

بررسی تأثیر افشای اطلاعات و رشد دارایی و رشد فروش بر هزینه سرمایه در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

تاریخ دریافت: ۱۴۰۰/۰۴/۳۱

تاریخ پذیرش: ۱۴۰۰/۰۶/۰۴

کد مقاله: ۴۱۱۰۲

عبدالکریم مقدم^۱، علی اصغر صالحی^۲، وریا احمدی^{۳*}

چکیده

سرمایه‌گذاران و تحلیلگران در بحث درخصوص هزینه سرمایه، به طور معمول به میانگین ترکیبی هزینه‌های بدهی شرکت و هزینه سهام، اشاره می‌کنند. هزینه سرمایه متغیری چندبُعدی بوده که متأثر از متغیرهای مختلفی است. بنابراین هدف این پژوهش، مطالعه تأثیر افشای اطلاعات و رشد دارایی و رشد فروش بر هزینه سرمایه در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. این پژوهش از نظر هدف، کاربردی بوده و از نظر روش و ماهیت از نوع پژوهش توصیفی-همبستگی است. به این منظور، برای آزمون این اثرات تعداد ۱۶۲ شرکت پذیرفته شده در بوری اوراق بهادار تهران در طی دوره زمانی ۱۳۹۱ الی ۱۳۹۵، مورد مطالعه قرار گرفتند. در این پژوهش از متغیرهای افشای اطلاعات، رشد دارایی و رشد فروش به عنوان متغیرهای مستقل و از متغیر هزینه سرمایه به عنوان متغیر وابسته، و همچنین متغیرهای عمر و اندازه شرکت نیز به عنوان متغیرهای کنترلی استفاده شده است. به منظور تجزیه و تحلیل داده‌ها، از نرم‌افزار EViews استفاده شد. نتایج این پژوهش حاکی از تأثیر معنادار رشد دارایی بر هزینه سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد، اما معناداری این رابطه، برای افشای اطلاعات و رشد فروش، مورد تأیید قرار نگرفت.

واژگان کلیدی: هزینه سرمایه، افشای اطلاعات، رشد فروش، رشد شرکت، بورس اوراق بهادار.

۱- دانشیار، گروه حسابداری، دانشگاه پیام نور، واحد تهران غرب، تهران، ایران.

۲- مربی، گروه حسابداری، دانشگاه پیام نور، واحد تهران غرب، تهران، ایران.

۳- کارشناس ارشد، گروه حسابداری، دانشگاه پیام نور، واحد تهران غرب، تهران ایران. (نویسنده مسئول)

شواهد تجربی نشان می‌دهد گروه‌های مختلف در جامعه، متقاضی اطلاعات اجتماعی هستند و برخی بر گزارش‌های شرکت برای آگاهی از فعالیت‌های سازمان تکیه می‌کنند. افشای اطلاعات اجتماعی بخش مهمی از روش ارتباط شرکت‌ها با ذینفعان‌شان است (ژانگ و دیانگ، ۲۰۰۶). هدف از افشای اطلاعات مالی را می‌توان ارزیابی عملکرد واحد تجاری، قضاوت در مورد چگونگی استفاده واحد تجاری از منابع موجود و پیش‌بینی روند سودآوری واحد تجاری در آینده دانست (بنی‌مهد و محسنی شریف، ۲۰۱۶). واژه افشای اطلاعات در گسترده‌ترین مفهوم خود به معنی چیزی جز ارائه اطلاعات نمی‌باشد. حسابداران می‌کوشند این عبارات را مفهومی دقیق‌تر به کار ببرند و هدف آنها ارائه اطلاعات مالی درباره شرکت است که از طریق گزارشات مالی (معمولاً دو قالب گزارشات سالانه) ارائه می‌شود (کوبیک و همکاران، ۲۰۱۶). بنابراین افشای ابهامات مربوط به اقلام وجوه نقد نظیر سپرده‌های مسدود بانکی یا سپرده‌های ارزی ممکن است با اهمیت و مربوط محسوب شود، در حالی که افشای ابهامات مربوط به اقلام نامشهود با همان میزان اهمیت ممکن است نامربوط باشد. اما از آنجایی که هر گروه از استفاده‌کنندگان معمولاً به اقلام خاصی از صورت‌های مالی اهمیت بیشتری می‌دهند، بنابراین طبیعی است که انتظار داشته باشند در ارتباط با اقلام مورد نظرشان، افشای کامل صورت گیرد (لین و وی، ۲۰۱۵).

هزینه سرمایه یکی از مفاهیمی است که همواره مورد توجه صاحب‌نظران مالی بوده است و عامل اصلی در ایجاد شکاف بین سود حسابداری و سود اقتصادی است، این مفهوم به شکل‌های مختلف تعریف شده است لیکن یکی از تعریف‌هایی که مقبولیت بیشتری دارد. هزینه سرمایه، به عنوان کمینه نرخ بازدهی تعریف می‌شود که با کسب آن، ارزش واحد اقتصادی ثابت می‌ماند. از لحاظ مفهومی، هزینه سرمایه یک شرکت عبارت است از هزینه فرصت سرمایه‌گذار برای سرمایه‌گذاری در آن شرکت. هزینه سرمایه از دو بعد دارای اهمیت است، بعد اول این است که تمامی الگوهای ارزیابی اوراق بهادار بر هزینه سرمایه متکی است. بعد دوم این است که سرمایه‌گذاری وجوه توسط شرکت و تعیین اولویت‌های سرمایه‌گذاری و تعیین ساختار سرمایه بدون هزینه سرمایه عملی نخواهد بود (سلیمی، ۱۳۸۶).

از آنجائیکه ساختار مالی شرکت‌ها معمولاً شامل منابع مختلفی است، در محاسبه میانگین موزون هزینه سرمایه، تمامی منابع در نظر گرفته می‌شوند. با توجه به این که منابع مختلف تأمین مالی شرکت دارای ریسک‌های متفاوتی برای سرمایه‌گذاران است، بنابراین هر یک از این گروه‌ها، خواهان میزانی از نرخ بازدهی هستند که در خور ریسک مربوط باشد (ایزدی نیا و کربلایی کریم، ۱۳۹۱). هزینه حقوق صاحبان سهام دارای اهمیت بالایی برای شرکت‌ها می‌باشد، زیرا این فاکتور عموماً برای ارزیابی بدیل‌های تأمین مالی (زورن، ۲۰۰۷) و همچنین در تهیه بودجه و ارزیابی عملکرد مورد استفاده قرار می‌گیرد. بالا بودن هزینه حقوق صاحبان سهام ممکن است منجر به نپذیرفتن سرمایه‌گذاری‌های بالقوه‌ای گردد که می‌تواند بر رشد آتی شرکت اثرگذار باشد. بنابراین اگر راهی برای تحت تأثیر قرار دادن هزینه حقوق صاحبان سهام وجود داشته باشد، مزیت نبرد از آن غیرمنطقی می‌باشد (امبونگ، نورمن و محمد، ۲۰۱۲).

آینده‌نگری گروه‌های استفاده‌کننده از صورت‌های مالی، همواره حسابداران را به جستجوی روش‌های برتر و تفسیر اطلاعات مالی هدایت کرده است. از جمله روش‌های برتر تفسیر اطلاعات، بررسی رشد دارایی‌ها و رشد فروش شرکت است. رشد دارایی‌ها را می‌توان به عنوان اخبار خوب و هم به عنوان اخبار بد تفسیر نمود. اخبار خوب به این ترتیب که مخارج سرمایه‌ای به احتمال بالا همبستگی مثبت و قابل ملاحظه‌ای با فرصت‌های سرمایه‌گذاری دارند. علاوه بر این مخارج سرمایه‌ای بالاتر، ممکن است نشان‌دهنده این نیز باشد که بازار سرمایه‌ای که منابع مالی را برای سرمایه‌گذاری‌ها فراهم می‌کند، اعتماد بالایی نسبت به شرکت و مدیریت دارد. جنبه اخبار بد نیز به این ترتیب است که مدیران دارای این انگیزه می‌باشند که منافع خود را در شرکت‌ها افزایش دهند. به عنوان مثال مدیران به منظور بدست آوردن حقوق و مزایای بالاتر، خواهان آن هستند که سود حسابداری شرکت را بیش از اندازه نشان دهند و به منظور افزایش سود حسابداری اقدام به افزایش مخارج سرمایه‌ای می‌کنند. این موضوع ممکن است در حالتی که هزینه فرصت سرمایه به کار گرفته شده پوشش داده نشود و سود اقتصادی منفی ایجاد گردد نیز، انجام گیرد. در این شرایط سرمایه‌گذاران آگاه این موضوع را درک کرده و در نهایت بازده آتی منفی ایجاد می‌شود. سرمایه‌گذاری در این پروژه‌ها باعث می‌گردد که سرمایه‌گذاران در ابتدا به دلیل عدم تقارن اطلاعاتی فریب خورده و در سال‌های آتی از موضوع مطلع گشته و بازده را از این جهت تعدیل؛ بنابراین طبق پژوهش‌هایی که در ادبیات پیشین اشاره گردید این انتظار وجود دارد که یک رابطه‌ی منفی بین بازده آتی سهام و رشد دارایی‌ها وجود داشته باشد (مشایخی، افتخاری و پروایی، ۱۳۹۲).

رشد فروش نیز یکی از شاخص‌های ارزیابی فعالیت شرکت می‌باشد. رشد مستمر درآمد فروش و سود شرکت منجر به آن می‌شود که بازار ریسک کمتری را برای شرکت در نظر بگیرد. از طرفی شاخص‌های بحران مالی نیز یکی از شاخص‌های مطلوب جهت ارزیابی قدرت پرداخت بدهی‌ها و قابلیت نقدینگی شرکت‌ها می‌باشد که با استفاده از اطلاعات حسابداری می‌توان بحران

1. Zhang and Ding
2. Banimahd and et al
3. Kubick and et al
4. Zorn
5. Embong, Norman & Mohamat

مالی شرکت‌ها را پیش‌بینی نمود و سرمایه‌گذاران، اعتباردهندگان و کارکنان شرکت را در خصوص از بین رفتن کنترل شرکت آگاه نمود (قره بیگلو، آب چر و آب چر، ۱۳۹۵).

معیارهای رشد شرکت یعنی رشد فروش و رشد دارایی، به عنوان یکی از ابزارهای مهم و اساسی در تصمیم‌گیری مدیریت برای انتخاب شیوه تأمین مالی و حداکثرسازی ارزش شرکت تلقی می‌شوند و این ابزار به سرمایه‌گذاران و سهام‌داران، در تصمیم‌گیری، آگاهی و دانش می‌دهند. بطور یقین، شناسایی راه‌های مختلف تأمین مالی و بهره‌گیری از ابزارهای مناسب مالی، مدیریت را در اتخاذ تصمیمات صحیح‌تر و کسب منافع بیشتر برای شرکت‌ها یاری خواهند نمود. استفاده بهینه از منابع مالی به مدیران این فرصت را خواهد داد تا از ارزش کلی شرکت و ثروت صاحبان سرمایه را افزایش دهند (اعطایی‌زاده و دارایی، ۱۳۹۳). روش‌های افشاسازی یک شرکت را می‌توان بعنوان مکانیسمی در حمایت از حقوق سرمایه‌گذاران خارجی در نظر گرفت و این امر سبب می‌شود تا عدم تقارن اطلاعاتی کمتر بوجود آید و هزینه نمایندگی کاهش یابد. پیامدهای نامطلوب عدم تقارن اطلاعاتی را می‌توان با افشا و شفافیت اطلاعات مالی به منظور کاهش عدم تقارن اطلاعاتی تعدیل نمود. از سوی دیگر مفهوم هزینه سرمایه بین تصمیمات مالی در شرکت و تصمیمات سرمایه‌گذاری ارتباط برقرار می‌کند، لذا با توجه به مطالب گفته شده تعیین رابطه بین افشای اطلاعات، رشد شرکت و هزینه سرمایه از اهمیت خاصی برخوردار است. در نتیجه هدف از پژوهش حاضر پاسخ به این سوال است که آیا افشای اطلاعات و رشد فروش و رشد دارایی تأثیری بر هزینه سرمایه شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران دارند؟

۲- مبانی نظری و پیشینه پژوهش

افشای اطلاعات بهتر، هماهنگی و مشارکت میان شرکت‌ها و سرمایه‌گذاران را با توجه به تصمیم‌های سرمایه‌گذاری که مبتنی بر قیمت سرمایه‌گذاری است، به واسطه تعادل میان جریان‌های نقدی آینده مورد انتظار به نرخ بالاتر، بهبود می‌بخشد. بازار سرمایه در تعیین ارزش صحیح افشای شرکت در درازمدت کارآمد است. صرف اطلاعات، شامل ارزش ذاتی افشای بیشتر شرکت است. برای شرکت‌های با کیفیت افشای بالاتر، انتظار می‌رود صرف اطلاعات برابر با افشای اطلاعاتی معادل با افشای رقیبانی با دارایی‌ها و شرایط بازار مشابه باشد، اما برای شرکت‌های با کیفیت افشا و شفافیت پایین، این صرف اطلاعات کمتر خواهد بود (مدهانی^۱، ۲۰۱۵).

کومار (۲۰۰۴) در بحث خود به این نکته اشاره دارد که شرکت‌ها به منظور افزایش نقدشوندگی سهام خود افشا را افزایش می‌دهند (شوستر و کونل^۲، ۲۰۰۶). منطق این موضوع چنین است که از طریق افشای بیشتر اطلاعات عدم تقارن اطلاعات کاهش می‌یابد. به همین خاطر جذابیت اینگونه سهام برای سرمایه‌گذاران افزایش یافته و متعاقباً نقدشوندگی آنها بالا می‌رود. گیرنستین و سمی (۱۹۹۴) و لیم و همکاران (۲۰۰۳) نشان دادند که سطح افشا و عدم تقارن اطلاعات رابطه منفی با همدیگر دارند. آنها در طی مطالعات خود مشاهده کردند که فاصله بین قیمت خرید و فروش با افزایش افشا کاهش می‌یابد (امبونگ و همکاران^۳، ۲۰۱۲).

هزینه سرمایه نیز برای یک سرمایه‌گذاری خاص در واقع یک هزینه فرصت یا درصد بازده مورد انتظار حاصل از هر فرصت سرمایه‌گذاری دیگر با ریسک مشابه است. نرخ کاهش که برای تبدیل جریان‌های نقدی آینده به ارزش فعلی مورد استفاده قرار می‌گیرد بایستی بیانگر هزینه فرصت تمام تأمین‌کنندگان مالی با توجه به میزان مشارکت آن‌ها در کل سرمایه‌گذاری یا میانگین وزنی هزینه سرمایه باشد (ایزدی نیا و کربلایی کریم، ۱۳۹۰).

با توجه به موضوع، پژوهش‌های متعددی در این خصوص صورت گرفته است. سونیل داتا و نزلوبین^۴ (۲۰۱۷)، پژوهشی را با عنوان افشای اطلاعات، رشد شرکت و هزینه سرمایه انجام دادند. نتایج پژوهش آن‌ها حاکی از وجود تأثیر افشای اطلاعات بر هزینه سرمایه و رشد شرکت بر هزینه سرمایه می‌باشد. تفاوت پژوهش حاضر با این مورد، درخصوص رشد شرکت می‌باشد که خود از دو فاکتور رشد دارایی و رشد فروش تشکیل شده، که در حاکی از نوآوری در پژوهش حاضر می‌باشد

همچنین گوتام و ویدیاه^۵ (۲۰۱۳) اثر محدودیت‌های تأمین مالی بر رشد ۲۲۸۲ شرکت هندی را در دوره ۱۹۹۴ تا ۲۰۰۹ مورد بررسی قرار دادند. نتایج پژوهش آن‌ها نشان داد که رشد شرکت‌ها پایدار است و اندازه و محدودیت‌های تأمین مالی اثر منفی بر رشد شرکت‌ها دارند. لابت و همکاران (۲۰۰۷) به بررسی این موضوع پرداختند که چگونه اطلاعات حسابداری افشا شده در مورد یک واحد تجاری، با در نظر گرفتن تنوع آنها، در هزینه سرمایه آن واحد نمود پیدا می‌کند. نتایج بدست آمده نشان دهنده آن است که کیفیت اطلاعات حسابداری به دو صورت مستقیم و غیرمستقیم بر هزینه سرمایه شرکت تأثیر می‌گذارد. بک و همکاران^۶ (۲۰۰۵) نیز با استفاده از یک پایگاه داده اثر مشکلات مالی، قانونی و فساد بر رشد شرکت‌های ۵۴ کشور را مورد بررسی قرار دادند. یافته‌های آن‌ها نشان می‌دهد، اینکه آیا مشکلات مالی، قانونی و فساد، رشد شرکت را محدود می‌کند یا خیر، بستگی به اندازه شرکت دارد و شرکت‌های کوچک‌تر بیشتر از شرکت‌های دیگر محدود هستند. همچنین تنها یک رابطه ضعیف بین درک شرکت‌ها

1. Madhani
2. Schuster and Connell
3. Embong and et al
4. Sunil Dutta and Nezlobin
5. Gautam & Vaidya
6. Beck and et al

از کیفیت دادگاه‌ها در کشورشان و رشد شرکت وجود دارد. اسیلی و اهارا^۱ (۲۰۰۴)، در خصوص اطلاعات و هزینه سرمایه بیان داشتند که تفاوت در ترکیب اطلاعات عمومی و خصوصی بر هزینه سرمایه تأثیر می‌گذارد.

خواجوی و علیزاده طلائی (۱۳۹۴) نیز در پژوهش خود با عنوان بررسی رابطه بین سطح افشای داوطلبانه و هزینه سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، نشان دادند که بین سطح افشای داوطلبانه و هزینه سرمایه شرکت‌ها در بورس اوراق بهادار تهران، رابطه معناداری وجود ندارد. خواجوی و صالحی‌نیا (۱۳۹۴) پژوهشی را با عنوان محدودیت‌های تأمین مالی و رشد شرکت در بورس اوراق بهادار تهران انجام دادند و نتایج پژوهش آنان نشان داد که بین محدودیت‌های تأمین مالی و رشد دارایی‌ها و رشد فروش بعنوان شاخص‌های محاسبه رشد شرکت رابطه منفی معناداری وجود دارد. ناظمی و نصیری (۱۳۹۳) در پژوهش خود با عنوان بررسی ارتباط میان افشای اطلاعات و هزینه سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، نشان دادند که اقدام به افزایش میزان افشای اطلاعات می‌کنند، نقدشوندگی سهام بیشتری نسبت به دیگر شرکت‌ها دارند. همچنین افزایش میزان اطلاعات افشا شده شرکت‌ها منجر به کاهش خطر برآورد سرمایه‌گذاران می‌شود و افزایش میزان اطلاعات افشا شده شرکت‌ها با هزینه سرمایه آن‌ها ارتباط معناداری ندارد. رحیمیان و توکل نیا (۱۳۹۲) نیز به بررسی ارتباط احتمالی بالقوه بین فرصت‌های رشد و اهرم مالی و ارتباط بین توانایی مالی و اهرم مالی در شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج پژوهش حاکی از آن است که ارتباط U شکل وارون، بین فرصت‌های رشد و اهرم مالی و عدم وجود رابطه بین درماندگی مالی و اهرم مالی در شرکت‌های بورس اوراق بهادار شهر تهران وجود دارد. مهرآذین و عباس نژاد (۱۳۹۲) نیز به بررسی «اثر محافظه-کاری و افشا بر هزینه سرمایه سهام عادی» پرداختند. نتایج پژوهش حاکی از آن است که رابطه معکوس و معناداری بین محافظه-کاری و هزینه سرمایه وجود دارد. همچنین رابطه بین افشا و هزینه سرمایه نیز به صورت معناداری معکوس می‌باشد. در نهایت نوروزی و مرهونیان‌نژاد (۱۳۹۲) نیز در پژوهش خود با عنوان «بررسی تأثیر افشای اطلاعات و ویژگی‌های عملکردی بر هزینه سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران»، نشان دادند که هیچ یک از متغیرهای افشای اطلاعات بر هزینه سرمایه شرکت اثر معناداری ندارند. همچنین نتایج مربوط به مدل تأثیر ویژگی‌های عملکردی شرکت بر هزینه سرمایه مشخص شد، تنها متغیرهای میزان سودآوری، اندازه شرکت، بازده دارایی‌ها دارای تأثیر منفی معنادار بر هزینه سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را دارند.

۳- فرضیه‌های پژوهش

در راستای دستیابی به هدف پژوهش، فرضیه‌هایی نیز به شرح زیر تدوین شده است:

فرضیه اول: افشای اطلاعات بر هزینه سرمایه در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس تأثیر مثبت دارد.

فرضیه دوم: رشد دارایی‌ها بر هزینه سرمایه در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر مثبت دارد.

فرضیه سوم: رشد فروش بر هزینه سرمایه در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر مثبت دارد.

۴- روش پژوهش

این پژوهش برحسب هدف کاربردی و براساس نوع داده، کمی است. همچنین از لحاظ تحلیل داده‌ها از نوع توصیفی-همبستگی می‌باشد. جامعه آماری این پژوهش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد که حداقل از ابتدای سال ۱۳۹۱ در بورس اوراق بهادار پذیرفته شده، تا پایان سال ۱۳۹۵ حضور داشته و از چهار ویژگی زیر، به طور همزمان برخوردار باشند:

۱) اطلاعات مالی شرکت برای دوره زمانی پژوهش موجود باشد. ۲) طی دوره پژوهش در بورس حضور داشته باشد. ۳) سال مالی آنها منتهی به پایان اسفندماه باشد. ۴) جزو شرکت‌های سرمایه‌گذاری و بانک‌ها، لیزینگ و بیمه نباشد. ۵) در دوره بررسی، تغییر سال مالی نداده باشند.

با در نظر گرفتن شرایط فوق، تعداد نمونه پژوهش با استفاده از روش نمونه‌گیری تصادفی منظم و یا (در صورت محدود بودن تعداد شرکت‌های واجد شرایط پژوهش)، روش حذف سیستماتیک انتخاب شدند. پس از حذف شرکت‌های بدون معیارهای یادشده، از بین کل شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، تعداد ۱۶۲ شرکت در حکم جامعه‌ی غربال شده آماری این پژوهش باقی ماند و داده‌های مربوط به پنج سال (۱۳۹۱ تا ۱۳۹۵) این شرکت‌ها از نرم‌افزار Eviews استخراج خواهد شد.

جدول ۱- جامعه‌ی آماری پژوهش

کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تا پایان سال ۱۳۹۵	۵۲۰ شرکت	۱۰۰٪
شرکت‌هایی که در سال‌های ۱۳۹۱ الی ۱۳۹۵ در بورس حضور داشته‌اند:	۳۱۷ شرکت	۶۳٪
شرکت‌های هلدینگ و واسطه‌گر مالی:	(۳۵ شرکت)	۷٪ -
شرکت‌هایی که پایان سال مالی آنها منتهی به ۱۲/۲۹ نمی‌باشد:	(۴۴ شرکت)	۹٪ -
تعداد شرکت‌هایی که اطلاعات مالی آنها ناقص می‌باشد:	(۳۸ شرکت)	۱۴٪ -
شرکت‌های دارای وقفه معاملاتی بیش از ۶ ماه	(۳۸ شرکت)	۱۳٪ -
نمونه پژوهش (جامعه واجد شرایط)	۱۶۲ شرکت	۲۱٪

۱-۴- متغیرهای پژوهش

الف- افشای اطلاعات: کیفیت افشای شرکتی، یکی از متغیرهای درون‌زای این تحقیق است. در این تحقیق از امتیازهای سالیانه کیفیت افشای شرکتی که برای شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران استفاده شده است. امتیازهای کیفیت افشای شرکت‌های پذیرفته شده برای دوره‌های ۳، ۶، ۹ و ۱۲ ماهه محاسبه و توسط سازمان بورس و اوراق بهادار برای سال‌های ۱۳۸۲ به بعد منتشر گردیده است. این امتیازها، ارزیابی بورس درباره میزان آگاهی بخشی افشای شرکتی را منعکس می‌نماید. امتیازهای مذکور، براساس میانگین وزنی معیارهای به موقع بودن و قابلیت اتکای اطلاعات افشا شده محاسبه می‌گردد. اطلاعات ارزیابی شده، براساس مقررات افشای اطلاعات در بورس، از جمله صورت‌های مالی سالیانه، صورت‌های مالی میان دوره-۳ و ۶ (حسابرسی شده) و ۹ ماهه و پیش‌بینی درآمد هر سهم در مقاطع زمانی ۳، ۶، ۹ و ۱۲ ماهه می‌باشد (نوروش و حسینی، ۱۳۹۰).

ب- رشد شرکت: برای محاسبه رشد شرکت، از دو بعد رشد دارایی‌ها و رشد فروش استفاده شده است.

رشد دارایی‌ها (AG): برای محاسبه رشد دارایی‌ها همانند پژوهش گری و جانسون^۱ (۲۰۱۱)، کارپنتر و پترسن^۲ (۲۰۰۱) و دارایی و کریمی (۱۳۸۹) از رابطه زیر استفاده می‌شود:

$$\text{رشد دارایی‌ها} = \frac{\text{مجموع دارایی‌های اول دوره} - \text{مجموع دارایی‌های پایان دوره}}{\text{مجموع دارایی‌های اول دوره}}$$

رشد فروش (SG): همانند پژوهش گوتام و ویدیا^۳ (۲۰۱۳) و رحمان^۴ (۲۰۱۱) برای محاسبه رشد فروش از رابطه زیر استفاده شد:

$$\text{لگاریتم فروش سال قبل} - \text{لگاریتم فروش سال جاری} = \text{رشد فروش}$$

ج- هزینه سرمایه: مدل مورد استفاده برای محاسبه هزینه سرمایه در این پژوهش، مدل گوردن است که از مدل ارزش-گذاری زیر مشتق می‌شود:

$$P_0 = \frac{D_0(1+g)}{k-g} \quad (1)$$

در این مدل K معرف هزینه سرمایه سهام عادی می‌باشد و می‌توان آن را از طریق رابطه زیر به دست آورد:

$$K = r_{i,t} \frac{D_1}{P_0} + g \quad (2)$$

D_1 : سود نقدی پرداخت شده برای هر سهم

P_0 : قیمت هر سهم در ابتدای سال مالی.

g : نرخ رشد سود تقسیمی.

د- متغیرهای کنترلی

عمر شرکت: به منظور اندازه‌گیری عمر شرکت از مدت سال‌های حضور شرکت‌ها در بورس اوراق بهادار تهران استفاده شد.

اندازه شرکت: برای کنترل اثر این متغیر بر هزینه سرمایه از لگاریتم طبیعی مجموع دارایی‌های شرکت استفاده شده است.

1. Gray and Johnson
2. Carpenter and Petersen
3. Gautam and Vaidya
4. Rahman

۵- یافته‌های پژوهش

۱-۵- آمار توصیفی داده‌ها

خلاصه وضعیت آمار توصیفی مربوط به متغیرهای پژوهش پس از غربالگری و حذف داده‌های پرت در جدول ۲ نشان داده شده است.

جدول ۲- نتایج آمار توصیفی

متغیرها	افشای اطلاعات	رشد دارایی‌ها	رشد فروش	هزینه سرمایه	عمر شرکت	اندازه شرکت
میانگین	۱۴۸/۳۳۴۷	۰/۲۰۳۶	۰/۱۳۱۷	۰/۰۲۸۰	۲۱/۸۴۳۲	۶/۱۴۲۴
میانه	۱۵۰	۰/۱۳۲۲	۰/۱۴۰۱	۰/۰۰۰	۱۹	۶/۰۴۰۶
چولگی	-۰/۰۶۷	۸/۳۸۶	-۰/۳۵۳	۳/۱۲۲	۲/۰۴۵	۰/۸۴۳
کشدگی	-۱/۱۹۷	۱۱۸/۹۱۸	۱۱/۷۹۱	۱۵/۴۰۰	۵/۲۵۳	۱/۲۶۶

در جدول ۳ نیز، خلاصه نتایج آزمون مانایی با روش ADF آمده است. همانطور که ملاحظه می‌شود ضریب معنی‌داری به جز متغیر کنترلی عمر شرکت، کمتر از ۰/۰۵ هستند، بنابراین می‌توان گفت میانگین واریانس و کوواریانس در سطح مستقل از زمان است. همچنین در ادامه، برای بررسی نرمال بودن توزیع خطاها از آزمون جارتیو- برا استفاده شد که نتایج حاکی از نرمال بودن توزیع خطاها بود.

جدول ۳- نتایج آزمون مانایی

عنوان متغیر	افشای اطلاعات	رشد دارایی‌ها	رشد فروش	هزینه سرمایه	عمر شرکت	اندازه شرکت
Prob	۰/۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰	۰/۸۶۱۸	۰/۰۰۰۰
ADP	۶۰۲/۵۸۶	۶۴۲/۲۸۱	۵۷۹/۳۸۳	۶۳۳/۰۳۲	۱/۲۹۷۶۷	۶۲۶/۹۰۰
دیکی و فولر	Static					

- فرض عدم وجود همخطی بین متغیرهای مستقل

در این مطالعه برای بررسی عدم وجود همخطی از ضریب همبستگی پیرسون استفاده شد.

جدول ۴- نتایج فرض عدم هم خطی

عنوان متغیر	افشای اطلاعات	رشد دارایی‌ها	رشد فروش	هزینه سرمایه	عمر شرکت	اندازه شرکت
افشای اطلاعات	۱	-۰/۰۵۰	-۰/۰۵۶	۰/۰۰۵	۰/۰۳۷	۰/۰۴۸
رشد دارایی‌ها	-۰/۰۵۰	۱	۰/۱۹۹**	۰/۱۰۲**	-۰/۰۳۲	۰/۰۳۰
رشد فروش	-۰/۰۵۶	۰/۱۹۹**	۱	۰/۰۳۲	-۰/۰۴۱	-۰/۰۲۴
هزینه سرمایه	۰/۰۰۵	۰/۱۰۲**	۰/۰۳۲	۱	۰/۰۱۱	-۰/۰۰۳
عمر شرکت	۰/۰۲۷	-۰/۰۳۲	-۰/۰۴۱	۰/۰۱۱	۱	-۰/۰۴۹
اندازه شرکت	۰/۰۴۸	۰/۰۳۰	-۰/۰۲۴	-۰/۰۰۳	-۰/۰۴۹	۱

همانطور که مشاهده می‌شود تمامی ضرایب کمتر از ۰/۷ هستند بنابراین می‌توان فرضیه عدم همبستگی خطی بین متغیرهای پژوهش را پذیرفت.

- برآورد مدل اصلی پژوهش

قبل از برآورد مدل ابتدا باید روش مناسب تخمین مدل برآورد شود. برای انتخاب میان روش‌های حداقل مربعات تفریقی، اثر ثابت (FE) و اثر تصادفی (RE) از آزمون‌های چاو^۲ و آزمون هاسمن^۳ استفاده شده است. نتایج بدست آمده از جدول ۵ نشان می‌دهد که Prob در آزمون لمبر کوچکتر از ۰/۰۵ است، بنابراین در انتخاب بین دو روش داده‌های تفریقی و اثرات ثابت، روش اثرات

1. Fixed Effects (FE)
2. Random Effects (RE)
3. Chow Test
4. Hausman Test

ثابت مورد تأیید است. همچنین نتایج آزمون هاسمن نیز نشان می‌دهد که Prob بزرگتر از ۰/۰۵ (۰/۷۹۱۵) است، بنابراین در انتخاب بین دو روش اثرات تصادفی و اثرات ثابت، روش اثرات تصادفی مورد تأیید است.

جدول ۵- نتایج آزمون لیمر و هاسمن

آزمون هاسمن		آماره F لیمر		مدل کلی پژوهش
معناداری	کای دو	معناداری	آماره F	
۰/۷۹۱۵	۲۵/۴۰۰	۰/۰۰۰۱	۰/۸۴۵	

با توجه به نتایج آزمون هاسمن، با استفاده از آزمون اثرات تصادفی به تخمین مدل و آزمون فرضیات می‌پردازیم.

۵-۲- آزمون فرضیات پژوهش

۱- نتایج آزمون فرضیه اول پژوهش: افشای اطلاعات بر هزینه سرمایه در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس تأثیر مثبت دارد.

جدول ۶- تحلیل رگرسیون فرضیه اول

آزمون فرضیه دوم			متغیر
P-value	آماره t	ضریب	
۰/۸۸۲	۰/۱۴۹	۰/۰۰۵	افشای اطلاعات
۰/۷۶۶	۰/۳۹۷	۰/۰۱۰	عمر شرکت
۰/۹۲۷	۰/۰۹۱	۰/۰۰۳	اندازه شرکت
۰/۴۷۵	۰/۷۱۵	۰/۰۲۸	C
	۰/۰۴۱		آماره F
	۰/۰۰۲		R ²
	۰/۰۰۸		R ² تعدیل شده
	۲/۰۶۹		آماره دوربین-واتسون
	۰/۸۸۹		سطح معنی داری (Prob)

با توجه به نتایج ارائه شده در جدول فوق سطح معناداری بزرگتر از ۰/۰۵ است و بیانگر عدم تأیید فرضیه پژوهش مبنی بر تأثیر مثبت افشای اطلاعات بر هزینه سرمایه می‌باشد. بنابراین فرضیه اول پژوهش مورد تأیید قرار نمی‌گیرد. همچنین ضریب رگرسیونی برابر با ۰/۰۰۲ و ضریب رگرسیون تعدیل شده ۰/۰۰۸ است. مقدار آماره دوربین-واتسون طبق جدول فوق ۲/۰۶۹ می‌باشد و این عدد نشان می‌دهد که خطاها از یکدیگر مستقل هستند و نشان از مستقل بودن باقی‌مانده‌ها است. برای معناداری مدل مورد برازش باید به قسمت آماره F و سطح معناداری مراجعه کرد. جدول فوق نشان می‌دهد که آماره F در حد پایینی است (۰/۰۴۱) و سطح معناداری نیز برابر ۰/۸۸۹ است، بنابراین می‌توان استناد نمود که P-value کمتر از خطای دلخواه α است، پس نتیجه می‌گیریم که مدل معنادار نیست.

۲- نتایج آزمون فرضیه دوم پژوهش: رشد دارایی‌ها بر هزینه سرمایه در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر مثبت دارد.

جدول ۷- تحلیل رگرسیون فرضیه دوم

آزمون فرضیه دوم			متغیر
P-value	آماره t	ضریب	
۰/۰۰۳	۲/۹۳۶	۰/۱۰۳	رشد دارایی‌ها
۰/۶۹۵	۰/۳۹۳	۰/۰۱۴	عمر شرکت
۰/۸۶۷	۰/۱۶۷	۰/۰۰۶	اندازه شرکت
۰/۵۰۸	۰/۶۶۲	۰/۲۶	C
	۲/۹۰		آماره F
	۰/۰۱۱		R ²
	۰/۰۰۷		R ² تعدیل شده
	۲/۰۸۲		آماره دوربین-واتسون
	۰/۰۳۴		سطح معنی داری (Prob)

با توجه به نتایج ارائه شده در جدول فوق سطح معناداری کوچکتر از ۰/۰۵ است و بیانگر تأیید فرضیه پژوهش مبنی بر تأثیر مثبت رشد دارایی‌ها بر هزینه سرمایه می‌باشد. بنابراین فرضیه دوم پژوهش مورد تأیید قرار می‌گیرد. همچنین ضریب رگرسیونی برابر با ۰/۰۱۱ و ضریب رگرسیون تعدیل شده ۰/۰۰۷ است. مقدار آماره دوربین- واتسون طبق جدول فوق ۲/۰۸۲ می‌باشد و این عدد نشان می‌دهد که خطاها از یکدیگر مستقل هستند و نشان‌دهنده برازش مناسب مدل می‌باشد. برای معناداری مدل مورد برازش باید به قسمت Prob (F-statistic) مراجعه کرد. جدول فوق نشان می‌دهد Prob (F-statistic) برابر ۰/۰۳۴ است، بنابراین می‌توان استناد نمود که P-value کمتر از خطای دلخواه α است، پس نتیجه می‌گیریم که مدل به طور کلی از لحاظ آماری مورد قبول است و مقدار بالای آماره (F) بیانگر این مطلب است که رابطه خطی قوی‌ای میان متغیرها در این مدل وجود دارد، در نتیجه مدل رگرسیون مناسب می‌باشد و در نتیجه متغیر رشد دارایی، قدرت پیش‌گویی متغیر وابسته یعنی هزینه سرمایه را دارد.

۳- نتایج آزمون فرضیه سوم پژوهش: رشد فروش بر هزینه سرمایه در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر مثبت دارد.

جدول ۸- تحلیل رگرسیون فرضیه سوم

آزمون فرضیه سوم			متغیر
P-value	آماره t	ضریب	
۰/۳۶۳	۰/۹۰۹	۰/۰۳۲	رشد فروش
۰/۷۳۴	۰/۳۴۰	۰/۰۱۲	عمر شرکت
۰/۹۵۲	۰/۰۶۰	۰/۰۰۲	اندازه شرکت
۰/۴۹۹	۰/۶۷۷	۰/۰۲۶	C
	۰/۳۰۹		F آماره
	۰/۰۰۸		R ²
	۰/۰۱۰		R ² تعدیل شده
	۲/۰۷۵		آماره دوربین- واتسون
	۰/۸۱۹		سطح معنی داری (Prob)

با توجه به نتایج ارائه شده در جدول فوق سطح معناداری بزرگتر از ۰/۰۵ است و بیانگر عدم تأیید فرضیه پژوهش مبنی بر تأثیر مثبت رشد فروش بر هزینه سرمایه می‌باشد. بنابراین فرضیه سوم پژوهش مورد تأیید قرار نمی‌گیرد. همچنین ضریب رگرسیونی برابر با ۰/۰۰۸ و ضریب رگرسیون تعدیل شده ۰/۰۱۰ است. مقدار آماره دوربین- واتسون طبق جدول فوق ۲/۰۷۵ می‌باشد و این عدد نشان می‌دهد که خطاها از یکدیگر مستقل هستند، در نتیجه مدل مورد نظر دارای برازش نیست. همچنین سطح معناداری به دست آمده که برابر با ۰/۸۱۹ می‌باشد نشان می‌دهد که این مقدار از آلفای پژوهش (۰/۰۵) بیشتر بوده در نتیجه فرضیه فوق رد می‌شود.

۶- بحث و نتیجه‌گیری

پژوهش حاضر درخصوص بررسی تأثیر افشای اطلاعات و رشد شرکت بر هزینه سرمایه در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران انجام شد. نتایج پژوهش نشان داد که افشای اطلاعات بر هزینه سرمایه در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر مثبت دارد. با توجه به نتایج، در فرضیه اول پژوهش مبنی بر تأثیر افشای اطلاعات بر هزینه سرمایه، چون سطح معناداری بزرگتر از ۰/۰۵ است، در نتیجه این فرضیه مورد تأیید قرار نمی‌گیرد. یافته‌های این پژوهش با نتایج پژوهش‌های خواجوی و علیزاده طلاتیه (۱۳۹۴)، ناظمی و نصیری (۱۳۹۳) و نوروزی و مرهونیان نژاد (۱۳۹۲) همسو بوده و با نتایج پژوهش‌های سونیل داتا و نزلوبین (۲۰۱۷)، اسیلی و اهارا (۲۰۰۴) و مهرآذین و عباس نژاد (۱۳۹۲) مغایرت دارد. در تبیین این یافته می‌توان گفت که افشای اطلاعات در شرکت‌های بررسی شده آنچنان که باید و شاید مورد توجه قرار نگرفته است و به دلیل فقدان تحلیل-گران مالی، میزان افشای اطلاعات شرکت‌ها توانسته میزان عدم تقارن اطلاعاتی در بازار سرمایه و در نتیجه هزینه سرمایه شرکت‌ها را به طور قابل توجهی تغییر دهد. همچنین بنابراین نتایج حاصل شده رشد دارایی‌ها بر هزینه سرمایه در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر مثبت دارد. بنابراین فرضیه دوم پژوهش پذیرفته می‌شود. یافته‌های این فرضیه با پژوهش سونیل داتا و نزلوبین (۲۰۱۷) مطابقت دارد. در تبیین این نتیجه می‌توان گفت که افزایش در دارایی‌های هر شرکتی می‌تواند بیان‌کننده شرکت در مسیر سودآوری حرکت می‌کند، رشد دارایی نوعی سرمایه‌گذاری در شرکت را نشان می‌دهد در نتیجه می‌توان انتظار

داشت شرکتی که رشد دارایی بالایی دارد، در سال‌های آتی بتواند بازده مناسبی به دست آورده و همین انتظار تأثیر بر ارزش‌گذاری سرمایه‌گذاران بازده مورد انتظار آن‌ها را شکل دهد. در فرضیه سوم مبنی بر تأثیر رشد فروش بر هزینه سرمایه در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، نتایج نشان داد که بین این دو متغیر رابطه‌ای وجود ندارد. بنابراین فرضیه سوم پژوهش پذیرفته نمی‌شود. یافته‌های این فرضیه با نتایج پژوهش سونیل داتا و نزلوبین (۲۰۱۷) مطابقت ندارد. در تبیین این نتیجه نیز می‌توان گفت که به احتمال زیاد، در شرکت‌های مورد بررسی فرصت‌های رشد فروش، در حد کمی می‌باشد در نتیجه بر هزینه سرمایه تأثیرگذار نبوده، فرصت‌های رشد به عنوان یک دارایی نامشهود مورد استفاده قرار گرفته، و هرچه فرصت رشد یک شرکت بیشتر باشد ریسک آن نیز بیشتر است، اما به دلیل سطح کم رشد فروش در پژوهش حاضر، بین این مؤلفه و هزینه سرمایه رابطه‌ای حاصل نشد.

در مجموع می‌توان گفت که یاتوجه به اینکه افشای داوطلبانه و اختیاری اطلاعات شرکت‌ها می‌تواند به عنوان مفهومی در نظر گرفته شود که به موجب آن سازمان‌ها بر منافع ذینفعانشان از طریق الزامات قانونی، تأکید داشته باشند، بنابراین پیشنهاد می‌شود با داشتن الزامات قانونی و افشای الزامی اطلاعات مالی درخصوص رشد شرکت‌ها و سازمان‌ها، بتوان به عنوان سازوکارهای مؤثر جهت گسترش روابط بین واحد تجاری و ذینفعانش تلاش نمود. بنابراین لازم است آن دسته از سرمایه‌گذاران که توجه به سودهای جاری و کوتاه مدت دارند و به منظور به حداکثر رساندن سودآوری خود، اولویت را به سرمایه‌گذاری در شرکت‌هایی دهند که بیشترین افشای اطلاعات را داشته باشند و سرمایه خود را به هدر ندهند. همچنین پیشنهاد می‌شود نهادهای حرف‌های که مسئولیت تدوین استانداردهای حسابداری را بر عهده دارند به تدوین استانداردهای حسابداری اجتماعی توجه کنند و با انجام تحقیقات بیشتر و با عنایت به ویژگی‌های فرهنگی و اجتماعی حاکم بر کشورمان زمینه‌ی لازم برای افشای اینگونه اطلاعات را توسط مدیران واحدهای تجاری فراهم آورند. از آنجایی که افشای اطلاعات مربوط به اثرات اجتماعی فعالیت واحدهای تجاری بدون وجود قوانین الزام‌آور امکان‌پذیر نیست، لذا نهادهای قانونگذار نیز باید در زمینه‌ی تدوین قوانین الزام‌آور در این زمینه اقدام نمایند و همچنین رشد شرکت از راه افزایش مشروعیت اقدامات سازمان، استفاده از مزایای ناشی از افزایش چندگانگی و افزایش درآمد، سودآوری و بهبود مزیت رقابتی موفقیت سازمان را تحت تأثیر قرار می‌دهد و همچنین هزینه سرمایه را به حداقل می‌رساند. همچنین پیشنهاد می‌شود که اثر افشای اطلاعات مسئولیت اجتماعی شرکت بر عملکرد مالی و ارزش شرکت؛ و همچنین اثر مشکلات مالی، قانونی و فساد بر رشد شرکت و تأثیر درصد تغییرات سود سهام پرداختی بر رشد آتی شرکت‌ها نیز در پژوهش‌های بعدی مورد بررسی قرار گیرند.

منابع

۱. اعطایی‌زاده، رضا و دارایی، رویا (۱۳۹۳) «رابطه میان معیارهای مختلف رشد شرکت و نسبت تغییرات سود انباشته در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران»، راهبرد مدیریت مالی، سال ۳، شماره ۸، صص ۵۰-۲۱.
۲. ایزدی نیا، ناصر و کربلایی کریم، امیرحسین (۱۳۹۱) «شناسایی تأثیر متغیرهای منتخب مالی بر بازده سهام در بورس اوراق بهادار تهران»، مجله پژوهش‌های حسابداری مالی، سال ۴، شماره ۱، صص ۳۰-۱۷.
۳. خواجوی، شکراله و صالحی نیا، محسن (۱۳۹۴) «محدودیت‌های تأمین مالی و رشد شرکت (مطالعه موردی: بورس اوراق بهادار تهران)»، فصلنامه علمی پژوهشی حسابداری مالی، دوره ۷، شماره ۲۵، صص ۴۵-۲۹.
۴. خواجوی، شکراله و علیزاده طلائی، وحید (۱۳۹۴) «بررسی رابطه بین سطح افشای داوطلبانه و هزینه سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران»، مجله بررسی‌های حسابداری مالی، پیاپی ۷، صص ۴۶-۲۵.
۵. دارایی، رویا و کریمی، اکرم (۱۳۸۹) «تأثیر نرخ رشد دارایی‌های ثابت بر بازده سهام»، پژوهش‌نامه حسابداری مالی و حسابرسی، دوره ۲، شماره ۸، صص ۱۳۰-۹۹.
۶. رحیمیان، نظام‌الدین و توکل نیا، اسماعیل (۱۳۹۲) «اثر مالی و ارتباط آن با درماندگی مالی و فرصت‌های رشد در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران (روابط خطی و انحنایی)»، فصلنامه علمی پژوهشی حسابداری مالی، جلد ۵، شماره ۲۰، صص ۱۲۹-۱۰۸.
۷. سلیمی، احمد (۱۳۸۶) «محاسبه هزینه سرمایه واحد تجاری»، دو ماهنامه حسابرس، دوره ۹، شماره ۳۷، صص ۱۰۸-۱۰۲.
۸. قره‌بیگلو، حسین، آب چر، بهجت و آب چر، سمانه (۱۳۹۵) «تئوری چشم‌انداز و بررسی نقش نرخ رشد فروش و نحوه سنجش عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار»، ماهنامه پژوهش‌های مدیریت و حسابداری، شماره ۲۲ و ۲۳، صص ۴۳-۲۹.
۹. مشایخی، بیتا، افتخاری، وحید و پروایی، اکبر (۱۳۹۲) «بررسی معیارهای مختلف رشد دارایی‌ها در پیش‌بینی بازده آتی سهام در بورس اوراق بهادار تهران (با در نظر گرفتن رویکرد تحلیل عاملی)»، فصلنامه دانش مالی تحلیل اوراق بهادار، دوره ۶، شماره ۱۹، صص ۱۱۲-۹۹.

۱۰. مهرآذین، علیرضا و عباس نژاد، فاطمه (۱۳۹۲) «اثر محافظه‌کاری و افشا بر هزینه سرمایه سهام عادی»، فصلنامه پژوهش‌های تجربی حسابداری، دوره ۳، شماره ۹، صص ۹۳-۱۱۰.
۱۱. ناظمی، امین و نصیری، طاهره (۱۳۹۳) «بررسی ارتباط میان افشای اطلاعات و هزینه سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران»، نشریه پژوهش‌های کاربردی در گزارش‌های مالی، دوره ۳، شماره ۱، صص ۹۷-۱۱۸.
۱۲. نوروزی، محمد و مرهونیان نژاد، لیلا (۱۳۹۲) «بررسی تأثیر افشای اطلاعات و ویژگی‌های عملکردی بر هزینه سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران با استفاده از معادله رگرسیون‌های به ظاهر نامرتب». اولین کنفرانس ملی حسابداری و مدیریت، شیراز، موسسه بین‌المللی آموزشی و پژوهشی خوارزمی.
۱۳. نوروش، ایرج و میرحسینی، سیدعلی (۱۳۹۰) «بررسی رابطه بین کیفیت افشاء (قابلیت اتکاء و به موقع بودن) و مدیریت سود»، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، دوره ۱۶، شماره ۵۵، ۱۱۷-۱۳۴.
14. Banimahd, B., and Mohseni-Sharif, M. (2016). An Investigation of effective factors on ranking of firm disclosure quality and timeliness Tehran stock exchange. *Management Accounting*, 3(4): 51-63.
15. Beck, T., Demircug-Kunt and Maksimovic, V. (2005). Financial and legal constraints to growth: does firm size matter?. *The Journal of Finance*, 60(1): 137-177.
16. Carpenter, R and Petersen, B. (2001). Is the Growth of Small Firms Constrained by Internal Finance?, *Review of Economics and Statistics*, Forthcoming.
17. Easley, D. and O'Hara, M. (2004). Information and the cost of capital. *Journal of Finance*, 59(4): 1553-1583.
18. Embong, Z., Norman, M, and Mohamat, S. (2012). Firm size, disclosure and cost of equity capital. *Asian Review of Accounting*, 20(2): 119-139.
19. Gautam, V., and Vaidya, R. (2013). Growth and finance constraints in Indian manufacturing firms. *Applied Financial Economics*, 24(1): 31-40.
20. Gray, P. and Johnson, J. (2011). The relationship between asset growth and the cross-section of stock returns. *Journal of Banking & Finance*, 35: 670-680.
21. Kubick, R. Lynch, D. and Mayberry, M. (2016). The Effects of Increased Financial Statement Disclosure Quality on Tax Avoidance: An Examination of SEC Comment Letters. *Journal of the American Taxation Association*, 33(2): 35-65.
22. Lin, C. and Wei. L. (2015). Product Market Competition and Firms, Voluntary Disclosure Behavior. Evidence from a Quasi-Natural Experiment. 22(6): 115-142.
23. Madhani, M. (2015). Role of Voluntary Disclosure and Transparency in Financial Reporting. *The Accounting World*, 2009: 63-66.
24. Rahaman, M. M. (2011). Access to financing and firm growth. *Journal of Banking & Finance*, 35(3): 709-723.
25. Schuster. P, and Connell, V. (2006). The Trend Toward Voluntary Corporate Disclosures. *Management Accounting Quarterly*, 7(2): 1-9.
26. Sunil Dutta and Alexander Nezlobin. (2017). Information disclosure, firm growth, and the cost of capital. *Journal of Financial Economics*, 123, 415-431.
27. Zhang, L, and Ding, S. (2006). The Effect of Increased Disclosure on Cost of Capital: Evidence from China. *Review of Quantitative Financial Accounting*, 27: 383-401.
28. Zorn. L. (2007). Estimating the Cost of Equity for Canadian and U.S. Firms. *Bank of Canada Review*, <http://www.bankofcanada.ca/wpcontent/uploads/2010/06/zorn1.Pdf>.