



## تأثیر ویژگی‌های کمیته حسابداری بر بازده اضافی سهام با نقش تعدیل‌کنندگی نگهداشت وجه نقد

دکتر محمد محمدی<sup>۱</sup> ©

استادیار حسابداری، گروه حسابداری، دانشگاه غیر انتفاعی پرندک، ایران

دکتر یوسف اردیخانی

استادیار حسابداری، گروه حسابداری، دانشگاه غیر انتفاعی پرندک، ایران

فاطمه بابایی

کارشناسی ارشد، گروه حسابداری، دانشگاه غیر انتفاعی، پرندک، ایران

(تاریخ دریافت: ۵ اردیبهشت ۱۴۰۲؛ تاریخ پذیرش: ۱۸ آبان ۱۴۰۲)

اهمیت نگهداشت وجه نقد از این جهت است که به ارزش شرکت کمک کرده و همچنین چگونگی به‌کارگیری آن می‌تواند عامل مؤثر در ارزش‌گذاری سهامداران راجع به وجه نقد باشد. موجودی‌های نقدی، بخش قابل‌توجهی از دارایی‌های واحدهای تجاری را به خود اختصاص می‌دهند. مهم‌ترین عامل سلامت اقتصادی این واحدها، ایجاد توازن بین وجوه نقد در دسترس و نیازهای نقدی است. کمیته حسابداری بخش بسیار مهمی از حاکمیت و پاسخگویی اثربخش و مؤثر است، برای این کار کمیته حسابداری باید ۳ ویژگی مهم استقلال، ارتباط و پاسخگویی را داشته باشد. هدف اصلی پژوهش حاضر بررسی تأثیر ویژگی‌های کمیته حسابداری بر بازده اضافی سهام با در نظر گرفتن نقش تعدیل‌گر نگهداشت وجه نقد شرکت می‌باشد. جامعه آماری پژوهش در دوره زمانی ۶ ساله بین سال‌های ۱۳۹۵ الی ۱۴۰۰ می‌باشد که بر اساس روش نمونه‌گیری حذف سیستماتیک تعداد ۱۵۰ شرکت عنوان نمونه آماری در نظر گرفته شد. برای بررسی فرضیه‌ها از مدل‌های رگرسیونی چندمتغیره با استفاده از نرم‌افزار Eviews و روش داده‌های پانلی (تابلویی) - اثرات استفاده شده است. نتایج پژوهش نشان می‌دهند که بین ویژگی‌های کمیته حسابداری و بازده اضافی سهام رابطه معناداری وجود دارد. همچنین، نگهداشت وجه نقد شرکت بر رابطه بین ویژگی‌های کمیته حسابداری و بازده اضافی سهام تأثیر معناداری دارد.

**واژه‌های کلیدی:** ویژگی‌های کمیته حسابداری، بازده اضافی سهام، نگهداشت وجه نقد شرکت.

<sup>۱</sup> mkz.mohamadi@gmail.com

## مقدمه

تمرکز اصلی تلاش‌های نظارتی به منظور بهبود عملکرد کمیته حسابرسی از استقلال کمیته حسابرسی است. [۲۳]. کمیته باید برای کمک به درست و کامل بودن فرایند گزارشگری مالی استقلال داشته باشد. کمیته مستقل تأثیر بسیار زیادی بر پیشگیری از تقلب دارد. ترکیب نظارت مستقل و تخصص‌های تکنیکی اعضای کمیته، پاسخگویی را افزایش می‌دهد. در بخش عمومی اختیارات حاکمیت و مسئولیت نظارت، جدا از مدیریت روزانه نیست. استدلال در مورد اینکه "استقلال کمیته حسابرسی" مهم است، از مفهومی بسیار پذیرفته شده استخراج می‌شود که مدیران مستقل ناظران مؤثر بر اقدامات مدیریت می‌باشند. [۱۴]. کمیته‌های حسابرسی مستقل به احتمال زیادی از نفوذ مدیریت آزاد می‌باشند. از این رو، آن‌ها کیفیت و اعتبار فرآیند گزارش را تضمین خواهند کرد؛ بنابراین عدم تقارن اطلاعات را کاهش می‌دهند. [۲۱]. کمیته باید هم استقلال واقعی و هم استقلال ظاهری داشته باشد و باید از طریق فرآیندی؛ از وجود استقلال اطمینان حاصل کند. [۲۰]. اگر کمیته، مهارت‌های تکنیکی و تخصصی لازم را در حسابداری و حسابرسی و توانایی ارتباط با مسئولان مالی و حسابسان را درباره مسائل پیچیده داشته باشد می‌تواند کمک خوبی برای هیأت حاکم باشد. [۱۵]. اثر استقلال کمیته حسابرسی یک شرکت موجب افشای مربوط می‌شود. [۱۷]. به نظر می‌رسد استقلال کمیته حسابرسی به توانایی مدیریت در تداخل با نقش نظارت هیأت مدیره مربوط است. [۲۰]. برای شرکت‌های مالی، مستقل بودن کمیته سبب می‌شود تا حسابسان بتوانند مسائلی چون نقاط ضعف کنترل داخلی، اختلاف نظر با مدیریت درباره اصول و رویه‌های حسابداری، نشانه‌های احتمالی از سوءاستفاده‌های مدیریت یا سایر اعمال غیرقانونی مسئولان را با کمیته حسابرسی صریح‌تر مطرح کنند. [۳۰].، یک رابطه مثبت میان اندازه کمیته حسابرسی و فرایند نظارت هیأت مدیره یافتند که به افزایش عملکرد منتهی می‌گردد. [۱۵]. استدلال نمودند که اندازه کمیته‌ی حسابرسی، تعداد جلسات را افزایش می‌دهد. افزایش تعداد جلسات باعث نظارت مؤثرتر و عملکرد بهتر شرکت می‌گردد. [۲۵]. استدلال نمود که اندازه کمیته حسابرسی اثری بر عملکرد شرکت ندارد، از سوی دیگر [۲۹]. استدلال نمود که کمیته حسابرسی بزرگ‌تر باعث حاکمیت ناکافی می‌گردد چون به واسطه‌ی بزرگ بودن کمیته باید جلسات متعددی برگزار گردد که این امر مخارج را افزایش می‌دهد. از این رو، کمیته‌های حسابرسی بزرگ‌تر به صورت منفی بر عملکرد شرکت اثر می‌گذارند. [۲۸]. نشان داد که متخصصان مالی کمیته حسابرسی در مقایسه با سایر اعضای کمیته حسابرسی، پس از وقوع عدم موفقیت و شکست در گزارش دهی مالی، بیشتر مستعد حذف و برکناری از هیأت مدیره هستند. [۲۳]. بنابراین، اعضای کمیته حسابرسی که تخصص مالی دارند، مشوق و انگیزه‌ی بالاتری برای ترویج شیوه‌های محافظه‌کاری حسابداری جهت حفظ سرمایه شهرتی، افزایش احتمال عضویت در هیأت مدیره و کاهش ریسک پیگرد قانونی دارند. به علاوه، یک عضو کمیته حسابرسی که دارای تخصص مالی است، به واسطه‌ی این‌که به کارگیری شیوه‌های حسابداری محافظه‌کارانه (شناسایی زود هنگام ضررها)، کمتر از شیوه‌های متهورانه از سوی سرمایه‌گذاران و قانون‌گذاران مورد انتقاد قرار می‌گیرند (شناسایی زود هنگام درآمد)، به حمایت از محافظه‌کاری حسابداری تشویق خواهد شد. در ادبیات مالی نظریه‌ها و الگوهای مختلفی

به‌منظور دلایل نگهداری وجه نقد وجود دارد. مطابق با تئوری مبادله‌ای، شرکت‌ها سطح مطلوبی از نگهداری وجه نقد را به‌عنوان توازنی بین منافع و هزینه‌های نگهداری وجه نقد نگهداری می‌کنند [۲۳]. دیدگاه تئوری سلسله مراتبی درباره نگهداری وجه نقد، برگرفته از تئوری سلسله مراتبی ساختار سرمایه است که توسط مایرز و [۹]. توسعه داده شده است. بر اساس این تئوری، شرکت‌ها در شرایط معمول سرمایه را به واسطه عدم تقارن اطلاعاتی هزینه‌بر می‌یابند، از این رو هنگام نیاز به منابع، بر بدهی اتکا می‌کنند و زمانی که منابع کافی دارند بدهی‌ها را در سررسیدشان پرداخت کرده، یا در پروژه‌های با خالص ارزش فعلی مثبت سرمایه‌گذاری نموده یا در دارایی‌های نقدی انباشت می‌نمایند. [۱۷]. نگهداشت وجه نقد در شرکت، علی‌رغم وجود مزایایی چون توانایی انجام معاملات تجاری، توانایی مواجهه با وقایع احتمالی، انعطاف‌پذیری به‌منظور تأمین مالی از محل منابع داخلی و اجتناب از، تضییع فرصت‌های سرمایه‌گذاری به‌هنگام محدودیت در تأمین مالی خارجی، زمینه‌ساز ایجاد مشکلاتی چون افزایش بالقوه سرمایه‌گذاری‌های غیر بهینه به دلیل مسائل نمایندگی است. [۱۱]. با توجه به مطالب فوق هدف از این پژوهش تأثیر ویژگی‌های کمیته حسابرسی بر بازده اضافی سهام با نقش تعدیل‌کنندگی نگهداشت وجه نقد می‌باشد.

#### مبانی نظری و پیشینه پژوهش

کمیته حسابرسی فرآیند گزارش دهی مالی شرکت‌ها را مورد بررسی و نظارت قرار می‌دهد. بنابراین کمیته حسابرسی به‌عنوان یکی از مهم‌ترین مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی به‌حساب می‌آید. به‌منظور افزایش اثربخشی کمیته حسابرسی لازم است که کمیته حسابرسی حداقل شامل یک عضو دارای تجربه باشد. منظور از تجربه مدیریت هم تخصص و تجربه در حسابداری یا حسابرسی و هم تجربه در امور مالی و تجربه در نظارت بر نحوه تهیه صورت‌های مالی است. البته به‌طور قطع نمی‌توان تضمین کرد که متخصصان و کارشناسان نظارتی مانند مدیران عامل و اعضای شرکتی به‌اندازه کافی تجربه مدیریت داشته باشند. نقش کارشناسان نظارتی در کمیته حسابرسی بسیار مهم است. بسیاری از پژوهش‌ها به دنبال بررسی این موضوع هستند که آیا کمیته حسابرسی دارای اعضای باتجربه در نظارت قدرت تأثیرگذاری بر ارزش دارایی‌های نقدی شرکت را دارند یا خیر. دارایی نقدی شرکت ارزش شرکت را تحت تأثیر قرار می‌دهد زیرا وجه نقد می‌تواند عامل ایجادکننده مشکلات نمایندگی باشد. مدیران به‌راحتی می‌توانند از وجه نقد در پروژه‌های تخریب‌کننده ارزش باهدف کسب منافع شخصی استفاده کنند. وقتی سهامداران از مشکلات مربوط به جریان نقدی آزاد آگاه شوند ارزش دارایی نقدی شرکت کاهش پیدا می‌کند و در نتیجه ارزش بازاری نیز کم می‌شود. [۲۳]. ارزش دارایی نقدی تحت تأثیر عوامل مختلفی مانند حاکمیت شرکتی، کیفیت گزارشات مالی و ضعف کنترل داخلی می‌باشد. [۱۵]. دو دیدگاه مختلف در مورد اثر اعضای کمیته حسابرسی با تخصص نظارتی بر ارزش دارایی وجود دارد. دو دیدگاه متناقض در ارتباط با چگونگی اثرگذاری اعضای کمیته حسابرسی باتجربه مدیریت بر ارزش نگهداشت وجه نقد شرکت‌ها وجود دارد. اعضای کمیته حسابرسی با تخصص‌های نظارتی ممکن است به دلیل تجربه‌های شخصی ناشی از فعالیت در هیئت‌مدیره شرکت‌ها، نظارت مؤثرتری بر تصمیمات عملیاتی و سرمایه‌گذاری مدیران داشته باشند

[۲۲]. متخصصین نظارتی در بین اعضای کمیته‌های حسابرسی شرکت‌ها احتمالاً ضعف کنترلی داخلی بیشتری را ارائه می‌دهند. بیشتر اینکه، اعضای کمیته حسابرسی با تخصص‌های نظارتی بالاتر احتمالاً ارتباطات کاری و تجاری نزدیک‌تری با مدیران شرکت‌ها داشته و در نتیجه انگیزه‌های آن‌ها برای نظارت بر فعالیت‌های مدیران کاهش پیدا می‌کند. ارتباط بین اعضای کمیته حسابرسی با تجربه و ارزش نگهداشت وجه نقد شرکت‌ها تحت تأثیر تخصص اعضای کمیته حسابرسی است. بر اساس نظریه وابستگی منابع، مدیران از منابع سرمایه انسانی در راستای افزایش عملکرد شرکت بهره می‌گیرند [۲۲]. در همین ارتباط پژوهش‌ها پیشین نشان می‌دهند که چگونگی اثرگذاری تخصص‌های مالی مدیران بر اثربخشی کمیته‌های حسابرسی بسیار پیچیده است [۲۳]. همچنین، وقتی تخصص‌های مالی و حسابداری اعضا بیشتر باشد، تأثیر تخصص‌های مالی اعضای کمیته‌های حسابرسی بالاتر است چراکه آن‌ها می‌توانند مزایای زیادی (دانش و مهارت) را برای اعضای کمیته حسابرسی به همراه داشته باشند. بنابراین، انتظار بر این است، نظارت ضعیف اعضای کمیته حسابرسی با تخصص‌های نظارتی در نتیجه وجود متخصصین حسابداری در بین اعضا کاهش پیدا می‌کند [۲۳]. بر اساس موارد بیان شده هدف از این پژوهش بررسی تأثیر ویژگی‌های کمیته حسابرسی بر بازده اضافی سهام با در نظر گرفتن نقش تعدیل گر نگهداشت وجه نقد می‌باشد.

#### پیشینه داخلی

پور غفار و همکاران (۱۴۰۰)، در پژوهشی به بررسی رابطه نگهداشت وجه نقد، سرمایه در گردش و پرداخت سود سهام با سیاست‌های سرمایه‌گذاری در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج حاصل از آزمون فرضیات نشان داد بین نگهداشت وجه نقد و سیاست‌های سرمایه‌گذاری رابطه مستقیم معناداری وجود دارد. همچنین بین سرمایه در گردش و سیاست‌های سرمایه‌گذاری رابطه مستقیم معناداری وجود دارد. ولی بین پرداخت سود سهام و سیاست‌های سرمایه‌گذاری رابطه‌ی یافت نشد. [۳]. فلاح و همکاران (۱۳۹۹)، در پژوهشی به بررسی تأثیر ویژگی‌های کمیته حسابرسی و اندازه موسسه حسابرسی مستقل بر کیفیت افشاء گزارشگری مالی در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج پژوهش نشان داد استقلال کمیته حسابرسی، نسبت کارشناسان مالی در کمیته حسابرسی و اندازه موسسه حسابرسی مستقل بر کیفیت افشاء گزارشگری مالی تأثیر مثبت و معنادار دارند و تنها متغیر اندازه کمیته حسابرسی هیچ‌گونه تأثیری بر کیفیت افشاء گزارشگری مالی ندارد. متغیرهای کنترلی سودآوری شرکت و اهرم مالی بر متغیر وابسته یعنی کیفیت افشای گزارشگری مالی تأثیر منفی و معنادار دارند. [۶]. حاجیها (۱۳۹۹)، در پژوهشی به بررسی تأثیر تخصص در صنعت و دوره تصدی حسابرسی بر مدیریت سود در شرکت‌های پذیرفته‌شده بورس اوراق بهادار تهران (با تأکید بر صورت‌های مالی میان‌دوره‌ای) پرداخت. یافته‌های پژوهش نشان می‌دهد که نتایج یکسانی هم برای داده‌های سالانه و هم برای داده‌های میان‌دوره‌ای به‌دست آمده است. این نتایج نشانگر این است که تخصص در صنعت و دوره تصدی حسابرسی بر مدیریت سود تأثیر منفی دارد و همچنین امکان مدیریت سود در شرکت‌هایی که به‌وسیله حسابرسان متخصص در صنعت و با دوره تصدی بالای چهار سال، حسابرسی می‌شوند متفاوت (کمتر) است از شرکت‌هایی که به‌وسیله این حسابرسان، حسابرسی نمی‌شوند. [۴].

شریفی و همکاران (۱۳۹۹)، در پژوهشی به بررسی مدیریت چندین شرکت و ارزش نگهداشت وجه نقد پرداختند. برای شناسایی مدیریت چندین شرکت از تعداد عضویت مدیران هیات مدیره در شرکت‌های مختلف در سال مالی استفاده شده است، و برای شناسایی ارزش نگهداشت وجه نقد از بازده غیرعادی سهام که توسط مدل فالکندر و وانگ (۲۰۰۶) ارائه شده است، بهره گرفته شده است. نتایج تحلیل‌های آماری انجام شده نشان می‌دهد مدیریت چندین شرکت بر ارزش بازار یک واحد پولی اضافی در نگهداشت وجه نقد تأثیر مثبت و معناداری دارد. [۵]. بخشایش و همکاران (۱۳۹۸)، در پژوهشی با عنوان، بررسی مقایسه‌ای تأثیر مؤلفه‌های تکانه سود بر بازده اضافی سهام در دو مدل پنج عاملی فاما و فرنچ و  $q$  عاملی HXZ، به این نتیجه رسیدند که تأثیرگذار بودن مؤلفه‌های اختصاصی گزارش‌های مالی مبتنی بر تکانه سود بر بازده اضافی در دو مدل، قیمت‌گذاری پنج عامله فاما فرنچ و مدل قیمت‌گذاری عاملی و همچنین اثر مؤلفه‌های اختصاصی گزارش‌های مالی مبتنی بر تکانه سود بر قدرت پیش‌بینی مدل پنج عاملی فاما و فرنچ در تبیین بازده اضافی سهام بیش از اثر آن بر مدل عاملی می‌باشد [۲]. اسدی و همکاران، (۱۳۹۸) در پژوهشی به بررسی تأثیر کمیته حسابرسی بر رابطه بین عدم تقارن اطلاعاتی و سطح نگهداشت وجه نقد پرداختند. نتایج پژوهش نشان داد که بین عدم تقارن اطلاعاتی و سطح نگهداشت وجه نقد رابطه مثبت و معنادار وجود دارد. یعنی شرکت‌هایی که با عدم تقارن اطلاعاتی بیشتری روبه‌رو هستند وجه نقد بیشتری را نگهداری می‌کنند و کمیته حسابرسی (اندازه و استقلال) اثر منفی معنادار بر رابطه بین عدم تقارن اطلاعاتی و سطح نگهداشت وجه نقد دارد. [۱].

### پیشینه خارجی

چوی و همکاران (۲۰۲۰)، در پژوهشی به بررسی رابطه اعضای کمیته حسابرسی با تجربه مدیریت و ارزش نگهداشت وجه نقد شرکت پرداختند. یافته‌های این پژوهش نشان می‌دهد که وجود ناظران متخصص در کمیته‌های حسابرسی با کاهش نظارت بر فعالیت‌های مدیران، دارای اثر معکوسی بر نگهداشت وجه نقد شرکت‌ها می‌باشند. همچنین، زمانی که دیگر مدیران عضو کمیته‌های حسابرسی دارای تخصص‌های حسابداری باشند می‌توانند رابطه معکوس بین تخصص ناظران و نگهداشت وجه نقد شرکت‌ها را تقلیل دهند.

خان و همکاران<sup>۱</sup> (۲۰۲۰)، در پژوهشی به بررسی تأثیر انواع مالکیت و نقش کمیته‌های حسابرسی بر ارزش اقلام تعهدی اختیاری شرکت‌ها پرداختند. نتایج به دست آمده در این پژوهش نشان می‌دهد که اثربخشی کمیته‌های حسابرسی دارای اثر معناداری بر ارزش اقلام تعهدی اختیاری شرکت‌ها می‌باشد و در واقع موجب کاهش این متغیر می‌شود. همچنین، شواهد به دست آمده نشان می‌دهد که انواع مالکیت‌ها (مالکیت عمده، مالکیت مدیریت، مالکیت خارجی و مالکیت نهادی) دارای اثر معناداری بر ارزش اقلام تعهدی اختیاری شرکت‌ها می‌باشد.

<sup>۱</sup>.khan, M. S., Carcello

تایم و همکاران<sup>۱</sup> (۲۰۲۰)، در پژوهشی به بررسی مشخصه‌های نگهداشت وجه نقد شرکت: شواهدی از بازارهای نوظهور کوچک پرداخت. نتایج به‌دست‌آمده در این پژوهش نشان داد اندازه و زیرشاخص‌های وجه نقد دارای اثر منفی و معناداری بر نگهداشت وجه نقد شرکت‌ها می‌باشند و این در حالی است که فرصت‌های رشد و نوسانات جریان‌های نقدی دارای اثر مثبت و معناداری بر نگهداشت وجه نقد می‌باشد. همچنین، شواهد به‌دست‌آمده نشان از اثر منفی اهرم مالی و اثر مثبت مربع اهرم مالی بر نگهداشت وجه نقد می‌باشد.

احسان و برهان<sup>۲</sup> (۲۰۱۹)، در پژوهشی با عنوان "تخصص مؤسسه حسابرسی و تأخیر در انتشار گزارش حسابرسی"، به بررسی ارتباط بین تخصص مؤسسه حسابرسی و تأخیر در انتشار گزارش حسابرسی را پرداختند. در این پژوهش تأخیر در انتشار گزارش حسابرسی به‌عنوان معیاری جهت سنجش میزان کارایی حسابرسی در نظر گرفته شده است. نتایج حاصل از این پژوهش حاکی از آن است که شرکت‌هایی که صورت‌های مالی آن‌ها توسط حسابرسان متخصص و مؤسسات حسابرسی تخصصی حسابرسی می‌شود، تأخیر کمتری در انتشار گزارشات خود دارند. همچنین نتایج حاصله نشان‌دهنده این است که استفاده از استانداردهای گزارشگری مالی بین‌المللی توسط همه حسابرسان به‌استثناء مؤسسات حسابرسی تخصصی و حسابرسان متخصص باعث طولانی شدن زمان انتشار گزارش حسابرسی می‌گردد.

نهان و ها<sup>۳</sup> (۲۰۱۸)، در پژوهشی به بررسی نگهداشت وجه نقد، مالکیت دولتی و ارزش شرکت پرداختند. برای دستیابی به این هدف آن‌ها به بررسی ۶۵۰ شرکت بوری در کشور اندونزی و در بازه زمانی بین سال‌های ۲۰۰۸ تا ۲۰۱۵ مبادرت ورزیدند. نتایج به‌دست‌آمده در این پژوهش نشان می‌دهد بین مالکیت دولتی و ارزش شرکت ارتباط مثبت و غیر معناداری وجود دارد. علاوه بر این، شواهد به‌دست‌آمده حاکی از وجود نقطه بهینه در نگهداشت وجه نقد و اثر آن بر ارزش شرکت می‌باشد.

### فرضیه‌های پژوهش

**فرضیه (۱):** بین ویژگی‌های کمیته حسابرس و بازده اضافی سهام رابطه وجود دارد.

**فرضیه (۲):** نگهداشت وجه نقد نقش تعدیل‌گری بر رابطه بین ویژگی‌های کمیته حسابرس و بازده اضافی سهام دارد.

### مدل پژوهش

به‌منظور بررسی فرضیه‌های پژوهش از مدل توسعه داده‌شده چوی و همکاران (۲۰۲۰). [۱۱]. استفاده شده که به‌صورت زیر می‌باشد. در این مدل در صورتی که ضرایب مربوط به شاخص‌های کمیته‌های حسابرسی ( $\beta_{20}$ ،  $\beta_{21}$ ،  $\beta_{22}$  و  $\beta_3$ ) معنادار باشند می‌توان نتیجه گرفت که فرضیه اول پژوهش مورد تأیید قرار گرفته است و در صورتی که ضرایب مربوط به اثرات تعدیلی ( $\beta_{14}$ ،  $\beta_{15}$ ،  $\beta_2$  و  $\beta_{16}$ ) معنادار باشند، می‌توان پذیرفت که فرضیه دوم پژوهش نیز مورد تأیید قرار گرفته است. به‌این ترتیب داریم:

<sup>1</sup>.team, J., Chtourou

<sup>2</sup>.Ehsan, Y., & nahan

<sup>3</sup>.nhan R. A& ha, D

(۲)

$$\begin{aligned}
r_{it} - R_{i,t}^{VWB} = & \beta_0 + \beta_1 \Delta C_{it}/M_{it-1} + \beta_2 ACEXP_{it} \times (\Delta C_{it}/M_{it-1}) + \\
& \beta_3 ACEXP_{it} + \beta_4 \Delta E_{it}/M_{it-1} + \beta_5 \Delta NA_{it}/M_{it-1} + \beta_6 \Delta RD_{it}/M_{it-1} + \\
& \beta_7 \Delta D_{it}/M_{it-1} + \beta_8 \Delta C_{it-1}/M_{it-1} + \beta_9 L_{it} + \beta_{10} \Delta NF_{it}/M_{it-1} + \\
& \beta_{11} \Delta I_{it}/M_{it-1} + \beta_{12} (\Delta C_{it-1}/M_{it-1}) \times (\Delta C_{it}/M_{it-1}) + \beta_{13} L_{it} \times \\
& (\Delta C_{it}/M_{it-1}) + \beta_{14} ACIND_{it} \times (\Delta C_{it}/M_{it-1}) + \beta_{15} ACTIVITY_{it} \times \\
& (\Delta C_{it}/M_{it-1}) + \beta_{16} ACSIZE_{it} \times (\Delta C_{it}/M_{it-1}) + \beta_{17} FFROWN_{it} \times \\
& (\Delta C_{it}/M_{it-1}) + \beta_{18} LARG_{it} \times (\Delta C_{it}/M_{it-1}) + \beta_{19} AQ_{it} \times (\Delta C_{it}/M_{it-1}) + \\
& \beta_{20} ACIND_{it} + \beta_{21} ACTIVITY_{it} + \beta_{22} ACSIZE_{it} + \beta_{23} FROWN_{it} + \\
& \beta_{24} LARG_{it} + \beta_{25} AQ_{it} + \varepsilon_{it}
\end{aligned}$$

#### نحوه اندازه‌گیری متغیرهای پژوهش

متغیرهای بکار رفته در مدل به صورت ذیل اندازه‌گیری می‌شوند:

$$r_{it} - R_{i,t}^{VWB}$$

بازده اضافی سهام

بازده‌های پرتفوی مربوط به اندازه و ارزش دفتری به بازار شرکت در طول سال مالی که با استفاده از مدل فاما و فرنچ (۱۹۹۳) تخمین زده شده‌اند. برای محاسبه باقیمانده روزانه برای مدل سه عاملی فاما و فرنچ، به تخمین مدل رگرسیونی بازده بر اساس شاخص بازار، اندازه شرکت و نسب ارزش بازار به دفتری پرداخته شده است.

(۳)

$$SR_{it} = \beta_0 + \beta_1 RM\_RF_{it} + \beta_2 HML_{it} + \beta_3 SMB_{it} + \varepsilon_{it}$$

$SR_{it}$ : بازده اضافی که برابر است با میانگین بازده ماهانه سهام و نرخ بازده بدون ریسک.

$RM\_RF_{it}$ : بازده وزنی تمامی سهام‌های بورس.

$HML_{it}$ : عامل ریسک دفتری به بازار (پرتفوی وزنی سهام‌های دارای ارزش دفتری به بازار بالا به

بازار منهای بازده پرتفوی وزنی سهام‌های دارای ارزش دفتری به بازار پایین بر اساس میانه به‌دست‌آمده)

$SMB_{it}$ : عامل ریسک مبتنی بر اندازه (بازده پرتفوی وزنی برای تمامی سهام‌های کوچک منهای

بازده سهام‌های بزرگ در ماه m.

$\varepsilon_{it}$ : خطای مدل رگرسیونی در ماه m.

پس از استخراج داده‌های عامل اندازه شرکت‌ها که بر مبنای حاصل ضرب تعداد سهام شرکت در قیمت

سهام شرکت در قیمت سهم می‌باشد، سهام شرکت‌ها در ابتدا بر اساس اندازه به پرتفوی‌های جداگانه S

(شرکت‌های بزرگ) و B (شرکت‌های کوچک) تقسیم شوند.

نحوه تشکیل پرتفوی‌ها به این صورت است که شرکت‌های نمونه بر مبنای اندازه مرتب می‌شوند سپس دو پرتفوی بزرگ (B) و کوچک (S) تقسیم می‌شوند. بعد از طبقه‌بندی سهام شرکت‌ها بر اساس دو عامل اندازه و نسبت ارزش دفتری و ارزش بازار، سهام را به شش پرتفوی S/L, S/N, S/H, B/L, B/H, B/M که از ترکیب دو گروه اندازه و نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار، سهام‌ها می‌باشند، طبقه‌بندی می‌کنیم.

(۴)

$$SMB = \frac{S/L+S/M+S/H}{3} - \frac{B/L+B/M+B/H}{3}$$

HML: میانگین بازده‌های شرکت‌های با نسبت ارزش دفتری بالا منهای پایین می‌باشد.

پس از طبقه‌بندی بر مبنای اندازه این بار نمونه بر مبنای عامل BE/ME (نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار) که حاصل تقسیم ارزش دفتری به ارزش بازار سهام شرکت در پایان همان سال می‌باشد به پرتفوی‌های جداگانه طبقه‌بندی می‌شوند. سپس شرکت‌ها بر اساس این نسبت از بالا به پایین مرتب می‌شده و شرکت‌هایی که نسبت BE/ME آن‌ها ۳۰ درصد بالاتر هستند به‌عنوان پرتفوی بالا (H)، سهام‌هایی که نسبت BE/ME آن‌ها در حدود ۴۰ درصد متوسط است میانه (N) و در نهایت شرکت‌هایی که نسبت BE/ME آن‌ها در ۳۰ درصد پایین هستند به‌عنوان پرتفوی پایین (L) در نظر گرفته می‌شوند.

(۵)

$$HML = \frac{S/H + B/H}{2} - \frac{S/L + B/L}{2}$$

متغیر مستقل:

$ACEXP_{it}$ : متغیر دوگانه که وقتی اعضای کمیته حسابرسی دارای تخصص مالی، حسابداری یا حسابرسی باشند عدد یک و در غیر این صورت صفر در نظر گرفته می‌شود.

$ACIND_{it}$ : برابر است با نسبت مدیران غیرموظف به کل اعضای کمیته حسابرسی شرکت در پایان سال مالی.

$ACTIVITY_{it}$ : تعداد جلسات کمیته حسابرسی که برابر است با تعداد جلسات کمیته حسابرسی شرکت در پایان سال مالی.

$ACSIZE_{it}$ : اندازه کمیته حسابرسی که برابر است با تعداد اعضای کمیته حسابرسی شرکت در پایان سال مالی.

$FROWN_{it}$ : مالکیت مدیریت که برابر است با درصد سهام تحت تملک اعضای هیئت‌مدیره شرکت در پایان سال مالی.

$LARG_{it}$ : بزرگ‌ترین سهامدار که برابر است با سهام تحت تملک بزرگ‌ترین سهامدار شرکت در پایان سال مالی.

متغیر تعدیل گر: نگهداشت وجه نقد

$cash_{it}$ : میزان وجوه نقدی شرکت است و در پژوهش حاضر مطابق پژوهش آلنجر (۲۰۱۳) از تقسیم وجه نقد و معادل‌های وجه نقد بر کل دارایی‌ها به دست می‌آید.

**متغیرهای کنترلی:**

$\Delta C_{it}/M_{it-1}$ : برابر است با نسبت تغییرات در وجوه نقد و سرمایه‌گذاری‌های کوتاه‌مدت به ارزش بازار سهام ابتدای دوره شرکت (تعداد ضربدر قیمت سهام) در پایان سال مالی.

$\Delta E_{it}/M_{it-1}$ : برابر است با نسبت تغییرات در سود قبل از کسر بهره و مالیات به ارزش بازار سهام ابتدای دوره شرکت (تعداد ضربدر قیمت سهام) در پایان سال مالی.

$\Delta NA_{it}/M_{it-1}$ : برابر است با نسبت تغییرات در (کل دارایی‌های ترازنامه‌ای منهای وجوه نقد و سرمایه‌گذاری‌های کوتاه‌مدت) به ارزش بازار سهام شرکت (تعداد ضربدر قیمت سهام) در پایان سال مالی.

$\Delta RD_{it}/M_{it-1}$ : برابر است با نسبت تغییرات در هزینه‌های پژوهش و توسعه به ارزش بازار سهام ابتدای دوره شرکت (تعداد ضربدر قیمت سهام) در پایان سال مالی.

$\Delta D_{it}/M_{it-1}$ : برابر است با نسبت تغییرات در تعداد سهام عادی به ارزش بازار سهام ابتدای دوره شرکت (تعداد ضربدر قیمت سهام) در پایان سال مالی.

$\Delta C_{it-1}/M_{it-1}$ : برابر است با نسبت تغییرات در وجوه نقد و سرمایه‌گذاری‌های کوتاه‌مدت اول دوره به ارزش بازار سهام ابتدای دوره شرکت (تعداد ضربدر قیمت سهام) در پایان سال مالی.

$\Delta NF_{it}/M_{it-1}$ : برابر است با نسبت تغییرات در تأمین مالی خالص به ارزش بازار سهام ابتدای دوره شرکت (تعداد ضربدر قیمت سهام) در پایان سال مالی.

$\Delta I_{it}/M_{it-1}$ : برابر است با نسبت تغییرات در هزینه‌های بهره به ارزش بازار سهام ابتدای دوره شرکت (تعداد ضربدر قیمت سهام) در پایان سال مالی.

$L_{it}$ : اهرم بازار شرکت که به صورت کل بدهی‌های دفتری تقسیم‌بر مجموع ارزش بازار سهام و کل بدهی‌ها محاسبه می‌شود.

**روش‌شناسی پژوهش**

پژوهش حاضر از نظر هدف، از نوع کاربردی است و از دیدگاه ماهیت و روش از جمله پژوهش‌های توصیفی و از نوع همبستگی محسوب می‌شود. همچنین از لحاظ جمع‌آوری اطلاعات، پژوهش پس رویدادی است. برای انجام تحلیل‌های این پژوهش از نرم‌افزار E-Views<sup>۹</sup> استفاده شده است. جامعه آماری پژوهش حاضر کلیه شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۹۵ تا سال ۱۴۰۰ (دوره ۵ ساله) می‌باشد. نمونه مطالعه شده این پژوهش، متشکل از کلیه شرکت‌های موجود در جامعه آماری است که دارای معیارهای زیر باشند: ۱. طی سال‌های مالی ۱۳۹۵-۱۴۰۰ تغییر فعالیت نداشته باشند؛ ۲. طی سال‌های مالی مذکور تغییر سال مالی نداشته باشند؛ ۳. داده‌های موردنظر شرکت در دوره مالی و

اطلاعات صورت‌های مالی برای اندازه‌گیری کلیه متغیرها در دسترس باشد؛ ۴. موضوع فعالیت شرکت سرمایه‌گذاری، هلدینگ، بانک و نهاد مالی نباشد؛ و ۵. سال مالی آن‌ها منتهی به پایان اسفند باشد. با توجه به اعمال فیلترهای یادشده در بالا، در نهایت تعداد ۱۵۰ شرکت با توجه به قاعده حذف سیستماتیک انتخاب شده است.

### یافته‌های پژوهش

#### آمار توصیفی

یافته‌های مربوط به متغیرهای پژوهش در بخش آمار توصیفی که در جدول ۱ ارائه شده است؛ بیان‌گر این است که بازده پرتفوی شرکت‌ها که نشان‌دهنده ارزش نگهداشت وجه نقد شرکت‌ها دارای متوسط  $0/003$  می‌باشد که بالاترین آن  $80$  درصد و پایین‌ترین آن منفی  $78$  درصد است. همچنین، تغییرات در وجوه نقد و سرمایه‌گذاری‌های کوتاه‌مدت  $0/007$  ارزش بازار سهام اول دوره شرکت‌هاست که بالاترین آن بیش از  $62$  درصد و پایین‌ترین آن منفی  $85$  درصد است که نشان‌دهنده کاهش در وجوه نقد و سرمایه‌گذاری‌های کوتاه‌مدت دوره جاری نسبت به اول دوره است.

جدول ۱- آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

متغیر	نماد	میانگین	میانه	حداکثر	حداقل	انحراف معیار
بازده مازاد سهام	$r-R_v$	$0.346$	$0.437$	$0.723$	$0.15$	$3289$
تغییرات وجوه نقد	$\Delta C/M_{t-1}$	$0.768$	$0.285$	$2977$	$5560$	$7020$
تغییرات سود	$\Delta E/M_{t-1}$	$0.361$	$1.017$	$7105$	$1103$	$1464$
تغییرات دارایی‌ها	$\Delta NA/M_{t-1}$	$9798$	$0.118$	$3241$	$5789$	$1668$
تغییرات در هزینه‌های پژوهش و توسعه	$\Delta RD/M_{t-1}$	$0.052$	$0.000$	$1057$	$0.607$	$0.576$
تغییرات سهام	$\Delta D/M_{t-1}$	$0.034$	$0.000$	$0.074$	$0.000$	$0.090$
تغییرات وجوه نقد اول دوره	$\Delta C_{t-1}/M_t$	$0.706$	$0.304$	$5142$	$5806$	$1438$
تغییرات تأمین مالی	$\Delta NF/M_{t-1}$	$0.332$	$0.161$	$6281$	$7050$	$1173$

۰۳۵۱.۰	۱۴۹۲.۰-	۲۰۶۸.۰	۰۰۲۰.۰	۰۳۰۰.۰	$\Delta I/M_{t-1}$	تغییرات هزینه‌های بهره
۴۰۲۶.۰	۰۰۰۰.۰	۰۰۰۰.۱	۰۰۰۰.۰	۳۶۰۰.۰	ACEXP	تخصص کمیته حسابرسی
۱۹۷۶.۰	۰۰۸۱.۰	۸۳۱۱.۰	۳۹۸۲.۰	۳۶۸۴.۰	OL	اهرم بازار
۱۵۰۰.۰	۰۰۰۰.۰	۶۶۶۶.۰	۰۰۰۰.۰	۱۹۱۱.۰	ACIND	استقلال کمیته حسابرسی
۹۰۲۹.۲	۰۰۰۰.۰	۰۰۰.۲۲	۰۰۰۰.۰	۲۳۲۴۸.۱	ACTIVITY	فعالیت کمیته حسابرسی
۵۸۴۲.۱	۰۰۰۰.۰	۰۰۰۰.۵	۰۰۰۰.۰	۱۳۵۵۵.۱	ACSIZE	اندازه کمیته حسابرسی
۲۴۸۷.۰	۰۲۴۰.۰	۹۰۵۰۰.۰	۶۲۸۰.۰	۵۸۷۳.۰	FROWN	مالکیت مدیریت
۲۶۱۱.۰	۰۰۰۰.۰	۹۰۵۰.۰	۵۴۴۰.۰	۴۹۰۰.۰	LARG	مالکیت عمده

## مانایی متغیرها (آزمون ریشه واحد)

مانایی متغیرهای پژوهش به این معناست که میانگین و واریانس متغیرها در طول زمان و از سوی دیگر، کوواریانس آن‌ها در بین سال‌های مختلف ثابت بوده است. بدین منظور، از آزمون دیکی فولر تعمیم‌یافته استفاده شده است و نتایج آن در جدول (۳) آمده است. در صورتی که سطح معناداری آماره آزمون در مورد تمام متغیرها کمتر از خطای ۵ درصد باشد می‌توان پذیرفت که مشکل رگرسیون کاذب وجود ندارد. فرض صفر در آزمون‌های فوق، بیانگر نا مانایی متغیرها است.

## جدول (۳) نتایج آزمون مانایی متغیرهای پژوهش

متغیر	نماد	آماره آزمون	سطح معناداری
بازده پرتفوی	$r-R_v$	-۲۴۱۰.۱۵	۰۰۰۰.۰
تغییرات وجوه نقد	$\Delta C/M_{t-1}$	-۷۸۸۱.۱۶	۰۰۰۰.۰
تغییرات سود	$\Delta E/M_{t-1}$	-۲۷۷۷.۲۸	۰۰۰۰.۰
تغییرات دارایی‌ها	$\Delta NA/M_{t-1}$	-۹۷۹۳.۱۶	۰۰۰۰.۰
تغییرات در هزینه‌های پژوهش و توسعه	$\Delta RD/M_{t-1}$	-۶۴۷۱.۱۵	۰۰۰۰.۰
تغییرات سهام	$\Delta D/M_{t-1}$	-۰۲۲۵.۱۶	۰۰۰۰.۰
تغییرات وجوه نقد اول دوره	$\Delta C_{t-1}/M_{t-1}$	-۸۴۸۰.۲۲	۰۰۰۰.۰
تغییرات تأمین مالی	$\Delta NF/M_{t-1}$	-۳۱۹۴۴.۹	۰۰۰۰.۰
تغییرات هزینه‌های بهره	$\Delta I/M_{t-1}$	-۸۹۳۱.۱۰	۰۰۰۰.۰

.....	۷۴۶۵.۲۷-	ACEXP	تخصص کمیته حسابرسی
.....	۱۴۹۹.۱۴-	L	اهرم بازار
.....	۰۶۲۲.۱۲-	ACIND	استقلال کمیته حسابرسی
.....	۷۹۳۳.۲۴-	ACTIVITY	فعالیت کمیته حسابرسی
.....	۳۲۵۴.۱۴-	ACSIZE	اندازه کمیته حسابرسی
.....	۸۶۲۸۴.۹-	FROWN	مالکیت مدیریت
.....	۷۸۴۹.۲۰-	LARG	مالکیت عمده

#### آزمون‌های چاو و هاسمن

قبل از تخمین مدل‌های رگرسیونی لازم است روش تخمین (تلفیقی یا تابلویی) مشخص گردد. برای این منظور از آزمون چاو (F لیمر) استفاده شده است. برای مشاهداتی که سطح احتمال آزمون آن‌ها بیشتر از ۵ درصد یا به عبارتی دیگر آماره آزمون آن‌ها کمتر از آماره جدول باشد، از روش داده‌های تلفیقی استفاده می‌شود و برای مشاهداتی که احتمال آزمون آن‌ها کمتر از ۵ درصد است، برای تخمین مدل از روش داده‌های پانلی (تابلویی) استفاده می‌شود. نتایج حاصل از بررسی مدل با استفاده از آزمون‌های چاو و هاسمن در جدول (۴) آمده است:

#### جدول (۴) نتایج آزمون چاو و هاسمن

آزمون	آماره آزمون	درجه آزادی	سطح معناداری	نتیجه
چاو (F لیمر)	۲۹۱۴۹.۱	۶۱۹،۱۹	۰.۱۶۱.۰	پانلی (تابلویی)
هاسمن	۵۷۰۵۹.۹۴	۲۵	۰.۰۰۰.۰	اثرات ثابت

#### خودهمبستگی و ناهمسانی واریانس باقیمانده‌ها

به‌منظور تشخیص وجود خودهمبستگی بین باقیمانده‌ها از آزمون دوربین-واتسون استفاده شده است. در صورتی مقدار این آماره برای الگوی پژوهش بین ۱/۵ الی ۲/۵ باشد می‌توان عدم وجود خودهمبستگی بین اجزای خطای مدل را تأیید کرد. همچنین، برای بررسی عدم همسانی واریانس اجزای خطای مدل رگرسیونی از آزمون بروش-پاگان استفاده شده است. در صورتی که سطح معناداری این آزمون کمتر از ۵ درصد باشد، فرض صفر مبنی بر همسانی واریانس پذیرفته نمی‌شود و الگو دارای ناهمسانی واریانس بین مقاطع می‌باشد (و برعکس). خلاصه یافته‌های مربوط به آزمون‌های دوربین-واتسون و بروش-پاگان در جدول (۵) آمده است:

#### جدول (۵) نتایج آزمون دوربین-واتسون و بروش-پاگان

آزمون	آماره آزمون	سطح معناداری
دوربین-واتسون	۹۱۷۲۶.۱	-
بروش-پاگان	۴۰۷۱.۱۵	۹۳۱۴.۰

## یافته‌های پژوهش

نتایج به دست آمده برای مدل رگرسیونی پژوهش نشان می‌دهد مقدار ضریب تعیین تعدیل شده برابر  $0/52$  می‌باشد و بدین معنی می‌باشد که قدرت توضیح دهنده‌گی و برازش مدل در سطح خوبی قرار دارد. مقدار آماره  $F$  برابر  $8/933$  و مقدار احتمال آن نیز برابر  $0/000$  می‌باشد و از آنجایی که مقدار احتمال آن کمتر از  $0/05$  است، لذا معناداری مدل تأیید می‌شود. همچنین، با توجه به اینکه مقدار تورم واریانس کمتر از  $10$  مورد قبول می‌باشد، در نتیجه عدم هم خطی بین متغیرهای پژوهش پذیرفته می‌شود.

جدول (۶) نتایج پژوهش فرضیه اول و دوم

متغیر	نماد	بتا	تی استودنت	معناداری	تورم واریانس
ضریب ثابت	C	۰۱۱۹۶۰	۳۲۳۱۹۰۴	۰۰۰۰۰	-
تغییرات وجوه نقد	$\Delta C/M_{t-1}$	۰۶۹۷۸۰	۲۹۳۱۳۰۲	۰۲۲۰۰	۸۱۶۵۲۰۷
تخصص کمیته حسابرسی*تغییرات وجوه نقد	$ACEXP*\Delta C/M_{t-1}$	۱۹۹۷۷۰	۲۴۰۵۳۶	۰۰۰۰۰	۸۲۰۴۷۰۱
تخصص کمیته حسابرسی	ACEXP	۷۱۲۲۰۰-	۸۴۰۶۰۳-	۰۰۰۱۰	۱۴۰۳۰۰۱
تغییرات سود	$\Delta E/M_{t-1}$	۰۲۳۱۰۰-	۸۲۱۱۰۲-	۰۰۴۷۰	۳۴۰۵۰۰۱
تغییرات دارایی‌ها	$\Delta NA/M_{t-1}$	۱۶۱۴۰۰-	۲۸۲۸۰۰-	۷۷۵۰	۳۲۱۸۰۰۱
تغییرات در هزینه‌های پژوهش و توسعه	$\Delta RD/M_{t-1}$	۷۵۹۰۰	۰۹۸۲۰۵	۰۰۰۰۰	۰۵۵۲۳۰۱
تغییرات سهام	$\Delta D/M_{t-1}$	۲۳۷۶۰۰-	۴۷۱۴۰۲-	۰۱۳۴۰	۰۹۰۰۰۰۱
تغییرات وجوه نقد اول دوره	$\Delta C_{t-1}/M_{t-1}$	۱۴۱۴۰۰-	۶۲۹۰۲۳-	۰۰۰۰	۰۴۴۳۱۰۱
اهرم بازار	L	۰۱۰۴۰	۲۳۶۴۰۲	۰۲۵۲۰	۲۶۹۷۸۰۱
تغییرات تأمین مالی	$\Delta NF/M_{t-1}$	۰۴۸۸۰۰-	۶۰۲۲۰۶-	۰۰۰۰	۱۷۶۱۱۰۱
تغییرات هزینه‌های بهره	$\Delta I/M_{t-1}$	۱۴۸۹۰۰-	۹۸۰۶۰۳-	۰۰۰۱۰	۱۲۳۵۴۰۱
تغییرات وجوه نقد اول	$\Delta C_{t-1}/M_{t-1}*\Delta C/M_{t-1}$	۴۱۸۳۰۰-	۶۵۲۱۰۳-	۰۰۳۰	۱۴۱۷۳۰۱

					دوره*تغییرات وجوه نقد
۳۸۰۳۱۰	۰۰۰۱۰	۰۱۹۴۴۰۴	۳۰۱۹۰	$L*\Delta C/M_{t-1}$	اهرم بازار*تغییرات وجوه نقد
۰۲۰۸۲۰۷	۰۰۰۷۰	۴۰۴۵۸۰۳	۷۳۵۵۳۰	$ACIND*\Delta C/M_{t-1}$	استقلال کمیته حسابرسی*تغییرات ت وجوه نقد
۳۲۹۰۸۰۱	۰۰۰۰	۳۱۰۵۰۹-	۰۴۴۵۰-	$ACTIVITY*\Delta C/M_t$ ۱	فعالیت کمیته حسابرسی*تغییرات ت وجوه نقد
۲۰۴۴۰۷	۰۰۰۰	۲۴۳۰۴-	۰۹۱۱۰-	$ACSIZE*\Delta C/M_{t-1}$	اندازه کمیته حسابرسی*تغییرات ت وجوه نقد
۷۳۳۰۸	۴۸۲۰	۶۱۵۰۰-	۰۵۳۰۰-	$FROWN*\Delta C/M_{t-1}$	مالکیت مدیریت*تغییرات وجوه نقد
۳۱۳۱۲۰۸	۰۶۶۶۰	۸۳۲۴۰۱-	۱۷۰۱۰۰-	$LARG*\Delta C/M_{t-1}$	مالکیت عمده*تغییرات وجوه نقد
۳۴۳۹۴۰۱	۰۰۰۰۰	۹۹۰۷۰۵	۵۶۵۸۷۰	$AQ*\Delta C/M_{t-1}$	کیفیت حسابرسی*تغییرات ت وجوه نقد
۷۶۵۸۷۰۵	۰۰۰۰	۴۶۰۷۰۶-	۰۸۰۶۰۰-	ACIND	استقلال کمیته حسابرسی
۰۷۸۳۱۰۱	۰۰۰۰	۷۶۹۸۰۱۳	۳۸۶۱۰۰	ACTIVITY	فعالیت کمیته حسابرسی
۷۷۲۰۲۰۵	۰۰۰۰	۸۸۱۴۰۶	۸۷۷۳۰	ACSIZE	اندازه کمیته حسابرسی
۵۵۶۴۰۰۱	۰۰۰۰	۳۷۰۲۰۴-	۰۱۷۰۰۰-	FROWN	مالکیت مدیریت
۶۰۱۰۶۰۱	۳۹۱۰	۸۵۵۵۰۰-	۴۳۲۲۰۰-	LARG	مالکیت عمده

۵۲۳۰۵.۰	ضریب تعیین تعدیل شده
۹۳۵۹۲.۸	آماره F
۰۰۰۰۰۰	سطح معناداری

بر اساس نتایج آزمون فرضیه‌های پژوهش، سطح معناداری متغیر مستقل تخصص کمیته حسابرسی شرکت (ACEXP) پایین‌تر از خطای ۵ درصد است. بنابراین می‌توان نتیجه گرفت که بین تخصص اعضای کمیته حسابرسی و بازده اضافی سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه وجود دارد. همچنین، ضریب بتای به‌دست‌آمده برای متغیر مستقل تخصص کمیته حسابرسی شرکت منفی است که نشان می‌دهد افزایش تخصص اعضای کمیته حسابرسی شرکت‌ها موجب کاهش نوسانات پرتفوی سهام آن‌ها شده است (تائید فرضیه اول پژوهش). همان‌گونه که در جدول (۶) مشخص شده است، سطح معناداری متغیر مستقل استقلال کمیته حسابرسی شرکت (ACIND) کمتر از خطای ۵ درصد است و بنابراین می‌توان نتیجه گرفت که بین استقلال اعضای کمیته حسابرسی و بازده اضافی سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه وجود دارد. همچنین، ضریب بتای به‌دست‌آمده برای متغیر مستقل استقلال کمیته حسابرسی شرکت مثبت است که نشان می‌دهد افزایش استقلال اعضای کمیته حسابرسی شرکت‌ها موجب کاهش بازده اضافی سهام آن‌ها شده است (تائید فرضیه اول پژوهش). از سوی دیگر، سطح معناداری متغیر مستقل فعالیت کمیته حسابرسی شرکت (ACTIVITY) کمتر از خطای ۵ درصد است، بنابراین می‌توان نتیجه گرفت که بین فعالیت اعضای کمیته حسابرسی و ارزش نگهداشت وجه نقد شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه وجود دارد. همچنین، ضریب بتای به‌دست‌آمده برای متغیر مستقل فعالیت کمیته حسابرسی شرکت منفی است که نشان می‌دهد افزایش فعالیت اعضای کمیته حسابرسی شرکت‌ها موجب افزایش بازده اضافی سهام آن‌ها شده است (تائید فرضیه اول پژوهش). همچنین، سطح معناداری متغیر اندازه فعالیت کمیته حسابرسی شرکت (ACSIZE) کمتر از خطای ۵ درصد است که بیانگر وجود رابطه بین اندازه اعضای کمیته حسابرسی و بازده اضافی سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران است. ضریب بتای به‌دست‌آمده برای متغیر مستقل اندازه کمیته حسابرسی شرکت منفی است که نشان می‌دهد افزایش اندازه کمیته حسابرسی شرکت‌ها موجب افزایش بازده اضافی سهام آن‌ها شده است (تائید فرضیه اول پژوهش). همان‌گونه که در جدول (۶) مشخص شده است، سطح معناداری متغیر تعدیل گر تخصص کمیته حسابرسی\* تغییرات وجوه نقد شرکت  $(ACEXP * \Delta C / M_{t-1})$  کمتر از خطای ۵ درصد است و بنابراین می‌توان نتیجه گرفت که نگهداشت وجه نقد بر رابطه بین اعضای کمیته حسابرسی با تخصص و بازده اضافی سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر دارد. همچنین، ضریب بتای به‌دست‌آمده برای متغیر تعدیل گر تخصص کمیته حسابرسی\* تغییرات وجوه نقد شرکت مثبت است که نشان می‌دهد این اثر مستقیم است (تائید فرضیه دوم پژوهش). سطح معناداری متغیر تعدیل گر نگهداشت وجوه نقد شرکت \* استقلال کمیته حسابرسی  $(ACIND * \Delta C / M_{t-1})$  کمتر از خطای ۵ درصد است و بنابراین می‌توان نتیجه گرفت که نگهداشت وجه نقد بر رابطه بین استقلال کمیته حسابرسی و بازده اضافی سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده

در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر دارد. همچنین، ضریب بتای به دست آمده برای متغیر تعدیل گر نگهداشت وجه نقد  $\Delta C/M_{t-1}$  کمیته حسابرسی مثبت است که می‌دهد این اثر مستقیم است (تأیید فرضیه دوم پژوهش). بر اساس نتایج آزمون فرضیه‌ها در جدول ۶، سطح معناداری متغیر تعدیل گر نگهداشت وجه نقد  $\Delta C/M_{t-1}$  کمیته حسابرسی (ACTIVITY) کمتر از خطای ۵ درصد است و بنابراین می‌توان نتیجه گرفت که نگهداشت وجه نقد بر رابطه بین فعالیت کمیته حسابرسی و بازده اضافی سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر دارد. همچنین، ضریب بتای به دست آمده برای متغیر تعدیل گر نگهداشت وجه نقد  $\Delta C/M_{t-1}$  کمیته حسابرسی منفی است که می‌دهد این اثر معکوس است (تأیید فرضیه دوم پژوهش). و اینکه، سطح معناداری متغیر تعدیل گر نگهداشت وجه نقد  $\Delta C/M_{t-1}$  کمیته حسابرسی (ACSIZE) پایین تر از خطای ۵ درصد است، که می‌توان نتیجه گرفت نگهداشت وجه نقد بر رابطه بین اعضای کمیته حسابرسی با تجربه مدیریت و بازده اضافی سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر دارد. همچنین، ضریب بتای به دست آمده برای متغیر تعدیل گر نگهداشت وجه نقد  $\Delta C/M_{t-1}$  کمیته حسابرسی شرکت منفی است که می‌دهد این اثر معکوس است (تأیید فرضیه دوم پژوهش).

#### بحث و نتیجه گیری

یافته‌های مربوط به فرضیه اول نشان می‌دهد که تخصص، استقلال، فعالیت و اندازه کمیته حسابرسی دارای رابطه معناداری با نوسانات بازده اضافی سهام شرکت‌هاست. به طور مشخص رابطه متغیرهای تخصص و استقلال با بازده اضافی سهام منفی و معنادار و رابطه فعالیت و اندازه کمیته حسابرسی با بازده اضافی سهام مثبت و معنادار به دست آمد. در ارتباط با یافته‌های مربوط به فرضیه اول پژوهش بایستی اشاره کرد که اعضای کمیته حسابرسی با تجربه بالاتر، می‌توانند به صورت مؤثرتری بر فعالیت‌های عملیاتی و سرمایه‌گذاری مدیران نظارت و کنترل نمایند. چراکه این مدیران دارای تخصص‌های مالی، تجربه کاری و دانش علمی بالاتری برای نظارت و کنترل بر گزارش‌های مالی مدیران هستند. از سوی دیگر، بررسی‌ها نشان می‌دهد که تخصص و استقلال کمیته‌های حسابرسی موجب کاهش بازده اضافی سهام می‌شوند که این موضوع می‌تواند نشان‌دهنده دانش و تجربه بالای مدیران عضو کمیته حسابرسی برای نظارت بر گزارش‌های مالی مدیران است و از سوی دیگر، یافته‌ها نشان می‌دهند که فعالیت و اندازه کمیته‌های حسابرسی موجب افزایش نوسانات بازده پرتفوی می‌شود که این امر می‌تواند نشان‌دهنده این موضوع باشد که جلسات کمیته‌های حسابرسی با افزایش اعضای آن با افزایش تعارضات و بحث‌ها همراه می‌شود و در نتیجه کارایی چندان بالایی نداشته است. این یافته‌ها سازگار با نتایج پژوهش چوی و همکاران (۲۰۲۰) می‌باشد. یافته‌های مربوط به فرضیه دوم نشان می‌دهند تخصص و استقلال کمیته‌های حسابرسی دارای اثر مثبت و معناداری بر بازده اضافی سهام می‌باشند و این در حالی است که اثر فعالیت و اندازه کمیته حسابرسی بر بازده اضافی سهام شرکت‌ها منفی و معنادار به دست آمد در این ارتباط نیز می‌توان به این موضوع اشاره کرد که، اعضای کمیته حسابرسی با تجربه بالاتر مدیریتی می‌توانند نقش مهمی در افزایش کیفیت گزارشگری مالی و محدود کردن مدیران به استفاده از ابزارهای مختلف دستکاری سود داشته

باشند. از این‌رو، افزایش در ویژگی‌های مختلف آن‌ها می‌تواند با افزایش در کیفیت گزارش‌های مالی ارائه‌شده از سوی شرکت‌ها همراه شود. موردی که از سوی سرمایه‌گذاران، تحلیل‌گران و فعالان بازار سرمایه مثبت ارزیابی می‌شود و می‌تواند هزینه‌های مختلف شرکت‌ها از جمله هزینه دسترسی به منابع مالی خارجی را کاهش دهد. بنابراین شرکت‌ها را از نظر وضعیت مالی در وضع بهتری قرار دهد. اما در مجموع یافته‌ها نشان می‌دهد که اثر ویژگی‌های کمیته‌های حسابرسی بر بازده اضافی سهام شرکت‌ها متفاوت می‌باشد و در برخی از موارد مثبت و در برخی دیگر منفی است. این مورد دور از انتظار نبوده است چراکه اولاً بورس اوراق بهادار تهران نوظهور بوده و بنابراین دارای ساختارهای مالی، سیاسی و اقتصادی متفاوتی با سایر بورس‌ها خصوصاً در کشورهای پیشرفته که دارای تجربه بالاتری هستند می‌باشد و از سوی دیگر، کمیته حسابرسی شرکت‌ها دارای قدمت بالایی در بورس اوراق بهادار تهران نبوده و در نتیجه دارای تجربه بالایی برای اثرگذاری مطلوب بر شاخص‌های مالی و حسابداری شرکت‌ها نمی‌باشد. از این‌رو، این بخش از فعالیت شرکت‌ها نیازمند کسب دانش و تجربه بالاتری برای اثرگذاری مطلوب بر شاخص‌های مالی و حسابداری شرکت‌هاست. این یافته‌ها سازگار با نتایج پژوهش چوی و همکاران (۲۰۲۰) می‌باشد.

#### فهرست منابع

۱. اعتمادی، حسین؛ شفاخیری، نسیمه (۱۳۹۰). "تأثیر جریان‌های نقد آزاد بر مدیریت سود و نقش کمیته حسابرسی در آن. فصلنامه علمی پژوهشی "حسابداری مالی، سال سوم، شماره ۱۰، صص. ۴۲-۱۸.
۲. بخشایش، سمیرا؛ زنجیردار، مجید (۱۳۹۸). "بررسی تأثیر مقایسه‌ای مؤلفه‌های تکانه سود بر بازده اضافی سهام در دو مدل پنج عاملی فاما و فرنچ و مدل Q عاملی HXZ". فصلنامه پژوهش نوین در مدیریت و حسابداری، ۱۱۳(۱)، صص. ۱۱۸-۱۳۵.
۳. پور غفار، جواد؛ اسکویی، سیامک (۱۴۰۰). "نگهداشت وجه نقد، سرمایه در گردش و پرداخت سود سهام با سیاست‌های سرمایه‌گذاری". فصلنامه چشم‌انداز حسابداری و مدیریت، ۴(۳۸)، صص. ۹-۱.
۴. حاجیها، زهره؛ برادران حسن‌زاده، رسول (۱۳۹۹). "بررسی تأثیر تخصص در صنعت و دوره تصدی حسابرسی بر مدیریت سود". فصلنامه دانش حسابرسی، ۱۲(۱۶)، صص. ۴۵-۱۹.
۵. حیدرنژاد، قدرت‌الله (۱۴۰۱). "ابعاد اثربخشی کمیته حسابرسی پس از قانون ساربینز-آکسلی". فصلنامه مطالعات حسابداری و حسابرسی، انجمن حسابداری ایران، ۱۱(۴۱)، صص. ۸۵-۱۰۲.

۶. شریفی، زهرا؛ غلامی جمکرانی، رضا؛ صفا، مژگان (۱۳۹۹). "بررسی مدیریت چندین شرکت و ارزش نگهداشت وجه نقد". ششمین کنفرانس ملی پژوهش‌های کاربردی در مدیریت، حسابداری و اقتصاد سالم در بانک، بورس و بیمه، صص. ۱-۱۱.
۷. فلاح، رضا؛ اسلامی، محمد (۱۳۹۹). "بررسی تأثیر ویژگی‌های کمیته حسابرسی و اندازه مؤسسه حسابرسی مستقل بر کیفیت افشای گزارشگری مالی در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران". سومین همایش سراسری علم و فناوری هزاره سوم اقتصاد، مدیریت و حسابداری ایران، صص. ۱-۱۶.
۸. یزدی‌فر، حسن؛ محمدی سهدران، سارا (۱۴۰۱). "نقش و اهمیت کمیته‌های حسابرسی، پاداش و معرفی در هیئت‌مدیره شرکت‌ها". فصلنامه مطالعات حسابداری و حسابرسی، انجمن حسابداری ایران، ۱۱(۴۱)، صص. ۴۷-۶۴.
9. Alderman, J., & Jollineau, S. J. (2020). "Can audit committee expertise increase external auditors' litigation risk? The moderating effect of audit committee independence". **Contemporary Accounting Research**, 37(2), 717-740.
10. Ashraf, M., Michas, P. N., & Russomanno, D. (2020). "The impact of audit committee information technology expertise on the reliability and timeliness of financial reporting". **The Accounting Review**, 95(5), 23-56.
11. Bates, T. W., Kahle, K. M., & Stulz, R. M. (2009). "Why do US firms hold so much more cash than they used to?". **The Journal of Finance**, 64(5), 1985-2021.
12. Choi, S., Han, J., Jung, T., & Song, B. (2020). "Audit committee members with CEO experience and the value of cash holdings". **Managerial Auditing Journal**, DOI:10.1108/MAJ-04-2019-2269.
13. Cohen, J. R., Hoitash, U., Krishnamoorthy, G., & Wright, A. M. (2014). "The effect of audit committee industry expertise on monitoring the financial reporting process". **The Accounting Review**, 89(1), 243-273.
14. Dhaliwal, D., Naiker, V., & Navissi, F. (2010). "The association between accruals quality and the characteristics of accounting experts and mix of expertise on audit committees". **Contemporary Accounting Research**, 27(3), 787-827.

15. Ehsan, Y., & Nahan, J. (2019). "On the constitution of audit committee effectiveness". **Accounting, Organizations and Society**, 31, 211–239.
16. Felo, A. J., & Solieri, S. A. (2009). "Are all audit committee financial experts created equally?". **International Journal of Disclosure and Governance**, 6(2), 150–166.
17. Fiolleau, K., Hoang, K., & Pomeroy, B. (2019). "Auditors' communications with audit committees: The influence of the audit committee's oversight approach". **Auditing: A Journal of Practice & Theory**, 38(2), 125–150.
18. Gal-Or, R., Hoitash, R., & Hoitash, U. (2018). "Shareholder elections of audit committee members". **Auditing: A Journal of Practice & Theory**, 37(4), 143–167.
19. Gao, X., & Jia, Y. (2016). "Internal control over financial reporting and the safeguarding of corporate resources: Evidence from the value of cash holdings". **Contemporary Accounting Research**, 33(2), 783–814.
20. Goh, B. W. (2009). "Audit committees, boards of directors, and remediation of material weaknesses in internal control". **Contemporary Accounting Research**, 26(2), 549–579.
21. Habib, A., & Hasan, M. M. (2017). "Business strategies and annual report readability". **Accounting and Finance**. Forthcoming. Available at <https://ssrn.com/abstract=3183253>
22. Hakim, F., & Om, A. (2010). "Quality of the external auditor, information asymmetry and bid-ask spread". **International Journal of Accounting and Information Management**, 18(1), 5–18.
23. Hisham Kamel Madi, Z. I., & Nor Aziah Abdul Manaf. (2014). "The impact of audit committee characteristics on corporate voluntary disclosure". **International Conference on Accounting Studies (ICAS 2014), Kuala Lumpur, Malaysia**.
24. Karajah, A., & Ibrahim, M. (2017). "Impact of audit committee on the association between financial reporting quality and shareholder value". **International Journal of Economics and Financial Issues**, 7(3), 14–19.
25. Keune, M. B., & Johnstone, K. M. (2015). "Audit committee incentives and the resolution of detected misstatements". **Auditing: A Journal of Practice & Theory**, 34(4), 109–137.

26. Khan, M. S., Carcello, J. V., Hermanson, D. R., & Neal, T. L. (2020). "The audit committee oversight process". **Contemporary Accounting Research**, 26(1), 65–122.
27. Krishnan, G. V., & Visvanathan, G. (2008). "Does the SOX definition of an accounting expert matter? The association between audit committee directors' accounting expertise and accounting conservatism". **Contemporary Accounting Research**, 25(3), 827–857.
28. Louis, H., Sun, A. X., & Urcan, O. (2012). "Value of cash holdings and accounting conservatism". **Contemporary Accounting Research**, 29(4), 1249–1271.
29. Mun, S., & Jang, S. (2015). "Working capital, cash holding, and profitability of restaurant firms". **International Journal of Hospitality Management**, 48, 1–11.
30. Nhan, R. A., & Ha, D. (2018). "A note on the association between audit firm size & audit quality". **Contemporary Accounting Research**, 9(2), 488–479.
31. Rochmah Ika, S., & Mohd Ghazali, N. A. (2012). "Audit committee effectiveness and timeliness of reporting: Indonesian evidence". **Managerial Auditing Journal**, 27(4), 403–424.
32. Rohana, O., Farhana, I., & Abdul Aris. (2014). "Influence of audit committee characteristics on voluntary ethics disclosure". **Social and Behavioral Sciences**, 145, 330–342.
33. Salama, A. (2017). "Audit committees and financial reporting quality: Evidence from UK environmental accounting disclosures". **Journal of Applied Accounting Research**, 18(1), 2–21.
34. Shepardson, M. L. (2019). "Effects of individual task-specific experience in audit committee oversight of financial reporting outcomes". **Accounting, Organizations and Society**, 74, 56–74.
35. Song, B., Ahn, H., & Choi, J.-H. (2017). "The effect of the composition of audit committee financial expertise on industry specialist auditor choice and audit fees". **Korean Accounting Review**, 42(5), 209–241.
36. Sultana, N. (2015). "Audit Committee Characteristics and Accounting Conservatism". **International Journal of Auditing**, 19(1), 30–51.
37. Sun, Q., Yung, K., & Rahman, H. (2012). "Earnings quality and corporate cash holdings". **Accounting and Finance**, 52(2), 543–571.

38. Team, J., Chtourou, S. M., & Courteau, L. (2020). “The effect of audit committee expertise, independence, and activity on aggressive earnings management”. **Auditing: A Journal of Practice & Theory**, 23(2), 13–35.
39. Titman, S., & Trueman, B. (1986). “Information quality & the valuation of new issues”. **Journal of Accounting and Economics**, 8, 159–172.
40. Zhang, Y., Zhou, J., & Zhou, N. (2007). “Audit committee quality, auditor independence, and internal control weaknesses”. **Journal of Accounting and Public Policy**, 26(3), 300–327.



## The Effect of Audit Committee Characteristics on Additional Stock Returns with The Moderating Role of Holding The Company's Cash

**Mohammad Mohammadi(PhD)**<sup>1</sup>©

Assistant Professor, Department of Accounting, Parasndak University, Parandak, Iran

**Yousef Ordikhani(PhD)**

Assistant Professor, Department of Accounting, Parasndak University, Parandak, Iran

**Fateme Babaie**

Msc of Accounting, Department of Accounting, Parandak University, Parandak, Iran

(Received: April 25, 2023; Accepted: November 09, 2023)

Cash retention is important because it contributes to the value of the company and also how it is used can be an effective factor in shareholders' valuation of cash. Cash assets are a significant part of a business's assets. The most important factor in the economic health of these units is to strike a balance between the cash available and the cash needs. The audit committee is a very important part of effective governance and accountability. To do this, the audit committee must have three important characteristics of independence, communication and accountability. Is the stock of Tehran. The statistical population of the research is in the period of 6 years between the years 2017 to 2021, which based on the systematic elimination sampling method of 150 companies was considered as a statistical sample. To test the hypotheses, multivariate regression models were used using Eviews8 software and panel-panel data-fixed effects method. The results obtained in this study show that in general, there is a relationship between the members of the audit committee with the management experience and the value of maintaining the company's cash. The findings also showed that the expertise of the members of the audit committee has an effect on the relationship between the members of the audit committee with management experience and the marginal value of maintaining the company's cash.

**Keywords:** Audit Committee Members, Management Experience, Cash Holding Value.

---

<sup>1</sup> mkz.mohamadi@@gmail.com© (Corresponding Author)