

ابزارهای نظارتی راهبردی شرکتی و هزینه سرمایه شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران

دکتر زهره حاجی‌ها^۱

حسنعلی اخلاقی^۲

چکیده

چکیده

هدف از انجام این پژوهش بررسی تأثیر درصد سهامداران نهادی و درصد اعضای غیرموظف هیأت مدیره به عنوان ابزارهای نظارتی راهبردی شرکتی بر هزینه سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. در راستای پاسخگویی به پرسش‌های تحقیق دو فرضیه تدوین شده است. برای آزمون فرضیه‌های پژوهش از تحلیل رگرسیون چند متغیره با استفاده از داده‌های ترکیبی و اطلاعات مالی ۶۵ شرکت نمونه طی دوره زمانی ۱۳۸۱ الی ۱۳۸۸ استفاده شده است. برای تعیین نوع داده‌های ترکیبی از آزمون‌های F - لیمر و هاسمن و برای آزمون فرضیه‌های پژوهش از آزمون‌های F فیشر و t استیودنت استفاده شده است. یافته‌های پژوهش حاکی از این است که در سطح کل جامعه نمونه بین درصد سهامداران نهادی و درصد اعضای غیر موظف هیأت مدیره با هزینه سرمایه

۱. عضو هیأت علمی دانشگاه آزاد اسلامی واحد تهران مرکزی

۲. عضو هیأت علمی دانشگاه آزاد اسلامی، واحد تهران مرکزی

رابطه منفی وجود دارد. همچنین آزمون فرضیه‌های تحقیق در بین صنایع مختلف به نتایجی متنوع منتهی گردید. این نتایج بیانگر اهمیت کیفیت ابزارهای نظارتی راهبردی شرکتی در کاهش هزینه سرمایه شرکت است.

واژه‌های کلیدی: هزینه سرمایه، سهامداران نهادی، درصد غیر موظف اعضای هیأت مدیره

Archive of SID

مقدمه

موج اخیر رسوایی‌های برخی شرکت‌های سهامی نظیر آدلفیا، انرون و وورد کام در ایالات متحده، مارکنی در انگلستان و رویال اهودل در هلند و بحران مالی و اقتصادی بعد از آن، نظام راهبری شرکتی را مورد توجه فعالان بازار سرمایه در سراسر جهان قرار داده است. این مشکلات بر لزوم بهبود نظام راهبری شرکتی و افزایش شفافیت در حسابداری تاکید دارند. تاثیر کیفیت ساز و کارهای نظام راهبری شرکتی بر عملکرد شرکت و ارزش بازار آن بر کسی پوشیده نیست (El Mir and Seboui, 2008). رابطه بین کیفیت راهبری شرکتی و ارزش شرکت موضوع تحقیقات زیادی بوده است (LaPorta et al., 2002; Claessens et al., 2002; Black et al., 2003; Gompers et al., 2003; Klapper and Love, 2004; Durnev and Kim, 2005). اما رابطه آن با هزینه سرمایه تنها در سال‌های اخیر مورد توجه محققین قرار گرفته است. گرچه اکثر این تحقیقات بر این فرض استوارند که راهبری شرکتی با کاهش یا سلب مالکیت^۱ توسط افراد درون سازمانی از سرمایه‌گذاران و همچنین با بهبود وجه نقد مورد انتظاری که بین سهامداران توزیع می‌شود، باعث افزایش ارزش شرکت می‌گردد (Claessens et al., 2002; LaPorta et al., 2002; Gompers et al., 2003; Durnev and Kim, 2005). اما این که مکانیزم‌های راهبری شرکتی بر دیگر شاخص‌های ارزش شرکت نظیر هزینه سرمایه^۲ تاثیر دارد یا خیر مورد بررسی قرار نگرفته است (Reverte, 2009). برخی تحقیقات نشان می‌دهد که در بازارهای نوظهور و یا بازارهایی که در آن حمایت از سرمایه‌گذار نسبتاً ضعیف است کیفیت راهبری شرکتی می‌تواند هزینه‌های سرمایه را کاهش دهد (Chen et al., 2009). بنابراین مطالعه بازارهای کشورهای در حال توسعه نظیر ایران حائز اهمیت است.

همه تحقیقات در این رابطه از شاخص‌های تجمیعی و امتیازی برای ارزیابی کیفیت راهبری شرکتی در رابطه با هزینه سرمایه، استفاده کرده‌اند. از بین شاخص‌های مختلف راهبری شرکتی شاخص GIM که توسط گامپرس، ایشی و متریک (Gompers et al., 2003)

1 Expropriation by insiders
2 Cost of equity capital

پیشنهاد شده است، توجه ویژه ای را در ادبیات به خود معطوف ساخته است. نویسندگان مختلفی مکرر از این شاخص به هدف اثبات وجود ارتباط بین کیفیت راهبری شرکتی و عملکرد مالی و اقتصادی استفاده کرده اند (Bebchuk and Cohen, 2005؛ Klock et al., 2005؛ Core et al., 2006؛ Chava et al., 2009؛ Fahlenbrach, 2009). هر چند مطالعات روی این موضوع وجود رابطه بین کیفیت راهبری شرکتی و عملکرد اقتصادی - مالی ۱ شرکت را به روشنی تایید نکرده است (Donker and Zahir, 2008)، با این حال شاخص های مختلفی که برای سنجش کیفیت راهبری شرکتی وجود دارد در موارد زیادی با هم متفاوت هستند و بنابراین نمی توان قطعا گفت که مطالعات روی این حوزه کامل است. حتی شاخص گامپرس، یکی از شاخص های بسیار مهم، هم هاست "ناقص" است زیرا این شاخص تنها قادر به نشان دادن کیفیت برون سازمانی راهبری شرکتی است و عناصر دورن سازمانی راهبری شرکتی را نادیده می گیرد (Cremers and Nair, 2005؛ Regalli and Gaia Soana, 2010). بنابراین بهتر است به جای استفاده از شاخص های ترکیبی، مکانیزم های راهبری به طور جداگانه بررسی گردند (مانند آنچه هدف تحقیق حاضر است). از اینرو هدف این تحقیق بررسی تاثیر برخی از مکانیزم های نظام راهبری شرکتی بر هزینه سرمایه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار ایران است.

طرح تحقیق

چارچوب نظری و پیشینه تحقیق: جدایی مالکیت و کنترل در سازمان‌ها مسائل تقارن/عدم تقارن اطلاعاتی را بین سهامداران و مدیران موجب می‌شود که سهامداران را در معرض ریسک نمایندگی قرار می‌دهد. نظام راهبری شرکتی با اقتدار در شرکت در نظارت بر تصمیمات مدیریت و بنابراین کاهش مساله نمایندگی موثر است (Huang and Tompkins, 2010). رابطه نمایندگی عبارت از نوعی قرارداد است که طبق آن یک یا چند نفر (مالک یا مالکان) شخص دیگری را (نماینده یا مدیر) مأمور اجرای عملیات می‌کنند و در این راستا اختیار اتخاذ برخی تصمیمات را نیز به او تفویض می‌نمایند. هر یک از طرفین این رابطه به دنبال حداکثر کردن منافع شخصی خود هستند، اما منافع آن‌ها با یکدیگر هم سو نیست، بنابراین تضاد منافع و مشکل نمایندگی رخ می‌دهد.

ویژگی‌های اقتصادی اجتماعی و قانونی بازارهای کشورهای در حال توسعه ممکن است به ایجاد چارچوب نظری تازه‌ای برای راهبری شرکتی در کشورهای در حال توسعه منجر شود (Bushman & Smith, 2001). از سوی دیگر، محققان معتقدند بجای جستجو برای رابطه بین کیفیت راهبری شرکتی و عملکرد مالی - اقتصادی؛ درست‌تر این است که به تاثیر کیفیت راهبری شرکتی بر هزینه سرمایه (هم بدهی و هم سهام) پرداخته شود. ادبیات تحقیق نیز در سال‌های اخیر بر رابطه بین راهبری شرکتی و هزینه بدهی ۱ تمرکز کرده است (Bhojraj and Sengupta, 2003; Klock et al., 2005; Cremers, 2007). اما بر هزینه سرمایه تمرکز کمتری شده است. این تحقیق دنبال بررسی رابطه بین کیفیت راهبری شرکتی و هزینه سرمایه است. فرضیه زیر بنایی این رابطه بیان می‌دارد که اگر سرمایه‌گذاران فکر کنند که کیفیت راهبری شرکتی تاثیر مثبتی بر نتایج کسب و کار شرکت دارد و یا احتمال تقلب و در نتیجه ریسک شرکت را کاهش می‌دهد آن‌ها به عرضه منابع مالی با هزینه کمتر به شرکت متمایل خواهند شد (Chen et al., 2009; Regalli and Gaia Soana, 2010). به عبارت دیگر چون این شرکت‌ها

در معرض ریسک کمتری هستند، سرمایه گذاران نیز بازده کمتری برای منابع خود طلب خواهد کرد. تحقیقات بسیاری در این زمینه صورت گرفته است که در ادامه به برخی از آن‌ها اشاره می‌گردد.

گامپرس، ایشی و مرتیک (Gompers et al., 2003) شاخص GIM^۱ (برگرفته از اول نام این سه محقق) را برای تعیین کیفیت راهبری شرکتی ابداع کردند. اولین شاخص تجمیعی در مورد اندازه گیری کیفیت راهبری شرکتی، شاید این شاخص است که برای سنجش کیفیت راهبری شرکت‌هایی با مشخصه مالکیت چندگانه^۲، مثلاً فعال در بازارهای آنگلو ساکسون است. آن‌ها با استفاده از این شاخص به برخی شواهد تجربی رسیدند که راهبری شرکتی بر مخارج سرمایه‌ی تاثیر می‌گذارد. آن‌ها بیان داشتند که مدیران اجرایی قوی‌تر انگیزه دارند که پروژه‌های غیر کارا را به خاطر منافع شخصی خود دنبال کنند، این دارایی‌ها ارزش شرکت را بالا نمی‌برد. آتیگ و همکاران (Attig, Guedhami and Mishra, 2008) دریافته‌اند که هزینه سرمایه با وجود، تعداد و اندازه آرای سهامداران بزرگ (مانند سهامداران نهادی) افزایش می‌یابد. هوانگ و همکاران (Huang and Tompkins, 2010) به طور تجربی رابطه مالکیت مدیریت و حقوق سهامداران را با هزینه سرمایه آزمون کردند. نتایج تحقیق نشان داد که مالکیت مدیریتی علائق مدیران را با علائق سهامداران همسو می‌کند و به کاهش مسأله نمایندگی و در نتیجه هزینه‌های سرمایه منجر خواهد شد. این یافته نتایج متفاوتی از اکثر تحقیقات مشابه ارائه می‌دهد. رجالی و گایا سوانا (Regalli and Gaia Soana, 2010) به بررسی ۱۲۲ شرکت مالی در بورس اوراق بهادار آمریکا پرداخته و دریافته‌اند که درصد مالکیت نهادی با هزینه سرمایه رابطه مثبتی دارد. در ایران تاکنون تحقیقی که مستقیماً رابطه بین

۱. این شاخص متشکل از پنج حوزه (شامل ۲۴ متغیر) است که نشانگر کیفیت حاکمیت شرکتی است. این پنج حوزه عبارتند از تاخیر (delay)، رای‌گیری (voting)، حراست (protection)، سایر (other) و قوانین (state). به هر متغیر امتیازی اختصاص می‌یابد که اگر این امتیاز ۵ یا کمتر باشد بیانگر حاکمیت خوب و ۱۴ یا بالاتر نیز بیانگر حاکمیت بد است. البته به این شاخص انتقادات زیادی وارد و به عنوان مثال گفته شده است که این شاخص تنها عناصر برونی حاکمیت را در نظر دارد و به عناصر درونی توجه نکرده است. همچنین برخی محققان شاخص‌های دیگری به آن افزوده‌اند.

2. Multiple ownership

ابزارهای نظارتی راهبردی شرکتی و هزینه سرمایه شرکت‌های بورس اوراق بهادار < ۱۷۳

مکانیزم‌های راهبردی شرکتی و هزینه سرمایه را بررسی کرده باشد، انجام نشده است، اما برخی تحقیقات مرتبط به شرح زیر است:

نوروش و ابراهیمی کردلر (۱۳۸۴) در تحقیقی به بررسی نقش سرمایه‌گذاران نهادی در کاهش عدم تقارن اطلاعات در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج نشان داد که در شرکت‌های با درجه بالاتری از مالکیت نهادی اطلاعات سودهای آتی بیشتر در قیمت سهام منعکس می‌شود. به عبارت دیگر با افزایش مالکیت نهادی عدم تقارن اطلاعات کاهش یافته و نقش نظارتی سرمایه‌گذاران نهادی بیشتر می‌شود. مشایخ و اسماعیلی (۱۳۸۵) رابطه بین کیفیت سود و برخی از جنبه‌های اصول راهبردی شرکتی شامل درصد مالکیت هیأت مدیره و تعداد مدیران غیر موظف را در ۱۳۵ شرکت بورس طی دوره ۱۳۸۱ تا ۱۳۸۳ بررسی کردند. نتایج نشان داد که بین کیفیت سود و درصد مالکیت اعضای هیأت مدیره و تعداد اعضای غیر موظف هیأت مدیره رابطه‌ای وجود ندارد. اما رابطه غیرخطی بین ارقام تعهدی و درصد مالکیت مشاهده شد. مدرس و همکاران (۱۳۸۸) به بررسی نقش سهامداران نهادی به عنوان یکی از مهمترین معیارهای حاکمیت شرکتی بر بازده سهامداران پرداختند. برای این منظور برای ۹۰ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار اطلاعات پنج ساله (۱۳۷۸ الی ۱۳۸۲) مورد بررسی قرار گرفت. یافته‌های پژوهش نشان می‌دهد هیچ‌گونه رابطه معناداری بین سهامداران نهادی و بازده وجود ندارد. این در حالی است که نتایج پژوهش‌های انجام شده در سایر کشورها عموماً وجود رابطه مثبت و یا حتی منفی بین سهامداران نهادی و بازده را مورد تأیید قرار داده است. اعتمادی و همکاران (۱۳۸۹) به بررسی رابطه ابزارهای راهبردی شرکتی شامل درصد مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی و درصد اعضای غیر موظف هیأت مدیره و اختلاف قیمت خرید و فروش پیشنهادی سهام روی ۱۱۱ شرکت بورس اوراق بهادار طی دوره پنج ساله ۸۱ تا ۸۵ پرداختند. نتایج نشان داد که بین ابزارهای راهبردی شرکتی و نقد شوندگی سهام رابطه معنی‌داری وجود ندارد.

فرضیه‌های تحقیق: در راستای دستیابی به اهداف پژوهش، فرضیه‌ها به شرح زیر

تدوین شده است:

۱. بین درصد مالکیت نهادی و هزینه سرمایه رابطه معنی داری وجود دارد.
۲. بین درصد اعضای غیر موظف هیأت مدیره و هزینه سرمایه رابطه معنی داری وجود دارد.

متغیرهای پژوهش و نحوه اندازه‌گیری آنها: در این ارتباط متغیرهای هزینه سرمایه، درصد مالکیت نهادی، درصد اعضای غیرموظف هیأت مدیره، اندازه شرکت، سودآوری شرکت، عملکرد بازار و نقدینگی ایجاد شده توسط واحد تجاری، مورد بحث قرار می‌گیرد. هزینه سرمایه: هزینه سرمایه (Ke) متغیر وابسته پژوهش است که در این پژوهش با مدل گوردون اندازه‌گیری می‌شود. بنابراین در این تحقیق هزینه سرمایه به صورت سالانه مد نظر بوده است. در این مدل، قیمت سهام در زمان t حاصل نسبت بین سود نقدی در زمان t+1 و اختلاف بین هزینه سرمایه و نرخ رشد سهام است:

$$P_0 = \frac{D_0 * (1 + g)}{(K_e - g)} = \frac{D_1}{(K_e - g)} \quad (1)$$

که در آن P0، قیمت سهام در زمان t، D0 سود نقدی سهام در زمان t، g رشد سود نقدی، Ke هزینه سرمایه و D1 سود نقدی سهام در زمان t+1 است. با توجه به رابطه (۱) هزینه سرمایه برابر از طریق رابطه (۲) به دست می‌آید:

$$K_e = \frac{D_1}{P_0} + g \quad (2)$$

نرخ رشد g از طریق رابطه (۳) محاسبه می‌گردد:

$$g = ROE * (1 - PayoutRatio) \quad (3)$$

که در آن ROE، بازده حقوق

صاحبان سهام و از نسبت سود خالص به حقوق صاحبان سهام قابل محاسبه است. همچنین *PayoutRatio*، از نسبت سود پرداختی به سهامداران به کل درآمد (سود) به دست می‌آید. این مدل سازگار با تحقیق مشابه برای محاسبه هزینه سرمایه انتخاب شده است (Regalli and Gaia Soana, 2010). متغیر مستقل تحقیق کیفیت حاکمیت شرکتی است که در این تحقیق با استفاده از شاخص‌های زیر سنجیده می‌شود:

درصد مالکیت نهادی: اگر در ساختار مالکیت شرکت، سهامدار عمده و اصلی یک واحد اقتصادی و یا یک نهاد حقوقی (بانک، موسسات سرمایه‌گذاری، بیمه و...) باشد، ساختار مالکیت شرکت یک ساختار مالکیت نهادی است (اشرفی، ۱۳۸۹). سرمایه‌گذاران نهادی موسساتی هستند که به خرید و فروش حجم بالایی از اوراق بهادار می‌پردازند. حضور سهامدار نهادی در ساختار مالکیت شرکت به لحاظ کنترل و نظارت آن‌ها در خصوص عملکرد مدیریت موجب محدود شدن مشکلات نمایندگی شده و سهامداران خرد نیز از توان نظارتی بدون هزینه بهره‌مند می‌شوند (همان). درصد مالکیت نهادی در این پژوهش برابر درصد سهام نگهداری شده توسط شرکت‌های دولتی و عمومی از کل سهام سرمایه‌است که این شرکت‌ها شامل شرکت‌های بیمه، مؤسسه‌های مالی، بانک‌ها، شرکت‌های دولتی و دیگر اجزای دولت است. این متغیر در پژوهش‌های حسن و بوت (Hasan and Butt, 2009)، ارن‌هال و لیزال (Earnhart and Lizal, 2006)، نوروش و همکاران (۱۳۸۸) و ستایش و کاظم نژاد (۱۳۸۹) نیز با همین تعریف به کار رفته است.

برکلی و همکاران (Brickley et al., 1988) نیز در تحقیق خود دریافتند که سهامداران نهادی با احتمال بیشتری با طرح‌های پیشنهادی مدیریت که به منافع مالکان صدمه می‌زند، مخالفت می‌کنند. بنابراین می‌توان استنتاج نمود، شرکت‌هایی که سرمایه‌گذاری در سهام نهادی بالاتر دارند، کمتر در معرض ریسک هستند و هزینه سرمایه کمتری نیز خواهند داشت.

درصد اعضای غیر موظف هیأت مدیره: حضور مدیران غیرموظف در هیأت مدیره شرکت به بازار این علامت را می‌دهد که شرکت و مدیران اجرایی و موظف به طور موثر کنترل و نظارت می‌شود (Fama, 1980؛ Fama and Jensen, 1983) و این مساله نمایندگی را حل می‌کند. به این چارچوب تئوری اثر نظارت ۱ اطلاق می‌گردد (Reverte, 2009). هر چه مدیران غیر موظف در ترکیب هیأت مدیره بیشتر باشند، ریسک شرکت کمتر است و در نتیجه هزینه سرمایه کمتری خواهد داشت. هوانگ و تامپکینز (Huang and Tompkins, 2010) شواهد محدودی یافتند مبنی بر اینکه واکنش سرمایه‌گذاران به شرکت‌هایی که مدیران برون

سازمانی بیشتری در ترکیب هیات مدیره دارند مثبت تر است. پیزنل و همکاران (Peasnell et al., 2003) نشان دادند که در صورتی که اکثریت اعضای هیات مدیره با مدیران غیر موظف باشد هیات مدیره از کارایی بسیار بیشتری برخوردار است. از اینرو، با توجه به ادبیات تحقیق، انتظار می رود که رابطه منفی بین این متغیر حاکمیت شرکتی و هزینه سرمایه باشد (Reverte, 2009). در این پژوهش همانند پژوهش های حسن و بوت (Hasan and Butt, 2009) و گادفرد و همکاران (Godfred et al., 2009) و ایزدی نیا و رسائیان (۱۳۸۹) درصد اعضای غیر موظف هیات مدیره از نسبت (درصد) اعضای غیر موظف هیات مدیره به کل اعضای هیات مدیره بدست می آید، ضمناً اطلاعات مربوط به اعضای غیر موظف هیات مدیره از متن یادداشت های همراه صورت های مالی که در سایت بورس اوراق بهادار در دسترس است، جمع اوری شده است.

برای آزمون و کنترل اثر برخی متغیرها به غیر از متغیرهای راهبری شرکتی، در این تحقیق از برخی متغیرهای کنترلی که می تواند همراه با کیفیت راهبری شرکتی بر هزینه سرمایه تاثیر گذارد، به شرح زیر استفاده شده است:

اندازه شرکت: فاما و فرنچ (Fama and French, 1993) و بوتوسان و پلاملی (Botosan & Plumlee, 2005) دریافتند که بازده سهام رابطه منفی با اندازه شرکت و نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار سرمایه دارد. همینطور دوکاس و همکاران (Doukas et al., 2000) نشان دادند که شرکت های بزرگتر به دلیل پیچیده تر بودن و مشکلات در بدست آوردن اطلاعات توسط مالکان، احتمالاً هزینه نمایندگی بیشتر و در نتیجه ارزش بازار کمتری دارند. در این تحقیق نیز اندازه شرکت سازگار با تحقیق برک (Berk, 1995)، بوتوسان و پلاملی (Botosan and Plumlee, 2001)، هوانگ و همکاران (Huang and Tompkins, 2010) و تحقیق چن و همکاران (Chen et al., 2009) با استفاده از لگاریتم ارزش بازار سرمایه اندازه گیری می شود. انتظار می رود این متغیر رابطه منفی با هزینه سرمایه داشته باشد. فرض بر این است که شرکت های بزرگتر کمتر در معرض ریسک هستند و هزینه سرمایه کمتری نیز خواهند داشت (Easton, 2004 ؛ Gebhardt et al., 2001).

سودآوری شرکت

در این پژوهش سودآوری با نسبت ROA سنجیده می‌شود. این نسبت از تقسیم سود قبل از کسر بهره و مالیات به مجموع دارایی‌ها قابل محاسبه است. فرض بر این است که این متغیر نیز رابطه منفی با ریسک داشته باشد و در نتیجه شرکت‌های سود آور تر هزینه سرمایه کمتری نیز دارند (Regalli and Gaia Soana, 2010).

عملکرد بازار: عملکرد بازار سهام از طریق قیمت به شاخص ارزش دفتری اندازه‌گیری می‌شود. سهامی که بالاتر از ارزش واقعی در بازار ارزشیابی شده است دارای ریسک بالایی است از اینرو رابطه ای مثبت بین این شاخص و هزینه سرمایه انتظار می‌رود (Regalli and Gaia Soana, 2010).

نقدینگی ایجاد شده توسط واحد تجاری: این شاخص با نسبت وجه نقد به ارزش شرکت سنجیده می‌شود. انتظار می‌رود که رابطه این شاخص نیز با هزینه سرمایه مثبت باشد زیرا اگر همه شرایط یکسان باشد شرکت‌هایی با نقدینگی بیشتر ریسک کمتری خواهند داشت. در تحقیقات لسموند (Lesmond, 2005) و چن و همکاران (Chen et al., 2009) نیز رابطه مثبت بین نقدینگی و نظام راهبری با کیفیت بالا مشاهده شده است.

جامعه و نمونه آماری: جامعه آماری تحقیق شامل شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در قلمرو زمانی بین سال‌های ۱۳۸۱ الی ۱۳۸۸ است. شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار که دارای ویژگی‌های زیر بوده؛ با استفاده از روش حذف سیستماتیک به عنوان نمونه انتخاب شدند:

- ۱) برای قابل مقایسه بودن اطلاعات، پایان سال مالی آن‌ها ۲۹ اسفند باشد.
- ۲) در دوره زمانی مورد تحقیق حداقل هرسه ماه یکبار سهام آن‌ها مبادله شده باشد.
- ۳) برای همگن بودن اطلاعات فعالیت آن‌ها از نوع تولیدی باشد.
- ۴) در طی سال‌های مورد بررسی تغییر سال مالی نداشته باشند.
- ۵) اطلاعات مورد نیاز پژوهش در مورد آن‌ها وجود داشته باشد.

با توجه به شرایط و محدودیت‌های فوق، از بین شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، ۶۵ شرکت انتخاب شدند. قلمرو مکانی تحقیق، کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بازار بورس اوراق بهادار تهران است.

مدل پژوهش: با توجه به مطالب عنوان شده در مورد متغیرهای توضیحی، الگوی تحقیق که بر گرفته از الگوی تحقیق رجالی و گایا سوانا (Regalli and Gaia Soana, 2010) است (پس از انجام پاره‌ای تعدیلات) به صورت زیر نشان داده می‌شود:

$$K_e = \beta_0 + \beta_1 \text{INSTSH}_{it} + \beta_2 \text{NED}_{it} + \beta_3 \text{SIZE}_{it} + \beta_4 \text{ROA}_{it} + \beta_5 \text{LIQ}_{it} + \beta_6 \text{PERF}_{it} + \varepsilon \quad (۴)$$

که در آن K_e متغیر وابسته هزینه سرمایه، INSTSH متغیر مستقل درصد مالکیت نهادی و NED متغیر مستقل درصد غیر موظف اعضای هیأت مدیره است. علاوه بر این، ROA، SIZE، CASH و PBV متغیرهای کنترلی هستند که نحوه محاسبه آن‌ها در قسمت‌های قبل توضیح داده شده است. β_0 ضریب ثابت و ε ضریب خطا که برای هر دوره مستقل است، دارای توزیع نرمال و مستقل از عوامل رگرسیونی است.

آمار توصیفی: جدول ۱ بیانگر آمار توصیفی داده‌های مورد مطالعه برای استفاده در رگرسیون خطی است. با توجه به اینکه از روش ترکیب داده‌های سری زمانی و مقطعی برای آزمون فرضیه‌های پژوهش استفاده شده، تعداد مشاهدات براساس داده‌های ترکیبی متوازن، ۵۲۰ مشاهده بوده است.

جدول ۱: آماره توصیفی متغیرهای پژوهش

متغیر	میانگین	میانه	انحراف معیار	چولگی	کشیدگی	جارکو برا	مشاهده
INSTSH	۰/۴۶۸	۰/۵۱۶	۰/۲۹۲	-۰/۳۸	۲/۰۷	۳۵/۰۴	۵۲۰
NED	۰/۵۹۸	۰/۶	۰/۱۹۹	-۰/۴۱	۳/۳۷	۱۹/۶۸	۵۲۰
SIZE	۵/۴	۵/۳۴	۰/۶۵۷	۰/۲۱۵	۲/۶۹	۶/۶۲	۵۲۰
ROA	۰/۱۴۹	۰/۰۵۲	۰/۳۰۱	۵/۲۲	۴۰/۵۷	۳۶۵/۰۲	۵۲۰
LIQ	۰/۰۶۹	۰/۰۳۹	۰/۱۰۲	۴/۸۸	۴۲/۳۷	۳۹۵/۰۵	۵۲۰
PERF	۰/۳۵۹	۰/۱۴۶	۱/۴۵	۸/۶۱	۸۴/۰۶	۱۶۴۸۴	۵۲۰
K_e	۰/۴۳	۰/۲۹	۵/۷۹	۶/۹۶	۵۲/۹۳	۶۴۵۱۱	۵۲۰

ابزارهای نظارتی راهبردی شرکتی و هزینه سرمایه شرکت‌های بورس اوراق بهادار < ۱۷۹

همانطور که در جدول ۱ مشاهده می‌شود، میزان مالکیت سهامداران نهادی از صفر تا ۱۰۰ متغیر بوده که میانگین آن‌ها برای شرکت‌های موصوف برابر با ۴۶/۸٪ بوده است. این امر بیانگر حضور قابل ملاحظه سهامداران نهادی در بازار سرمایه کشورمان است. همچنین یکسان بودن مقدار میانگین و میانه برای متغیر درصد اعضای غیر موظف هیأت مدیره، نشان دهنده نرمال بودن این متغیر است.

آزمون فرضیه‌ها: در اولین مرحله از فرآیند تجزیه و تحلیل داده‌ها، مفروضات کلاسیک رگرسیون که در این پژوهش کاربرد دارد، شامل ۱- نرمال بودن توزیع پسماندها ۲- عدم وجود ناهمسانی واریانس پسماندها ۳- عدم وجود خودهمبستگی ۴- عدم وجود هم خطی، مورد بررسی قرار گرفت و پس از حصول اطمینان از برقراری مفروضات مذکور آزمون فرضیه‌های پژوهش انجام شد. نتایج تجزیه و تحلیل داده‌ها با استفاده از روش داه‌های تابلویی در سطح کل نمونه در جدول ۲ منعکس است.

جدول ۲: نتایج تحلیل داده‌ها برای آزمون فرضیه اول و دوم

مدل (۱)									
$K_e = \beta_0 + \beta_1 \text{INSTSH}_{it} + \beta_2 \text{NED}_{it} + \beta_3 \text{SIZE}_{it} + \beta_4 \text{ROA}_{it} + \beta_5 \text{LIQ}_{it} + \beta_6 \text{PERF}_{it} + \varepsilon$									
ضرایب و آماره‌ها	β_1	β_2	β_3	β_4	β_5	β_6	R^2	آماره F	آماره DW
نمونه آماری									
ضرایب	-۰/۰۰۱	۰/۰۰۱	-۰/۱۰۲	۲/۴۰۹	-۰/۰۰۹	۰/۱۵۲			
آماره t	-۲/۵۶	-۲/۰۵۲	-۳/۹۲	۲۵/۵۳	-۰/۱۵۷	۱/۴۸۲			
p-value	۰/۰۱	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۸۷۴	۰/۱۳۸			
آزمون F لیمر	۴/۸۵۵		۰/۰۰۰		آزمون هاسمن		۰/۰۰۰		
					۷۰/۹۳				

همانطور که در جدول ۲ مشاهده می‌شود، R^2 این مدل برابر با ۰/۸۰ و این نکته است که متغیرهای مستقل مدل فوق توانایی توضیح ۸۰ درصد از تغییر در متغیر وابسته را دارند این میزان بیانگر توانایی بالای مدل در توضیح تغییر در متغیر وابسته است. همچنین از آنجا که

مقدار مربوط به آماره F کمتر از ۰/۰۵ است لذا نتایج حاصل از مدل فوق، معنا دار است. علاوه بر این برای انتخاب بین روش داده‌های ترکیبی و تابلویی از آزمون F لیمر استفاده شده است. با توجه به اینکه مقدار p-value به دست آمده از آزمون F لیمر برابر (۰/۰۰۰) می‌باشد فرض H_0 رد شده است ($p\text{-value} \leq 0.05$) و روش داده‌های تابلویی پذیرفته می‌شود. روش داده‌های تابلویی خود دارای دو روش اثرات ثابت ۲ و اثرات تصادفی ۳ است که برای انتخاب بین این دو روش از آزمون هاسمن ۴ استفاده می‌شود. از آنجا که p-value به دست آمده از آزمون هاسمن برابر با (۰/۰۰۰) است فرض H_0 رد شده است ($p\text{-value} \leq 0.05$) و در نتیجه روش اثرات ثابت پذیرفته می‌شود. در رابطه با آزمون فرضیه اول، با توجه به اینکه مقدار احتمال مربوط به متغیر مستقل (INSTSH) کمتر از ۰/۰۵ و بیانگر درصد سهامداران نهادی است، لذا در سطح اطمینان ۹۵ درصد فرض H_0 رد می‌شود و این بدان معنی است که سهامداران نهادی تأثیری معکوس و معنی‌دار بر هزینه سرمایه شرکت دارند، به طوری که انتظار می‌رود با افزایش سهامداران نهادی هزینه سرمایه شرکت کاهش یابد. به این ترتیب فرضیه اول تحقیق پذیرفته می‌شود.

در رابطه با آزمون فرضیه دوم، با توجه به مقدار احتمال متغیر NED فرض H_0 رد شده است ($p\text{-value} \leq 0.05$) و بین دو متغیر مذکور رابطه وجود دارد. علاوه بر این با توجه به ضریب منفی متغیر NED این رابطه از نوع منفی است. به این ترتیب فرضیه دوم تحقیق نیز پذیرفته می‌شود. بنابراین بین درصد غیرموظف اعضای هیئت مدیره و هزینه سرمایه رابطه منفی و معنی‌داری وجود دارد. از طرف دیگر مقدار احتمال مربوط به متغیرهای کنترل برای متغیر اندازه شرکت (SIZE) و سودآوری (ROA) کمتر از ۰/۰۵ است (احتمال هر دو متغیر ۰/۰۰۰ است) که این امر بیانگر آن است که در سطح اطمینان ۹۵ درصد اندازه شرکت تأثیر منفی بر هزینه سرمایه دارد و این در حالی است که سودآوری تأثیر مثبتی بر هزینه سرمایه دارد. همچنین در این تحقیق برای مانایی متغیرهای پژوهش از آزمون هادری استفاده شده

1 Leamer F-test

2 Fixed effect

3 Random effect

4 hausman test

ابزارهای نظارتی راهبردی شرکتی و هزینه سرمایه شرکت‌های بورس اوراق بهادار < ۱۸۱

است که نتایج در جدول شماره ۳ منعکس است. لازم به ذکر است که برخلاف آن چه در مورد داده های سری زمانی مرسوم است، در مورد داده های تابلویی نمی توان برای آزمون مانایی از آزمون های دیکی - فولر و دیکی - فولر تعمیم یافته بهره جست، بلکه لازم است به نحوی مانایی جمعی متغیرها آزمون شود که برای این منظور باید از آزمون هادری استفاده شود. با توجه به نتایج به دست آمده در جدول شماره ۳ و به دلیل اینکه مقدار احتمال آزمون هادری بیشتر از ۰/۰۵ است، می توان به این نتیجه رسید که تمام متغیرهای تحقیق مانا هستند.

جدول ۳. نتایج آزمون هادری برای بررسی مانایی متغیرها

مأخذ: محاسبات پژوهشگر

$\beta_1 INSTSH_{it} + \beta_2 NED_{it} + \beta_3 SIZE_{it} + \beta_4 ROA_{it} + \beta_5 LIQ_{it} + \beta_6 PERF_{it} + \varepsilon$							
ضرایب	β_1	β_2	β_3	β_4	β_5	β_6	k_e
آزمون هادری							
مقدار p-value	۲/۲۳۵ (۰/۵۵۶)	۰/۱۹۲۱ (۰/۰۷۸)	-۰/۲۹۲۷ (۰/۴۹۱)	۱/۵۳۲ (۰/۰۷۲۵)	۰/۵۵۶ (۰/۳۲۱)	۱/۹۶ (۰/۷۶۹)	-۰/۳۲۳ (۰/۹۹۲)

علاوه بر این این پژوهش فرضیه های تحقیق در سطح صنایع خودرو، شیمیایی، سیمان، دارویی و غذایی نیز مورد آزمون قرار گرفته اند. برای آزمون فرضیه های اول و دوم در سطح صنایع مذکور مدل (۱) ارائه و نتایج بدست آمده در جدول (۴) منعکس شده است.

جدول ۴. نتایج و تحلیل داده ها برای آزمون فرضیه اول، دوم و سوم در صنایع مختلف

$K_e = \beta_0 + \beta_1 INSTSH_{it} + \beta_2 NED_{it} + \beta_3 SIZE_{it} + \beta_4 ROA_{it} + \beta_5 LIQ_{it} + \beta_6 PERF_{it} + \varepsilon$										مدل (۱)
ضرایب و آماره ها	β_1	β_2	β_3	β_4	β_5	β_6	R^2	آماره F	آماره DW	صنایع
خودرو و ساخت	-۰/۰۱۴	-۰/۰۰۲	-۰/۳۷۳	۲/۷۹	-۰/۲۳۵	۱/۸۵	۰/۹۰	۳۹/۴۰	۲/۰۰	

	۰/۰۰۰		۰/۰۰۰	۰/۳۹	۰/۰۰۰	۰/۰۰۹	۰/۲۸	۰/۰۰۰	قطعات
۱/۵۷	۱۷/۸۴	۰/۶۵	۰/۴۵۱	۰/۲۰۴	۱/۷۹۳	-۰/۱۵۷	-۰/۰۰۳	-۰/۰۰۲	محصولات
	۰/۰۰۰		*۰/۰۷۴	۰/۵۱۲	۰/۰۰۰	-۰/۰۰۰	۰/۶۸۳	۰/۰۰۸	شیمیایی
۲/۱۴	۴/۷۳	۰/۵۶	-۰/۰۰۳	۶/۰۰	۱/۰۷۳	-۰/۳۲۱	-۰/۰۰۲	-۰/۰۰۱	سیمان، آهک و
	۰/۰۰۰		۰/۰۲۱	۰/۱۳۹	۰/۰۰۰	*۰/۰۶۵	۰/۱۲۲	۰/۰۰۷	گچ
۲/۰۶	۶۹/۹۷	۰/۸۲	۰/۱۸۳	-۱/۰۳	۳/۶۸	-۰/۴۶۳	-۰/۰۰۳	-۰/۰۰۲	محصولات
	۰/۰۰۰		۰/۴۳۶	۰/۲۷۹	۰/۰۰۰	-۰/۰۰۱	۰/۰۰۸	۰/۳۴۶	دارویی
۲/۷۲	۵۹/۷۰	۰/۹۵	۱۲/۰۰	-۲/۰۳	۴/۰۵	-۱/۴۳	-۰/۰۰۵	-۰/۰۱۲	محصولات
	۰/۰۰۰		۰/۰۰۰	۰/۱۵۳	۰/۰۱	۰/۰۰۲	*۰/۰۸۵	۰/۰۱۳	غذایی

مأخذ: محاسبات پژوهشگر - عدد اول ضریب و عدد دوم مقدار p-value می‌باشد. * معنی‌دار در سطح ۹۰ درصد

همان‌گونه که در جدول ۴ ملاحظه می‌شود، ضریب درصد مالکیت نهادی (INSTSH) در سطح کلیه صنایع مذکور منفی است. این ضریب در همه صنایع به غیر از صنایع دارویی از لحاظ آماری معنی‌دار است. در مورد ضریب درصد اعضای غیرموظف هیأت مدیره (NED) همان‌طور که در جدول ۴ مشاهده می‌شود، در کلیه صنایع به غیر از صنایع شیمیایی و سیمان و گچ رابطه منفی بین ضریب مذکور و هزینه سرمایه وجود دارد. ضریب متغیر مذکور در صنایع دارویی و غذایی از لحاظ آماری معنی‌دار است. آماره F فیشر نیز از معنی‌داری کلی مدل حکایت می‌کند.

نتیجه‌گیری و پیشنهادها

نتیجه‌گیری: در پژوهش حاضر برای بررسی تأثیر مالکیت نهادی و درصد اعضای غیر موظف هیأت مدیره بر هزینه سرمایه، داده‌های گردآوری شده از صورت‌های مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران مورد بررسی قرار گرفتند. نتایج حاصل از تجزیه و تحلیل داده‌های تابلویی برای آزمون فرضیه اول نشان می‌دهد که در سطح کل نمونه و در صنایع خودرو، شیمیایی، سیمان و غذایی میزان مالکیت نهادی با هزینه سرمایه شرکت رابطه منفی معناداری دارد. یعنی هر چه شرکتی مالکیت نهادی بیشتری داشته باشد، هزینه سرمایه آن کمتر است. این نتیجه با یافته‌های رجالی و گایا سوانا (Regalli and Gaia Soana, 2010) سازگار است در حالی که با یافته‌های آتیگ و همکاران (Attig, 2008) مطابق نیست. یافته‌های حاصل از آزمون فرضیه دوم تحقیق بیانگر وجود رابطه منفی و معنی‌دار بین درصد اعضای غیر موظف هیأت مدیره و هزینه سرمایه شرکت در سطح کل نمونه و صنایع دارویی و غذایی است. یعنی هر چه شرکتی اعضای غیرموظف هیأت مدیره‌اش بیشتر باشد، هزینه سرمایه کمتری را متحمل می‌شود. این یافته با نتایج پژوهش چن (Chen, 2011) منطبق است. این نتایج پیشنهاد می‌کند که ارتقای کیفیت ابزارهای نظارتی راهبردی شرکتی منجر به کاهش هزینه تأمین منابع مالی برای شرکت منجر می‌گردد و سهامداران نسبت به کیفیت حاکمیت شرکت بی تفاوت نیستند.

پیشنهادهایی برای پژوهش‌های آتی: با عنایت به نتایج تحقیق حاضر پیشنهادهای زیر ارائه می‌گردد:

۱. پیشنهاد می‌شود در پژوهش‌های آتی متغیرهای دیگر نظیر ریسک شرکت و تورم به عنوان متغیر کنترل در نظر گرفته شود.
۲. اجرای این پژوهش با در نظر گرفتن سایر معیارهای حاکمیت شرکتی به اجرا درآید.
۳. این پژوهش با انتخاب نمونه‌ای بزرگتر انجام شود.
۴. تأثیر متغیرهای کلان اقتصادی بر هزینه سرمایه شرکت‌ها مورد بررسی قرار گیرد.

منابع

۱. اشرفی، مهدی. (۱۳۸۹) «بررسی ارتباط سازو کارهای نظام راهبری شرکت با ساختار سرمایه در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران»، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه آزاد اسلامی واحد مبارکه.
۲. اعتمادی، حسین، رسیان، امیر و حسین کرد تبار. (۱۳۸۹) «رابطه برخی از ابزارهای حاکمیت شرکتی و نقد شوندگی سهام»، **مجله توسعه و سرمایه**، سال سوم، شماره ۵، صص. ۵۹-۳۱.
۳. ایزدی نیا، ناصر و امیر رسانیان. (۱۳۸۹)، «رابطه برخی از ابزارهای نظارتی راهبری شرکت و معیارهای اقتصادی و مالی ارزیابی عملکرد»، **مجله دانش حسابداری**، سال اول، شماره ۱، صص ۷۲-۸۹.
۴. ستایش، محمد حسین و مصطفی کاظم نژاد. (۱۳۸۹)، «بررسی تأثیر ساختار مالکیت و ترکیب هیئت مدیره بر سیاست تقسیم سود شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران»، **مجله دانش حسابداری**، سال اول، شماره ۱.
۵. مدرس، احمد؛ حسینی، سید مجتبی و زهره رئیسی. (۱۳۸۸)، « بررسی اثر سهامداران نهادی به عنوان یکی از معیارهای حاکمیت شرکتی بر بازده سهامداران شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران»، **پژوهشنامه اقتصادی**، صص ۲۲۳-۲۵۰.
۶. مشایخ، شهناز، اسماعیلی، مریم. (۱۳۸۵)، «بررسی رابطه بین کیفیت سود و برخی جنبه های اصول راهبری در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران»، **بررسی های حسابداری و حسابرسی**، شماره ۴۵، صص ۲۵-۴۵.
۷. نوروش، ایرج و علی ابراهیمی کرد لر (۱۳۸۴). « بررسی تبیین رابطه ترکیب سهامداران با تقارن اطلاعات و سودمندی معیارهای حسابداری عملکرد»، **بررسی های حسابداری و حسابرسی**، شماره ۴۲، صص. ۹۷-۱۲۴.
1. Attig, N., Guedhami, Mishra, D. (2008). "Multiple large shareholders, control contests, and implied cost of equity". **Journal of Corporate Finance** 14, 721-737.
2. Bebchuk, Lucian A. and Alma Cohen. (2005). "The Cost of Entrenched Boards." **Journal of Financial Economics** 78: 409-433.
3. Bhojraj, S., Sengupta, P. (2003). The Effect of Corporate Governance Mechanisms on Bond Ratings and Yields: The Role of Institutional Investors and Outside Directors, **Journal of Business**, 76(3), 455-475.
4. Black, B., Jang, H. and Kim, W. (2006), "Does corporate governance predict firm's market values? Evidence from Korea", **Journal of Law, Economics, & Organization**, Vol. 22 No. 2, pp. 366-413.
5. Botosan, C. A., Plumlee, M. A. (2001). Estimating expected cost of equity capital: a theory-based approach, Working paper University of Utah.

6. Brickley, J., Lease, R.C and Smith, C.W.(1988), "Ownership structure and voting on takeover amendments", **Journal of Financial Economics**, 20, 267-291.
7. Bushman, R. and A. Smith. (2001). "Financial Accounting Information and Corporate Governance." **Journal of Accounting and Economics** 32: 237-333.
8. Chen, Kevin C.W., Zhihong Chen , K.C. John Wei,(2009), "Legal protection of investors, corporate governance, and the cost of equity capital," **Journal of Corporate Finance** 15, 273–289.
9. Chen, Dong ,(2011)," Classified Boards, the Cost of Debt, and Firm Performance", available at: <http://ssrn.com/abstract=1729472>.
10. Claessens, S., Djankov, J.P.H. and Lang, L.H.P. (2002), "Disentangling the incentive and entrenchment effects of large shareholdings", **Journal of Finance**, Vol. 57, pp. 2741-71.
11. Core J., Guay W., Rusticus T. (2006), Does weak governance cause weak stock returns? An examination of firm operating performance and investors' expectations. **Journal of Finance**, 61(2), 655–687.
12. Core, John E., Robert W. Holthausen, and David F. Larcker,(1999), "Corporate Governance, Chief Executive Officer Compensation, and Firm Performance," **Journal of Financial Economics**, LI , 371-406.
13. Cremers, K.J.M., Nair, V.B. (2005). Governance mechanisms and equity prices. **Journal of Finance**, 60(6), 2859-2894.
14. Donker, H., Zahir, S. (2008). Takeovers, corporate control, and return to target shareholders, **International Journal of Corporate Governance**, 1(1), 106-134.
15. Doukas, J., Kim, C., and C., Pantzalis (2000), "security analysts, agency costs and company characteristics", **Financial Analysts Journal**, 56:45-63.
16. Durnev, A. and Kim, E.H. (2005), "To steal or not to steal: firm attributes, legal environment, and valuation", **Journal of Finance**, Vol. 60 No. 3, pp. 1461-93.
17. Earnhart, D, and Lizal, L. (2006). Effects of Ownership and Financial Economics. Performance on Corporate Environmental Performance. **Journal of Comparative** Vol. 34, pp. 111-129.
18. Easton, P., (2004)." PE ratios, PEG ratios, and estimating the implied expected rate of return on equity capital". **Accounting Review** 79, 73–95.
19. El mire, A. and S., Seboui, (2008), " corporate governance and the relationship between EVA and created shareholder value " **Corporate Governance**, 8, 46-58.
20. Fahlenbrach, R. (2009). Shareholder rights, boards, and CEO compensation. **Review of Finance**, 13(1), 81-113.
21. Fama, E. F. (1980). Agency problems and the theory of the firm. **Journal of Political Economy**, 88, 288-307.
22. Fama, Eugene F., and Kenneth R. French, (1993), "Common risk factors in the returns on stocks and bond", **Journal of Financial Economics**, 32(1), February, Pages 3-56.
23. Fama, E.F., and M.C. Jensen. (1983). "Separation of Ownership and Control." **Journal of Law and Economics** 26: 301-325.
24. Garmaise, M. and Liu, J. (2005), "Corruption, firm governance, and the cost of capital", working paper, UCLA.

25. Gebhardt, W.R., Lee, C.M.C. and Swaminathan, B. (2001), "Toward an implied cost of capital", **Journal of Accounting Research**, Vol. 39 No. 1, pp. 135-76.
26. **Godfred, A. Bokpin and Anastacia C. Arko (2009). "Ownership structure, corporate governance and capital structure decisions of firms".** journal of Economics and Finance, **Vol. 26 No. 4, pp. 246-256.**
27. Gompers, P.A., Ishii, J.L., Metrick, A. (2003). Corporate governance and equity prices. *Quarterly Journal of Economics*, 118(1), 107-155.
28. Hasan, A., Butt, S. (2009) "Impact of Ownership Structure and Corporate Governance on Capital Structure of Pakistani Listed Companies", **International Journal of Business and Management**, Vol. 4, No. 2.
29. Huang, Rongbing and James G. Tompkins, (2010), "Corporate governance and investor reactions to seasoned equity offerings", **Managerial Finance**, Vol. 36 No. 7, pp. 603-628
30. Klock, M.S., Mansi, S.A. and Maxwell, W.F. (2005), "Does corporate governance matter to bondholders?", **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, Vol. 40 No. 4, pp. 693-719.
31. LaPorta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. and Vishny, R. (2002), "Investor protection and corporate valuation", **Journal of Finance**, Vol. 57 No. 3, pp. 1147-70.
32. Lesmond, D.A., (2005). "Liquidity of emerging markets". **Journal of Financial Economics** 77, 411-452.
33. Regalli, Massimo and Maria-Gaia Soana, (2010), "Corporate governance quality and cost of equity", available at: <http://ssrn.com/abstract=1731264>
34. Reverte, Carmelo, (2009), "Do better governed firms enjoy a lower cost of equity capital?: Evidence from Spanish firms", VOL. 9 NO. 2, pp. 133-145, Q Emerald Group Publishing Limited, ISSN 1472-0701 Corporate Governance.