اساس پیشینه نظری و تجربی پژوهش، فرضیه‌های پژوهش به شرح زیر تدوین شده‌اند:
فرضیه اول: حق‌الزحمه عادی حسابرسی بر حساسیت جریان نقد سرمایه‌گذاری، اثر منفی و معناداری دارد.
فرضیه دوم: حق‌الزحمه غیرعادی حسابرسی بر حساسیت جریان نقد سرمایه‌گذاری اثر مثبت و معناداری دارد.

روش‌شناسی پژوهش

داده‌های مورد نیاز از سایت کدال جمع‌آوری شده است. جامعه آماری پژوهش شامل شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران برای دوره زمانی ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۵ است. در پژوهش حاضر با توجه به ماهیت موضوع، شرایط زیر به‌منظور تعیین نمونه آماری پژوهش در نظر گرفته شده است:

۱. به‌منظور همگن شدن نمونه آماری در سال‌های مدنظر، شرکت‌ها باید قبل از سال ۱۳۸۸ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده باشند.

۲. به لحاظ افزایش قابلیت مقایسه، دوره مالی آنها به پایان اسفند ماه منتهی شود.

۳. طی سال‌های مالی مدنظر، تغییر فعالیت یا تغییر سال مالی نداده باشند.

۴. جزء بانک‌ها، بیمه‌ها و مؤسسه‌های مالی (شرکت‌های سرمایه‌گذاری، واسطه‌گری مالی، شرکت‌های هلدینگ و لیزینگ) نباشند.

بعد از مدنظر قرار دادن کلیه معیارهای بالا، تعداد ۱۱۲ شرکت به‌عنوان جامعه غربال شده باقی ماند که همه آنها برای نمونه انتخاب شدند؛ از این رو مشاهدات شامل ۸۹۶ سال - شرکت است.

رابطه‌های پژوهش

در این پژوهش برای آزمون فرضیه‌های پژوهش از رابطه رگرسیونی چندگانه زیر استفاده شده است؛ به طوری که به کمک رابطه ۱ فرضیه اول و به کمک رابطه ۲ فرضیه دوم آزمون شده است.

$$\begin{aligned} \left(\frac{INV}{K}\right)_{it} = & \alpha_0 + \beta_1 \left(\frac{CF}{K}\right)_{it} + \beta_2 \left(\frac{CF}{K}\right)_{it} \times NFee_{it} + \beta_3 IQ_{it} \\ & + \beta_4 SIZE_{it} + \beta_5 LEV_{it} + \beta_6 LOSS_{it} + \beta_7 ROA_{it} + \sum_{t=1}^J Year_{it} + \sum_{i=1}^K Ind_{it} + \varepsilon_{it} \end{aligned} \quad \text{(رابطه ۱)}$$

$$\begin{aligned} \left(\frac{INV}{K}\right)_{it} = & \alpha_0 + \beta_1 \left(\frac{CF}{K}\right)_{it} + \beta_2 \left(\frac{CF}{K}\right)_{it} \times AbNFee_{it} + \beta_3 IQ_{it} \\ & + \beta_4 SIZE_{it} + \beta_5 LEV_{it} + \beta_6 LOSS_{it} + \beta_7 ROA_{it} + \sum_{t=1}^J Year_{it} + \sum_{i=1}^K Ind_{it} + \varepsilon_{it} \end{aligned} \quad \text{(رابطه ۲)}$$

که در آن، INV_{it} : سرمایه‌گذاری شرکت؛ K_{it} : دارایی‌های ثابت اول دوره؛ IQ_{it} : فرصت‌های سرمایه‌گذاری شرکت؛ $NFee_{it}$: حق الزحمه عادی حسابرسی؛ $AbNFee_{it}$: حق الزحمه غیرعادی حسابرسی؛ $SIZE_{it}$: اندازه شرکت؛ LEV_{it} : اهرم مالی؛ $LOSS_{it}$: زیان شرکت؛ ROA_{it} : بازده دارایی‌ها؛ $Year_{it}$: اثر سال‌ها و Ind_{it} : اثر صنعت‌ها است.

متغیرهای پژوهش و نحوه اندازه‌گیری آنها

الف) متغیرهای وابسته و مستقل

متغیرهای وابسته و مستقل پژوهش به صورت رابطه حساسیت جریان نقد سرمایه‌گذاری است. برای اندازه‌گیری میزان حساسیت جریان نقد سرمایه‌گذاری از رابطه رگرسیونی چند متغیره پژوهش فازی و همکاران (۱۹۸۸) به‌عنوان رابطه مبنا برای سرمایه‌گذاری استفاده شده است. رابطه مبنا (رابطه ۳) همان رابطه سرمایه‌گذاری کیوتوبین است که در ادبیات رفتار مالی شرکت‌ها به خوبی مستند شده و پژوهشگران بسیاری همانند کاپلان و زینگلاس (۱۹۹۷)، بن محمد و فیچیلد و بوری^۱ (۲۰۱۴) و پرازی^۲ (۲۰۱۷) از این رابطه در پژوهش‌های خود استفاده کرده‌اند. در این رابطه ضریب جریان نقدی عملیاتی، به‌عنوان شاخص حساسیت سرمایه‌گذاری لحاظ شده است. بدین ترتیب، اگر ضریب جریان نقدی عملیاتی مثبت

1. Ben Mohamed, Fairchild & Bouri

2. Peruzzi

باشد، یعنی شرکت‌ها برای تأمین منابع مالی برای سرمایه‌گذاری در مرحله اول بر وجوه نقد داخلی تکیه می‌کنند و نشانه وجود محدودیت مالی است. اگر ضریب جریان نقدی معنادار نباشد، گویای این است که شرکت‌ها می‌توانند از منابع مالی خارجی برای سرمایه‌گذاری استفاده کنند. طبق تئوری‌های اقتصادی در بازار سرمایه کامل، ضریب کیوتوبین باید تنها متغیر تأثیرگذار در رابطه باشد و ضریب جریان نقدی عملیاتی از لحاظ آماری معنادار نباشد. در حالی که در بازارهای سرمایه ناکارا، ضریب مثبت و معنادار متغیر جریان نقدی، نشان‌دهنده حساسیت بالای سرمایه‌گذاری به جریان‌های نقدی داخلی است.

$$\left(\frac{INV}{K}\right)_{it} = \alpha_0 + \beta_1 \left(\frac{CF}{K}\right)_{it} + \beta_2 IQ_{it} + \varepsilon_{it} \quad \text{رابطه ۳}$$

که در آن، INV_{it} : سرمایه‌گذاری شرکت؛ CF_{it} : جریان نقدی عملیاتی؛ IQ_{it} : فرصت‌های سرمایه‌گذاری شرکت که از تقسیم ارزش بازار حقوق صاحبان سهام به ارزش دفتری آن اندازه‌گیری شده و K_{it} : دارایی‌های ثابت اول دوره است.

ب) متغیرهای تعدیل‌کننده

متغیرهای تعدیل‌کننده پژوهش حق‌الزحمه‌های عادی و غیرعادی حسابرسی هستند. جمع این دو مقدار، حق‌الزحمه واقعی پرداخت شده به حساب‌برسان را نشان می‌دهد. برای تفکیک حق‌الزحمه حسابرسی به عادی و غیرعادی، از بسط رابطه تعدیل شده سیمونیک (۱۹۸۰) توسط فانگ، لین و چن^۱ (۲۰۱۸) به شرح زیر استفاده شده است. شایان ذکر است که به دلیل مشخص نبودن معیار اندازه مؤسسه بزرگ حسابرسی در ایران، این متغیر از رابطه ۴ حذف شده است. در این رابطه متغیرهای توضیحی (لگاریتم طبیعی کل دارایی‌های شرکت، نسبت دارایی‌های جاری، نسبت دارایی‌های جاری به کل دارایی‌ها و...) گویای حق‌الزحمه عادی حسابرسی و مقادیر خطای رابطه بیان‌کننده حق‌الزحمه غیرعادی حسابرسی است. برای برآورد مقادیر مربوط به خطاهای رابطه، متغیرها به صورت مقطعی و به تفکیک هر صنعت و سال تخمین زده شده‌اند.

$$\begin{aligned} LAFEE_{it} = & \beta_0 + \beta_1 LnAsset_{it} + \beta_2 CA_{it} + \beta_3 CA_{TA_{it}} + \beta_4 LEV_{it} + \beta_5 OPINON_{it} \\ & + \beta_6 INTANG_{it} + \beta_7 LOSS_{it} + \beta_8 LOSS LAG_{it} + \beta_9 ISSU_{it} + \beta_{10} ARINV_{it} \\ & + \beta_{11} ROA_{it} + \beta_{12} RESTAT_{it} + \varepsilon_{it} \end{aligned} \quad \text{رابطه ۴}$$

$LAFEE_{it}$: لگاریتم طبیعی کل حق‌الزحمه واقعی پرداخت شده به حساب‌برس است.

$LnAsset_{it}$: لگاریتم طبیعی کل دارایی‌های شرکت است.

CA_{it} : از طریق نسبت دارایی‌های جاری به بدهی‌های جاری محاسبه می‌شود.

$CA_{TA_{it}}$: از طریق نسبت دارایی‌های جاری به کل دارایی‌ها به دست می‌آید.

LEV_{it} : اهرم مالی (نسبت کل بدهی‌های به کل دارایی‌ها شرکت) است.

$OPINON_{it}$: اظهار نظر حسابرِس، متغیر مجازی (۰ و ۱) است. اگر اظهار نظر حسابرِس در سال جاری مقبول باشد ۱ در غیر این صورت صفر لحاظ می‌شود.

$INTANG_{it}$: نسبت دارایی‌های ثابت مشهود به کل دارایی‌ها شرکت در پایان سال است.

$LOSS_{it}$: زیان شرکت، متغیر مجازی (کد ۱ در صورت گزارش زیان و کد صفر ۰ در صورت گزارش سود) است.

$LOSS LAG_{it}$: زیان شرکت در سال قبل، متغیر مجازی (کد ۱ در صورت گزارش زیان در سال قبل و کد صفر در صورت گزارش سود در سال قبل) است.

$ISSU_{it}$: انتشار اوراق مشارکت و سهام در سال جاری، متغیر مجازی (۰ و ۱) است. اگر شرکت طی سال اوراق مشارکت یا سهام یا هر دو را منتشر کرده باشد ۱ و در غیر این عدد صفر در نظر گرفته می‌شود.

$ARINV_{it}$: نسبت موجودی مواد و کالا و حساب‌های دریافتی به کل دارایی‌های شرکت است.

ROA_{it} : بازده دارایی‌ها، نسبت سود خالص به کل دارایی‌های شرکت است.

$RESTAT_{it}$: تجدید ارائه صورت‌های مالی، متغیر مجازی (۰ و ۱) اگر شرکت تجدید ارائه صورت‌های مالی داشته باشد ۱ در غیر این صورت صفر در نظر گرفته می‌شود.

ε_{it} : مقدار خطای رابطه که معرف میزان حق الزحمه غیرعادی حسابرِس است.

ج) متغیرهای کنترلی

پژوهش‌های گذشته همانند جانسون و همکاران (۲۰۱۸)، ریاض و همکاران (۲۰۱۷)، هاواکیمیان^۱ (۲۰۰۹) نشان دادند که متغیرهای اندازه شرکت، اهرم مالی، زیان شرکت و بازده دارایی‌ها بر حساسیت جریان نقد سرمایه‌گذاری اثر می‌گذارند.

اندازه شرکت: مطابق تئوری نمایندگی، شرکت‌های بزرگ‌تر به دلیل عدم تقارن اطلاعاتی کمتر (راجان و زینگلاس^۲، ۱۹۹۵) با هزینه معاملات (نات‌بوم^۳، ۱۹۹۳) کمتری مواجه‌اند؛ زیرا اطلاعات آنها بیشتر در معرض دید سرمایه‌گذاران و تحلیلگران قرار می‌گیرد و تضاد نمایندگی آنها به دلیل نظارت سهامداران نهادی بر فعالیت‌های مدیریت، کمتر است. چنین مؤلفه‌هایی نشان می‌دهند که هر چه اندازه شرکت‌ها بزرگ‌تر باشد، دسترسی آنها به تأمین منابع خارجی برای سرمایه‌گذاری آسان‌تر است و حساسیت جریان نقد سرمایه‌گذاری کاهش می‌یابد. در این پژوهش اندازه شرکت از طریق لگاریتم طبیعی کل دارایی‌های شرکت در پایان سال اندازه‌گیری شده است.

اهرم مالی: دلایل چندی وجود دارد که اهرم مالی بر حساسیت جریان نقد سرمایه‌گذاری اثر می‌گذارد. هنگامی که شرکت‌ها به تأمین منابع مالی از طریق اهرم مالی اتکای زیادی می‌کنند، میزان ریسک ورشکستگی آنها افزایش می‌یابد و این گونه شرکت‌ها در پرداخت اصل بدهی و بهره دچار مشکل شده و به احتمال زیاد در تأمین نقدینگی برای سرمایه‌گذاری نیز با مشکل مواجه می‌شوند. از طرف دیگر، توزیع نابرابر اطلاعات در بازار سرمایه باعث می‌شود که

1. Hovakimian

2. Rajan, & Zingales

3. Nooteboom

شرکت‌ها در تأمین منابع مالی خارجی از طریق تسهیلات اعتباردهندگان با مشکل مواجه شوند و مجبور شوند که به منابع داخلی اتکا کنند و هنگام سرمایه‌گذاری به منابع داخلی حساسیت زیادی نشان دهند (هاواکیمیان، ۲۰۰۹). در این پژوهش اهرم مالی از تقسیم کل بدهی‌های شرکت به کل دارایی‌های شرکت اندازه‌گیری شده است.

زیان شرکت: حساسیت جریان نقد سرمایه‌گذاری برای شرکت‌هایی که زیان گزارشگری دارند، بیشتر است؛ زیرا دسترسی مدیران برای تأمین منابع مالی خارجی دشوار است و محدودیت مالی بر این گونه شرکت‌ها غلبه شدیدی دارد. همچنین، در این گونه شرکت‌ها تأمین منابع مالی از طریق منابع خارجی هزینه سنگینی به همراه دارد. برخی از پژوهشگران معتقدند که شرکت‌ها به منظور پنهان کردن زیان گزارشگری به شفافیت اطلاعات مالی نمی‌پردازند، این کار باعث می‌شود مسئله انتخاب نادرست اطلاعات میان تأمین‌کنندگان منابع خارجی افزایش یابد؛ زیرا آنها حاضر نیستند در شرکت‌هایی که درماندگی مالی دارند، سرمایه‌گذاری کنند (لامونت و همکاران^۱، ۲۰۰۱، بیکر و ورگلر^۲، ۲۰۰۳). در این پژوهش متغیر زیان شرکت متغیر مجازی (۱ و ۰) است؛ به طوری که اگر شرکت زیان گزارشگری داشته باشد عدد ۱ و در غیر این صورت صفر در نظر گرفته می‌شود.

بازده دارایی‌ها: استدلال می‌شود هنگامی که شرکت‌ها عملکرد مالی بسیار خوبی دارند با محدودیت مالی کمتری مواجه می‌شوند و می‌توانند به راحتی از منابع مالی خارجی تأمین مالی کنند؛ زیرا عملکرد مالی بسیار خوب این گونه شرکت‌ها هزینه سرمایه را پوشش می‌دهد و سودآوری بیشتر باعث می‌شود که هنگام فرصت‌های سرمایه‌گذاری، کمتر به منابع داخلی اتکا کنند. بر مبنای مطالب فوق می‌توان بیان کرد که بازده بالای دارایی‌ها، میزان حساسیت جریان نقد سرمایه‌گذاری را کاهش می‌دهد (بیکر و سیواداسان^۳، ۲۰۰۶). در این پژوهش بازده دارایی‌های از طریق سود خالص به کل دارایی‌های شرکت اندازه‌گیری شده است.

یافته‌های پژوهش

نتایج آمار توصیفی پژوهش

جدول ۱ نتایج آمار توصیفی متغیرهای پژوهش را نشان می‌دهد. مقدار میانگین سرمایه‌گذاری (۰/۴۲۸) نشان می‌دهد شرکت‌ها سرمایه‌گذاری زیادی در دارایی‌های ثابت نداشته‌اند. مقدار میانگین حق‌الزحمه عادی حسابرسی ۵/۴۱۲ و حق‌الزحمه غیرعادی حسابرسی برابر با ۰/۰۲۷ است. مقادیر بیشترین و کمترین متغیر اندازه شرکت نشان می‌دهد که شرکت‌های انتخاب شده اندازه متنوعی دارند. مقدار میانگین اهرم مالی (۰/۵۸۳) نشان می‌دهد که تقریباً بیش از ۵۸ درصد دارایی‌های شرکت از محل بدهی‌ها تأمین مالی شده است. مقدار ۱ برای زیان شرکت معرف شرکت‌هایی است که در دوره پژوهش زیان داشته‌اند. مقدار متوسط بازده دارایی‌ها نشان می‌دهد که بیش از ۱۵ درصد از دارایی‌های شرکت بهره‌وری ایجاد کرده است.

1. Lamont, Polk & Saa-ReQuejo
2. Baker, Stein & Wurgler
3. Becker and Sivadasan

جدول ۱. نتایج آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

| متغیرها | میانگین | میان | انحراف معیار | بیشترین | کمترین |
|---------------------------|---------|--------|--------------|---------|--------|
| سرمايه گذاري | ۰/۴۲۸ | ۰/۲۷۶ | ۰/۹۵۲ | ۰/۸۱۵ | -۰/۰۱۱ |
| جریان نقدي | ۰/۳۱۱ | ۰/۲۸۷ | ۰/۱۹۱ | ۰/۵۹۴ | -۰/۰۱۸ |
| فرصت های رشد | ۳/۸۱۵ | ۲/۴۵۲ | ۴/۷۶۰ | ۱۶/۱۰۸ | ۰/۵۵۲ |
| حق الزحمه عادی حسابرسي | ۵/۴۱۲ | ۳/۴۹۶ | ۳/۷۵۰ | ۹/۲۸۴ | ۰/۳۸۹ |
| حق الزحمه غیرعادی حسابرسي | ۰/۰۲۷ | ۰/۰۱۶ | ۰/۳۳۵ | ۰/۹۱۵ | -۰/۰۰۱ |
| اندازه شرکت | ۱۳/۸۱۵ | ۱۲/۴۳۷ | ۱/۷۶۱ | ۱۷/۲۶۸ | ۹/۴۸۴ |
| اهرم مالی | ۰/۵۸۳ | ۰/۴۸۲ | ۰/۲۴۴ | ۰/۹۱۵ | ۰/۱۰۸ |
| زیان شرکت | - | - | - | ۱ | ۰ |
| بازده دارایی | ۰/۲۷۵ | ۰/۱۸۷ | ۰/۱۶۸ | ۰/۶۹۱ | -۰/۲۵۳ |

نتایج آزمون نرمال بودن داده ها

در جدول ۲ نتایج بررسی نرمال بودن داده ها با استفاده از آزمون جاک برآ نشان می دهد که متغیرهای سرمايه گذاري، جريان نقدي، اندازه شرکت و اهرم مالی نرمال هستند و متغیرهای فرصت های رشد، حق الزحمه عادی حسابرسي، حق الزحمه غیرعادی حسابرسي و بازده دارایی ها از توزیع غیرنرمال پیروی می کنند. بدین منظور متغیرهای غیرنرمال قبل از تحلیل با استفاده از تابع انتقال جانسون در نرم افزار مینی تب^۱ نرمال شده است. همچنین، متغیر زیان شرکت به صورت داده مجازی (۰+۱) است و توزیع نرمال ندارد.

جدول ۲. نتایج آزمون نرمال بودن داده ها

| متغیرها | علامت اختصاری | آماره جاک برا | سطح معناداری |
|---------------------------|----------------------|---------------|--------------|
| سرمايه گذاري | INV _{it} | ۱۴/۶۶۵ | ۰/۳۵۸ |
| جریان نقدي | CF _{it} | ۱۲/۰۷۵ | ۰/۱۶۲ |
| فرصت های رشد | IQ _{it} | ۰/۷۴۳ | ۰/۰۰۰ |
| حق الزحمه عادی حسابرسي | NFee _{it} | ۰/۲۵۳ | ۰/۰۰۰ |
| حق الزحمه غیرعادی حسابرسي | AbNFee _{it} | ۰/۸۰۷ | ۰/۰۰۰ |
| اندازه شرکت | SIZE _{it} | ۹/۲۷۶ | ۰/۱۵۹ |
| اهرم مالی | LEV _{it} | ۱۰/۴۴۱ | ۰/۵۴۰ |
| بازده دارایی | ROA _{it} | ۰/۹۴۷ | ۰/۰۰۰ |

نتایج آزمون فرضیه ها

نتایج آزمون فرضیه اول

در جدول ۳ نتایج آزمون فرضیه اول پژوهش ارائه شده است. نتایج معناداری آزمون والد تعدیل شده برای بررسی ناهمسانی واریانس، مشکل ناهمسانی واریانس در خطای رابطه را نشان می دهد. به منظور رفع این مشکل، رابطه به روش

حداقل مربعات تعمیم یافته برآورد شده است. همچنین نتایج معناداری آماره F آزمون ولدریج (۲۰۰۲) نشان‌دهنده وجود مشکل خودهمبستگی سریالی باقی‌مانده رابطه است که برای رفع مشکل یاد شده، از روش خودهمبستگی مرتبه اول استفاده شده است. نتایج مقادیر VIF کمتر از ۵ است که نشان می‌دهد بین متغیرهای رابطه مشکل هم‌خطی وجود ندارد. نتایج مقدار آماره F نشان می‌دهد که رابطه در سطح اطمینان ۹۹ درصد از لحاظ آماری معنادار است. مقدار ضریب تعیین تعدیل شده گویای این است که ۳۰ درصد تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای توضیحی بیان می‌شود. مقدار ضریب جریان نقدی در رابطه با میزان سرمایه‌گذاری مثبت و در سطح اطمینان ۹۹ درصد این ضریب معنادار است (sig<۰/۰۱). بنابراین بین جریان نقدی و سرمایه‌گذاری در سطح اطمینان ۹۹ درصد، رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. این موضوع نشان می‌دهد شرکت‌ها برای اهداف سرمایه‌گذاری به منابع داخلی حساسیت مثبتی دارند. همچنین، مقدار ضریب حق‌الزحمه عادی حسابرسی در جریان نقدی منفی و در سطح اطمینان ۹۹ درصد معنادار است (sig<۰/۰۱). این یافته نشان می‌دهد که تلاش‌ها و رسیدگی‌های حسابرسان از میزان حساسیت جریان نقد سرمایه‌گذاری می‌کاهد. بدین ترتیب، فرضیه اول پژوهش در سطح اطمینان ۹۹ درصد پذیرفته می‌شود. نتایج متغیرهای کنترلی نشان می‌دهد که فرصت‌های رشد، اندازه شرکت و بازده دارایی‌ها با میزان سرمایه‌گذاری شرکت‌ها رابطه مثبت و معناداری دارند.

جدول ۳. نتایج آزمون فرضیه اول

$$\left(\frac{INV}{K}\right)_{it} = \alpha_0 + \beta_1 \left(\frac{CF}{K}\right)_{it} + \beta_2 \left(\frac{CF}{K}\right)_{it} \times NFee_{it} + \beta_3 IQ_{it} + \beta_4 SIZE_{it} + \beta_5 LEV_{it} + \beta_6 LOSS_{it} + \beta_7 ROA_{it} + \sum_{i=1}^J Year_{it} + \sum_{i=1}^K Ind_{it} + \varepsilon_{it}$$

| متغیرها | علامت اختصاری | ضریب | آماره t | سطح معناداری | vif |
|---|---|----------------------|----------------|--------------|------|
| مقدار ثابت | α_0 | ۰/۳۷۹ | ۶/۵۲۴ | ۰/۰۰۰ | - |
| جریان نقدی | $\left(\frac{CF}{K}\right)_{it}$ | ۰/۶۸۲ | ۳/۴۹ | ۰/۰۰۰ | ۱/۸۱ |
| حق‌الزحمه عادی حسابرسی در جریان نقدی | $\left(\frac{CF}{K}\right)_{it} \times NFee_{it}$ | -۰/۲۹۱ | -۵/۴۱۸ | ۰/۰۰۰ | ۱/۷۳ |
| فرصت‌های رشد | IQ_{it} | ۰/۲۴۰ | ۴/۲۱۵ | ۰/۰۰۰ | ۱/۳۰ |
| اندازه شرکت | $SIZE_{it}$ | ۰/۲۶۶ | ۲/۳۵۷ | ۰/۰۲۶ | ۲/۱۵ |
| اهرم مالی | LEV_{it} | ۰/۳۴۵ | ۰/۱۸۷ | ۰/۸۵۴ | ۲/۰۳ |
| زیان | $LOSS_{it}$ | -۰/۸۲۶ | -۲/۲۵۹ | ۰/۰۱۸ | ۱/۸۰ |
| بازده دارایی‌ها | ROA_{it} | ۰/۴۹۶ | ۶/۱۸۳ | ۰/۰۰۰ | ۲/۲۱ |
| تأثیر سال | کنترل شد | ضریب تعیین | ۰/۳۵ | | |
| تأثیر صنعت | کنترل شد | ضریب تعیین تعدیل شده | ۰/۳۰ | | |
| آماره F | ۴/۷۰ | احتمال آماره F | ۰/۰۰۰ | | |
| نتایج آزمون والد تعدیل شده (ناهمسانی واریانس) | نتایج آزمون ولدریج (خودهمبستگی سریالی) | | | | |
| آماره Chi ^۲ | ۸۶/۷۵ (۰/۰۰۰) | آماره F | ۱۷۵/۹۰ (۰/۰۰۰) | | |

نتایج آزمون فرضیه دوم

در جدول ۴ نتایج آزمون فرضیه دوم پژوهش درج شده است. نتایج معناداری آزمون والد تعدیل شده برای بررسی ناهمسانی واریانس، گویای وجود مشکل ناهمسانی واریانس در خطای رابطه است که برای رفع این مشکل، رابطه به روش حداقل مربعات تعمیم یافته برآورد شده است. همچنین نتایج معناداری آماره F آزمون ولدریج (۲۰۰۲) نشان دهنده وجود مشکل خودهمبستگی سریالی باقی مانده رابطه است که برای رفع این مشکل نیز، از روش خودهمبستگی مرتبه اول استفاده شده است. نتایج مقادیر VIF کمتر از ۵ است که نشان می‌دهد هم‌خطی بین متغیرهای رابطه وجود ندارد.

نتایج مقدار آماره F نشان می‌دهد که رابطه در سطح اطمینان ۹۹ درصد از لحاظ آماری معنادار است. همچنین، مقدار ضریب تعیین تعدیل شده گویای این است که ۳۴ درصد تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای توضیحی بیان می‌شود. مقدار ضریب جریان نقدی در رابطه با میزان سرمایه‌گذاری مثبت و در سطح اطمینان ۹۹ درصد معنادار است. به این ترتیب حساسیت جریان نقد سرمایه‌گذاری وجود دارد. مقدار ضریب حق الزحمه غیرعادی حساب‌رسان در جریان نقدی مثبت و در سطح اطمینان ۹۹ درصد معنادار است ($\text{sig} < 0.01$). این یافته نشان می‌دهد که حق الزحمه غیرعادی حساب‌رسان میزان حساسیت جریان نقد سرمایه‌گذاری را افزایش می‌دهد. با توجه به این نتایج فرضیه دوم پژوهش با سطح اطمینان ۹۹ درصد تأیید می‌شود.

جدول ۴. نتایج آزمون فرضیه دوم

$$\left(\frac{INV}{K}\right)_{it} = \alpha_0 + \beta_1 \left(\frac{CF}{K}\right)_{it} + \beta_2 \left(\frac{CF}{K}\right)_{it} \times \text{AbNFee}_{it} + \beta_3 IQ_{it} + \beta_4 SIZE_{it} + \beta_5 LEV_{it} + \beta_6 LOSS_{it} + \beta_7 ROA_{it} + \sum_{t=1}^J \text{Year}_{it} + \sum_{i=1}^K \text{Ind}_{it} + \varepsilon_{it}$$

| vif | سطح معناداری | آماره t | ضریب | علامت اختصاری | متغیرها |
|-------|--------------|---------|--------|--|---|
| - | ۰/۰۰۰ | ۳/۱۶۲ | ۰/۱۱۶ | α_0 | مقدار ثابت |
| ۱/۸۳ | ۰/۰۰۰ | ۲/۸۹۴ | ۰/۶۸۴ | $\left(\frac{CF}{K}\right)_{it}$ | جریان نقدی |
| ۱/۰۸ | ۰/۰۰۰ | ۴/۵۸۸ | ۰/۳۸۱ | $\left(\frac{CF}{K}\right)_{it} \times \text{AbNFee}_{it}$ | حق الزحمه غیرعادی حساسیتی در جریان نقدی |
| ۱/۳۱ | ۰/۰۰۰ | ۶/۶۸۰ | ۰/۲۹۶ | IQ_{it} | فرصت‌های رشد |
| ۲/۱۳ | ۰/۰۰۰ | ۳/۵۸۲ | ۰/۶۵۵ | $SIZE_{it}$ | اندازه شرکت |
| ۲/۰۱ | ۰/۵۳۲ | ۰/۷۵۲ | ۰/۳۹۸ | LEV_{it} | اهرم مالی |
| ۱/۷۹ | ۰/۰۰۳ | -۲/۵۸۹ | -۰/۱۱۷ | $LOSS_{it}$ | زیان |
| ۲/۱۹ | ۰/۰۰۰ | ۶/۱۳۱ | ۰/۲۱۶ | ROA_{it} | بازده دارایی‌ها |
| ۰/۳۸ | | | | کنترل شد | تأثیر سال |
| ۰/۳۴ | | | | کنترل شد | تأثیر صنعت |
| ۰/۰۰۰ | | | | ۴/۰۴ | آماره F |
| | | | | | نتایج آزمون والد تعدیل شده (ناهمسانی واریانس) |
| | | | | | نتایج آزمون ولدریج (خودهمبستگی سریالی) |
| | | | | ۷۳/۲۱ (۰/۰۰۰) | آماره χ^2 |
| | | | | | ۱۰۶/۵۲ (۰/۰۰۰) |
| | | | | | آماره F |

نتیجه‌گیری و پیشنهادها

پدیده حساسیت جریان نقد سرمایه‌گذاری از سال ۱۹۷۷ در کانون توجه محققان و دانشگاهیان قرار گرفته است. به دلیل مسئله عدم تقارن اطلاعاتی و تضاد نمایندگی، مدیران به جریان‌های داخلی شرکت حساسیت زیادی نشان می‌دهند. از جمله عواملی که می‌تواند از شدت حساسیت جریان نقد سرمایه‌گذاری بکاهد، حسابرسی صورت‌های مالی است؛ زیرا نقش اعتباردهی حسابرسان به صورت‌های مالی باعث می‌شود عدم تقارن اطلاعاتی و تضاد نمایندگی به وجود آمده در شرکت‌ها کاهش یابد و بر اثر این عوامل، از هزینه‌های زیاد تأمین منابع خارجی کاسته شود. ادبیات مالی پژوهش حاضر حاکی از این بود که شرکت‌ها نسبت به جریان نقد سرمایه‌گذاری حساس‌اند. با این اعتقاد که در بازار سرمایه ناکارا، به دلیل هزینه زیاد تأمین مالی خارجی نسبت به منابع داخلی، حساسیت جریان نقد سرمایه‌گذاری بیشتر است. البته ریشه این موضوع در مسئله عدم تقارن اطلاعاتی و تضاد نمایندگی است.

در پی این مباحث، سؤال‌های پژوهش حاضر این بود که آیا حق‌الزحمه عادی و غیرعادی حسابرسان بر حساسیت جریان نقد سرمایه‌گذاری مؤثر است یا خیر. در ابتدا نتایج پژوهش نشان داد که در شرکت‌های بورسی ایران مسئله حساسیت جریان نقد سرمایه‌گذاری وجود دارد. این موضوع نشان می‌دهد که شرکت‌ها هنگام جذب منابع خارجی برای اهداف سرمایه‌گذاری با مشکل مواجه می‌شوند و به جریان‌های نقدی داخلی حساس هستند. نتایج فرضیه اول پژوهش نشان داد که حق‌الزحمه عادی حسابرسی باعث می‌شود حساسیت جریان نقد سرمایه‌گذاری کاهش یابد. بر مبنای نظریه تلاش حسابرس می‌توان استدلال کرد که حسابرسان برای کاهش ریسک حسابرسی مرتبط با جریان نقد داخلی شرکت، بر تلاش‌ها و رسیدگی‌های خود می‌افزایند و به دلیل رسیدگی‌ها و تلاش‌های بیشتر، از صاحبکاران حق‌الزحمه بیشتری مطالبه می‌کنند. بنابراین، افزایش اعتباردهی حسابرسان به صورت‌های مالی، باعث می‌شود مسئله عدم تقارن اطلاعاتی و تضاد نمایندگی کاهش یابد و شرکت‌ها به راحتی از منابع خارجی برای اهداف سرمایه‌گذاری تأمین مالی کنند. این یافته با نتیجه پژوهش‌های کیم‌برلی و همکاران (۲۰۱۵) و گریفین و همکاران (۲۰۱۰) هم‌خوانی دارد؛ زیرا حسابرسان در شرکت‌هایی که ریسک حسابرسی مرتبط با جریان‌های نقدی بالاست، تلاش‌های و رسیدگی بیشتری انجام می‌دهند.

نتایج فرضیه دوم پژوهش نشان داد که حق‌الزحمه غیرعادی حسابرسان باعث می‌شود حساسیت جریان نقد سرمایه‌گذاری افزایش یابد. مطابق با نظریه وابستگی اقتصادی حسابرس به صاحبکار، حسابرس برای کاهش ریسک حسابرسی مرتبط با حساسیت جریان نقد سرمایه‌گذاری، رسیدگی و تلاش کمتری انجام می‌دهد. این مسئله عدم تقارن اطلاعاتی و تضاد نمایندگی را تشدید می‌کند. به دلیل کاهش کیفیت حسابرسی، هزینه تأمین منابع مالی خارجی نسبت به منابع داخلی بیشتر می‌شود و حساسیت جریان نقد سرمایه‌گذاری افزایش می‌یابد. این نتایج با یافته‌های پژوهش چوی و همکاران (۲۰۱۰) هم‌خوانی دارد؛ زیرا القای وابستگی اقتصادی حسابرسان به صاحبکاران باعث می‌شود کیفیت حسابرسی کاهش یابد.

یافته‌های پژوهش چندین دستاورد و ارزش افزوده علمی برای استفاده‌کنندگان دارد که در ادامه به آنها اشاره شده است: ۱. ادبیات مربوط به اثر نوع حق‌الزحمه حسابرسی بر حساسیت جریان نقد سرمایه‌گذاری را توسعه داده است. ۲. نقش اعتباردهی حسابرسان به صورت‌های مالی باعث می‌شود که مدیران به راحتی بتوانند از منابع مالی خارجی برای

اهداف سرمايه گذاري سودآور استفاده کنند و ارزش شرکت را به حداکثر برسانند. ۳. به سرمايه گذاران پيشنهاده می شود که عدم تقارن اطلاعاتی و تضاد نمایندگی مربوط به جريان وجه نقد داخلی شرکت را در نظر بگیرند؛ زیرا امکان دارد حسابرسان به دلیل وابستگی اقتصادی به صاحبکار، برای انجام حسابرسي باکیفیت بالا تلاش های اصلی را انجام ندهند و شرکت ها به دلیل هزینه بسیار زیاد تأمین منابع مالی خارجی، به منابع داخلی اتکا کنند. ۴. کیفیت بالای صورتهای مالی حسابرسي شده باعث می شود که اعتباردهندگان و بانک ها تسهیلات بیشتری در اختیار شرکت ها قرار دهند. ۵. به سازمان حسابرسي و جامعه حسابداران رسمی توصیه می شود که مقررات و راهکارهایی را برای جلوگیری از دریافت حق الزحمه های غیرعادی حسابرسان وضع کنند.

منابع

- جمالی، امیرحسین؛ کرمی، محمود (۱۳۹۵). بررسی تأثیر هزینه های نمایندگی بر حسابرسي در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *دانش حسابرسي*، ۱۶(۶۴)، ۸۱-۹۸.
- جهاننهاد، آریتا؛ شعبانی، داوود (۱۳۹۴). تأثیر محدودیت در تأمین مالی بر رابطه سرمايه گذاران نهادی و حساسیت جریانات نقدي سرمايه گذاري. *فصلنامه پژوهش های حسابداری مالی و حسابرسي*، ۷(۲۷)، ۳۹-۵۶.
- خدادادی، ولی؛ حاجی زاده، سعید (۱۳۹۰). تئوری نمایندگی و حق الزحمه حسابرسي مستقل: آزمون فرضیه جريان های نقدي آزاد. *پژوهش های تجربی حسابداری مالی*، ۱(۲)، ۷۶-۹۲.
- حقیقت، حمید؛ زرگر فیوجی، یعقوب (۱۳۹۲). تأثیر محدودیت های مالی و وجه نقد نگهداری شده بر حساسیت سرمايه گذاري به جريان نقدي، *پژوهش های کاربردی در گزارشگری مالی*، ۲(۲)، ۱۴۹-۱۷۴.
- سدیدی، مهدی؛ محمدی سانیانی، احمد (۱۳۹۲). بررسی ارتباط حساسیت سرمايه گذاري جريان نقدي با سطح مخارج سرمايه گذاري. *مطالعات تجربی حسابداری مالی*، ۱۱(۴۱)، ۱۰۵-۱۲۹.
- صالحی، اله کرم؛ موسوی، روح اله؛ مرادی، محمد (۱۳۹۶). بررسی تأثیر خوش بینی مدیریتی بر حساسیت سرمايه گذاري به جريان نقدي. *دانش مالی تحلیل اوراق بهادار*، ۱۰(۳۳)، ۶۵-۷۶.
- عرب صالحی، مهدی؛ کاظمی نوری، سپیده (۱۳۹۰). تأثیر هزینه های نمایندگی بر حساسیت سرمايه گذاري جريان های نقدي. *مجله دانش حسابداری*، ۵(۱۷)، ۹۷-۱۱۸.
- منصوری سرنجیانه، میکائیل؛ تنانی، محسن (۱۳۹۲). بررسی عکس العمل بازار سهام نسبت به حق الزحمه های غیرعادی حسابرسي. *پژوهش های حسابداری مالی*، ۵(۴)، ۱۰۵-۱۲۰.
- موسوی، سید علیرضا؛ داروغه حضرتی، فاطمه (۱۳۹۰). بررسی رابطه بین جريان نقد آزاد و حق الزحمه حسابرسي در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *فصلنامه حسابداری مالی*، ۳(۱۰)، ۱۴۱-۱۷۳.
- واعظ، سیدعلی؛ تیموری، مرتضی (۱۳۹۳). بررسی ارتباط بین حق الزحمه غیرعادی حسابرسي و خطای برآورد اقلام تعهدی در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار. *مجله بررسی های حسابداری*، ۳، ۹۵-۱۱۱.
- هاشمی، سید عباس؛ افیونی، علیرضا (۱۳۹۶). تأثیر سطح نگهداشت وجه نقد بر حساسیت سرمايه گذاري نسبت به نوسان های جريان نقدي عملیاتی در شرکت های دارای محدودیت مالی. *مطالعات حسابداری و حسابرسي*، ۶(۲۱)، ۴-۱۷.

References

- Arabsalehi, M., & Kazemi Noori. S. (2014). Impact of Agency Costs on Investment-cash Flow Sensitivity. *Journal of Accounting Knowledge*, 5(17), 97-118. (in Persian)
- Baker, M., Stein, J. C., & Wurgler, J. (2003). When does the market matter? Stock prices and the investment of equity-dependent firms, *Quarterly Journal of Economics*, 118 (3), 969-1005.
- Becker, B., & Sivadasan, J. (2006). The Effect of Financial Development on the Investment-Cash Flow Relationship: Cross-Country Evidence from Europe. *ECB Working Paper* 689.
- Ben Mohamed, E., Fairchild, R. & Bouri, A. (2014). Investment cash flow sensitivity under managerial optimism: New evidence from NYSE panel data firms. *Journal of Economic Finance and Administrative Science*, 19 (36), 11-18.
- Campello, M., Graham, J.R, & Harvey, C.R. (2010). The real effects of financial constraints: evidence from a financial crisis. *Journal of Finance Economic*, 97(3), 470-487.
- Carson, E. & Fargher, N. (2007). Note on audit fee premiums to client size and industry specialization. *Accounting & Finance*, 47(3), 423-446.
- Cho, J. H., Kim, J.B. & Zang, Y. (2006). *The association between Audit Quality and Abnormal Audit Fees*. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=848067>.
- Choi, J.H., Kim, J. B. & Zang, Y. (2010). Do Abnormally High Audit Fees Impair Audit Quality? *Auditing: A Journal of Practice & Theory*, 29 (2), 115-140.
- Chowdhury, J., Kumar, R. & Shome, D. (2016). Investment-cash flow sensitivity under changing information asymmetry. *Journal of Banking & Finance*, 62, 28-40.
- Datar, S. M., Feltham, G. A. & Hughes, J. S. (1991). The role of audits and audit quality in valuing new issues. *Journal of Accounting and Economics*, 14(1), 3-49.
- DeAngelo, L. (1981). Auditor independence, Low Balling, and disclosure regulation. *Journal of Accounting and Economics*, 3(2), 113-127.
- Degryse, H., & DeJong, A. (2006). Investment and internal finance: Asymmetric information or managerial discretion? *International Journal of Industrial Organization*, 24, 125-147.
- Derouich, I., Hassan, M., Amdouni, S. (2017). Ownership structure and investment-cash flow sensitivity. *Journal of Management & Governance*, 22 (1), 31-54.
- Eshleman, J. D., & Peng, G. (2014). Abnormal Audit Fees and Audit Quality: The Importance of Considering Managerial Incentives in Tests of Earnings Management. *Auditing: A Journal of Practice & Theory*, 33 (1), 117-138.
- Fang, C. L., Lin, Y.C, & Chen, C.S. (2014). Accrual Quality and Audit Fees: The Role of Abnormal Audit Fees. *Auditing: A Journal of Practice & Theory*, 33 (1), 117-138.
- Fazzari, S., Hubbard, G., & Petersen, B. (1988). Finance constraints and corporate investment. *Brookings Papers on Economic Activity*, 1, 141-195.

- Feltham, G. A., Hughes, J. S. & Simunic, D. A. (1991). Empirical assessment of the impact of auditor quality on the valuation of new issues. *Journal of Accounting & Economics*, 14, 375-399.
- Francis, B., Hasan, I., Song, L. & Waisman, M. (2013). Corporate governance and investment-cash flow sensitivity: Evidence from emerging markets. *Emerging Markets Review*, 15, 57-71
- Griffin, P., Lont, D. & Sun, Y. (2009). Agency Problems and Audit Fees: Further Tests of the Free Cash Flow Hypothesis. *Accounting and Finance*, 50 (2), 321-350.
- Gupta PP, Krishnan GV, Yu W. (2009). You get what you pay for: An examination of audit quality when audit fee is low. *Working Paper*.
- Haghighat, H., & Zargar Fioji, Y. (2013). The Impact of Corporate Cash Holdings and Financial Constraints on Investment-Cash Flow Sensitivity. *Applied Research in Financial Reporting*, 2(2), 149-174. (in Persian)
- Hashemi, S, & Afuoni, A. (2017). The effect of the level of cash holdings on the Investment-cash Flow than operating cash flow fluctuations in financial constraints companies. *Accounting and Auditing Studies*, 6(21), 4-17. (in Persian)
- Higgs, J. L. & Skantz, T. R. (2006). Audit and non audit fees and the market's reaction to earnings announcements. *Auditing: A Journal of Practice & Theory*, 25 (1), 1-26.
- Hovakimian, G. (2009). Determinants of Investment Cash Flow Sensitivity. *Financial Management*, 38. (1), 161 - 183.
- Jahanshad, A., & Shabani, D. (2015). The impact of financial constraints on the relationship between institutional investors and Investment cash flow sensitivity. *The Financial Accounting and Auditing Researches*, 7(27), 39-56. (in Persian)
- Jamali, A., & Karami, M. (2016). Investigating the Effect of Agency Costs on Auditing in Companies Acquired in Tehran Stock Exchange. *Audit Science*, 16(64), 81-98. (in Persian)
- Jensen, M. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *American Economic Review*, 76, 323-329.
- Johnson, W.A., Agyapomaa, G.K. & Joshua, Y.A. (2018). Debt Holdings and Investment Cash Flow Sensitivity of Listed Firms. *International Journal of Emerging Markets*, 4, 1-17.
- Kaplan, S. & Zingales, L. (1997). Do investment-cash flow sensitivities provide useful measures of financing constraints? *Quarterly Journal of Economics*, 112, 169-215.
- Khodadadi, V. & Haji Zadeh, S. (2012). Agency Theory and Audit Fees; Test of Free Cash Flow Hypothesis. *Empirical Research of Financial Accounting*, 1(2), 76-92. (in Persian)
- Kim, Y., Li, H. & Li, S. (2014). CEO Equity Incentives and Audit Fees. *Contemporary Accounting Research*, 32 (2), 608-638.
- Kim. T. N. (2014). The impact of cash holdings and external financing on investment cash flow sensitivity. *Review of Accounting and Finance*, 13 (3), 251-273.

- Kimberly, G., Kimberly, C., Adam, J.A. & Yezen, H.K. (2015). Auditor Pricing of Excess Cash Holdings. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 32(3), 423-443.
- Kinney, W. R, & Libby. R. (2002). Discussion of the relation between auditors fees for nonaudit services and earnings management. *Accounting Review*, 77, 107-114.
- Lamont, O., Polk, C. & Saa-ReQuejo, J. (2001). Financial constraints and stock returns. *Review of Financial Studies*, 14 (1/2), 529-554.
- Lyandres, E. (2007). Costly external financing, investment timing, and investment–cash. *Journal of Corporate Finance*, 13 (5), 959-980.
- Mansouri Sernjiane, M. & Tanani, M. (2014). Stock Market Reaction to Abnormal Audit Fees. *Financial Accounting Researches*, 5(4), 105- 120. (in Persian)
- Modigliani, F, & Miller, M. (1958). The cost of capital, corporation finance, and the theory of investment. *American Economic Review*, 48, 261–297.
- Mousavi, S., Daroghe Hazrat, F. (2011). Investigating the relationship between free cash flow and audit fees in listed companies of Tehran Stock Exchange. *Quarterly Financial Accounting*, 3(10), 141-173. (in Persian)
- Myers, S., Majluf, N. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13, 187–221.
- Nooteboom, B. (1993). Firm size effect on transaction costs. *Small Business Economics*, 5 (4), 283–295.
- Pawlina, G. & Renneboog, L. (2005). Is Investment Cash Flow Sensitivity Caused by Agency Costs or Asymmetric Information? *European Financial Management*, 11, 483-513.
- Peruzzi, V. (2017). Does family ownership structure affect investment-cash flow sensitivity? Evidence from Italian SMEs. *Applied Economics*, 49 (43), 4378-4393.
- Pindado, J., Requejo, I., & Dela Torre, C. (2011). Family control and investment–cash flow sensitivity: Empirical evidence from the Euro zone. *Journal of Corporate Finance*, 17, 1389–1409.
- Rajan, R.G., & Zingales, L. (1995). What do we know about capital structure? Some evidence from international data. *Journal of Finance*, 50 (5), 1421–1460.
- Riaz, Y., Shahab, Y., Bibi, R. & Zeb, S. (2017). Investment-cash flow sensitivity and financial constraints: evidence from Pakistan. *South Asian Journal of Global Business Research*, 5(3), 403-423.
- Sadidi, M. & Mohammadi Saniyany, A. (2013). Investigate the relationship between Investment cash flow sensitivity and the level of investment expenditures. *Empirical Studies in Financial Accounting*, 41,105-130. (in Persian)
- Salehi, A., Mosavei, R. & Moradi, M. (2017). An investigate the effect managerial optimism on investment sensitivity to cash flow. *Financial Knowledge of Securities Analysis*, 10(33), 65-76. (in Persian)
- Simunic, D. A. (1980). The pricing of audit services: theory and evidence. *Journal of Accounting Research*, 18(1), 161-190.

- Thoa, T.T.K., & Uyen, N.T.U. (2017). Banking System Reform and Investment - Cash flow Relation: Case of a Small Transition Economy. *Research in International Business and Finance*, 41, 500-515.
- Vaez, S. A. & Taimoury, M. (2014). The Relationship between Abnormal Audit Fees and Accruals Estimation Error in Companies Listed on the Stock Exchange. *Accounting Review*, 1(3), 95-111. (in Persian)
- Wang, F. (2005). Corporate Liquidity and Equity Retunes. Available in: <https://www.investopedia.com/articles/basics/07/liquidity.asp>.
- Whisenant, S., Sankaraguruswamy, S. & Raghunandan, K. (2003). Evidence on the joint determination of audit and non-audit fees. *Journal of Accounting Research*, 41 (4), 721-744.