

## کیفیت اطلاعات حسابداری و مخارج سرمایه‌ای شرکت‌ها: دیدگاهی مبتنی بر نظریه نمایندگی

حسن بلالی

کارشناس ارشد حسابداری از دانشگاه تربیت مدرس

کبری نورشاهی

کارشناس ارشد مدیریت بازرگانی از دانشگاه علوم تحقیقات

### چکیده

این تحقیق چگونگی رابطه بین کیفیت حسابداری با کارایی مخارج سرمایه‌ای شرکت‌ها را بررسی می‌کند. فرضیه نخست تحقیق بیان می‌کند که کیفیت بالاتر اطلاعات حسابداری، از طریق کاهش مسائل نمایندگی، کارایی مخارج سرمایه‌ای شرکت‌ها را افزایش می‌دهد. فرضیه دوم تحقیق بیان می‌کند که این تاثیر در شرکت‌هایی که بیشتر از طریق حقوق صاحبان سهام (انتشار سهام در بازار سرمایه) تامین مالی نموده‌اند، بیشتر است. نتایج حاصل از آزمون‌های مختلف فرضیات تحقیق را تایید می‌کند.

**واژگان کلیدی:** کیفیت حسابداری، تئوری نمایندگی، مسائل نمایندگی، مخارج

سرمایه‌ای، حاکمیت شرکتی

## ۱. مقدمه

در میان بازارهای مالی که وظیفه تنظیم جریان پولی متناسب با میزان فعالیتهای اقتصادی را بر عهده دارند، بازار سرمایه با کمک به تامین منابع مالی دراز مدت شرکت ها نقش به سزایی در افزایش حجم سرمایه گذاری ها و به دنبال آن رشد اقتصادی درون زا و پایدار خواهد داشت. (طالب نیا و ثابتی) از طرفی موفقیت یک شرکت به توانایی مدیریت در شناسایی و استفاده از فرصتهای سرمایه گذاری پیش روی شرکت بستگی دارد. زیرا، بازده نهایی سرمایه گذاری های شرکت است که رای بر بقا و یا شکست شرکت در دنیای پر رقابت امروزی خواهد داد. مدل نئوکلاسیک سرمایه گذاری پیش بینی می کند که یک شرکت تا سطحی سرمایه گذاری خود را افزایش می دهد که هزینه نهایی سرمایه گذاری با سودآوری نهایی پیش بینی شده سرمایه برابر باشد [۱۳، ۱۵]. بنابراین، سرمایه گذاری شرکت تنها باید با فرصتهای سرمایه گذاری اساسی خود که توسط  $Q$  توبین اندازه گیری می شود، افزایش می یابد [۲۰].

یکی از سوالات اساسی در مدیریت مالی این است: تا چه حد منابع (سرمایه ها) به پروژه های سرمایه ای مناسب تخصیص یافته است؟ در یک دنیای کامل، با بازارهای سرمایه بدون تضاد و تعارض، جریان های وجوه نقد به شکلی است که تولید نهایی سرمایه در میان تمامی پروژه های اقتصادی یکسان است. البته، در دنیای واقعی نیروهای ناسازگاری وجود دارد که از عملکرد صحیح بازار سرمایه و مدیریت شرکت، جلوگیری می کند. مالیات و هزینه مبادلات از جمله این تضاد و تعارض ها به شمار می رود. اما شاید مهمترین و فراگیرترین عوامل متاثرکننده اثربخشی سرمایه گذاری ای شرکت، عوامل ناشی از تئوری نمایندگی باشد [۱۹].

چنانچه بازارهای سرمایه ای تشریح شده در تئوری مودگیلانی و میلر وجود داشته باشد و تئوری نئوکلاسیک سرمایه گذاری، پیش بینی صحیحی از تصمیمات سرمایه گذاری شرکت ها (مدیران) داشته باشد، "بازده نهایی سرمایه گذاری" مهمترین عامل تعیین کننده در پذیرش یا رد یک پروژه سرمایه گذاری خواهد بود [۱۴]. در این حالت، معیار ارزیابی پروژه بر هزینه سرمایه

شرکت مبتنی است. پروژه سرمایه‌گذاری در صورتی پذیرفته خواهد شد که بازده نهایی آن حداقل با هزینه سرمایه شرکت برابر باشد. در این حالت دور از واقعیت، بازارهای سرمایه با توجه به پروژه‌های موجود منابع خود را میان شرکت‌ها تخصیص خواهند داد. بنابراین، مدیران در تامین مالی پروژه‌های شرکت‌های تحت کنترل خود با مشکلی مواجه نخواهند بود. زیرا بازار سرمایه کامل و کارا به سرعت فرصت سودآور سرمایه‌گذاری شرکت‌ها را تشخیص داده و منابع مورد نیاز را در اختیار شرکت قرار می‌دهد. در چنین زمانی تصمیم‌مدیریت برای تامین مالی بیرونی (از طریق بازار سرمایه) یا تامین مالی داخلی (از طریق جریان‌های نقدی تولید شده داخلی) با توجه به هدف حداکثر کردن ثروت سهامداران تعیین می‌شود و بنابراین، نباید شاهد وجود رابطه بین منبع تامین مالی و تصمیمات سرمایه‌گذاری شرکت باشیم. به بیانی دیگر، در این حالت با توجه به مشابه بودن هزینه تامین مالی بیرونی و تامین مالی داخلی، مدیریت شرکت نسبت به انتخاب از میان این دو بی تفاوت خواهد بود.

عدم وجود بازارهای سرمایه کامل و کارا و همچنین وجود مسائل ناشی از تئوری نمایندگی سبب می‌شود پیشبینی‌های مدل نئوکلاسیک سرمایه‌گذاری و تئوری مودیگلیانی و میلر با واقعیت‌های موجود فاصله داشته باشد. در بازارهای غیر کامل، ساختار سرمایه شرکت مسئله با اهمیت است که می‌تواند بر تصمیمات سرمایه‌گذاری موثر باشد. به طور مثال میرز نشان داد که بدهی‌های ریسکی به علت انتقال ثروت از سهامداران به بستانکاران طی مدت سرمایه‌گذاری، می‌تواند تصمیمات سرمایه‌گذاری شرکت‌ها را تحت تاثیر قرار دهد [۱۶].

تناقض دیگر، جیره‌بندی سرمایه است که از عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیران و سرمایه‌گذاران ناشی می‌شود. نتایج تحقیقات نشان داده‌است که اگر مدیران بتوانند (به واسطه اطلاعات بیشتر خود نسبت به چشم‌انداز آتی شرکت) جهت انتشار اوراق بهادار در قیمت‌های متورم، از

---

<sup>۱</sup> شرکت‌هایی که در ساختار سرمایه خود از بدهی‌های زیادی استفاده کرده‌اند از مسئله کم سرمایه‌گذاری رنج می‌-

برند.

اطلاعات خصوصی بهره‌برداری کنند، به صورت منطقی سرمایه‌گذاران سرمایه را (از طریق افزایش هزینه سرمایه) محدود می‌کنند. در نتیجه، دسترسی مدیران به منابع تامین مالی بیرونی محدود گردیده و بر جریان‌های نقدی تولید شده داخلی اتکای بیشتری خواهد شد [۱۷].

تناقض بعدی از مسئله نمایندگی ناشی می‌شود، در جایی که مدیران به جای حداکثر کردن قیمت سهام، به دنبال کسب منافع شخصی هستند [۵، ۱۰]. مدیران دارای این انگیزه هستند که شرکت‌های تحت کنترل خود را بیش از اندازه مطلوب توسعه دهند [۱۰]. درحالی‌که تامین مالی بیرونی، مدیران را در معرض نظارت و کنترل تامین‌کنندگان سرمایه قرار می‌دهد، تامین مالی پروژه‌ها از منابع داخلی از این نظارت و عدم دسترسی به وجوه جلوگیری می‌کند و به این وسیله به مدیران می‌تواند بیش سرمایه‌گذاری کنند [۵].

چنانچه بازار در مورد شرکت یا کیفیت پروژه‌های سرمایه‌ای شرکت اطلاعات کمی داشته باشد (عدم تقارن اطلاعاتی)، برای تامین سرمایه صرف ریسکی تقاضا خواهد کرد که این صرف ریسک با متوسط صرف ریسک تقاضا شده برای همه شرکت‌ها برابر است. زیرا بازار برآورد صحیحی از ریسک پروژه‌های سرمایه‌گذاری هر شرکت نداشته و بنابراین به ناچار از متوسط ریسک پروژه‌های سرمایه‌گذاری همه شرکت‌ها استفاده می‌کند. این مکانیزم می‌تواند منجر به انتخاب معکوس برای شرکت‌های متقاضی تامین مالی بیرونی شود. در نتیجه، شمار نسبتاً زیادی از شرکت‌های دارای پروژه‌های با کیفیت پایین به دنبال تامین مالی بیرونی خواهند بود، زیرا هزینه تامین مالی بیرونی آنها در مقایسه با کیفیت پروژه، پایین است. برای شرکت‌های دارای پروژه‌های با کیفیت بالا، این روند معکوس خواهد بود. از آنجا که صرف ریسک درخواست شده توسط بازار بیش از ریسک حقیقی این پروژه‌ها است، جریان‌های حاصل از پروژه‌ها برای جبران هزینه‌های تامین مالی بیرونی کافی نخواهد بود.

در بالا تنها نمونه‌هایی از تناقض‌ها و تضادهایی ارائه شد که سبب می‌شود تصمیمات سرمایه‌گذاری شرکت‌ها تحت تاثیر منبع تامین مالی قرار گیرد. هنگامی که مدیران در تامین

مالی پروژه‌های خود با محدودیت مواجه هستند (هزینه تامین مالی آنها بیش از بازده پروژه‌ها است)، به منابع داخلی اتکا خواهند کرد. در نتیجه، میزان مخارج سرمایه‌ای با جریان‌های نقدی داخلی رابطه تنگاتنگی خواهد داشت. در چنین وضعیتی، تصمیمات سرمایه‌گذاری، تصمیمات بهینه‌ای نخواهد بود زیرا محدودیت تامین مالی منجر به کنار رفتن بسیاری از پروژه‌های با بازده بالا شده و در نتیجه پروژه‌های انتخابی از کیفیت پایینی برخوردار خواهند بود. علامت چنین رویدادی، حساسیت سرمایه‌گذاری‌ها (مخارج سرمایه‌ای) به جریان‌های نقدی داخلی است. به این ترتیب که با افزایش جریان‌های نقدی داخلی بر حجم مخارج سرمایه‌ای شرکت‌ها افزوده شده و با کاهش جریان‌های نقدی در دسترس داخلی از میزان مخارج سرمایه‌ای کاسته می‌شود. برخی ویژگی‌های سازمانی سبب می‌شود که انحراف از سیاست بهینه سرمایه‌گذاری کاهش یابد. برای مثال راجان و زینگالس نشان می‌دهند که برای عملکرد صحیح در سرمایه‌گذاری‌ها به سیستم بهینه تامین مالی، قوانین شفاف و لازم‌الاجرا، یک سیستم حسابداری و افشایی که باعث افزایش شفافیت شده و یک زیربنای نظم‌دهنده که از مشتریان و کنترل‌های ریسک پشتیبانی می‌کند، احتیاج است [۱۸].

اطلاعات حسابداری با کیفیت باید از طریق بهبود قراردادها، نظارت‌ها و کنترل‌ها، هر دوی انتخاب معکوس (تمایل به انتشار اوراق بهادار در قیمت‌های متورم) و خطر اخلاقی (کسب منافع شخصی با استفاده از دارایی‌های شرکت) را کاهش دهد. بنابراین، کیفیت بالاتر حسابداری می‌تواند از طریق کاستن این تناقض‌ها اثربخشی سرمایه‌گذاری‌ها را افزایش دهد.

در تحقیق حاضر، با در نظر گرفتن تاثیرات اختلاف در کیفیت حسابداری در سطح شرکت‌ها این فرضیه آزمون می‌شود. در واقع، اطلاعات حسابداری مکانیزمی را فراهم می‌آورد که به واسطه آن اطلاعات درون سازمانی به سرمایه‌گذاران و بازارهای سرمایه انتقال می‌یابد. با انتقال اطلاعات به بازارهای سرمایه، شناخت از کیفیت پروژه‌های شرکت افزایش یافته و در نتیجه هزینه سرمایه مطالبه شده با کیفیت پروژه تناسب خواهد داشت. از سوی دیگر،

اطلاعات حسابداری امکان کنترل بیشتر سرمایه‌گذاران بر فعالیت‌های مدیریت را افزایش داده و بنابراین مدیران را از انجام سرمایه‌گذاری‌هایی که بر مبنای منافع سرمایه‌گذاران تبیین نگردیده است، منع می‌کند.

با توجه به استدلال بالا می‌توان انتظار داشت که هر چه کیفیت اطلاعات حسابداری بیشتر باشد، مشکلات ناشی از تئوری نمایندگی و ناکاملی بازار خفیف‌تر خواهد بود. بر این اساس فرضیه نخست تحقیق بیان می‌دارد که "کیفیت بالاتر حسابداری، حساسیت جریان نقدی-سرمایه‌گذاری را کاهش می‌دهد".

علاوه بر آن، می‌توان انتظار داشت در شرکت‌های که سرمایه خود را بیشتر از طریق انتشار سهام تامین کرده‌اند، کیفیت حسابداری نقش قوی‌تری در کاهش مسائل نمایندگی داشته باشد. در این گونه شرکت‌ها، در مقایسه با شرکت‌هایی که بیشتر از طریق بدهی تامین مالی کرده‌اند، تصمیمات سرمایه‌گذاری سرمایه‌گذاران بیشتر بر موارد افشای عمومی حسابداری متکی است. در شرکت‌هایی که تامین مالی آن‌ها بیشتر از طریق بدهی است، ممکن است بستانکاران قادر باشند اطلاعات را از طریق کانال‌های خصوصی به دست آورند (کاهش مسئله انتخاب معکوس) و ممکن است در موقعیت بهتری برای نظارت مستقیم بر مدیران باشند (کاهش خطر اخلاقی). در نتیجه، در این شرکت‌ها تامین سرمایه بایستی کمتر تحت تاثیر کیفیت اطلاعات افشا شده حسابداری قرار گیرد. فرضیه دوم تحقیق "در شرکت‌هایی که تامین مالی آن بیشتر از طریق صدور سهام صورت گرفته است نسبت شرکت‌هایی که بیشتر از طریق بدهی تامین مالی کرده‌اند، حساسیت جریان نقدی-سرمایه‌گذاری بیشتر تحت تاثیر کیفیت حسابداری قرار می‌گیرد".

## ۲. مروری بر تحقیقات پیشین

کارپرتنر یکی از نخستین نویسندگانی است که سعی دارد دلیل تاثیر محدودیت‌های نقدینگی بر حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان‌های نقدی را بررسی کند. کارپرتنر برای نمونه بزرگی از شرکت‌های رابطه بین بدهی و سرمایه را تحلیل کرد. نتایج تحقیق وی نشان داد که با

کاهش جریان های نقدی آزاد می توان کارایی مدیریت را افزایش داد [۷].  
شواهد بیشتری برای توضیحات جریان نقدی توسط کاداپاکام، کومار و ریڈیک [۱۱] فراهم شده است که با استفاده از نمونه ای متشکل از ۶ کشور عضو OECD نشان دادند سرمایه-گذاری های شرکت های بزرگتر، حساسیت بیشتری به جریان های نقدی دارد. این نتایج با این دیدگاه که مدیران شرکت های بزرگتر که مسئله نمایندگی جریان های نقدی آزاد برای آنها جدی تر است، در زمانی که به وجوه داخلی دسترسی دارند، تمایل بیشتری به توسعه اندازه شرکت دارند، سازگار است.

هوشی، کاشیپ و اسپارفستین [۹] آن دسته از شرکت ها ژاپنی مورد توجه قرار دادند که رابطه نزدیکی با بانک ها داشته اند و از این رو دسترسی به منابع مالی بیرونی برای آنها به سادگی امکان پذیر است. در نتیجه، محدودیت منابع تامین مالی کاهش پیدا می کند. نتایج نشان داد که حساسیت پایین تر سرمایه گذاری برای این شرکتها وجود دارد و این نتایج با فرضیه های عدم تقارن اطلاعاتی سازگار است. آلمدیا و کامپلو [۲] دریافتند که شرکت هایی که از نظر اعتباری محدود هستند در مقایسه با شرکت هایی که دسترسی به منابع بازار سرمایه دارند، حساسیت بالاتری نسبت به جریان های نقدی دارند.

با استفاده از چارچوب اختیارات سرمایه گذاری در دارایی های حقیقی، بویل و گوتتری [۶] نشان دادند که شرکت هایی که محدودیت کمتری دارند بیش سرمایه گذاری می کنند. به هر حال، شدت بیش سرمایه گذاری در این شرکت ها به صورت مثبتی با اندازه محدودیت مالی در ارتباط است.

بیدل و هیلاری [۳] تحقیقی بین المللی را پایه ریزی کردند و رابطه بین کیفیت اطلاعات حسابداری و کارایی مخارج سرمایه ای (ضریب حساسیت سرمایه گذاری ها به جریان های داخلی) شرکت ها را در کشورهای مختلف بررسی کردند. این پژوهش دو نتیجه اصلی را روشن ساخت. نخست آنکه کیفیت اطلاعات حسابداری با کارایی مخارج سرمایه ای شرکت ها

در کشورهای مختلف در ارتباط است و دوم آنکه این ارتباط در کشورهایی که شرکت‌ها از طریق بازارهای سرمایه تامین مالی می‌نمایند، قوی‌تر است.

در تحقیق دیگری که از سوی لی و تانگ انجام گرفته است نسبت به تحقیق بیدل و هیلاری بعد دیگری از کیفیت اطلاعات حسابداری (تعهدی‌های اختیاری) را مورد توجه قرار داده و تاثیر آن را بر مخارج سرمایه‌ای آتی شرکت و کارایی آن را بررسی کرده‌اند. نتایج این تحقیق نیز با عمدتاً با نتایج تحقیق پیش رو سازگار است. در تحقیق لی و تانگ [۱۲] نیز تایید می‌شود که کیفیت بالاتر اطلاعات حسابداری منجر به کاهش حساسیت مخارج سرمایه‌ای شرکت به جریان‌های نقدی داخلی می‌شود.

بیدل، هیلاری و وردی [۴] به بررسی چگونگی تاثیر اطلاعات حسابداری بر افزایش کیفیت تصمیمات سرمایه‌گذاری شرکت‌ها می‌پردازند. به عبارت دیگر این محققان سعی می‌کنند تا شمایی از چگونگی مکانیزم تاثیر اطلاعات حسابداری بر تصمیمات مدیران فراهم آورند. در این تحقیق محققان رابطه کیفیت اطلاعات حسابداری را بیش سرمایه‌گذاری و کم سرمایه‌گذاری بررسی می‌کنند و نشان می‌دهند که کیفیت بالاتر اطلاعات حسابداری می‌تواند هر دوی بیش سرمایه‌گذاری و کم سرمایه‌گذاری را در شرکت‌ها کاهش دهد.

### ۳- روش تحقیق

#### ۳-۱- طراحی آزمون فرضیه‌های تحقیق

کیفیت تعهدی‌ها در این تحقیق، برای اندازه‌گیری کیفیت اطلاعات حسابداری شرکت از معیار کیفیت تعهدی‌ها (AQ) دچو و دیچو [۸] استفاده می‌شود. در این مدل رابطه کیفیت تعهدی‌ها سرمایه در گردش با جریان‌های نقدی دوره گذشته، دوره جاری و دوره آتی را بررسی می‌شود. بخش تبیین نشده نوسان در تعهدی‌های سرمایه در گردش معیار معکوسی از کیفیت تعهدی‌ها است. (بخش تبیین نشده بزرگتر بر کیفیت پایین‌تر حسابداری دلالت دارد). معیار کیفیت تعهدی‌ها (AQ) به صورت زیر بیان می‌شود:



(۱)

$$\frac{TCA_{j,t}}{Assets_{j,t}} = \varphi_{0,j} + \varphi_{1,j} \frac{CFO_{j,t-1}}{Assets_{j,t}} + \varphi_{2,j} \frac{CFO_{j,t}}{Assets_{j,t}} + \varphi_{3,j} \frac{CFO_{j,t+1}}{Assets_{j,t}} + v_{j,t}$$

$TCA_{j,t}$  = کل تعهدی‌های جاری شرکت زد در سال t

(۲)

$$TCA_{j,t} = \Delta CA_{j,t} - \Delta CL_{j,t} - \Delta Cash_{j,t} + \Delta STDEBT_{j,t}$$

$Assets_{j,t}$  = میانگین کل دارایی‌های شرکت زد در سال t و t-1

$CFO$  = جریان وجه نقد عملیاتی در سال t است. جریان وجه نقد عملیاتی از طریق معادله

(۴) قابل محاسبه است که به شکل سود عملیاتی منهای کل تعهدی‌ها محاسبه می‌شود.

(۳)

$$TAC_{j,t} = \Delta CA_{j,t} - \Delta CL_{j,t} - \Delta Cash_{j,t} + \Delta STDEBT_{j,t} - DEPN_{j,t}$$

(۴)

$$CFO_{j,t} = NIBE_{j,t} - TAC_{j,t}$$

$TAC_{j,t}$  = کل تعهدی‌ها؛  $NIBE_{j,t}$  = سود خالص قبل از اقلام غیر مترقبه؛  $\Delta CA_{j,t}$  = تغییر در

دارایی‌های جاری شرکت ز بین سال‌های t و t-1؛  $\Delta CL_{j,t}$  = تغییر در بدهی‌های شرکت ز بین سال‌های t و t-1

$\Delta Cash_{j,t}$  = تغییر در وجه نقد شرکت ز بین سال‌های t و t-1؛  $\Delta STDEBT_{j,t}$  = تغییر در

حصه جاری وام‌های بلندمدت شرکت ز بین سال‌های t و t-1؛  $DEPN_{j,t}$  = هزینه استهلاک شرکت ز در سال t

برای محاسبه کیفیت سود از اطلاعات ۵ سال استفاده می‌شود. به طور مثال برای محاسبه

کیفیت تعهدی‌های شرکت ایران خودرو در سال ۱۳۸۵، اطلاعات لازم برای معادله (۱) برای

سال‌های ۱۳۸۱-۱۳۸۵ جمع‌آوری می‌شود. به این ترتیب با اطلاعات این پنج سال، رگرسیون

بین کل تعهدی‌های جاری و جریان‌های نقدی زده می‌شود و سپس مقادیر پیش‌بینی شده

تعهدی‌های جاری بر اساس مدل رگرسیونی از مقادیر واقعی تعهدی‌های جاری در هر سال کسر می‌شود تا مقادیر باقیمانده (یا همان خطای مدل) در هر سال به دست آید. در مدل بالا کیفیت تعهدی‌ها برابر است با انحراف معیار مقادیر باقیمانده رگرسیون. ارزش‌های زیاد (کم) *Quality* بیانگر ضعیف (خوب) بودن کیفیت تعهدی‌ها است.

$$Quality = \sigma(\hat{v}_{j,t}) \quad (5)$$

جهت سهولت تفسیر نتایج، مقدر به دست آمده برای *Quality* در (۱-) ضرب خواهد شد و به این ترتیب مقادیر بزرگتر *Quality* نشان دهنده کیفیت بالاتر سود یا اطلاعات حسابداری خواهد بود.

حساسیت جریان نقدی-سرمایه‌گذاری حساسیت جریان نقدی-سرمایه‌گذاری پس از کنترل فرصت‌های سرمایه‌گذاری با استفاده از *Q* توین (نماینده آن نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام است) اندازه‌گیری می‌شود:

$$I_{i,t} / K_{i,t-1} = \beta_0^i + \beta_1 OCF_{i,t} / K_{i,t-1} + \beta_2 MBT_{i,t} + \varepsilon \quad (6)$$

که در آن  $I_{i,t} / K_{i,t-1}$  مخارج سرمایه‌ای شرکت است که توسط سرمایه ابتدای دوره شرکت *i* تورم‌زدایی شده است. *OCF* جریان نقد عملیاتی است.  $\beta_1$  معیار ما از حساسیت جریان نقدی-سرمایه‌گذاری است. برای محاسبه این ضریب برای شرکت *i* در سال *t* به اطلاعات سال‌های (*t-3* - *t-1*) بعلاوه اطلاعات سال جاری (*t*) نیاز است. به طور مثال برای محاسبه حساسیت سرمایه‌گذاری-جریان‌های نقدی داخلی شرکت ایران خودرو در سال ۱۳۸۵، اطلاعات لازم برای معادله (۶) برای سال‌های ۱۳۸۵-۱۳۸۱ جمع‌آوری می‌شود. به این ترتیب، با اطلاعات این پنج سال، رگرسیونی بین مخارج سرمایه‌ای و جریان‌های نقدی زده می‌شود. ضریب  $\beta_1$  به دست آمده از این رگرسیون نشان دهنده میزان حساسیت جریان‌های نقدی داخلی-سرمایه‌گذاری شرکت ایران خودرو در سال ۱۳۸۵ است.

$\varepsilon$  خطا با توزیع نرمال و میانگین صفر است.  $MBT$  نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام است.  $I_{i,t}$  برابر است با مخارج سرمایه‌ای شرکت  $i$  در سال  $t$ . مخارج سرمایه‌ای برابر است با تغییر در خالص دارایی‌های ثابت مشهود شرکت  $i$  در سال  $t$  نسبت به سال  $t-1$ . به عبارت دیگر:

$$I_{i,t} = (NetFixAssets_t - NetFixAssets_{t-1}) + DEPN_{j,t} \quad (7)$$

که در معادله بالا  $NetFixAssets_t$  عبارت است از خالص دارایی‌های ثابت شرکت  $i$  در سال  $t$   $K_{i,t-1}$  برابر است با خالص دارایی‌های ثابت شرکت  $i$  در سال  $t-1$ .

$MBT_{i,t}$  عبارت است از نسبت ارزش بازار شرکت به ارزش دفتری شرکت  $i$  در سال  $t$ . ارزش دفتری شرکت برابر است با کل دارایی‌های شرکت یا جمع ارزش دفتری بدهی‌ها و ارزش دفتری حقوق صاحبان شرکت. ارزش بازار شرکت عبارت است از جمع ارزش بازار حقوق صاحبان سهام شرکت در پایان سال (تعداد سهام شرکت ضرب در آخرین قیمت هر سهم در پایان سال) بعلاوه ارزش دفتری کل بدهی‌های شرکت. از نسبت ارزش بازار شرکت به ارزش دفتری شرکت برای کنترل فرصت‌های رشد شرکت‌ها استفاده می‌شود. تاثیر کیفیت حسابداری بر اثربخشی سرمایه‌گذاری‌های ثابت جهت آزمون فرضیه نخست مطرح شده نتایج حاصل از روابط (۴) و (۵) را به صورت زیر رگرسیون می‌زنیم:

$$\beta_{1,i} = \alpha_0 + \alpha_1 Quality + \alpha_2 size + \alpha_3 ROA \quad (7)$$

که در آن  $\beta_1$  حاصل از رابطه (۶) و نشان دهنده حساسیت جریان نقدی-سرمایه‌گذاری  $Quality$  حاصل از معادله (۵) و بیانگر کیفیت حسابداری است.  $\alpha_1$  منعکس کننده رابطه کیفیت حسابداری با حساسیت جریان نقدی-سرمایه‌گذاری است.  $size$  (لگاریتم کل دارایی-های شرکت) و  $ROA$  (بازده دارایی‌ها) متغیرهای کنترلی هستند. چنانچه  $\alpha_1$  دارای مقدار منفی و معنادار باشد آنگاه فرضیه نخست تحقیق تایید می‌گردد.

جهت آزمون فرضیه دوم تحقیق که پیش‌بینی می‌کند که در شرکت‌هایی که تامین مالی

آن‌بیشتر از طریق صدور سهام صورت گرفته‌است نسبت شرکت‌هایی است که از طریق بدهی تامین مالی کرده‌اند، کیفیت بالاتر حسابداری حساسیت جریان نقدی- سرمایه‌گذاری را بیشتر کاهش می‌دهد، ابتدا شرکت‌ها بر اساس نسبت جمع کل بدهی‌ها به کل دارایی‌ها مرتب می‌شوند. شرکت‌های نمونه بر اساس میانه نسبت کل بدهی‌ها به کل دارایی‌ها به دو گروه تقسیم می‌شوند. به این ترتیب گروه نخست که بالای میانه قرار می‌گیرند (درصد کمتری از سرمایه این شرکت‌ها از طریق بدهی تامین مالی شده‌اند) شرکت‌هایی خواهند بود که کیفیت بالاتر اطلاعات حسابداری در آنها برای جلب اعتماد سرمایه‌گذاران و در نتیجه تامین مالی از طریق صدور سهام ضروری است. شرکت‌هایی که در پایین میانه قرار می‌گیرند (سهام عمده‌ای از سرمایه این شرکت‌ها از طریق بدهی تامین مالی شده‌اند)، به سبب دسترسی بستانکاران به اطلاعات مورد نیاز خود از کانال‌هایی بجز اطلاعات در صورت‌های مالی، کیفیت اطلاعات حسابداری نباید حساسیت جریان‌های نقدی داخلی- سرمایه‌گذاری شرکت‌ها را تحت تاثیر قرار دهد. به این ترتیب رابطه (۶) برای هر گروه برآورد می‌گردد. مطابق با فرضیه دوم تحقیق انتظار می‌رود که کیفیت حسابداری در گروه با نسبت کل بدهی‌ها به کل دارایی‌ها که پایین‌تر از میانه قرار می‌گیرند نسبت به گروه دیگر از نظر آماری معنادارتر باشد.

### جامعه و نمونه آماری

جامعه آماری مورد بررسی در این تحقیق، کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. دوره زمانی مورد نظر برای انجام تحقیق، دوره ۱۲ ساله ۱۳۸۶-۱۳۷۵ است. علت انتخاب این دوره زمانی گسترده، روش برآورد دو متغیر کیفیت حسابداری و حساسیت جریان‌های نقدی- سرمایه‌گذاری است که مستلزم اطلاعات ۵ ساله برای محاسبه متغیر در یک سال است. همچنین به سبب آنکه می‌بایست برای برآورد کیفیت سود حسابداری به اطلاعات یک سال بعد از دوره زمانی تحقیق دسترسی داشت اطلاعات سال ۱۳۸۶ تنها جنبه تکمیلی سال ۱۳۸۵ را داشته و بنابراین انجام آزمون‌ها در سال ۱۳۸۶ امکان‌پذیر نبوده‌است تعداد شرکت‌ها در

جامعه آماری طی سال ۱۳۷۵، ۲۷۲ شرکت و طی سال ۱۳۸۶، ۴۲۶ شرکت بوده است.

### نحوه انتخاب شرکت‌های نمونه

نمونه مورد بررسی در این تحقیق شامل کلیه شرکت‌های موجود در جامعه آماری است که اطلاعات مورد نیاز جهت بررسی و آزمون فرضیه‌های تحقیق در مورد آن‌ها در دسترس باشد و حائز معیارهای انتخاب نمونه باشند. جهت انتخاب شرکت‌ها در نمونه مورد بررسی معیارهای زیر در نظر گرفته شده است:

در این پژوهش روش انتخاب شرکت‌ها جهت انجام آزمون‌ها روش حذفی است. بدین ترتیب که کلیه شرکت‌های عضو جامعه آماری که دارای شرایط زیر باشند جزء نمونه منظور می‌شوند و در غیر این صورت از نمونه حذف می‌شوند:

۱ - قبل از سال ۷۶ (در بورس اوراق بهادار پذیرفته شده باشند یعنی اطلاعات مالی مربوط به سال ۱۳۷۵ مربوط به آنها در دسترس باشد).

۲ - پایان سال مالی آنها ۲۹ اسفند باشد.

۳ - بجز دوره تشکیل مجمع عمومی در دوره مورد بررسی توقف معامله نداشته باشند.

۴ - در سال‌های مورد نظر تغییر دوره مالی نداشته باشند.

۵ - فعالیت آنها از نوع تامین مالی نباشد (بانک‌ها و شرکت‌های سرمایه‌گذاری به سبب ماهیت فعالیت خود از نمونه حذف شدند)

۶ - داده‌های مورد نیاز آنها در دسترس باشد.

۷ - ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام آن‌ها منفی نباشد

اطلاعات گردآوری شده در رابطه با کل جامعه آماری برابر با ۵،۳۱۶ سال-شرکت است.

اعمال معیارهای فوق سبب شد تا در مجموع ۱۲ دوره مورد بررسی، تمامی متغیرهای مورد نیاز برای ۱،۲۳۵ مشاهده سال-شرکت (به طور متوسط ۱۱۰ شرکت در هر سال) محاسبه شود.

### نتایج

جدول (۱) آماره‌های توصیفی نمونه استفاده شده در این تحقیق را نمایش می‌دهد. در ابتدا، آماره‌های مربوط به داده‌های مربوط محاسبه متغیرهای دو مدل اصلی (۵) و (۶) ارائه شده است. پس از محاسبه متغیرهای اصلی، دو مدل با استفاده از تکنیک رگرسیون رولینگ برآورد شده که آمار توصیفی آنها در سطور آخر جدول (۱) ارائه شده است.

**جدول (۱): آماره‌های توصیفی نمونه متشکل از ۱۳۳۵ سال - شرکت ۱۳۷۹-۱۳۸۵**

آماره	میانگین	انحراف معیار	میانه
نقد و بانک	Cash	۴۳,۰۶۳	۵,۹۵۸
دارایی‌های جاری	CA	۶۴۷,۶۹۲	۱۳۳,۵۹۶
خالص دارایی‌های ثابت مشهود	K	۲۰۷,۴۳۶	۳۹,۴۵۴
کل دارایی‌ها	TA	۱,۱۰۸,۶۵۵	۲۰۷,۳۰۵
حصه جاری بدهی‌های بلند مدت	STDEBT	۷۷,۷۴۱	۱۰,۲۰۵
جمع بدهی‌های جاری	CL	۶۹۲,۴۷۴	۱۲۸,۰۴۸
کل بدهی‌ها	TD	۸۱۱,۵۹۳	۱۴۹,۰۴۴
سود قبل از اقلام غیر مترقبه	NIBE	۱۲۹,۱۳۱	۱۸,۴۶۳
هزینه استهلاک	DEPN	۶,۲۱۹	۱,۱۸۳
تغییرات در نقد و بانک	ΔCash	۱۳,۵۳۵	۲۷۱
تغییرات در دارایی‌های جاری	ΔCA	۱۶۶,۵۱۱	۱۴,۷۷۶
تغییرات در خالص دارایی‌های ثابت	ΔK	۵۳,۱۸۸	۱,۲۸۲
تغییرات در حصه جاری بدهی‌ها	ΔSTDEBT	۷,۰۹۴	۸۴۹
تغییرات در بدهی‌های جاری	ΔCL	۱۶۰,۵۶۹	۸,۶۸۴
کل تعهدی‌های جاری	TCA	-۲۵۷۱۷	-۱۶۳
کل تعهدی‌ها	TAC	-۳۱۹۳۹	-۱۱۰۸
مخارج سرمایه‌ای	I	۶۴,۷۹۵	۲,۵۷۹
ارزش بازار به ارزش دفتری شرکت	MTB	۱,۷۵۲	۱,۳۸۰
جریان‌های نقدی عملیاتی	CFO	۱۵۶۸۹۵	۱۸۱۱۶

کیفیت سود	Quality	-۰,۰۳۱	۰,۰۲۷	۰,۰۲۴۱
حساسیت جریان نقدی-سرمایه گذاری‌ها	۱	۰,۳۵۰۷	۱,۹۲۵	۰,۱۶۶۸

### آزمون فرضیه نخست تحقیق

بررسی آماره‌های ارائه شده در جدول ۲ نتایج با اهمیتی را نشان می‌دهد. همانطور که پیش از این بیان شد، نخستین سطر نتایج رگرسیون یک متغیره را نشان می‌دهد. در این رگرسیون تنها متغیر مستقل، کیفیت اطلاعات حسابداری است. ضریب کیفیت حسابداری 1 در رگرسیون نخست عدد ۰,۹۰۳- با آماره  $t = -3,984$  که در سطح خطای ۰,۰۰۰ کاملاً معنادار است. بنابراین دو نتیجه کلی می‌توان از نخستین رگرسیون استخراج کرد. نخست آنکه این ضریب کاملاً معنادار است به این معنا که کیفیت اطلاعات حسابداری با حساسیت سرمایه-گذاری‌ها-جریان‌های نقدی داخلی رابطه دارد و دوم آنکه این ضریب منفی نشان دهنده آن است که این رابطه معکوس است. به عبارت دیگر با افزایش در کیفیت اطلاعات حسابداری از میزان حساسیت سرمایه‌گذاری‌ها به جریان‌های نقدی داخلی کاسته می‌شود. همچنین است که این معادله رگرسیون کاملاً معنادار بوده (۰,۰۰۰) و  $R^2$  تعدیل شده آن نیز برابر با ۰,۳۶۷ است.

جدول (۲): نتایج رگرسیون مرحله‌ای میان کیفیت اطلاعات حسابداری و ضریب حساسیت جریان‌های نقدی-سرمایه‌گذاری‌ها؛ نمونه متشکل از ۱۲۳۵ سال-شرکت طی دوره زمانی ۱۳۷۹-۱۳۸۵

$$\beta_{1,i} = \alpha_0 + \alpha_1 \text{Quality} + \alpha_2 \text{size} + \alpha_3 \text{ROA}$$

Adj R <sup>2</sup>	$\alpha_3$	$\alpha_2$	$\alpha_1$	$\alpha_0$
**۰,۳۶۷			-۰,۹۰۳	۰,۳۳۲

ضریب میانگین

آماره t	۰,۰۳۰	-۳,۹۸۴		
	**			
ضریب میانگین	-۰,۳۴۴	-۱,۳۱۸	۰,۱۲۲	**۰,۴۷۴
آماره t	-۰,۷۲۰	-۴,۶۴۰	*۱,۹۳۶	
	**			
ضریب میانگین	-۰,۳۰۳	-۱,۷۲۲	۰,۱۰۹	**۰,۴۹۹
آماره t	-۰,۶۳۱	**۴,۸۱۷	*۲,۲۶۴	*۱,۹۰۳

\*\* در سطح ۹۹٪ اطمینان معنادار است

\* در سطح ۹۵٪ اطمینان معنادار است

با افزایش اندازه یک شرکت، بانک‌ها تسهیلات بیشتری را در اختیار شرکت‌ها قرار می‌دهند. دسترسی به فرصت‌های سرمایه‌گذاری بیشتر و منابع تامین مالی متعددتر و سهل‌تر می‌تواند رابطه جریان‌های نقدی-سرمایه‌گذاری را تحت تاثیر قرار دهد. از طرف دیگر در رابطه با شرکت‌های بزرگتر و به دلیل تفکیک مالکیت از مدیریت، مشکلات نمایندگی بیشتری می‌تواند برای این شرکت‌ها وجود داشته باشد. همانطور که مشاهده می‌کنید، در سطر دوم با اضافه شدن متغیر مستقل دوم (اندازه شرکت) ضریب تعیین تعدیل شده معادله رگرسیون دو متغیره نسبت به رگرسیون یک متغیره افزایش یافته است. به این معنی که افزایش این متغیر باعث بهبود رابطه میان کیفیت اطلاعات حسابداری و حساسیت سرمایه‌گذاری‌ها به جریان‌های نقدی عملیاتی

سطر سوم جدول (۲) نشان دهنده نتایج رگرسیون سه متغیره است. این معادله رگرسیون نسبت به رگرسیون پیشین دارای متغیر مستقل اضافه دیگری است. این متغیر مستقل اضافه عامل بازده دارایی‌ها است. یکی از عوامل دیگری که می‌تواند رابطه حساسیت سرمایه‌گذاری‌ها به جریان‌های نقدی داخلی را تحت تاثیر قرار دهد، عامل سودآوری شرکت است. می‌توان بیان کرد که شرکت‌های سود ده بواسطه عملکرد موفق خود می‌توانند دسترسی به



منابع مالی متعددی داشته باشند. بازارهای سرمایه به واسطه سود ده بودن این شرکت‌ها حاضر خواهند بود منابع خود را در اختیار این شرکت‌ها قرار دهند. به هر حال وجود عامل بازده دارایی در مدل رگرسیونی می‌تواند به تفکیک و تبیین تاثیر کیفیت اطلاعات حسابداری بر حساسیت جریان‌های نقدی کمک کند.

افزوده شدن این متغیر نیز با افزایش ضریب تعیین مدل رگرسیونی می‌شود. در حالیکه ضریب تعیین رگرسیون دو متغیره ۰,۴۷۴ بوده است، ضریب تعیین رگرسیون سه متغیره به عدد ۰,۴۹۹ افزایش یافته است که نشان دهنده این مطلب است که سودآوری شرکت نیز می‌تواند با حساسیت جریان‌های نقدی عملیاتی-سرمایه‌گذاری‌های شرکت در ارتباط باشد.

دقت در نتایج سطر سوم جدول (۵) این نکته را مشخص می‌سازد که افزوده شدن بازده دارایی‌ها به معادله رگرسیون علاوه بر افزایش ضریب تعیین مدل باعث تشدید و قوی‌تر شدن رابطه کیفیت اطلاعات حسابداری با حساسیت جریان‌های نقدی-سرمایه‌گذاری‌های شرکت‌ها می‌شود. با اضافه شدن عامل سود آوری به معادله رگرسیون، ضریب کیفیت حسابداری از ۱,۳۱۸- به ۱,۷۲۲- تغییر یافت و بار دیگر بر این نکته تاکید می‌کند که کیفیت اطلاعات حسابداری به همراه خصوصیاتمانند اندازه و سودآوری شرکت می‌تواند تصمیمات سرمایه‌گذاری شرکت‌ها را تبیین کند.

### **آزمون فرضیه دوم تحقیق**

فرضیه دوم تحقیق بیان می‌کند "در شرکت‌هایی که تامین مالی آن‌بیشتر از طریق صدور سهام صورت گرفته‌است نسبت شرکت‌هایی که بیشتر از طریق بدهی تامین مالی کرده‌اند، حساسیت جریان نقدی-سرمایه‌گذاری بیشتر تحت تاثیر کیفیت حسابداری قرار می‌گیرد". برای آزمون فرضیه دوم تحقیق، ابتدا سال-شرکت‌ها در هر سال بر اساس نسبت بدهی به کل دارایی-ها و بر اساس میانه این نسبت به دو گروه تفکیک می‌شوند. گروه نخست متشکل از شرکت‌هایی است که بالای میانه این نسبت قرار می‌گیرند و بدهی‌ها منبع تامین مالی مهمی برای

دارایی‌های شرکت بوده‌است. گروه دوم که در پایین میانه نسبت کل بدهی‌ها به کل دارایی‌ها قرار می‌گیرد، متشکل از شرکت‌هایی است که در مقایسه با گروه نخست، کمتر از طریق بدهی تامین مالی نموده‌اند. با ورود متغیر مصنوعی دو ارزشی به مدل که نشان دهنده عضویت شرکت در یکی از دو گروه بالا است، امکان آزمون فرضیه دوم تحقیق فراهم می‌شود. در این متغیر مصنوعی، شرکت‌هایی که در گروه اول قرار می‌گیرند ارزش "۱" و شرکت‌هایی که در گروه دوم قرار گیرند ارزش "صفر" را اختیار می‌کنند.

جدول (۳) نتایج برآورد رگرسیون‌هایی را نشان می‌دهد که منبع تامین مالی به عنوان متغیر مصنوعی دو ارزشی وارد مدل شده‌است. چنانچه منبع تامین مالی شرکت‌ها در بر رابطه بین کیفیت اطلاعات حسابداری و حساسیت جریان‌های نقدی-سرمایه‌گذاری‌ها تاثیر گذار باشد، بایستی ضریب این متغیر مصنوعی (4) در رگرسیون برآورد شده معنادار باشد.

نتایج جدول (۳) نیز این پیش‌بینی را تایید می‌کند. نخست، ضریب متغیر مصنوعی 4 در رگرسیون برآورد شده در سطح ۹۵٪ اطمینان معنادار است. دوم، مدل رگرسیونی برآورد شده در سطح ۹۹٪ اطمینان معنادار است. بنابراین می‌توان نتیجه‌گیری کرد که منبع تامین مالی عاملی تاثیر گذار در اهمیت کیفیت اطلاعات حسابداری است. به عبارت دیگر، با توجه به علامت ضریب منبع تامین مالی و معنادار بودن آن، می‌توان نتیجه‌گیری کرد که در شرکت‌هایی که از طریق حقوق صاحبان سهام تامین مالی کرده‌اند، کیفیت اطلاعات حسابداری باعث کاهش حساسیت سرمایه‌گذاری‌ها به جریان‌های نقدی داخلی شده و از این طریق باعث افزایش کارایی و اثر بخشی سرمایه‌گذاری (مخارج سرمایه‌ای) شرکت‌ها می‌شود.

نکته قابل توجه دیگر مقایسه ضرایب کیفیت تعهدی‌ها 1 و ضریب تعیین تعدیل شده در سطر آخر جدول ۲ با نتایج ارائه شده در جدول ۳ است. مشاهده می‌شود که ضریب کیفیت تعهدی‌ها در جدول ۳ معنادارتر است و همچنین ضریب تعیین تعدیل شده در جدول ۳ بزرگتر از جدول ۲ است. با توجه به ثابت بودن سایر عوامل این بهبود عملکرد مدل جدول ۳ به متغیر

مصنوعی منبع تامین مالی شرکت‌ها قابل انتساب است.

جدول (۳): نتایج رگرسیون مرحله‌ای میان کیفیت اطلاعات حسابداری و ضریب حساسیت جریان‌های نقدی-سرمایه‌گذاری‌ها؛ نمونه متشکل از ۱۲۳۵ سال-شرکت طی دوره زمانی ۱۳۷۹-۱۳۸۵

$$\beta_{1,i} = \alpha_0 + \alpha_1 Quality + \alpha_2 size + \alpha_3 ROA + \alpha_4 DTE$$

Adj R <sup>2</sup>	$\alpha_4$	$\alpha_3$	$\alpha_2$	$\alpha_1$	$\alpha_0$	
۰,۶۴۵	۰,۸۱۲	۰,۱۸۶	۰,۱۱۳	-۱,۱۳۵	-۰,۲۵۴	ضریب
	*۲,۹۵۴	۰,۷۲۸	۱,۲۰۱	** -۲,۴۹۹	-۰,۴۸۱	میانگین
						آماره t

\*\* در سطح ۹۹٪ اطمینان معنادار است

\* در سطح ۹۵٪ اطمینان معنادار است

### نتیجه‌گیری

در بخش پیش‌نمایش نتایج آزمون دو فرضیه پژوهشی تحقیق حاضر ارائه شد. دو فرضیه تحقیق مبین این مطلب بود که نخست، کیفیت اطلاعات حسابداری باعث کاهش حساسیت جریان‌های نقدی-سرمایه‌گذاری‌ها (به عنوان معیاری برای عدم کیفیت سرمایه‌گذاری‌های شرکت) می‌شود و دوم، این تاثیر در شرکت‌هایی که در ساختار سرمایه خود از بدهی کمتری استفاده کرده‌اند، بیشتر است. نتایج آزمون‌ها هر دو فرضیه تحقیق را تایید کرد. به عبارت دیگر، افزایش کیفیت اطلاعات حسابداری باعث کاهش حساسیت جریان‌های نقدی داخلی-سرمایه‌گذاری‌ها می‌شود و در شرکت‌هایی که تامین مالی آن بیشتر از طریق صدور سهام صورت گرفته است نسبت شرکت‌هایی که بیشتر از طریق بدهی تامین مالی کرده‌اند، حساسیت جریان نقدی-سرمایه‌گذاری بیشتر تحت تاثیر کیفیت حسابداری قرار می‌گیرد. نتایج تحقیق حاضر با نتایج تحقیقات انجام شده در کشور ایالات متحده نیز سازگار است.

منابع:

۱. طالب نیا، قدرت الله، ثابتی، امیر علی، (۱۳۸۵)، "بررسی رابطه بین افزایش سرمایه شرکت ها از محل مطالبات و آورده نقدی تغییرات و بازده سرمایه گذاران در بورس اوراق بهادار تهران"، دانش و پژوهش حسابداری، شماره

پنجم، صفحه ۱۲

2. Almeida, H. and M. Campello, (2001), "Financial Constraints and Investment-Cash Flow Sensitivities: New Theoretical Foundations", working paper, New York University.
3. Biddle, G., Hilary, G., (2006), "Accounting quality and firm-level capital investment", **The Accounting Review**, Vol. 81, No. 5, PP. 963-982.
4. Biddle, G., Hilary, G., Verdi, Rodrigo S., (2008), "How Does Financial Reporting Quality Improve Investment Efficiency?", working paper, [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com)
5. Blanchard, O., F. Lopez-de-Silanes and A. Shleifer, (1994), "What do firms do with cash windfalls?", **Journal of Financial Economics**, Vol. 36, No. 3, PP. 337-360.
6. Boyle, G. W., Guthrie, G., (2003), "Investment, Uncertainty, and Liquidity", **Journal of Finance**, Vol. 58, PP. 2143-2166.
7. Carpenter, Robert E., (1995), "Finance constraints or free cash flow? A new look at the life cycle theory of the firm", [www.SSRN.com](http://www.SSRN.com)

8. Dechow, P. and I. Dichev, (2002), "The quality of accruals and earnings: The role of accrual estimation errors", **The Accounting Review**, Vol. 77, PP. 35-59.
9. Hoshi, T., A. Kashyap and D. Scharfstein, (1991), "Corporate structure, liquidity and investment: Evidence from Japanese industrial groups", **The Quarterly Journal of Economics**, Vol. 106, No. 1, PP. 33-60.
10. Jensen, Michael, (1986), "Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers", **American Economic Review**, Vol. 76, No. 2, PP. 323-329.
11. Kadapakkam P., Kumar P., Riddick L., (1998), "The impact of cash flows and firm size on investment; The international evidence", **Journal of Banking and Fiancé**, Vol. 22, PP. 293-320.
12. Li, Kevin Ke., Vicki Wei, Tang, (2008), "Earnings Quality and Future Capital Investment: Evidence from Discretionary Accruals", working paper, [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com).
13. Lucas, Jr., Robert and Edward Prescott, (1971), "Investment Under Uncertainty", **Econometric**, Vol. 39, No. 5, PP. 659-681.
14. Modigliani, F. and M. Miller. (1958), "The Cost of capital, corporation finance, and the theory of investment", **American Economic Review**, Vol. 48, PP. 261-297.

15. Mussa, Michael, (1977), "External and Internal Adjustment Costs and the Theory of Aggregate and Firm Investment", *Economic*, Vol. 44, No. 174, PP. 163-178.
16. Myers, S., (1984), "The capital structure puzzle", **Journal of Finance**, Vol. 39, No. 3, PP. 575-592.
17. Myers, S. and N. Majluf, (1984), "Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have", **Journal of Financial Economics**, Vol. 13, No. 2, PP. 187-221.
18. Rajan, R. and L. Zingales, (2000), "The great reversals: The politics of financial development in the 20<sup>th</sup> Century", OECD Working Paper.
19. Stein, Jeremy C., (2001), "Agency, Information and Corporate Investment", working paper, [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com).
20. Tobin, J., (1969), "A general equilibrium approach monetary theory", **Journal of Money, Credit and Banking**, Vol. 1, PP. 15-29.

پښتو ښوونځي  
پښتو ښوونځي  
پښتو ښوونځي

## **Accounting Information Quality and Firms Capital Investments: An Agency Theory Perspective**

### **Abstract**

This study examines how accounting quality relates to firm-level capital investment efficiency. The first hypothesis is that higher quality accounting enhances investment efficiency by reducing agency problems. Our second hypothesis is that this effect should be stronger in firms where financing is largely provided through equity compared with firms where creditors supply more capital. Our results are consistent with these hypotheses

**Keywords:** Accounting Quality, Agency Theory, Agency Problems, Capital Investment, Corporate Governance

