



فصلنامه علمی پژوهشی دانش سرمایه‌گذاری
سال نهم / شماره سی‌وششم / زمستان ۱۳۹۹

تأثیر اطلاعات غیرمالی آینده‌نگر بر کارایی سرمایه‌گذاری و محدودیت تامین مالی

اله کرم صالحی

گروه حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی واحد مسجدسلیمان، مسجدسلیمان، ایران (نویسنده مسئول)
a.k.salehi@iaumis.ac.ir

تاریخ دریافت: ۹۷/۰۳/۰۳ تاریخ پذیرش: ۹۷/۰۸/۲۰

چکیده

تحقیقات قبلی نشان دادند که کیفیت افشای بالای اطلاعات مالی شرکت‌ها می‌تواند کارایی سرمایه‌گذاری را افزایش دهد. علاوه بر این، مکانیزم مربوط به افشای اطلاعات مالی و کارایی سرمایه‌گذاری نوعی افزایش تقارن اطلاعاتی محسوب می‌شود که باعث افزایش کارایی سرمایه‌گذاری می‌شود. برخلاف اطلاعات مالی که عمدتاً درباره عملکرد گذشته شرکت‌ها هستند، اطلاعات غیرمالی بخصوص اطلاعات غیرمالی آینده‌نگر (FNFI) درباره روند توسعه آینده شرکت است که می‌تواند اطلاعات مربوط تری جهت تصمیم‌گیری برای سرمایه‌گذاران فراهم کند. بنابراین اطلاعات غیرمالی آینده‌نگر می‌تواند ناقرینگی اطلاعاتی بین شرکت‌ها و تأمین‌کنندگان منابع مالی خارجی را کاهش دهد. هدف این پژوهش بررسی تأثیر اطلاعات غیرمالی آینده‌نگر بر کارایی سرمایه‌گذاری شرکتی و محدودیت تامین مالی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد. بدین منظور، نمونه‌ای مشتمل بر ۱۵۰ شرکت طی سال‌های ۱۳۸۹ الی ۱۳۹۵ به روش نمونه‌گیری حذف سیستماتیک انتخاب گردید. روش تحقیق کتابخانه‌ای و همبستگی می‌باشد. اطلاعات غیرمالی آینده‌نگر این پژوهش شامل هفت شاخص غیرمالی و برای بررسی روابط بین متغیرهای پژوهش از مدل رگرسیونی ارائه شده توسط تان و لیو (۲۰۱۷) با رویکرد داده‌های تلفیقی استفاده شده است. نتایج پژوهش نشان می‌دهد که اطلاعات غیرمالی آینده‌نگر می‌تواند محدودیت تامین مالی را کاهش دهد و کیفیت افشای بالای اطلاعات، رابطه بین این دو متغیر را تشدید می‌کند. همچنین اطلاعات غیرمالی آینده‌نگر می‌تواند ناکارایی سرمایه‌گذاری را کاهش دهد و کیفیت افشای بالای اطلاعات، رابطه بین این دو متغیر را تشدید و باعث کاهش کم سرمایه‌گذاری و همزمان بهبود بیش سرمایه‌گذاری می‌شود.

واژه‌های کلیدی: اطلاعات غیرمالی آینده‌نگر، محدودیت تامین مالی، کیفیت افشای اطلاعات، ناکارایی سرمایه‌گذاری

۱- مقدمه

مدیران شرکت‌ها برای اینکه سرمایه‌گذاران را در مورد چشم‌اندازهای آتی، اهداف و راهبرد شرکت آگاه سازند، دست به افشای داوطلبانه اطلاعات می‌زنند. ارائه‌ی اطلاعات داوطلبانه مالی و غیرمالی در مورد شرکت باعث کاهش عدم تقارن اطلاعاتی، افزایش نقدشوندگی سهام و در نتیجه بهبود وضعیت مالی شرکت می‌شود (خواجوی و طلائی، ۱۳۹۳).

در دو دهه اخیر موضوعاتی مانند یادگیری سازمانی، خلق دانش و ظرفیت نوآوری به عنوان عوامل تعیین کننده مزیت رقابتی مورد توجه قرار گرفته‌اند و این تمرکز به دلیل ظهور جهانی‌سازی، تشدید رقابت و پیشرفت بی سابقه تکنولوژی به خصوص در زمینه اطلاعات و ارتباطات بوده است و به همین علت سازمان‌ها برای یافتن شاخص‌های فراگیر سنجش عملکرد در فشار هستند و به خصوص تاکید بیشتری بر شاخص‌های عملکرد نرم (غیرمالی) صورت گرفته زیرا که شاخص‌های مذکور در ارتباط با انسان‌ها و فرایندها یعنی موضوعاتی که ضعف یا قوتشان در ترازنامه نمایش نمی‌یابد تعریف شده‌اند (زنجیردار و همکاران، ۱۳۸۹). سرمایه‌گذاران و تحلیل‌گران تمایل بالایی به افشای اطلاعات (عموماً اطلاعات مالی و در کنار آن‌ها اطلاعات غیرمالی و اطلاعات مربوط به استراتژی‌های شرکت) از جانب شرکت دارند تا از این طریق بتوانند آینده را بررسی نمایند، ولی با توجه به تئوری نمایندگی و جدایی مالکیت از مدیریت، ممکن است با توجه به خواسته‌های متفاوت بین مالکان و مدیران، صورت‌های مالی و یادداشت‌های همراه آن نشان دهنده تمامی واقعیت‌های شرکت نباشد (قربانی و همکاران، ۱۳۹۶). تحقیقات قبلی نشان دادند که کیفیت افشای بالای اطلاعات مالی شرکت‌ها می‌تواند کارایی سرمایه‌گذاری را افزایش دهد (بوشمن و اسمیت، ۲۰۰۱، هیلی و پالپو، ۲۰۰۱، لامبرت و همکاران ۲۰۰۷، بیدلو همکاران ۲۰۰۹ و لارا گرسیا و همکاران، ۲۰۱۶). علاوه بر این مکانیزم مربوط به افشای اطلاعات مالی و کارایی سرمایه‌گذاری نوعی افزایش تقارن اطلاعاتی محسوب می‌شود که باعث کارایی سرمایه‌گذاری می‌شود (بوشمن و اسمیت، ۲۰۰۱، بیدل و همکاران، ۲۰۰۹). برخلاف اطلاعات مالی که عمدتاً درباره عملکرد گذشته شرکت‌ها می‌باشد، اطلاعات غیرمالی بخصوص اطلاعات غیرمالی آینده‌نگر^۱ (FNFI) درباره روند توسعه آینده شرکت است که می‌تواند اطلاعات مربوطتری جهت تصمیم‌گیری برای سرمایه‌گذاران فراهم کند. بنابراین FNFI می‌تواند عدم تقارن اطلاعاتی بین شرکت‌ها و تأمین‌کنندگان منابع مالی خارجی را کاهش دهد، اما شناسایی آن‌ها توسط سرمایه‌گذاران مشکل است (تان و لیو ۲۰۱۷). لذا براساس پژوهش تان و لیو (۲۰۱۷) افشای اطلاعات غیرمالی آینده‌نگر ممکن است بیش‌سرمایه‌گذاری و سرمایه کمتر از حد و همچنین محدودهای تأمین مالی (تغییر در وجه نقد) را تحت تاثیر قرار دهد. بدین منظور و با توجه به مطالب بالا، در این پژوهش در نظر است که به این سئوالات که: آیا اطلاعات غیرمالی آینده‌نگر بر کارایی سرمایه‌گذاری و همچنین محدودیت مالی در شرکت‌های نمونه پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر می‌گذارد یا خیر؟ همچنین آیا کیفیت افشای اطلاعات بر رابطه بین اطلاعات غیرمالی آینده‌نگر و کارایی سرمایه‌گذاری و محدودیت‌های تأمین مالی تاثیر دارد؟ پاسخ داده شود.

اهمیت و ضرورت هر تحقیقی را می‌توان در هدف اساسی تحقیق بسته به نوع آن از جهت هدف و تبیین مسأله‌ای که توسط محقق صورت می‌گیرد، می‌توان دنبال کرد. از این رو، به نظر می‌رسد انجام چنین پژوهشی به دلایل زیر مهم باشد: ابتدا، بورس اوراق بهادار به عنوان یکی از ارکان اصلی و اساسی بازار سرمایه، با متمرکز کردن سرمایه و تخصیص بهینه‌ی آن‌ها در راستای افزایش تولید و اهداف توسعه‌ی اقتصادی و اجتماعی باعث رونق و تحرک بازار سرمایه شده و در نهایت منجر به افزایش کارایی سرمایه‌گذاری و شکوفایی اقتصادی می‌گردد. دوم، اطلاعات غیرمالی آینده‌نگر امروزه به لحاظ اینکه در ارزش آفرینی شرکت‌ها نقش موثری ایفا می‌کنند، بیش از گذشته مورد توجه شرکت‌ها قرار گرفته است. سوم، به دلیل دسترسی اکثر مدیران به جریان‌های نقد آزاد معمولاً شرکت‌های ایرانی دچار بیش سرمایه‌گذاری بالایی هستند، همچنین مدیران به جای استفاده از بدهی‌ها برای کاهش تضاد منافع بین اعضای شرکت، از آن برای تأمین مالی پروژه‌های کم بازده استفاده می‌کنند. بررسی این که آیا چنین رویدادهایی ممکن است ناشی از هزینه‌های نمایندگی باشد، بسیار مهم است. در نهایت با توجه به این که سرمایه‌گذاری بیشتر از حد و سرمایه‌گذاری کمتر از حد با اهداف گوناگونی در شرکت‌ها صورت می‌پذیرد، نیاز است که تأثیر اطلاعات غیرمالی آینده‌نگر در شرکت‌های بیش سرمایه‌گذار و کم سرمایه‌گذار مشخص شود. انتظار بر این است تا نتایج این پژوهش بتواند دستاورد و ارزش افزوده علمی به شرح زیر داشته باشد:

اول این که نتایج این تحقیق می‌تواند موجب بسط مبانی نظری متون مرتبط با اطلاعات غیرمالی آینده‌نگر و کارایی سرمایه‌گذاری گردد. دوم نتایج تحقیق به عنوان یک دستاورد علمی می‌تواند اطلاعات سودمندی را در اختیار سرمایه‌گذاران، اعتباردهندگان و مدیران جهت رسیدن به اهداف خود قرار دهد. سوم این که نتایج این پژوهش می‌تواند ایده‌های جدیدی برای انجام پژوهش‌های بعدی در خصوص موضوع تحقیق پیشنهاد نماید.

۲- مبانی نظری و مروری بر پژوهش‌های پیشین

۲-۱- افشای اطلاعات و کارایی سرمایه‌گذاری

تئوری سرمایه‌گذاری نوین بر این اعتقاد است که شرکت‌ها مایل به سرمایه‌گذاری در پروژه‌های با نرخ بازده ثابت و بالاتر از هزینه سرمایه و نیازمند هزینه تامین مالی کمتر می‌باشند (مودیگلیانی و میلر، ۱۹۵۸). فرضیه دیدگاه جوهره مدیران^۲ و فرضیه خود بیش باوری مدیریت^۳، دیدگاه‌هایی متقابلی را در رابطه با توانایی مدیران و کارایی سرمایه‌گذاری مطرح می‌کنند. اعتقاد دیدگاه جوهره مدیران بر این است که مدیران با توانایی بیشتر، قدرت درک و تحلیل بیشتری از شرایط حال و آینده شرکت و صنعت دارند و تصمیمات سرمایه‌گذاری را به طور کاراتری اخذ می‌کنند. حال آنکه دیدگاه خود بیش باوری مدیریت معتقد است، مدیران با تاکید بر موقعیت و مزایای خود، می‌توانند تصمیمات کمتر از سطح بهینه را اتخاذ کنند که در قالب بیش سرمایه‌گذاری و کم سرمایه‌گذاری از حد ظهور می‌یابد (حبیب، ۲۰۱۴).

از دیدگاه نئوکلاسیک‌ها، ارزش نهایی پروژه سرمایه‌گذاری تنها عامل تصمیم‌گیری است که بر مبنای آن شرکت تصمیم می‌گیرد که سرمایه‌گذاری بکند یا نه. شرکت‌ها تا زمانی سرمایه‌گذاری می‌کنند که درآمد نهایی سرمایه‌گذاری با هزینه نهایی آن برابر باشد، اما در دنیای واقع، عوامل متغیر زیادی در بازار سرمایه وجود دارد که

بر کارایی بازار تاثیر می‌گذارند و تصمیمات سرمایه‌گذاری شرکت را از سطح بهینه منحرف می‌کنند. عدم تقارن اطلاعاتی یکی از عوامل مهم ایجاد اختلال در بازار است. عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیران و سرمایه‌گذاران دارای پیامدهایی از قبیل خطر اخلاقی و انتخاب نادرست است (تان و لیو، ۲۰۱۷). هنگامی که بین انگیزه‌های مالک - نماینده اختلاف وجود داشته باشد، مدیران تمایل دارند که رفاه کارکنان خود را به حداکثر برسانند (جنسن و مک کلینگ، ۱۹۷۶). از یک طرف، مدیران احتمالاً در پروژه‌هایی سرمایه‌گذاری می‌کنند که ارزش فعلی خالص آن‌ها منفی است که از آن طریق بتوانند منافع شخصی را بدست آورند. از طرف دیگر، هنگامی که سرمایه کافی وجود داشته باشد، مدیران تمایل به بیش سرمایه‌گذاری برای رشد شرکت یا کسب مزایای جانبی دارند (تان و لیو، ۲۰۱۷).

مدیران با استفاده از اطلاعات خصوصی که دارند اوراق بهادار را بیش قیمت گذاری بیش از حد می‌کنند در حالی که سرمایه‌گذاران چنین اطلاعاتی را ندارند (آکرلوف، ۱۹۷۰). اگر آن‌ها موفق شوند، مازاد سرمایه‌ای را بدست خواهند آورد و این عواید اضافی را بیش سرمایه‌گذاری می‌کنند (بیدل و همکاران، ۲۰۰۹). اما، سرمایه‌گذاران ممکن است این وضعیت را شناسایی کنند و قیمت کمتری را برای پروژه‌هایی که در باره آن‌ها اطلاعات کافی ندارد، پیشنهاد نمایند. بنابراین، عاقلانه می‌باشد که شرکت اطلاعات بیشتری را برای آن‌ها به صورت جداگانه افشا نماید و سپس بدین طریق از کم ارزش‌گذاری در بازار سرمایه جلوگیری نماید (گروسمن و هارت، ۱۹۸۰، گروسمن، ۱۹۸۱، میلگروم، ۱۹۸۱). بنابراین، یکی از مفروضات تحقیقات بالا این است که افشای اطلاعات شرکت‌ها، واقعی و با کیفیتی بالاست. اما در واقع، این چنین نمی‌باشد. بسیاری از تحقیقات نشان می‌دهد که شرکت‌ها تلاش می‌کنند با تدوین استراتژی‌های افشای اطلاعات به واکنش مورد انتظار در بازار دسترسی پیدا کنند. شرکت‌ها تمایل دارند اخبار خوب بیشتری را افشا کنند و اخبار بد را تعدیل کنند (لانگ و لاند هولم، ۲۰۰۰)، بنابراین، بالا نگه داشتن تعداد افشاها (جو و کیم، ۲۰۰۷) قبل از پیشنهاد قیمت و کم کردن میزان افشا بعد از پیشنهاد قیمت، یکی از عواملی است که سرمایه‌گذاران را گمراه می‌کنند (لی، ۲۰۱۰) و وضعیت مدیریت را افشا می‌کنند (هانگ و همکاران، ۲۰۱۴). همچنین، محققین دریافته‌اند که شرکت‌ها سرمایه‌گذاران را گمراه می‌کنند و با افشای اطلاعات نادرست بخصوص در کشورهای با محیط نهادی ضعیف مانند چین، بازار سرمایه را دست کاری می‌کنند. چنگ و همکاران (۲۰۱۱) نشان داد که بین ارزش شرکت و افشای اختیاری رابطه منفی و معناداری وجود دارد.

در نتیجه، تحقیقات زیادی به طور آشکارا مشترکاً نشان دادند دو جریان تحقیقاتی مختلف، دو فرضیه در باره انگیزه‌های متفاوت افشا مطرح کردند. از یک طرف، فرضیه شفافیت حسابداری^۴ نشان داد که شرکت‌ها با افشای اطلاعات، وضعیت مالی و عملیاتی واقعی خود را نشان می‌دهند که برای تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران سودمند است. از طرف دیگر، فرضیه فرصت طلبی^۵، که به عنوان فرضیه مدیریت ادراک^۶ نیز شناخته می‌شود، بیان می‌کند که افشای اختیاری شرکت ضرورتاً آگاه‌بخش (سودمند) نیست. در عوض، از آن می‌توان به عنوان ابزاری استفاده نمود که اجازه می‌دهد مدیران جهت دستیابی به منافع شخصی، اطلاعات را دستکاری کنند.

۲-۲- اطلاعات غیرمالی آینده‌نگر، کیفیت افشای اطلاعات و محدودیت مالی

امتیاز کیفیت افشای اطلاعات به دلایل زیر شاخص موثر کیفیت افشای اطلاعات مالی آینده‌نگر (FNFI) محسوب می‌گردد. در مرحله اول، ارزیابی افشای اطلاعات می‌تواند مستقیماً کیفیت FNFI را تحت تأثیر قرار دهد. یکی از فهرست‌های مهم ارزیابی افشای اطلاعات، صحت و اعتبار افشای اختیاری در کنار افشای اجباری اطلاعات شرکت است. کیفیت افشای اختیاری بالاتر باعث کسب امتیاز کیفیت بالاتر می‌شود. برای بدست آوردن یک امتیاز خوب، شرکت‌ها اقدام به افشای اختیاری بیشتر می‌کنند که FNFI را محدود می‌کند. همچنین امتیاز کیفیت افشای اطلاعات می‌تواند کیفیت FNFI را مستقیماً تحت تأثیر قرار دهد. کیفیت افشای اجباری اطلاعات بخش مهمی از ارزیابی است، بگونه‌ای که کیفیت بالاتر افشای اطلاعات بصورت اجباری، منجر به کسب رتبه بهتر کیفیت افشای اطلاعات می‌گردد. حجم زیادی از تحقیقات نشان می‌دهند که افشای اجباری، افشای اطلاعات اختیاری را تضمین می‌کند (هیلی و پالپو، ۲۰۰۱). تعداد زیادی از تحقیقات آکادمیکی، از امتیاز کیفیت افشای اطلاعات به عنوان شاخص کیفیت افشا استفاده نمودند. برای مثال زنگ و لو (۲۰۰۶) نشان دادند که بین کیفیت افشای اطلاعات و هزینه نهایی سرمایه در بورس اوراق بهادار چین رابطه منفی وجود دارد. یو و ژانگ (۲۰۰۷) دریافتند هنگامی که کیفیت افشای اطلاعات بالاتر است، هزینه بدهی کمتر است. ژانگ و ژو (۲۰۰۷) تأثیر کیفیت افشای اطلاعات بر عملکرد شرکت بررسی نمودند. نتایج نشان داد که کیفیت افشای اطلاعات تأثیر مثبت و معناداری بر عملکرد شرکت دارد.

بیشترین تحقیقات موجود نشان می‌دهد که به سه طریق می‌توان با افشای اطلاعات، هزینه‌های تامین مالی و محدودیت‌های مالی را کاهش داد (گرسمن وهارت، ۱۹۸۰، گرسمن، ۱۹۸۱، میلگروم، ۱۹۸۱، بوستون وهاریس، ۲۰۰۰، دهالیوال و همکاران، ۲۰۱۲، ماسلو و همکاران، ۲۰۱۴). اول، افشای اطلاعات بیشتر می‌تواند نقدشوندگی سهام را بهبود بخشد و هزینه مبادلات را کاهش دهد (گلستن و میلگروم، ۱۹۸۵، دیاموند و ورچیا، ۱۹۹۱). دوم، افشای اطلاعات بیشتر، می‌تواند ریسک پیش‌بینی را بیشتر کاهش دهد و سپس صرف ریسک کاهش می‌یابد (کلین و باوا، ۱۹۷۶، کلارکسون و همکاران، ۱۹۹۶). سوم، افشای اطلاعات بیشتر به ایجاد تصویر بهتری از شرکت در بازار می‌گردد و شهرت خوب برای شرکت باقی می‌گذارد (لانوات، ۲۰۰۹، دهالیوال و همکاران، ۲۰۱۲، هی و همکاران، ۲۰۱۲).

۲-۳- اطلاعات غیرمالی آینده‌نگر، کیفیت افشای اطلاعات و کارایی سرمایه‌گذاری

چنگ و همکاران (۲۰۱۲) دریافتند که تامین مالی خارجی یک متغیر مداخله‌گر بین FNFI و کارایی سرمایه‌گذاری است. مطالعات پیشین (چنگ و همکاران، ۲۰۱۲، تان و ژو، ۲۰۱۵) نشان دادند افشای اطلاعات غیرمالی آینده‌نگر اغلب برای کاهش محدودیت‌های مالی شرکت سودمند است. بهرحال، سرمایه در دسترس بیشتر، که بستگی به کیفیت اطلاعات مورد نظر سرمایه‌گذاران دارد، بطور قطع، کارایی سرمایه‌گذاری را بهبود نمی‌بخشد.

کیفیت افشای اطلاعات کم، ولو در صورت‌های مالی نادرست، یکی از روش‌هایی است که شرکت‌ها با آن سرمایه‌گذاران را گمراه می‌کنند، در حالی که اطلاعات با کیفیت بالا می‌تواند روی بازار تاثیر مثبت بگذارد. همچنین افشای اطلاعات با کیفیت کم، به شرکت‌ها کمک می‌کند که محدودیت‌های مالی را کمتر نشان دهند و نسبت به آنچه نیاز دارند منابع مازاد بازار را بدست آورند. با منابع محدود موجود، آن‌ها تمایل دارند که مقیاس سرمایه‌گذاری خود را توسعه دهند و حتی مبادرت به سرمایه‌گذاری غیرموثر به منظور تامین منافع شخصی یا رعایت مقررات دولتی می‌نمایند که بدین شکل از کم سرمایه‌گذاری اجتناب خواهند کرد، اما در همان زمان باعث بیش سرمایه‌گذاری می‌شوند. نتایج تحقیق چن و همکاران (۲۰۱۴) از فرضیه فرصت طلبی حمایت می‌کند که نشان داد شرکت‌های خوب اطلاعات غیرمالی آینده‌نگر بیشتری را افشا می‌کنند. از طرف دیگر، چنگ و همکاران (۲۰۱۲) دریافتند که افشای اطلاعات غیرمالی آینده‌نگر به شرکت‌ها کمک می‌کند که سرمایه بیشتری از سرمایه‌گذاران را جذب کند اما بخشی از سرمایه بدلیل کیفیت ضعیف افشای اطلاعات، به سرمایه‌گذاری بیش از حد منجر می‌شود. تان و همکاران (۲۰۱۵) معتقدند که تاثیر اطلاعات غیرمالی آینده‌نگر روی کارایی سرمایه‌گذاری شرکت در طی زمان بدلیل کاهش اعتماد سرمایه‌گذاران به افشای اطلاعات، کاهش یافته است.

اطلاعات غیرمالی آینده‌نگر افشا شده می‌تواند بوسیله سهامداران جهت نظارت مدیران مورد استفاده قرار گیرد و اطلاعات خصوصی بیشتری برای سرمایه‌گذاران فراهم آورد. از طرف دیگر، افشای اطلاعات با کیفیت بالا می‌تواند احتمالات مربوط به اینکه شرکت از طریق اشتباه در قیمت گذاری، مازاد سرمایه بدست آورد را کاهش دهد. بنابراین، افشای اطلاعات با کیفیت بالا می‌تواند کارایی تخصیص منابع در بازار سرمایه را بهبود بخشد و مقدار بیشتری از منابع بازار را بدست آورد و سپس در پروژه‌های با NPV بالاتر سرمایه‌گذاری کند. اگرچه وجه نقد موجود کافی نباشد، بتدریج کم سرمایه‌گذاری کاهش یافته و از بیش سرمایه‌گذاری نیز جلوگیری می‌شود. بوشمن و اسمیت (۲۰۰۱) نشان دادند که افشای اطلاعات با کیفیت بالا می‌تواند ضمن کاهش خطر اخلاقی و انتخاب نادرست و افزایش اثربخشی بازار سرمایه، کارایی سرمایه‌گذاری را بهبود بخشد که این نتایج توسط تحقیقات تجربی بعدی مانند وردی، ۲۰۰۶، بیدل و هیلاری، ۲۰۰۶، مک نیکولز و استابن، ۲۰۰۸، بیدل و همکاران، ۲۰۰۹، ژو، ۲۰۰۹، بوشمن و همکاران، ۲۰۱۱، بالا کریشنان و همکاران نیز تایید گردید. ضمناً، اطلاعات غیرمالی آینده‌نگر افشا شده توسط شرکت‌ها از قبیل سرمایه‌گذاری آتی با کیفیت بالا، تصمیمات عملیاتی شرکت و پیشرفت پروژه‌های سرمایه‌گذاری، باعث می‌گردد که مدیران به هنگام اتخاذ تصمیمات سرمایه‌گذاری، محافظه کارانه‌تر عمل می‌کنند و بدین‌طریق رفتارهای سرمایه‌گذاران ناکارآمد در شرکت کاهش می‌یابد (ژانگ و لو، ۲۰۰۹، کوان و وو، ۲۰۱۰).

۲-۴- پیشینه تحقیق

تان و لیو (۲۰۱۷) به بررسی تاثیر اطلاعات غیرمالی آینده‌نگر بر کارایی سرمایه‌گذاری شرکت پرداختند آن‌ها دریافتند در شرکت‌هایی که دارای رتبه عالی (A) و خوب (B) هستند، فرضیه فرصت طلبی در حال کاهش و فرضیه شفافیت اطلاعات رو به افزایش است که حاکی از آن است که این گونه شرکت‌ها تمایل به افشای

اطلاعات با کیفیت بالا برای جلب اعتماد سرمایه‌گذاران دارند و آن‌ها را از شرکت‌هایی که در موقعیت مالی بدی هستند، متمایز می‌سازد. بنابراین از یک‌طرف شرکت‌های با رتبه بالا، اطلاعات غیرمالی آینده‌نگر اعتماد سرمایه‌گذاران را فراهم می‌سازد و آن‌ها به سهولت تصمیمات سرمایه‌گذاری را اتخاذ می‌کنند، در نتیجه محدودیت‌های مالی شرکت تا حدود زیادی در مقایسه با شرکت‌های با رتبه کم کاهش می‌یابد. از طرف دیگر، نتایج تحقیق آن‌ها نشان داد که در شرکت‌ها با رتبه بالا، اطلاعات غیرمالی آینده‌نگر می‌تواند عدم تقارن اطلاعاتی بین شرکت‌ها و سرمایه‌گذاران را بطور موثری کاهش دهد و منابع مالی نزدیک به سطح بهینه را بدست خواهند آورد. سپس سرمایه‌گذاری کمتر از حد کاهش و فرصت‌های مربوط به سرمایه‌گذاری بیش از حد نیز از بین می‌رود. دینگ و همکاران (۲۰۱۶) در تحقیقی با عنوان کیفیت گزارشگری مالی و محدودیت‌های تامین مالی خارجی نشان دادند که کیفیت سود بهتر، دسترسی شرکت‌های خصوصی به تامین مالی را افزایش می‌دهد و در نتیجه هزینه بدهی آن‌ها کاهش می‌یابد. نتایج تحقیق آن‌ها همچنین نشان داد که در مناطق کمتر توسعه یافته این تاثیر بیشتر است. تان و همکاران (۲۰۱۵) در پژوهشی به بررسی رابطه بین افشای اختیاری اطلاعات غیرمالی آینده‌نگر و کارایی سرمایه‌گذاری در بازار سرمایه شنزن و شانگهای چین در دوره زمانی ۲۰۰۵ الی ۲۰۱۱ پرداختند. یافته‌های پژوهش نشان می‌دهد که اطلاعات غیرمالی آینده‌نگر، کم سرمایه‌گذاری را کاهش می‌دهد اما منجر به بیش سرمایه‌گذاری می‌گردد. این تاثیر بتدریج طی دوره زمانی کاهش می‌یابد. علاوه بر این، نتایج نشان می‌دهد که حاکمیت شرکتی به بهبود کیفیت اطلاعات غیرمالی آینده‌نگر کمک می‌کند که باعث افزایش اطمینان سرمایه‌گذاران و کاهش محدودیت‌های مالی گردیده است. وانگ و همکاران (۲۰۱۵) در تحقیقی به بررسی ارتباط بین کیفیت گزارشگری مالی و کارایی سرمایه‌گذاری و جریان‌های نقد آزاد در ۳۷۲۶ شرکت پذیرفته‌شده در بورس چین در فاصله‌زمانی بین ۲۰۰۸-۲۰۱۲ پرداختند، نتایج تحقیق آن‌ها نشان داد که کیفیت گزارشگری مالی هم با بیش سرمایه‌گذاری و هم کم سرمایه‌گذاری رابطه منفی و معناداری وجود دارد. آن‌ها همچنین به این نتیجه رسیدند که ارتباط بین کیفیت گزارشگری مالی و بیش سرمایه‌گذاری در شرکت‌های با جریان‌های نقد آزاد بالاتر قوی‌تر است. گوماریز و بالستا (۲۰۱۳) در تحقیقی به بررسی ارتباط بین کیفیت گزارشگری مالی و کارایی سرمایه‌گذاری و تأثیر ساختار سررسید بدهی بر این ارتباط پرداختند. نتایج تحقیق آن‌ها نشان داد که افزایش کیفیت گزارشگری مالی مشکلات مربوط به کم سرمایه‌گذاری و بیش سرمایه‌گذاری را کاهش می‌دهد، همچنین نتایج نشان داد که ساختار سررسید بدهی تأثیر منفی بر ارتباط بین کیفیت گزارشگری مالی و کارایی سرمایه‌گذاری دارد. چنگ و همکاران (۲۰۱۲) با بررسی تأثیر عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیران و سرمایه‌گذاران بر روابط بین اطلاعات غیرمالی آینده‌نگر (FNFI) و عدم تقارن اطلاعاتی دریافتند که اطلاعات غیرمالی آینده‌نگر نمی‌تواند عدم تقارن اطلاعاتی را کاهش دهد اما در عوض آن را تشدید هم می‌کند. آن‌ها همچنین نشان دادند که تأمین مالی خارجی متغیر مداخله‌گر بین اطلاعات غیرمالی آینده‌نگر و کارایی سرمایه‌گذاری است.

هاشمی و همکاران (۱۳۹۶) به بررسی اثر نوسانات جریان‌های نقدی عملیاتی بر سرمایه‌گذاری شرکت‌ها، با توجه به محدودیت تأمین مالی پرداختند. برای آزمون فرضیه‌ها، نمونه‌ای شامل ۱۲۹ شرکت از شرکت‌های پذیرفته

شده در بورس اوراق بهادار تهران در سال‌های ۱۳۸۵ تا ۱۳۹۲ انتخاب شده‌اند. روش مورد استفاده به منظور آزمون فرضیه‌ها، رگرسیون حداقل مربعات تعمیم یافته است. نتایج حاصل از فرضیه‌های پژوهش نشان می‌دهد که در شرکت‌های دارای محدودیت مالی، با رشد منفی و مثبت جریان نقدی عملیاتی، نوسان‌های جریان نقدی عملیاتی بر سرمایه‌گذاری تأثیر منفی دارند. همچنین رشد منفی در مقایسه با رشد مثبت تأثیر بیشتری بر سرمایه‌گذاری شرکت‌ها دارد. در حالی که در شرکت‌های فاقد محدودیت مالی، رابطه‌ای میان نوسان‌های جریان نقدی عملیاتی با سرمایه‌گذاری شرکت وجود ندارد.

یزدی (۱۳۹۵) در تحقیقی به بررسی تأثیر کیفیت افشاء بر رابطه بین کیفیت گزارشگری مالی و کارایی سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی ۱۳۸۷ الی ۱۳۹۳ با استفاده از اطلاعات ۱۵۰ شرکت پرداخت. نتایج تحقیق نشان داد که بین کیفیت گزارشگری مالی و کارایی سرمایه‌گذاری رابطه‌ی مثبت و معنی‌داری و بین کیفیت گزارشگری مالی با کم (بیش) سرمایه‌گذاری رابطه منفی و معنی‌داری وجود دارد. همچنین نتایج تحقیق حاکی از این بود که کیفیت افشاء باعث افزایش کیفیت گزارشگری مالی شده و کیفیت گزارشگری مالی بالا نیز افزایش کارایی سرمایه‌گذاری و کاهش (کم) و بیش سرمایه‌گذاری را در پی دارد. زارعی و همکاران (۱۳۹۴) در تحقیقی به بررسی دو عامل اثرگذار بر کارایی سرمایه‌گذاری، یعنی کیفیت گزارشگری مالی و سررسید بدهی در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی ۱۳۸۸ الی ۱۳۹۲ پرداختند. یافته‌های این تحقیق نشان می‌دهد که افزایش کیفیت گزارشگری مالی باعث بهبود کارایی سرمایه‌گذاری از طریق کاهش مشکل سرمایه‌گذاری بیشتر و کمتر از حد مطلوب می‌شود. همچنین کوتاه‌تر کردن سررسید بدهی، موجب ارتقاء کارایی سرمایه‌گذاری از طریق کاهش مشکل سرمایه‌گذاری بیشتر از حد مطلوب می‌شود. از سوی دیگر، اثر کیفیت گزارشگری مالی بر کارایی سرمایه‌گذاری برای شرکت‌هایی که سررسید بدهی کوتاه‌تری دارند، ضعیف‌تر است. به بیان دیگر، تأثیر مثبتی که گزارشگری مالی با کیفیت و کوتاه بودن سررسید بدهی بر کارایی سرمایه‌گذاری دارند، تا حدودی جایگزین یکدیگر هستند.

۳- فرضیه‌های پژوهش

با توجه به ادبیات و مبانی نظری پژوهش و پژوهش‌های پیشین، فرضیه‌های پژوهش به شرح زیر تدوین شده است:

- ◀ فرضیه اول: کیفیت افشای اطلاعات بر رابطه بین اطلاعات غیرمالی آینده‌نگر و محدودیت‌های تامین مالی تأثیر دارد
- ◀ فرضیه دوم: کیفیت افشای اطلاعات بر رابطه بین اطلاعات غیرمالی آینده‌نگر و کارایی سرمایه‌گذاری تأثیر دارد

۴- روش پژوهش

این پژوهش از نظر نتیجه پژوهش کاربردی است، زیرا به کیفیت افشای اطلاعات بر رابطه بین اطلاعات غیرمالی آینده‌نگر و محدودیت‌های تامین مالی و کارایی سرمایه‌گذاری در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌پردازد و در جهت تبیین روابط و ارائه پیشنهاداتی جهت ارتقاء بازار سرمایه می‌باشد و از نظر هدف جز تحقیقات تحلیلی و از نوع همبستگی است. همچنین با توجه به اینکه داده‌های مورد استفاده در پژوهش حاضر اطلاعات واقعی و تاریخی است، آن را می‌توان از نوع پس رویدادی طبقه بندی کرد. جامعه آماری این پژوهش شامل شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و برای دوره زمانی ۱۳۸۹ تا ۱۳۹۵ می‌باشد. به دلیل گستردگی و حجم آماری جامعه و وجود برخی ناهماهنگی‌ها میان اعضاء جامعه، برای انتخاب نمونه آماری به روش حذف سیستماتیک استفاده شده است. بدین منظور از بین جامعه آماری تعداد ۱۵۰ شرکت (۱۰۵۰ سال - شرکت) به عنوان شرکت‌های نمونه جهت برآورد مدل‌ها و آزمون فرضیه‌ها انتخاب شده است.

در این پژوهش، گردآوری اطلاعات و داده‌های مورد نیاز در دو مرحله انجام شده است: در مرحله اول برای تدوین مبانی نظری پژوهش از روش کتابخانه‌یی و در مرحله دوم، برای گردآوری داده‌های مورد نظر از اطلاعات ارائه شده در سایت اطلاع رسانی بانک مرکزی و صورت‌های مالی ارائه شده به سازمان بورس اوراق بهادار و سایر منابع اطلاعاتی مرتبط مانند بانک اطلاعاتی تدبیرپرداز و ره‌آورد نوین استفاده شده است. برای تجزیه و تحلیل داده‌های پژوهش، از روش‌های آمار توصیفی و آمار استنباطی استفاده شده است. ابتدا با استفاده از نرم‌افزار Excel-2007 متغیرهای پژوهش از روی داده‌های خام آماده و سپس با استفاده از نرم‌افزار Eviews9 و به کمک رگرسیون روش حداقل مربعات معمولی (OLS) با رویکرد داده‌های تلفیقی و در سطوح معناداری ۵٪ تجزیه و تحلیل نهایی انجام شد.

۵- متغیرها و مدل‌های پژوهش

نحوه اندازه‌گیری متغیرهای پژوهش به تفکیک متغیرهای مستقل و وابسته اهمیت دارد و در جدول شماره ۱ به بررسی آن‌ها پرداخته می‌شود.

جدول (۱): نحوه اندازه‌گیری متغیرهای پژوهش

نوع متغیر	نام متغیر	نماد	تعریف متغیر
متغیرهای وابسته	بیش سرمایه‌گذاری	OVER	باقیمانده مثبت بدست آمده از مدل رگرسیونی ریچاردسون (۲۰۰۶)
	کم سرمایه‌گذاری	Under	باقیمانده منفی بدست آمده از مدل رگرسیونی ریچاردسون (۲۰۰۶)
	تغییر در وجه نقد	$\Delta Cash$	خالص افزایش در وجه نقد و معادل‌های نقدی تقسیم بر مجموع دارایی‌ها در ابتدای دوره
	اطلاعات غیرمالی آینده‌نگر	FNFI	به پیروی از تان و لیو (۲۰۱۷) و با تغییراتی در سیستم رتبه بندی افشای اطلاعات

نوع متغیر	نام متغیر	نماد	تعریف متغیر
متغیرهای مستقل			ارایه شده توسط آن‌ها، ۷ عامل شامل (روند توسعه شرکت، دریافت گواهینامه‌ها و دریافت استاندارد مربوط به کیفیت و یا محیط زیست، ارتباط با مشتریان و خدمات پس از فروش، انجام خدمات اینترنتی شامل فروش مناقصه و ثبت سفارش، وجود طبقه بندی مشاغل در سازمان، گزارش عملکرد زیست محیطی و سهم از بازار محصولات یا خدمات اصلی) طراحی شد. اگر هریک از این اطلاعات توسط شرکت افشا شده باشد، امتیاز عدد یک و در غیر اینصورت عدد صفر داده می‌شود، سپس میانگین امتیازات بدست آمده به عنوان شاخص افشای تاثیر اطلاعات غیرمالی آینده‌نگر شرکت در نظر گرفته می‌شود
			$FNI(1) = \frac{\text{مجموع امتیازات افشا شده}}{7}$
متغیرهای کنترلی	امتیاز کیفیت افشای اطلاعات	Degree	یک متغیر دوارزشی است که اگر امتیاز حاصله از امتیاز افشای اطلاعات غیرمالی بیش از میانگین باشد، عدد یک و در غیر اینصورت عدد صفر بخود می‌گیرد.
	جریان نقد عملیاتی	CFO	خالص جریان نقد حاصل از فعالیت‌های عملیاتی تقسیم بر مجموع دارایی‌های ابتدای دوره
	اندازه شرکت	SIZE	لگاریتم طبیعی مجموع دارایی‌ها
	درآمد فروش	REVENUE	درآمد فروش تقسیم بر مجموع دارایی‌های ابتدای دوره
	جریان وجه نقد آزاد	FCF	جریان نقد آزاد تقسیم بر مجموع دارایی‌های ابتدای دوره و جریان نقد آزاد برابر است با مجموع سودخالص، هزینه‌های بهره، هزینه‌های غیرنقدی منهای افزایش در سرمایه در گردش و سرمایه‌گذاری در دارایی‌های سرمایه‌ای
	نرخ باده دارایی‌ها	ROA	سود خالص تقسیم بر مجموع دارایی‌های پایان دوره
	نسبت Q توبین	Tobin Q	مجموع ارزش بازار حقوق صاحبان سهام و ارزش دفتری بدهی‌ها تقسیم بر مجموع دارایی‌های پایان دوره
نرخ رشد	GOA	نرخ رشد مجموع دارایی‌ها	
اهرم مالی	LEVERGE	مجموع بدهی‌ها تقسیم بر مجموع دارایی‌های ابتدای دوره	

برای آزمون فرضیه اول مبنی بر اینکه آیا اطلاعات غیرمالی آینده‌نگر می‌تواند محدودیت‌های تامین مالی را کاهش دهد و آیا امتیاز بالای کیفیت افشای اطلاعات می‌تواند اطمینان سرمایه‌گذاران در باره اطلاعات غیرمالی آینده‌نگر را افزایش دهد و سپس رابطه بین اطلاعات غیرمالی آینده‌نگر و محدودیت‌های تامین مالی را تشدید می‌کند، به پیروی از پژوهش تان و لیو (۲۰۱۷) و آلمیدا و همکاران (۲۰۰۴) از مدل رگرسیونی چندمتغیره (۱) استفاده می‌شود:

مدل (۱)

$$\Delta Cash = \beta_0 + \beta_1 CFO + \beta_2 FNFI + \beta_3 FNFI * CFO + \beta_4 FNFI * Degree + \beta_5 Degree * CFO + \beta_6 FNFI * Degree * CFO + \beta_7 Degree + \beta_8 Size + \beta_9 TobinQ + \beta_{10} \Delta STD + \beta_{11} \Delta NWC + \beta_{12} Expenditure + \varpi$$

ضریب β_3 اثر اطلاعات غیرمالی آینده‌نگر بر حساسیت جریان وجه نقد که بیانگر محدودیت تامین مالی است، را اندازه‌گیری می‌کند. ضریب β_6 بیانگر تأثیر امتیاز کیفیت افشای اطلاعات بر رابطه بین اطلاعات غیرمالی آینده‌نگر و کارایی سرمایه‌گذاری است. لذا انتظار می‌رود که ضریب β_3 و ضریب β_6 بصورت معناداری منفی باشند، که نشان‌دهنده آن است که اطلاعات غیرمالی آینده‌نگر بیشتر، می‌تواند محدودیت تامین مالی را کاهش دهد و هرچه کیفیت افشای اطلاعات، بیشتر باشد، می‌تواند رابطه بین این دو متغیر را تشدید کند.

برای آزمون فرضیه دوم مبنی بر اینکه آیا اطلاعات غیرمالی آینده‌نگر می‌تواند کارایی سرمایه‌گذاری را بهبود ببخشد و یا این رابطه در شرکت‌های با امتیاز بالای کیفیت افشای اطلاعات قوی است، به پیروی از پژوهش تان و لیو (۲۰۱۷) و ریچاردسون (۲۰۰۶) از مدل رگرسیونی چندمتغیره (۳) استفاده می‌شود:

ریچاردسون (۲۰۰۶) وجوه سرمایه‌گذاری شرکت را به دو گروه مخارج سرمایه‌گذاری مورد انتظار و سرمایه‌گذاری غیرمنتظره یا غیرعادی تقسیم نمود. وی برای برآورد سرمایه‌گذاری مورد انتظار از مدل رگرسیونی چند متغیره (۲) استفاده نمود:

مدل (۲)

$$I_{NEW,t} = \alpha_0 + \beta_1 V/P_{t-1} + \beta_2 Leverage_{t-1} + \beta_3 Cash_{t-1} + \beta_4 Age_{t-1} + \beta_5 Size_{t-1} + \beta_6 Stock>Returns_{t-1} + \beta_7 I_{NEW,t-1} + \sum Year.indicator + \sum Industry.indicator + \varepsilon$$

که در آن: I_{NEW} مخارج سرمایه‌گذاری در پروژه‌های جدید، V/P ارزش شرکت، $Leverage$ اهرم مالی، $Cash$ وجوه نقد، Age عمر شرکت، $Size$ اندازه شرکت و $Stock>Returns$ بازده سهام، باقیمانده مدل (ε) همان سرمایه‌گذاری غیرمنتظره (غیرعادی) است اگر مثبت باشد بیش سرمایه‌گذاری و اگر منفی باشد معرف کم سرمایه‌گذاری می‌باشد.

تان و لیو (۲۰۱۷) با استفاده از مدل ریچاردسون (۲۰۰۶)، سرمایه‌گذاری شرکت را به دو بخش تقسیم نمود. بخش اول شامل هزینه‌های عملیاتی است که برای نگهداری دارایی‌ها و سرمایه‌گذاری برنامه ریزی شده استفاده می‌گردد که در واقع در ارتباط با فرصت‌های رشد شرکت، محدودیت‌های مالی و فاکتورهای صنعت می‌باشد. بخش دوم سرمایه‌گذاری‌های غیرمنتظره (غیرعادی) است که اگر مثبت باشد، بیش سرمایه‌گذاری و اگر منفی باشد، کم سرمایه‌گذاری محسوب می‌شود.

مدل (۳)

$$INEF = \alpha_0 + \alpha_1 FNFI + \alpha_2 Degree + \alpha_3 FNFI * Degree + \alpha_4 Size + \alpha_5 Revenue + \alpha_6 FCF + \alpha_7 ROA + \alpha_8 TobinQ + \alpha_9 GOA + \alpha_{10} Lev + \varepsilon$$

INEF = کارایی سرمایه‌گذاری که شامل بیش سرمایه‌گذاری (Over) و کم سرمایه‌گذاری (Under) می‌باشد. بر اساس الگوی تان و ليو (۲۰۱۷) اگر ضریب α_1 بطور معناداری منفی باشد در اینصورت INEF بیانگر بیش سرمایه‌گذاری است و اگر α_1 مثبت باشد INEF حاکی از کم سرمایه‌گذاری می‌باشد. ضریب α_3 بیانگر تاثیر امتیاز کیفیت افشای اطلاعات بر رابطه بین اطلاعات غیرمالی آینده‌نگر و کارایی سرمایه‌گذاری است. لذا همانند α_1 انتظار می‌رود که ضریب α_3 نیز بیانگر این باشد که کیفیت افشای بالای اطلاعات غیرمالی آینده‌نگر می‌تواند کم سرمایه‌گذاری را کاهش دهد و همزمان بیش سرمایه‌گذاری نیز بهبود یابد

۶- یافته‌های پژوهش

۶-۱- آماره‌های توصیفی پژوهش

آماره‌های توصیفی شمایی کلی از وضعیت توزیع داده‌های پژوهش ارائه می‌کنند. نتایج این آزمون در جدول شماره (۲) ارائه شده است.

جدول (۲): آماره‌های توصیفی تحقیق

چولگی	انحراف معیار	حداقل	حداکثر	میان	میانگین	
۰,۴۶	۰,۰۵	۰,۳۵	۰,۶۳	۰,۴۷	۰,۴۷	$\Delta Cash$
۰,۳۵	۰,۱۹	-۱۰۸۹۵	۴۸۸۸	۱۴۵۲	۱۷۱۶	INEF
۰,۱۹	۰,۲۲	-۰,۲۶	۱,۳۴	۰,۰۷	۰,۱۳	CFO
۰,۸۱	۰,۴۶	۰,۰۰	۱	۰,۲۵	۰,۳۱	FNFI
۰,۵۳	۰,۷۰	۴,۴۷	۷,۸۶	۵,۸۸	۵,۹۳	SIZE
۰,۰۱	۰,۰۸	۰,۰۴	۵,۱۵	۰,۳۴	۰,۷۳	QTOBIN
۰,۲۹	۰,۱۸	۰,۰۵	۰,۸۱	۰,۰۶	۰,۱۲	REVENU
۰,۴۴	۰,۰۹	۲,۲۱	۴,۹۵	۲,۷۹	۳,۲۲	FCF
۰,۳۹	۰,۲۱	-۰,۲۵	۱,۰۷	۰,۱۳	۰,۲۰	ROA
۰,۵۶	۰,۱۳	۰,۰۱	۰,۸۰	۰,۰۵	۰,۱۰	GOA
-۰,۵۳	۰,۱۶	۰,۱۵	۰,۷۹	۰,۶۵	۰,۶۱	LEVE
۱۰۵۰	۱۰۵۰	۱۰۵۰	۱۰۵۰	۱۰۵۰	۱۰۵۰	مشاهدات

اصلی‌ترین شاخص مرکزی، میانگین است که نشان دهنده نقطه تعادل و مرکز ثقل توزیع است و شاخص خوبی برای نشان دادن مرکزیت داده‌هاست. همانطور که در جدول (۲) نشان داده شده است میانگین نسبت وجه نقد بدست آمده توسط شرکت‌ها ۰,۴۷ بوده و میزان کارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌های مورد بررسی طی سال‌های مورد آزمون برابر با ۰,۱۷۱۶ میلیون ریال است.

میانه یکی دیگر از شاخص‌های مرکزی می‌باشد که وضعیت جامعه را نشان می‌دهد. همانطور که مشاهده می‌شود میانه متغیر نسبت وجه نقد ۰,۴۷ و متغیر کارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌ها ۱۴۵۲ میلیون ریال می‌باشد که نشان می‌دهد که نیمی از داده‌ها کمتر از این مقدار و نیمی دیگر بیشتر از این مقدار هستند. به طور کلی پارامترهای پراکندگی، معیاری برای تعیین میزان پراکندگی از یکدیگر یا میزان پراکندگی آن‌ها نسبت به میانگین است. از مهم‌ترین پارامترهای پراکندگی، انحراف معیار است. در بین متغیرهای تحقیق، نسبت وجه نقد و اندازه شرکت به ترتیب دارای کمترین و بیشترین میزان پراکندگی می‌باشند. میزان عدم تقارن منحنی فراوانی را چولگی می‌نامند. اگر ضریب چولگی صفر باشد، جامعه کاملاً متقارن است و چنانچه این ضریب مثبت باشد، چولگی به راست و اگر ضریب منفی باشد چولگی به سمت چپ است. متغیر کیوتوبین کمترین عدم تقارن و اطلاعات غیرمالی آینده‌نگر بیشترین عدم تقارن را نسبت به توزیع نرمال دارند.

۲-۶- آزمون نرمال بودن متغیرهای پژوهش

به منظور تأیید فرض نرمال بودن از آزمون جارک - برا (JB) استفاده شده است. نتایج این آزمون در جدول شماره (۳) ارائه شده است. همان‌طور که مشاهده می‌شود آماره‌ی آزمون نرمال بودن متغیرها و سطح معناداری آن‌ها بیانگر تأیید فرضیه‌ی H_0 و رد فرضیه‌ی H_1 بوده است. به بیان دیگر، متغیرهای به کار رفته در مدل و جملات خطای رگرسیون تحقیق توزیع غیرنرمال نیست.

جدول (۳): نتایج آزمون نرمال بودن متغیر وابسته‌ی تحقیق

INEF	CASH	RESID	نام متغیر آزمون
۱,۵۰	۰,۳۰	۱,۵۴	آماره آزمون Jarque-Bera
۰,۴۰	۰,۸۱	۰,۴۶	p.v

۳-۶- آزمون ناهمسانی واریانس

نتایج حاصل از آزمون همسانی واریانس باقی‌مانده‌های مدل‌های پژوهش با استفاده از آزمون وایت، آزمون گلجسر، آزمون آرچ و بروش پاگان در جدول شماره‌ی (۴) قابل مشاهده است.

جدول (۴): نتایج آزمون همسانی واریانس باقیمانده‌های مدل رگرسیون

نتیجه	آزمون LM	آزمون وایت	آزمون گلجسر	آزمون بروش-پاگان		
					آماره F	مدل اول
همسانی واریانس	۱۸,۳۱	۱,۳۱	۱,۵۲	۱,۲۳	F	مدل اول
	۰,۱۹	۰,۱۹	۰,۰۹	۰,۲۴	p.v	
همسانی واریانس	۱۲,۴۴	۱,۲۴	۱,۴۰	۰,۹۵	F	مدل دوم
	۰,۲۵	۰,۲۵	۰,۱۴	۰,۴۸	p.v	

همان‌طور که در جدول (۴) مشاهده می‌شود از آنجایی که سطح خطای آزمون‌های مزبور در مدل‌های تحقیق از ۵٪ بزرگتر بوده لذا آماره‌های آزمون نشان‌دهنده همسانی واریانس بوده و از روش حداقل مربعات معمولی (OLS) استفاده می‌شود.

۴-۶- آزمون تعیین مدل مناسب در داده‌های ترکیبی

برای انتخاب بین روش‌های داده‌های تابلویی و داده‌های تلفیقی، از آزمون F لیمر استفاده شده است. در آزمون F لیمر، فرضیه H_0 یکسان بودن عرض از مبدأها (داده‌های تلفیقی) در مقابل فرضیه مخالف H_1 ناهمسانی عرض از مبدأها (روش داده‌های تابلویی) قرار می‌گیرد. نتیجه این آزمون نشان می‌دهد که در مدل‌های پژوهش، مقاطع مورد بررسی همگن بوده و روش داده‌های تلفیقی (Pooled data) مناسب‌تر می‌باشند. خلاصه نتایج آزمون F لیمر در جدول (۵) ارائه شده است.

جدول (۵): نتایج آزمون F لیمر (همسانی عرض از مبدأهای مقاطع)

نوع آزمون	نتیجه آزمون	p-v	آماره F	مدل	آزمون چاو
داده‌های تلفیقی	H_0 رد نمی‌شود	۰,۹۸	۰,۱۷	مدل اول	H_0 یکسانی عرض از مبدأهای مقاطع
داده‌های تلفیقی	H_0 رد نمی‌شود	۰,۹۹	۰,۱۱	مدل دوم	H_0 یکسانی عرض از مبدأهای مقاطع

۵-۶- نتایج برآورد مدل‌های پژوهش

۵-۶-۱- نتیجه‌ی آزمون مدل اول پژوهش

نتایج آزمون مدل اول پژوهش در سطح داده‌های ترکیبی در جدول (۶) به شرح زیر بیان می‌شود.

جدول (۶): نتایج آزمون مدل پژوهش در سطح داده‌های ترکیبی به روش OLS

علامت اختصاری	ضرایب	تی-استیودنت	سطح خطا	VIF
α	۰,۵۱	۲۷,۷	۰,۰۰	
CFO	۰,۰۶	۲,۶۹	۰,۰۰	۱,۰۹
FNFI	-۰,۰۱	-۲,۱۱	۰,۰۳	۲,۰۱
FNFI*CFO	-۰,۰۸	-۲,۱۰	۰,۰۳	۱,۰۱
FNFI*Degree	-۰,۰۵	-۳,۳۵	۰,۰۰	۱,۰۶
CFO*Degree	-۰,۰۱	-۲,۰۸	۰,۰۳	۱,۰۰۲
FNFI*Degree*CFO	-۰,۱۵	-۲,۸۷	۰,۰۰	۱,۰۲
DEGREE	۰,۰۸	۱,۲۲	۰,۲۱	۲,۱۸
SIZE	۰,۰۴	۲,۷۰	۰,۰۰	۱,۰۵
QTOBIN	۰,۰۱	۲,۶۹	۰,۰۰	۱,۰۸
REVENU	۰,۰۴	۱,۹۷	۰,۰۴	۱,۲۱
FCF	۰,۰۱	۰,۶۵	۰,۵۱	۱,۰۷
ROA	۰,۰۱	۰,۴۰	۰,۱۶	۱,۰۲
GOA	۰,۰۱	۱,۹۹	۰,۰۴	۱,۱۹
LEVE	-۰,۰۳	-۲,۳۱	۰,۰۱	۱,۰۱
ضریب تعیین تعدیل شده R^2		۰,۴۳۸		
F رگرسیون (سطح خطا)		۱۹۸,۳۲ (۰,۰۰۰)		
دوربین واتسون		۲,۱۶		

همان‌گونه که در جدول (۶) مشاهده می‌شود، معناداری آماره فیشر (۱۹۸,۳۲) در سطح ۵٪ حاکی از معناداری کلی مدل برآورد شده است. بنابراین، مدل پژوهش در کل معنی دار بوده و متغیرهای مستقل و کنترلی توانایی توضیح متغیر وابسته را دارند. علاوه بر این ضریب تعیین تعدیل شده (R^2) ۰,۴۳۸ است. این عدد نشان می‌دهد که تقریباً ۴۴ درصد از تغییرات متغیر وابسته را می‌توان به متغیرهای مستقل و کنترلی نسبت داد. مقدار آماره دوربین واتسون (۲,۱۶) حاکی از عدم وجود مشکل خودهمبستگی سریالی مرتبه اول در اجزای اخلاص مدل برآورد شده است، لذا نتایج مدل برآورد شده کاذب نیست و تخمین مدل قابل اتکاست. مقدار شاخص عامل تورم واریانس (VIF) نیز نشان می‌دهد که متغیرهای مستقل مدل اول با هم مشکل همخطی شدید ندارند.

فرضیه‌ی اول: "کیفیت افشای اطلاعات بر رابطه بین اطلاعات غیرمالی آینده‌نگر و محدودیت‌های تامین مالی تاثیر دارد"

با توجه به نتایج جدول (۶) ضریب اطلاعات غیرمالی آینده‌نگر $-0,01$ و در سطح اطمینان 95% نیز معنادار است و بین اطلاعات غیرمالی آینده‌نگر و محدودیت تامین مالی رابطه معکوس و معنی داری وجود دارد. همچنین ضریب β_3 اثر اطلاعات غیرمالی آینده‌نگر بر حساسیت جریان وجه نقد که بیانگر محدودیت تامین مالی است، این ضریب نیز $-0,08$ و در سطح اطمینان 95% معنی دار است. ضریب β_6 نیز بیانگر تاثیر امتیاز کیفیت افشای اطلاعات بر رابطه بین اطلاعات غیرمالی آینده‌نگر و کارایی سرمایه‌گذاری است که ضریب آن $-0,15$ و با توجه به آماره تی استیودنت $2,87$ و سطح خطای $0,00$ با اطمینان 95% مورد تایید قرار می‌گیرد. لذا همانطور که انتظار می‌رفت ضریب β_3 و ضریب β_6 بصورت معناداری منفی هستند، که نشان دهنده آن است که اطلاعات غیرمالی آینده‌نگر می‌تواند محدودیت تامین مالی را کاهش دهد و کیفیت افشای بالای اطلاعات می‌تواند رابطه بین این دو متغیر را تشدید کند. با توجه به این نتایج فرضیه اول پژوهش در سطح اطمینان 95% مورد تایید قرار می‌گیرد.

۶-۵-۲- نتیجه‌ی آزمون مدل دوم پژوهش

نتایج آزمون مدل دوم تحقیق در سطح داده‌های ترکیبی در جدول (۷) به شرح زیر بیان می‌شود:

جدول (۷): نتایج آزمون مدل دوم پژوهش در سطح داده‌های ترکیبی به روش OLS

علامت اختصاری	ضرایب	تی-استیودنت	سطح خطا	VIF
α	-۳۲۸۸	-۰,۴۰	۰,۶۸	
FNFI	-۰,۰۵	-۲,۵۵	۰,۰۱	۱,۰۲
DEGREE	۰,۰۹	۲,۳۳	۰,۰۱	۱,۷۵
FNFI*Degree	-۰,۰۳	-۲,۳۲	۰,۰۱	۲,۱۵
SIZE	۰,۰۵	۳,۱۲	۰,۰۰	۱,۰۱
QTOBIN	۰,۰۴	۲,۹۲	۰,۰۰	۱,۰۷
REVENU	۰,۱۰	۱,۳۸	۰,۱۹	۱,۲۱
FCF	۰,۰۹	۲,۷۵	۰,۰۰	۱,۰۷
ROA	۰,۱۱	۲,۵۳	۰,۰۱	۱,۰۲
GOA	۰,۰۵	۱,۳۴	۰,۱۷	۱,۱۹
LEVE	-۰,۰۴	-۲,۳۱	۰,۰۱	۱,۰۱
ضریب تعیین تعدیل شده R^2		۰,۴۷۶		
F رگرسیون (سطح خطا)		۱۵۵,۶۳ (۰,۰۰۰)		
دوربین واتسون		۱,۹۴		

فرضیه‌ی دوم: "کیفیت افشای اطلاعات بر رابطه بین اطلاعات غیرمالی آینده‌نگر و کارایی سرمایه‌گذاری تأثیر دارد"

برای تایید یا رد این فرضیه ابتدا باید به ضریب α_1 توجه نمود. اگر ضریب α_1 بطور معناداری منفی باشد در اینصورت INEF بیانگر بیش سرمایه‌گذاری است و اگر α_1 مثبت باشد INEF حاکی از کم سرمایه‌گذاری می‌باشد همانگونه که در جدول (۷) مشخص است، سطح خطای $0,01$ و ضریب $-0,05$ برای α_1 بیانگر بیش سرمایه‌گذاری است. ضریب α_3 نیز بیانگر تأثیر امتیاز کیفیت افشای اطلاعات بر رابطه بین اطلاعات غیرمالی آینده‌نگر و کارایی سرمایه‌گذاری است. با توجه به اینکه ضریب مزبور $-0,03$ و سطح خطای آن $0,01$ می‌باشد لذا با اطمینان 95% این مساله تایید می‌شود. همچنین ضریب متغیر کیفیت افشای اطلاعات $0,09$ و در سطح اطمینان 95% مورد تایید قرار گرفته و ضریب اطلاعات غیرمالی آینده‌نگر نیز $0,05$ و در سطح اطمینان 95% تایید شده است. حال زمانی که متغیر کیفیت افشا در متغیر اطلاعات غیرمالی آینده‌نگر ضرب شده و اثر تعدیلی ایجاد می‌کند باعث می‌شود تا ضریب آن به $-0,03$ تقلیل یابد که نشان می‌دهد کیفیت افشای بالای اطلاعات غیرمالی آینده‌نگر می‌تواند کم سرمایه‌گذاری را کاهش دهد و همزمان بیش سرمایه‌گذاری نیز بهبود یابد.

۷- بحث و نتیجه‌گیری

در فرضیه‌ی اول، تأثیر کیفیت افشای اطلاعات بر رابطه بین اطلاعات غیرمالی آینده‌نگر و محدودیت‌های تامین مالی مورد بررسی قرار گرفت. نتایج فرضیه اول نشان داد بین اطلاعات غیرمالی آینده‌نگر و محدودیت تامین مالی رابطه معکوس و معنی داری وجود دارد و کیفیت افشای اطلاعات می‌تواند بر رابطه بین این دو متغیر تأثیرگذار باشد، بگونه‌ای که با افزایش کیفیت افشای اطلاعات حسابداری، تأثیر اطلاعات غیرمالی بر کاهش محدودیت تامین مالی نیز افزایش می‌یابد. این نتایج مطابق فرضیه شفافیت حسابداری می‌باشد که اشعار می‌دارد شرکت‌ها با افشای اطلاعات مالی و عملیاتی واقعی خود نشان می‌دهند که این اطلاعات برای تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران سودمند است. براساس تحقیقات پیشین، به سه طریق می‌توان با افشای اطلاعات، هزینه‌های تامین مالی و محدودیت‌های مالی را کاهش داد: اول، افشای اطلاعات بیشتر می‌تواند نقدشوندگی سهام را بهبود ببخشد و هزینه مبادلات را کاهش دهد. دوم، افشای اطلاعات بیشتر، می‌تواند ریسک پیش‌بینی را بیشتر کاهش دهد و سپس صرف ریسک کاهش می‌یابد. سوم، افشای اطلاعات بیشتر به ایجاد تصویر بهتری از شرکت در بازار می‌گردد و شهرت خوب برای شرکت باقی می‌گذارد. بنابراین، افزایش شفافیت در ارائه اطلاعات، منجر به کاهش عدم تقارن اطلاعاتی، افزایش کیفیت اطلاعات حسابداری و افزایش توانایی مدیران در پاسخگویی به افراد برون سازمانی می‌شود. در نتیجه، مدیران شرکت‌ها با اتخاذ سیاست‌های مالی مناسب و بهینه و همچنین افشای بجا و مناسب در اطلاعات غیرمالی آینده‌نگر باعث کاهش محدودیت در تامین مالی و جلب اعتماد سرمایه‌گذاران می‌شوند. نتایج این فرضیه مطابق نتایج تحقیق تان و لیو (۲۰۱۷)، دینگ و همکاران (۲۰۱۶)، یزدی (۱۳۹۵) و زارعی و همکاران (۱۳۹۴) و مغایر با نتایج چنگ و همکاران (۲۰۱۲) می‌باشد.

در فرضیه‌ی دوم، تاثیر کیفیت افشای اطلاعات بر رابطه بین اطلاعات غیرمالي آینده‌نگر و کارایی سرمایه‌گذاری مورد بررسی قرار گرفت. نتایج فرضیه دوم نشان داد که اطلاعات غیرمالي آینده‌نگر می‌تواند ناکارایی سرمایه‌گذاری را تعدیل کند و کیفیت افشای بالای اطلاعات بر رابطه بین این دو متغیر تاثیرگذار است، به گونه‌ای که هر چه کیفیت افشای اطلاعات افزایش یابد، کم سرمایه‌گذاری کاهش و همزمان بیش سرمایه‌گذاری نیز بهبود می‌یابد. اطلاعات غیرمالي آینده‌نگر افشا شده می‌تواند بوسیله سهامداران جهت نظارت مدیران مورد استفاده قرار گیرد و اطلاعات خصوصی بیشتری برای سرمایه‌گذاران فراهم آورد. از طرف دیگر، افشای اطلاعات با کیفیت بالا می‌تواند احتمالات مربوط به اینکه شرکت از طریق اشتباه در قیمت‌گذاری، مازاد سرمایه بدست آورد را کاهش دهد. بنابراین، افشای اطلاعات با کیفیت بالا می‌تواند کارایی تخصیص منابع در بازار سرمایه را بهبود بخشد. علاوه بر این، اطلاعات غیرمالي آینده‌نگر افشا شده توسط شرکت‌ها باعث می‌گردد که مدیران به هنگام اتخاذ تصمیمات سرمایه‌گذاری، محافظه کارانه‌تر عمل می‌کنند و بدین طریق رفتارهای سرمایه‌گذاران ناکارآمد در شرکت کاهش می‌یابد. بنابراین، افزایش در کیفیت افشای اطلاعات غیرمالي آینده‌نگر به همراه ابزارهای تصمیم‌گیری مناسب که توسط مدیریت اتخاذ می‌شود می‌تواند منجر به افزایش کارایی سرمایه‌گذاری و اثربخشی کامل در جذب سرمایه‌های مناسب و افزایش بهره‌وری در شرکت شود و سیر صعودی لازم برای سودآوری شرکت و اثربخشی مناسب در کارایی سرمایه‌گذاری را به همراه خود دارد. نتایج این فرضیه مطابق نتایج تحقیق تان و لیو (۲۰۱۷)، وانگ و همکاران (۲۰۱۵) و گوماریز و بالستا (۲۰۱۳) و مغایر با نتایج پژوهش تان و همکاران (۲۰۱۵) می‌باشد.

براساس نتایج تحقیق به تدوین کنندگان استانداردهای حسابداری توصیه می‌گردد به منظور اتخاذ تصمیمات مطلوب و حصول پیش‌بینی‌های بهتر، مکانیزم تشویقی طراحی گردد تا شرکت‌ها علاوه بر افشای اطلاعات مالی، اطلاعات غیرمالي مورد نیاز بصورت اختیاری در ضمایم صورت‌های مالی گزارش نمایند. می‌توان گفت افزایش کیفیت گزارشگری مالی باعث افزایش کارایی سرمایه‌گذاری و ساختار مالی شرکت می‌شود و همچنین استفاده‌کنندگان و تصمیم‌گیرندگان خود می‌توانند بر گزارش‌های مالی به‌عنوان یک منبع مهم اطلاعاتی اتکا کرده و این امر باعث سرمایه‌گذاری مناسب و تخصیص بهینه منابع می‌شود.

فهرست منابع

- * خواجه‌ی، شکراله و علیزاده طلاتیه، وحید (۱۳۹۳). بررسی اثرات افشای داوطلبانه بر عدم تقارن اطلاعاتی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه مطالعات تجربی حسابداری مالی، سال یازدهم شماره ۴۲، صص ۱۱۵-۸۹.
- * زارعی، حسین؛ رضایی تبار، وحید و اوحدیان؛ سعید (۱۳۹۴). بررسی نقش کیفیت گزارشگری مالی و سررسید بدهی بر بهبود کارایی سرمایه‌گذاری. پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشکده علوم اقتصادی

- * زنجیردار، مجید، طالبی فراهانی، زرین، موسوی بصری، و لونی، ندا (۱۳۸۹). مقایسه سیستم‌های سنجش عملکرد و تحلیلی بر کارت امتیازی متوازن به عنوان سیستم نوین سنجش عملکرد، شماره ۴۱، خرداد و تیر ۱۳۸۹، بررسی‌های بازرگانی، صص ۳۵-۴۶.
- * قربانی، بهزاد، حسینی غنچه، سیدجلال الدین و محمدیلر، زهرا (۱۳۹۶). تأثیر افشای اطلاعات استراتژیک، غیرمالی و مالی بر مدیریت سود، پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، سال نهم، شماره ۲۳، صص ۴۰-۲۳.
- * هاشمی، سید عباس، امیری، هادی و افیونی، علیرضا (۱۳۹۶). بررسی نوسانات جریان‌های نقدی عملیاتی بر سرمایه‌گذاری شرکت‌ها با در نظر گرفتن محدودیت تأمین مالی، مجله دانش حسابداری، دوره هشتم، شماره ۱، پیاپی ۲۸، صص ۲۹-۴۹.
- * یزدی، بیتا (۱۳۹۵). بررسی تأثیر کیفیت افشا بر رابطه بین کیفیت گزارشگری مالی و کارایی سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار تهران. پایان نامه کارشناسی ارشد دانشگاه آزاد اسلامی واحد رامهرمز.
- * Almeida, H., Campello, M., and Weisbach, M.S. (2004). The Cash Flow Sensitivity of Cash, *Journal of Finance*, 59 (4): 1777-1804.
- * Akerlof, G.A. (1970). The Market for Lemons: Quality, Uncertainty and Market Mechanism, *Quarterly Journal of Economics*, 84(3): 488-500.
- * Biddle, G.C., and Hilary, G. (2006). Accounting Quality and Firm-Level Capital Investment, *Accounting Review*, 81(5): 963-982.
- * Biddle, G.C., Hilary, G., and Verdi, R.S. (2009). How does financial reporting quality relate to investment efficiency? *Social Science Electronic Publishing*, 48 (2-3): 112-131.
- * Botosan, C. and M. Harris. (2000). Motivations for a Change in Disclosure Frequency and Its Consequences: An Examination of Voluntary Quarterly Segment Disclosures. *Journal of Accounting Research*, 38 (2): 329-353
- * Bushman, R.M., and Smith, A.J. (2001). Financial accounting information and corporate governance, *Journal of accounting and economics*, 32 (1-3): 237-333
- * Cheng, X., Youchao, T. and Mengying, L. (2011). Compulsory Disclosure, Earnings Quality and the Process of Marketization: An Analysis Based on Institutional Complementarity [J]. *Journal of Finance and Economics*. 2:60-71.
- * Cheng, X., Youchao, T. and Jianmei, L. (2012). The non-financial information, the external financing, and the investment efficiency: a study based on the constraint of external systems, *Management World*, 28 (7): 137-150.
- * Dhaliwal, D.S., S. Radhakrishnan, A. Tsang and Y. G. Yang. (2012). Nonfinancial Disclosure and Analyst Forecast Accuracy: International Evidence on Corporate Social Responsibility Disclosure, *the Accounting Review*, 87 (3): 723-759
- * Diamond, D. and R. Verrecchia. (1991). Disclosure, Liquidity, and the Cost of Equity Capital [J]. *Journal of Finance*, 46: 1325-1360
- * Glisten, L.R., and Milgrom, P.R. (1985). Bid, ask and transaction prices in a specialist market with heterogeneously informed traders, *Journal of Financial Economics*, 14(1): 71-100.

- * Gomariz, M.F. C. & Ballesta, J.P.S. (2013). Financial reporting quality, debt aturity and investment efficiency. *Journal of Banking and Finance*, Available at: <http://dx.doi.org/10.1016/j.jbankfin.2013.07.013>.
- * Grossman, S.J. (1981). The Informational Role of Warranties and Private Disclosure about Product Quality", *Journal of Law & Economics*, 24(3): 461-483.
- * Grossman, S.J., and Hart, O.D. (1980). Disclosure Laws and Takeover Bids, *Journal of Finance*, 35(2): 323-334.
- * Habib, A. (2014). Managerial talent, investment efficiency and stock price crash risk, 44. Retrieved from <http://ssrn.com/abstract=2517905>
- * Healy, P. M., & Palepu, K. G. (2001). Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature. *Journal of Accounting and Economics*, 31(1-3): 405-440.
- * Jo, H., and Kim, Y. (2007). Disclosure fre Vol quency and earnings management ", *Journal of Financial Economics*, 84(2): 561-590.
- * Lambert, Richard, Leuz, Christian and Verrecchia, Robert E. (2007). Accounting Information, Disclosure, and the Cost of Capital, *Journal of Accounting Research*, 45(2): 385-420
- * Lang, M.H., and Lundholm, R.J. (2000), Voluntary Disclosure and Equity Offerings: Reducing Information Asymmetry or Hying the Stock? *Contemporary Accounting Research*, 17(4): 623-662.
- * Klein, R.W., and Bawa, V.S. (1976). The effect of estimation risk on optimal portfolio choice, *Journal of Financial Economics*, 3(3): 215-231.
- * Mcnichols, M.F., and Stubben, S.R. (2008). Does Earnings Management Affect Firms' Investment Decisions? *Accounting Review*, 83(6): 1571-1603.
- * Milgrom, P.R. (1981). Good News, Bad News: Representation Theorems and Applications, *Bell Journal of Economics*, 12(2): 380-391.
- * Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). The cost of capital corporate finance and the theory of investment. *The American Economic Review*, 48(3):261-970.
- * Muslu, V., Radhakrishnan, S., Subramanyam, K.R., and Lim, D. (2010). Forward-Looking MD&A Disclosures and the Information Environment, *Management Science*, 61(5): 931-948.
- * Quan X, Wu S. (2010). CEO Power, Information Disclosure Quality and Corporate Performance Variability: Empirical Evidence from the Listed Companies in SZSE,
- * Riahi, Y. Arab Mounira Ben, (2011). Disclosure Frequency and Earnings Management an Analysis in the Tunisian Context, *Journal of Accounting and Taxation*, 3(3):47-59
- * Richardson, S. (2006). Over-Investment of Free Cash Flow, *Social Science Electronic Publishing*, 11(2): 159-189.
- * Tan, Youchao, Xu Nan, Liu Xiumei, Zeng, Cheng (2015). Does forward-looking non-financial information consistently affect investment efficiency? *Nankai Business Review International*, 6(1): 2 – 19.
- * Tan, youchao & Liu, yuyu (2017). How do investors view information disclosure quality rating? The effect of FNFI on corporate investment efficiency, *Nankai Business Review International*, 8(2), doi: 10.1108/NBRI-06-2016-002

- * Wang, F, Zhu, Zh, Hoffmire. J. (2015). Financial Reporting Quality, Free Cash Flow, and Investment Efficiency. ICMETM 2015 - International Conference on Modern Economic Technology and Management, Volume 17.
- * Zhang, Z. and Zhu, W. (2007). The empirical study on disclosure quality of listed companies in China, Nankai Economic Studies, 1: 45-59.
- * Zhang C & Lv W, (2009). Disclosure, information intermediary and over-investment. Accounting Research, 1: 60-65
- * Zhou, C. (2009). The influence of earnings quality on capital allocation efficiency and action mechanism, Nankai Business Review, 5: 109-117.

یادداشت‌ها

¹ Forward-looking non-financial information

² CEO matters' hypothesis

³ Managerial Erconfidence hypothesis

⁴ accounting transparency hypothesis

⁵ opportunism hypothesis

⁶ impression management hypothesis