



## ارزیابی اثر گذاری تامین مالی از طریق توسعه بانکداری بر هزینه حقوق صاحبان سهام

سیدجلال صادقی شریف<sup>۱</sup>  
محمد حسین آبادی<sup>۲</sup>

تاریخ دریافت: ۱۳۹۶/۰۷/۰۶ تاریخ پذیرش: ۱۳۹۶/۰۹/۱۱

### چکیده

تامین مالی شرکت‌ها از دو طریق حقوق صاحبان سهام و بدهی انجام می‌شود. تامین مالی از طریق بدهی به علت صرفه‌جویی مالیاتی و نرخ پایین‌تر آن در مقایسه با بازده مورد انتظار سهامداران، مطلوب‌تر است. بانک‌ها یکی از نهادهای اصلی تامین مالی از محل بدهی هستند و توسعه بانکداری در جهت تسهیل تامین مالی و کاهش هزینه سرمایه نقش مهمی ایفا می‌کند. برخی صاحب‌نظران معتقدند توسعه بانکداری نقش مهمی در تامین نقدینگی شرکت‌ها، تسهیم ریسک، تخصیص کارآمد منابع، گسترش فرصت‌های اقتصادی داشته و باعث افزایش بهره‌وری و کاهش هزینه حقوق صاحبان سهام می‌شود. برخی دیگر، ادعا می‌کنند در اقتصادهایی که نظام بانکی آنها متأثر از مداخلات دولت است، شواهدی مبنی بر وجود رابطه مثبت بین توسعه بانکداری و هزینه حقوق صاحبان وجود دارد. در پژوهش حاضر، تاثیر توسعه بانکداری بر هزینه حقوق صاحبان سهام با لحاظ شاخص بهای کالا و خدمات مصرفی (CPI) و متغیرهای بنیادی شرکت مانند نسبت بدهی به دارایی (LEV)، بازده حقوق صاحبان سهام (ROE)، ارزش بازار به ارزش دفتری (MB) در قالب الگوی رگرسیونی تلفیقی و با انتخاب نمونه‌ای شامل ۲۱۵۵ شرکت طی سال‌های ۱۳۸۰ تا ۱۳۹۴ از جامعه آماری شرکت‌های فعال در بورس و اوراق بهادار تهران با فرض

۱- استادیار دانشکده مدیریت و حسابداری دانشگاه شهید بهشتی، تهران، ایران. (نویسنده مسئول) j\_sadeghisharif@sbu.ac.ir

۲- کارشناسی ارشد مدیریت مالی دانشگاه شهید بهشتی (مسئول مکاتبات)، تهران، ایران، mhabadi@gmail.com

وجود داده‌های مالی بررسی شده است. نتایج پژوهش نشان می‌دهد توسعه بانکداری هزینه حقوق صاحبان سهام را کاهش می‌دهد و بیشترین تاثیر بر آن دارد. همچنین متغیرهای ROE، CPI و MB رابطه مثبت و LEV رابطه منفی با هزینه حقوق صاحبان سهام داشته است. ضمناً به دلیل وجود هم‌خطی، اثر متقابل رشد شرکت و توسعه بانکداری بر هزینه حقوق صاحبان معنادار نشد.

**واژه‌های کلیدی:** توسعه بانکداری، تسهیلات بانکی، هزینه حقوق صاحبان سهام، حداقل مربعات تلفیقی.

طبقه بندی JEL: G3; G18; G21

## ۱- مقدمه

شرکت‌ها جهت تامین مالی از طریق بدهی، به نهادهای مالی واسطه‌ای که عمدتاً بانک‌ها هستند، مراجعه می‌کنند. توسعه بانکداری زمینه‌ساز ارائه خدمات مالی بیشتر برای شرکت‌ها می‌شود. مطالعه تاثیر برخی از متغیرهای کلان مانند توسعه بانکداری و همچنین متغیرهای بنیادی شرکت، بر هزینه حقوق صاحبان سهام، می‌تواند در کنترل و پیش‌بینی هزینه تامین سرمایه در راستای هدف افزایش ارزش شرکت، موثر باشد.

برای افزایش ارزش شرکت، ضروری است هزینه‌های مالی تنزیل شده در افق برنامه‌ریزی شده حداقل شود. متأسفانه تنوع منابع سرمایه و محدودیت‌های مرتبط با دستیابی به هر یک از منابع سرمایه، انجام این کار را مشکل می‌کند. (گوپتا<sup>۱</sup>، ۲۰۱۶، ۱)

وظایف اصلی سیستم مالی، تامین نقدینگی، تسهیل مبادلات، ایمن‌سازی و متنوع‌سازی ریسک، نظارت بر مدیران و اعمال کنترل شرکت‌ها و تطبیق دادن پس‌اندازکنندگان و سرمایه‌گذاران است (دلاس و حس<sup>۲</sup>، ۸۹۳، ۲۰۰۵). انتظار می‌رود توسعه بانکداری از طریق نقش مهم در تامین نقدینگی و تامین سرمایه خارجی برای شرکت‌ها، تسهیم ریسک و تسهیل تولید اطلاعات خصوصی، باعث کاهش هزینه حقوق صاحبان سهام شود. (کیم و همکاران<sup>۳</sup>، ۲۴۹، ۲۰۱۵)

شواهد در حال رشد نشان می‌دهد موسسات مالی مانند بانک‌ها و شرکت‌های بیمه و بازارهای مالی از جمله بازارهای سهام، اوراق قرضه، و بازارهای مشتقه، تاثیر قوی بر توسعه اقتصادی، کاهش فقر، و ثبات اقتصادی دارند (لوین<sup>۴</sup>، ۲۰۰۱). به عنوان مثال، زمانی که بانک وام گیرندگان را غربالگری می‌کند و شرکت‌های با چشم‌انداز امیدوارکننده‌تر را شناسایی می‌کند، به تخصیص کارآمد منابع، گسترش فرصت‌های اقتصادی، و افزایش رشد کمک می‌کند. هنگامی که بانک‌ها و بازارهای اوراق بهادار، پس از اندازه‌گیری از خانواده‌ها به سرمایه‌گذاری در پروژه‌های با چشم‌انداز مثبت هدایت می‌کنند، یکی از گام‌های مهم دیگر در ارتقاء توسعه اقتصادی است. وقتی موسسات مالی بر سرمایه‌گذاری‌ها نظارت می‌کنند و عملکرد مدیریت را به دقت بررسی می‌کنند، مولفه موثری در افزایش بهره‌وری شرکت‌ها و کاهش هدر رفت منابع مالی و احتمال تقلب توسط مدیران شرکت‌ها است.

هانگ<sup>۵</sup> (۲۰۱۲) مطرح می‌کند که مطالعات قبلی، توجه نسبتاً کمی به اثر توسعه مالی روی هزینه حقوق صاحبان سهام در اقتصادهای در حال گذار و بازارهای سرمایه در حال ظهور دارند. جایی که ویژگی‌های خاص بانکداری و بازار سهام در آن‌ها، شامل مداخلات دولت در بازارهای مالی است؛ ممکن است نوع رابطه به شکل متفاوتی باشد.

در تحقیقی جین<sup>۶</sup> (2012) به این یافته رسید که مالکیت دولتی، هزینه حقوق صاحبان سهام را افزایش می‌دهد. بنابراین با توجه به مطالعات موجود، بطور قطع نمی‌توان نوع رابطه بین توسعه بانکداری و هزینه حقوق صاحبان سهام را در شرکت‌های بورس و اوراق بهادار تهران، بدون مطالعه مشخص نمود. از اینرو تحقیق حاضر به منظور بررسی وجود و نوع رابطه بین این دو متغیر با لحاظ برخی متغیرهای بنیادی شرکت‌ها انجام شده است.

## ۲- مبانی نظری

ارزیابی هزینه سرمایه شرکت برای مدیران در ارزیابی هزینه فایده پروژه‌های سرمایه‌گذاری و تعیین منابع مالی سرمایه‌ای اهمیت دارد. به همین دلیل، سرمایه‌گذاران نیز تمایل زیادی به ارزیابی ریسک و سود مورد انتظار جهت ارزیابی فعالیت‌های شرکت دارند. از جهتی کاهش هزینه سرمایه می‌تواند باعث افزایش سودآوری و افزایش ارزش شرکت شود.

شرکت‌ها برای انجام سرمایه‌گذاری به منابع مالی نیاز دارند. آن‌ها معمولاً برای تأمین مالی ترکیبی از منابع را استفاده می‌کنند. در دنیای واقعی که بنگاه‌های اقتصادی و شرکت‌ها در آن فعالیت می‌کنند، بهینه‌سازی ترکیب منابع مالی از مهمترین مسائل آن‌هاست. بهینه‌سازی ترکیب منابع مالی سبب بیشتر شدن ارزش شرکت و کمتر شدن هزینه سرمایه می‌شود. (اسدی و همکاران، ۱۳۹۰، ۱۰)

میانگین موزون هزینه سرمایه ( $WACC^y$ ) ترکیبی وزنی از نرخ بازده مورد توقع وام دهندگان و سهامداران است که هم هزینه بدهی و هم هزینه حقوق صاحبان سهام را منعکس می‌کند. بنابراین هزینه حقوق صاحبان سهام، که جزئی از هزینه سرمایه است، نرخ بازده مورد توقع سهامداران را نشان می‌دهد.

از میان اقلام تشکیل دهنده هزینه سرمایه، نرخ هزینه حقوق صاحبان سهام مهمترین عنصر است به طوری که شرکت‌ها درصد بالایی از سرمایه خود را از این محل تأمین می‌کنند. (بولو و رحمانی مهر، ۱۳۹۲، ۶۱).

هزینه سرمایه یکی از مفاهیم اساسی در حوزه ادبیات مالی است که در تصمیمات تأمین مالی و سرمایه‌گذاری نقش اساسی بازی می‌کند. مدیریت شرکت در راستای تعیین منابع مالی مناسب، باید هزینه تأمین منابع مالی را مشخص و آثاری که این منابع بر ریسک و بازده شرکت دارند، معین نماید. هدف شرکت باید حداقل کردن هزینه تأمین مالی (پس از کسر مالیات) باشد. (نیکومرام و امینی، ۱۳۹۰، ۱۸۵).

عوامل مختلفی اعم از متغیرهای کلان و متغیرهای بنیادی شرکت، بر هزینه سرمایه و بطور خاص هزینه حقوق صاحبان سهام تاثیرگذار هستند. توسعه بانکداری می‌تواند یکی از متغیرهای تاثیرگذار باشد زیرا شرکت‌ها جهت تامین نقدینگی و سرمایه‌گذاری بلندمدت، بخشی از نیاز مالی خود را از این طریق تامین می‌کنند. از آنجا که تامین مالی از این طریق به جهت تاثیر نرخ بهره، کاهنده مالیات است؛ برای شرکت‌ها جذابیت دارد و می‌تواند باعث کاهش هزینه سرمایه شود.

یک وظیفه اصلی سیستم بانکی، تامین نقدینگی شرکت‌ها برای جذب شوک‌ها است. اگر شوک‌های موقت را نتوان مرتفع کرد، آنگاه خروجی شرکت (و قیمت سهام) تغییرپذیرتر می‌شود. در شرایط کمبود شدید نقدینگی، شوک‌های موقت حتی ممکن است باعث اثرات دائمی (به عنوان مثال، ورشکستگی) و عدم توان شرکت در پرداخت تعهدات شود. (دلاس و حس، ۲۰۰۵)

لوین (۲۰۰۱) بانک‌ها را به عنوان بازیگر کلیدی در کاهش ریسک نقدینگی، می‌داند که باعث می‌شوند سرمایه‌گذاری در فعالیت‌های پربازده و دارایی‌های غیرقابل تبدیل به پول افزایش یابد و روند رشد اقتصادی سرعت گیرد. بانک‌ها همچنین به صورت مقطعی ریسک نقدینگی را مدیریت می‌کنند و از این‌رو افزایش کارایی سرمایه‌گذاری و رشد اقتصادی را تسهیل می‌کنند.

راجان و زینگالز<sup>۸</sup> (۱۹۹۸)، مطرح کردند که سیستم‌های بانک محور در افزایش رشد در کشورهای با سیستم‌های حقوقی ضعیف بهتر هستند در حالیکه سیستم‌های بازار محور در کشورهای با سیستم‌های حقوقی توسعه یافته بهتر هستند.

دیاموند<sup>۹</sup> (۱۹۸۴) معتقد است قابلیت دسترسی به اطلاعات داخلی شرکت‌های قرض‌کننده از طریق بانک‌ها، امکان کنترل شرکت‌ها جهت کاهش هزینه‌ها را فراهم می‌کند. همچنین توسعه مالی نقش مثبت بانک‌ها را در به دست آوردن اطلاعات در مورد شرکت‌ها و مدیران و در نتیجه بهبود حاکمیت شرکتی و تخصیص سرمایه، برجسته می‌کند.

بر اساس دیدگاه دیاموند و دیویگ<sup>۱۰</sup> (۱۹۸۳)، انتظار می‌رود توسعه بانکداری، هزینه حقوق صاحبان سهام را به چند دلیل کاهش دهد. اول اینکه، بانک‌ها نقش مهمی در فراهم کردن نقدینگی و منابع مالی خارجی برای شرکت‌های وام‌گیرنده بازی می‌کنند، و به طور کلی نقدینگی بالاتر شرکت، ریسک سیستماتیک در اقتصاد را کاهش می‌دهد.

دوم اینکه، با توجه به بالا بودن هزینه‌های ثابت تولید اطلاعات، توسعه بانکداری به لحاظ اقتصادی صرفه به مقیاس است و باعث کاهش هزینه‌های تولید اطلاعات می‌شود. (ولدکمپ<sup>۱۱</sup>،

2006)

توسعه بانکداری، نظارت بیرونی بانک بر وام‌گیرندگان خود را تقویت می‌کند، در نتیجه مخاطرات اخلاقی بالقوه و مشکلات انتخاب نامساعد در ارتباط با اطلاعات نامتقارن بین وام

گیرندگان بالقوه و تامین‌کنندگان سرمایه خارج از شرکت کاهش می‌یابد. استدلال فوق نشان می‌دهد که توسعه بانکداری ریسک سیستماتیک را در کل اقتصاد کاهش می‌دهد و هزینه سرمایه حقوق صاحبان سهام کاهش می‌یابد. (کیم و همکاران<sup>۱۲</sup>، ۲۰۱۵، ۲۴۹)

بخش بانکداری ممکن است در کشورهای مختلف اثر متفاوتی بر هزینه سرمایه حقوق صاحبان سهام داشته باشد. به عنوان مثال، کشور چین با فقدان رقابت بانکداری توصیف می‌شود و تسلط بانک‌های دولتی که در وام دادن به شرکت‌های غیردولتی تبعیض قائل شده و شرکت‌های دولتی ارجحیت دارند؛ توسعه بانکداری احتمالاً می‌تواند کار تخصیص سرمایه و کارایی نظارت بانک را بدتر کند. (کلاسنس<sup>۱۳</sup>، ۲۰۰۸، ۵۵۵)

مطالعات قبلی همچنین توجه کمی به اثر توسعه مالی روی هزینه حقوق صاحبان سهام در اقتصادهای در حال گذار و بازارهای سرمایه نوظهور دارد. جایی که ویژگی‌های منحصر به فرد و مشخص بخش بانکداری و بازار سهام آن‌ها، شامل مداخلات دولتی یا ایالتی در بازارهای مالی شود، ممکن است رابطه را به شکل متفاوتی نشان دهد. (کیم و همکاران<sup>۱۴</sup>، ۲۰۱۵، ۲۴۴)

### نظام بانکی در ایران

بانک‌ها در نقش یکی از نهادهای مالی مهم کشور، بخش عمده‌ای از نقدینگی جامعه را جذب کرده و در جهت تامین مالی فعالیت‌های اقتصادی بکار می‌گیرند و به عنوان واسطه مالی بین سپرده‌گذاران و متقاضیان تسهیلات، با استفاده از منابع خود و سپرده‌های مردم، مبادرت به اعطای تسهیلات می‌کنند. در یک نظام کارآ، مسئولیت واسطه‌های مالی مانند بانک‌ها، جمع‌آوری منابع، تجهیز و هدایت آنها به سمت بهترین فرصت‌های سرمایه‌گذاری است. از آنجائی که در کشور ما، بازار سرمایه کارآ وجود ندارد و موسسات تامین مالی فعالیت محدودی دارند، لذا بانک‌ها در این عرصه یکه‌تازی می‌کنند و بخشی از نیازهای مالی افراد و شرکت‌ها را تامین می‌کنند. در بین دریافت‌کنندگان تسهیلات بانکی، تعدادی اشخاص حقیقی و حقوقی یا قادر به بازپرداخت دیون خود نیستند و یا به عللی تمایل به بازپرداخت آن ندارند و این مسئله یکی از معضلات مهم نظام بانکی است که باعث افزایش ریسک اعتباری و افزایش هزینه تامین مالی می‌شود. وظیفه مهم بانک‌ها در این خصوص، اتخاذ تدابیر و ساز و کارهای لازم برای بازگشت تسهیلات اعطایی و تزریق مجدد آن به چرخه اقتصادی کشور است که متأسفانه نظام بانکی کشور به دلایل مختلف قادر به برگشت مطالبات معوق نمی‌باشد و این مسئله تبدیل به پدیده‌ای مزمن شده که سیستم بانکی کشور را تهدید می‌کند و بانک‌ها جهت دوری از ریسک نقدینگی اقدام به پرداخت سودهای بالاتر می‌کنند که منجر به افزایش هزینه تامین مالی می‌شود. همچنین رشد قارچ‌گونه شعب بانک‌ها و

کارکنان آنها، باعث کاهش بهره‌وری بانک‌ها شده است. وجود موسسات مالی غیر مجاز به دلیل پرداخت سودهای بالا، نظام بانکی را دچار اختلال کرده و در مجموع مداخلات دولت و نهادهای قدرت در نظام بانکی و سایر عوامل، باعث شده تامین مالی در چرخه اقتصادی به نحو مطلوبی انجام نگیرد و هزینه تامین سرمایه برای بنگاه‌های اقتصادی بالا باشد.

بر اساس گزارش موجود در تارنمای بانک مرکزی، کل مانده تسهیلات بانک‌ها و مؤسسات اعتباری از ۱۲۰۲ هزار میلیارد ریال در سال ۱۳۸۵ به بیش از ۱۱۳۰۷ هزار میلیارد ریال در پایان دی‌ماه ۱۳۹۶ افزایش یافته است. همچنین بازار بین بانکی که با هدف تقویت مدیریت نقدینگی بانک‌ها و تسهیل تامین مالی منابع مورد نیاز بانکها در کوتاه مدت، برقراری انضباط پولی و اجرای مؤثرتر سیاست‌های پولی کشور تشکیل شده است، گزارش عملکرد سال ۱۳۹۵ آن نشان می‌دهد در مجموع ۳۱۴۰۳ فقره معامله به ارزش ۳۰۹۵۷ هزار میلیارد ریال با محدوده نرخ سود ۱۶-۲۸ درصد و با میانگین نرخ سود ۱۸/۶۲ درصد در بازار بین بانکی ریالی انجام شده است که سهم سپرده‌گذاری بانک‌های خصوصی ۴۷ درصد با میانگین نرخ سود ۱۹/۵۸ درصد و سهم بانک‌های دولتی ۵۳ درصد با میانگین نرخ سود ۱۸/۶۲ درصد بوده است. با توجه به اینکه تنوع ابزارها در حوزه پولی و مالی علاوه بر گسترش و تعمیق بازارهای مالی، موجب افزایش اثرگذاری سیاست‌های پولی نیز می‌گردد، در شرایط فعلی که منابع موجود در شبکه بانکی پاسخگوی تقاضای روز افزون بازار نمی‌باشد، رونق بازار بین بانکی و خلق ابزارهای نوین همراه با مدیریت تقاضا در بازارهای مالی کشور، می‌تواند نقش به‌سزایی در کارکرد بهینه در بازارهای مالی ایفا نماید. در مجموع توسعه بانکداری کارا و با نرخ تامین مالی پایین‌تر، می‌تواند نقش موثری در توسعه فعالیت‌های اقتصادی مولد و کاهش هزینه سرمایه شرکت‌ها داشته باشد.

برخی از تحقیقات انجام شده مرتبط با هزینه حقوق صاحبان سهام و توسعه بانکداری به شرح زیر است:

اسدی و همکاران (۱۳۹۰) در تحقیقی به بررسی عوامل مؤثر بر ساختار مالی بنگاه‌ها پرداخته‌اند که در آن اثر متغیرهایی از قبیل اندازه شرکت، نوع صنعت، سودآوری، اهرم عملیاتی و رشد مورد انتظار را بر ساختار مالی بررسی کرده‌اند که بر اساس نتایج حاصل، عامل صنعت یکی از عواملی است که تأثیر به‌سزایی بر ساختار مالی شرکت‌ها دارد.

بولو و همکاران (۱۳۹۱) به بررسی رابطه هزینه حقوق صاحبان سهام و شفافیت سود پرداخته که برای شفافیت سود از تغییرات همزمان سود و بازده استفاده کرده که نتایج نشان می‌دهد یک رابطه منفی و معنادار میان شفافیت سود و هزینه حقوق صاحبان سهام وجود دارد.

بنی مهد و همکاران (۱۳۹۴) در پژوهشی به بررسی رابطه بین توان رقابتی محصول و هزینه حقوق صاحبان سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته و نتایج حاکی از آن است که توان رقابتی و هزینه حقوق صاحبان سهام دارای رابطه معکوس با یکدیگر هستند همچنین نسبت بدهی دارای رابطه معنادار مثبت و اندازه شرکت دارای رابطه معنادار معکوس با هزینه حقوق صاحبان سهام است.

یاوری و همکاران (۱۳۹۵) اثر توسعه مالی بر ساختار سرمایه بنگاه‌های غیرمالی حاضر در بورس و اوراق بهادار ایران را بررسی کرده که نتایج نشان می‌دهد توسعه بازار سهام اثر مثبت معناداری بر نسبت بدهی بنگاه‌های غیرمالی در ایران دارد و میزان اثرگذاری شاخص مربوط فعالیت بازار سهام بیشتر از میزان اثرگذاری شاخص مربوط به اندازه آن است. برخلاف انتظار، اثر توسعه بانکی بر نسبت بدهی بنگاه‌ها منفی و معنادار است که در این بین میزان اثرگذاری شاخص مربوط به فعالیت سیستم بانکی بیشتر از میزان اثرگذاری شاخص مربوط به اندازه آن بوده است.

گوپتا و همکاران<sup>۱۴</sup> (2011) اثر متقابل قانون در سطح و توسعه مالی و ویژگی‌های حاکمیت شرکتی روی هزینه حقوق صاحبان را بررسی می‌کنند. نتایج نشان می‌دهد که ویژگی‌های حاکمیت شرکتی روی هزینه حقوق صاحبان سهام، فقط در کشورهای با قانون عمومی توسعه مالی سطح بالا اثر می‌گذارد.

ریبول (۲۰۱۰) با استفاده از تخمین‌زننده گشتاورهای تعمیم‌یافته، اثر توسعه بانک‌ها و بازارهای سهام را بر رشد اقتصادی طی دوره (1973-2002) برای 80 کشور در حال توسعه مورد بررسی قرار داد. نتایج نشان می‌دهد که بانک‌ها و بازارهای سهام آثار مثبت و معنادار بر رشد اقتصادی دارند، بنابراین وجود بانک‌ها به همراه بازارهای سهام برای کشورهای در حال توسعه به جهت تسریع در رشد اقتصادی بلند مدت حائز اهمیت است، همچنین مشخص شده که رابطه بین تأمین مالی و رشد اقتصادی غیرخطی است. این مفهوم بر این امر دلالت دارد که توسعه مالی برای کشورهای توسعه نیافته مفیدتر است، بنابراین کشورهای در حال توسعه می‌بایست سیاست‌هایی را به کار گیرند که بانک‌ها و بازارهای سهام آن‌ها با یکدیگر توسعه یابند (احسانی و همکاران، ۱۳۹۳). یافته‌های تحقیق براون و همکاران (۲۰۱۳) با موضوع قانون، بازار سهام و نوآوری، نشان می‌دهد که توسعه بانکداری رشد و نوآوری شرکت‌ها را پشتیبانی نمی‌کند. ویس‌سونسی<sup>۱۵</sup> (2014) اثر توسعه بازار مالی روی ریسک بانک‌های کشورهای آسیای جنوب شرقی را بررسی کرده که نتایج تجربی نشان می‌دهد توسعه مالی بطور مثبت با ریسک بانک‌ها مرتبط است. نتایج تحقیق کیم و همکاران (۲۰۱۵) نشان می‌دهد توسعه بانکداری ارتباط منفی و ضعیف با هزینه حقوق صاحبان سهام دارد که سازگار با این تصور است که عدم رقابت بانکداری و مالکیت دولتی بانک‌های بزرگ، کارایی بانکداری را کاهش



می‌دهد. کاروان و همکاران (۲۰۱۶) در مطالعه رابطه بین چرخه عمر شرکت و هزینه حقوق صاحبان سهام، نشان دادند رابطه منفی بین چرخه عمر شرکت (دوره رشد) و هزینه حقوق صاحبان سهام وجود دارد.

### ۳- روش‌شناسی پژوهش

تحقیق حاضر از نوع توصیفی و از نوع همبستگی می‌باشد که در آن می‌خواهیم بر اساس یک الگوی رگرسیونی، میزان تاثیرگذاری توسعه بانکداری را بر هزینه حقوق صاحبان سهام ارزیابی کنیم.

جامعه آماری پژوهش حاضر متشکل ۲۱۵۵ شرکت فعال در بورس اوراق بهادار تهران در فاصله زمانی سال‌های ۱۳۸۰ تا ۱۳۹۴ در مقاطع زمانی فصلی بوده است با این شروط که اطلاعات مالی آن‌ها موجود بوده، جزء شرکت‌های سرمایه‌گذاری و بانک‌ها نباشند و پایان سال مالی آن‌ها اسفند ماه باشد.

داده‌های این پژوهش به روش اسنادی و به دو شکل داده‌های تحقیق به دو دسته داده‌های کلان و داده‌های خرد در سطح شرکتی تهیه شده است. داده‌های کلان شامل متغیرهای توسعه بانکداری و شاخص بهای کالا و خدمات مصرفی شهری (CPI) می‌شوند که متغیر توسعه بانکداری، تسهیلات اعطایی بانک‌ها نسبت به تولید ناخالص داخلی است. داده‌های تسهیلات بانکی و CPI از تارنمای بانک مرکزی و داده‌های تولید ناخالص داخلی، از تارنمای مرکز آمار ایران استخراج شده است. داده‌های شرکتی نیز از تارنمای شرکت بورس و اوراق بهادار تهران استخراج و بر اساس آن متغیرهای مورد نظر محاسبه شده است.

### ۴- معرفی الگوی پژوهش

در این پژوهش دو فرضیه تاثیر توسعه بانکداری بر هزینه حقوق صاحبان سهام و اثر متقابل توسعه بانکداری و رشد ارزش شرکت بر هزینه حقوق صاحبان سهام بر اساس مدل‌های رگرسیونی زیر آزمون می‌شود:

(۱) بین توسعه بانکداری و هزینه حقوق صاحبان سهام رابطه معناداری وجود دارد.

$$CE_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 CREDIT_{it} + \alpha_2 SIZE_{it} + \alpha_3 MBit + \alpha_4 BETA_{it} + \alpha_5 ROE_{it} + \alpha_6 LEV_{it} + \alpha_7 CPI_{it} + \varepsilon_{it}$$

۲) اثر متقابل توسعه بانکداری و رشد ارزش شرکت رابطه معناداری با هزینه حقوق صاحبان سهام دارد.

$$CEit = \alpha_0 + \alpha_1 CREDITit + \alpha_2 CREDITit * MBit + \alpha_3 SIZEit + \alpha_4 MBit + \alpha_5 BETAit + \alpha_6 ROEit + \alpha_7 LEV it + \alpha_8 CPI + \varepsilon_{it}$$

**هزینه حقوق صاحبان سهام:** هزینه حقوق صاحبان سهام (CE) به عنوان متغیر وابسته به دو روش بازده کل تحقق یافته و مدل ارزش گذاری دارایی های سرمایه ای (CAPM<sup>۶</sup>) لحاظ شده و در هر دو روش فرضیات پژوهش آزمون شده است.

**توسعه بانکداری:** متغیر CREDIT نماینده توسعه بانکداری است و به صورت نسبت تسهیلات بانکی به GDP محاسبه شده است.

متغیرهای کنترلی مورد استفاده در مدل نیز به شرح ذیل هستند:

**SIZE:** معرف اندازه شرکت است و از طریق لگاریتم طبیعی ارزش بازار حقوق صاحبان سهام شرکت در پایان دوره یا سال محاسبه می شود.

**MB:** نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام است.

**BETA:** حساسیت بازده شرکت نسبت به بازده موزون بازار است و معرف بتای بازار سهم است.

**ROE:** نماینده سودآوری شرکت است و به صورت نسبت سود خالص به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام است.

**LEV:** نسبت کل بدهی به کل دارایی های شرکت است.

**CPI:** نماینده نرخ تورم و معرف شاخص بهای کالا و خدمات مصرف کننده شهری است.

## ۵- تفسیر یافته ها

در این تحقیق دو فرضیه مطرح شد که در فرضیه اول، تاثیر توسعه بانکداری بر هزینه حقوق صاحبان سهام و در فرضیه دوم اثر متقابل توسعه بانکداری و رشد شرکت بر هزینه حقوق صاحبان سهام، آزمون شده که نتایج آن به شرح ذیل است:

**آزمون فرضیه اول:** از آنجا که در مدل فرضیه اول، رابطه بین توسعه بانکداری و هزینه حقوق صاحبان سهام به صورت خطی در نظر گرفته شده است، الزاما این رابطه ممکن است به صورت خطی نباشد بنابراین علاوه بر مدل درجه اول، توان های بالاتر رابطه بین توسعه بانکداری و هزینه حقوق صاحبان سهام بررسی شد که در نهایت رابطه بین توان پنجم توسعه بانکداری با هزینه حقوق صاحبان سهام، دارای ضریب تعیین بالاتری نسبت به سایر حالت ها بود و به عنوان مدل مورد

نظر انتخاب گردید. با توجه مدل رگرسیونی، فروض کلاسیک نیز بررسی شده که نتایج نشان می‌دهد برخی فروض نقض شده و باید نسبت به رفع آن یا استفاده از روش‌های مناسب اقدام نمود. (۱) آزمون فرض نرمال بودن خطاها با استفاده از آزمون جاک-برا انجام شد که نتایج حاکی از غیرنرمال بودن خطاهای مدل اولیه بود. با حذف نقاط پرت و برآورد مجدد مدل، مقدار احتمال مربوط به آزمون جاک-برا بیش از ۰/۰۵ شد و فرض نرمال بودن خطاها رد نشد. همچنین مقدار میانگین خطاها تقریباً صفر و چولگی توزیع نزدیک به صفر و کشیدگی آن نزدیک به ۳ است که بیانگر نرمال بودن توزیع خطاها است.

جدول ۱- آماره‌های مربوط به نرمال بودن باقیمانده‌های مدل

عنوان	مقدار
میانگین	۱/۹۹e-۱۴
میانه	-0/155
چولگی	0/090
کشیدگی	2/913
آماره جاک-برا	3/264
احتمال (جاک-برا)	0/195

مأخذ: یافته‌های پژوهشگر

(۲) آزمون تشخیص ناهمسانی واریانس: اگر جمله خطا دارای واریانس ثابت نباشد، ناهمسانی واریانس وجود دارد. با ناهمسانی واریانس آزمون‌های T و F قابل اطمینان نخواهد بود. برای تشخیص ناهمسانی واریانس، از آزمون وایت که جامعیت بیشتری دارد، استفاده شده که نتایج (prob=0/000, F=3/087) بیانگر ناهمسانی واریانس است. مقادیر احتمال مربوط به آزمون وایت در جدول ۲ در برخی از موارد کمتر ۰/۰۵ است که حاکی از وجود رابطه بین مجذور خطاهای مدل و این متغیرها است که باعث ایجاد ناهمسانی واریانس می‌شوند.

جدول ۲- آزمون وایت برای تشخیص ناهمسانی واریانس

متغیر	ضریب	انحراف معیار	آماره-t	احتمال
C	96/063	50/498	1/902	0/057
CREDIT <sup>5</sup> <sup>2</sup>	0/053	0/048	1/101	0/271
CREDIT <sup>5</sup> *ROE	-0/059	0/020	-2/977	0/003
CREDIT <sup>5</sup> *MB	-0/00002	0/0003	-0/083	0/933
CREDIT <sup>5</sup> *LEV	0/026	0/017	1/599	0/100
CREDIT <sup>5</sup> *CPI	-0/032	0/015	-2/118	0/034
CREDIT <sup>5</sup>	-0/915	2/552	-0/358	0/719
ROE <sup>2</sup>	-0/002	0/003	-0/640	0/522
ROE*MB	-0/0001	0/00004	-2/128	0/033

متغیر	ضریب	انحراف معیار	آماره-t	احتمال
ROE*LEV	-0/002	0/007	-0/374	0/708
ROE*CPI	0/009	0/004	2/280	0/023
ROE	0/660	0/794	0/830	0/406
MB^2	0/000001	0/000005	1/912	0/056
MB*LEV	-0/0001	0/0001	-1/105	0/269
MB*CPI	-0/00001	0/00005	-0/284	0/776
MB	0/003	0/011	0/304	0/761
LEV^2	-0/0005	0/002	-0/244	0/807
LEV*CPI	-0/009	0/003	-2/790	0/005
LEV	0/450	0/732	0/615	0/538
CPI^2	0/003107	0/003	0/871	0/384
	0/863	0/752	1/146	CPI
ضریب تعیین	0/021			
آماره F	3/087			0/0000

مأخذ: یافته‌های پژوهشگر

۳) آزمون خودهمبستگی خطاها: همبستگی خطاها با یکدیگر را خودهمبستگی یا همبستگی سریالی گویند. برای بررسی خودهمبستگی خطاهای مدل از آزمون LM بروش گادفری استفاده شده است که نتایج (prob=0/000, F=17/46) بیانگر وجود خودهمبستگی اجزای خطا در مرتبه اول و دوم و مراتب بالاتر است. جدول ۳ آزمون خودهمبستگی مرتبه اول و دوم خطاهای مدل را نشان می‌دهد که احتمال آن کمتر از ۰/۰۵ است و وجود خودهمبستگی را تایید می‌کند. همچنین مقدار احتمال برای متغیرهای مستقل مدل که همگی بیشتر از ۰/۰۵ هستند، حاکی از عدم همبستگی خطاهای مدل با متغیرهای مستقل مدل است.

جدول ۳- آزمون خود همبستگی LM بروش-گادفری

متغیر	ضریب	انحراف معیار	آماره-t	احتمال
CREDIT^5	-0/0005	0/027	-0/022	0/9827
ROE	-0/0003	0/012	-0/025	0/9798
MB	0/00001	0/0001	0/100	0/9204
LEV	-0/002	0/012	-0/141	0/8876
CPI	0/0002	0/005	0/043	0/9654
C	0/085	1/106	0/077	0/9388
RESID(-1)	0/108	0/023	4/619	0/0000
RESID(-2)	0/074	0/023	3/194	0/0014
ضریب تعیین	0/014			
آماره F	17/457			0/0000

مأخذ: یافته‌های پژوهشگر

در حالتی که خطاهای مدل هم خودهمبستگی و هم ناهمسانی واریانس داشته باشند، یکی از روش‌ها برای برآورد مدل استفاده از روش HAC است. با توجه به اینکه خطاهای مدل هم خودهمبستگی و هم ناهمسانی واریانس دارند، برآورد مدل با استفاده از روش HAC بصورت زیر است:

جدول ۴- آزمون فرضیه اول و برآورد پارامترهای مدل به روش HAC

متغیرها	برآورد ضرایب	انحراف معیار	آماره-t	احتمال
CREDIT <sup>5</sup>	-0/311	0/027	-11/430	0/0000
ROE	0/080	0/012	6/661	0/0000
MB	0/0006	0/0001	4/951	0/0000
LEV	-0/068	0/012	-5/576	0/0000
CPI	0/052	0/005	9/484	0/0000
C	2/212	1/115	1/983	0/0474
ضریب تعیین (تصحیح شده)	0/148			
آماره F	68/636			0/0000
دوربین واتسون	1/758			

مأخذ: یافته‌های پژوهشگر

نتایج نشان می‌دهد توسعه بانکداری، باعث کاهش هزینه حقوق صاحبان سهام شده است و ضریب این متغیر در مدل برآورده شده ۰/۳۱ که نشان می‌دهد در بین متغیرهای مدل، بیشترین تاثیر را بر هزینه حقوق صاحبان سهام داشته است. بازده حقوق صاحبان سهام با ضریب ۰/۰۸ رابطه مثبت با هزینه حقوق صاحبان سهام دارد. نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری نیز دارای ضریب ناچیز است و نشان می‌دهد اگرچه رابطه آن با هزینه حقوق صاحبان سهام مثبت و معنادار است اما میزان اثرگذاری آن اندک است. نسبت بدهی به دارایی دارای ضریب ۰/۰۶۸- است و رابطه معکوس را نشان می‌دهد یعنی با افزایش آن، هزینه حقوق صاحبان سهام کاهش می‌یابد. شاخص بهای کالا و خدمات مصرف کننده که به عنوان شاخص تورم در نظر گرفته شده، با هزینه حقوق صاحبان رابطه مثبت دارد، یعنی با هر واحد افزایش تورم، هزینه حقوق صاحبان سهام به اندازه ۰/۰۵۲ افزایش می‌یابد. با توجه به اینکه ارتباط بین متغیرهای اندازه شرکت و بتای سهم با هزینه حقوق صاحبان سهام از لحاظ آماری معنادار نشدند، متغیرهای مذکور از مدل حذف شدند. نکته قابل تامل اینکه، بتای سهم که عامل ریسک سیستماتیک شرکت است یک عامل مهم محسوب می‌شود که در این مدل، اثر آن بر هزینه حقوق صاحبان سهام معنادار نشده است. مقدار ضریب تعیین تصحیح شده نشان می‌دهد قریب ۱۵ درصد تغییرات هزینه حقوق صاحبان سهام از طریق

این متغیرها توضیح داده می‌شود و بقیه تغییرات آن تابع عواملی است که در مدل لحاظ نشده‌اند. این در حالی است که یافته‌های تحقیق کیم و همکاران (۲۰۱۵) نشان می‌دهد در ساختار بانکداری کشور چین که شرکت‌های دولتی نسبت به غیر دولتی در اعطای تسهیلات ارجح هستند؛ ارتباط ضعیفی بین توسعه بانکداری و هزینه حقوق صاحبان سهام وجود دارد.

**آزمون فرضیه دوم:** در این فرضیه اثر متقابل توسعه بانکداری و رشد شرکت بر هزینه حقوق صاحبان سهام آزمون می‌شود که MB به عنوان معیار رشد شرکت در نظر گرفته شده است. نتایج آزمون این فرض در جدول ۵ آورده شده است.

**جدول ۵- آزمون فرضیه دوم و برآورد پارامترهای مدل**

متغیرها	برآورد ضرایب	انحراف معیار	آماره-t	احتمال
CREDIT	-12/875	1/644	-7/832	0/0000
CREDIT*MB	-0/0001	0/0004	-0/359	0/7191
MB	0/0009	0/0006	1/443	0/1491
LEV	-0/068	0/012	-5/529	0/0000
ROE	0/086	0/012	7/123	0/0000
CPI	0/042	0/005	7/951	0/0000
C	18/804	2/925	6/427	0/0000
ضریب تعیین (تصحیح شده)	30/13			
آماره F	50/58107			0/0000
دوربین واتسون	1/728864			

مأخذ: یافته‌های پژوهشگر

در این مدل اثر متقابل توسعه بانکداری و رشد شرکت در مدل لحاظ گردید که نتایج نشان می‌دهد اثر متقابل آن معنادار نیست و حتی متغیر MB که قبلاً در مدل معنادار بود، با وجود متغیر اثر متقابل در مدل معنادار نمی‌شود. جهت بررسی وجود هم‌خطی بین متغیرهای مستقل، از عامل تورم واریانس استفاده شده که نتایج نشان می‌دهد عامل تورم واریانس (VIF<sup>۱۷</sup>) برای هر دو متغیر MB و CREDIT\*MB دارای مقدار بیشتر از ۱۰ می‌باشد که نشان‌دهنده وجود هم‌خطی است.

**آزمون فرضیه اول وقتی متغیر وابسته از طریق مدل CAPM برآورد شده است:**  
در مدل‌های قبلی از بازده تاریخی به عنوان برآورد هزینه حقوق صاحبان سهام استفاده شد. در

این حالت از طریق مدل CAPM، برآورد هزینه حقوق صاحبان سهام انجام شده و مدل ذکر شده در فرضیه اول، مجدداً مورد آزمون قرار گرفت که نتایج آن در جدول ۶ آورده شده است. نتایج نشان می‌دهد بر اساس مقدار آزمون F و احتمال آن، مدل معنادار است و ضریب تعیین (۰/۷۳) آن نسبت به مدل اول بسیار بالاتر است. همچنین در این مدل رابطه کلیه متغیرها با هزینه حقوق صاحبان سهام، به جز نسبت بدهی، ارزش بازار به ارزش دفتری و اندازه شرکت، معنادار هستند. در این مدل هم مانند مدل اول بین توسعه بازار بانکداری و هزینه حقوق صاحبان سهام رابطه منفی برقرار است.

جدول ۶- آزمون فرضیه اول با برآورد هزینه حقوق صاحبان سهام از طریق CAPM

متغیرها	برآورد ضرایب	انحراف معیار	آماره-t	احتمال
CREDIT	-11/185	0/95۹	-11/664	0/0000
BETA	-13/492	0/172	-78/167	0/0000
CPI	0/033	0/004	8/252	0/0000
LEV	-0/003	0/008	-0/337	0/735
MB	0/00003	0/0001	0/330	0/741
ROE	0/024	0/009	2/700	0/0070
SIZE	0/256	0/142	1/803	0/071
C	27/385	3/026	9/049	0/0000
ضریب تعیین	0/733			
آماره F	912/122			0/0000
دوربین واتسون	1/398			

مأخذ: یافته‌های پژوهشگر

نکته‌ای که باید به آن توجه کرد عامل بتای سهم است که در مدل‌های قبلی معنادار نبود، اما در این مدل معنادار است. در برآورد هزینه حقوق صاحبان سهام از طریق مدل CAPM، عامل بتا به نوعی در برآورد انجام شده مستتر است. بخشی مهمی از بالا بودن ضریب تعیین ناشی از عامل بتا است. برای بررسی این مسئله عامل بتا را از مدل حذف کرده و برآورد پارامترهای مدل را مجدد انجام داده که نتایج آن در جدول ۷ آورده شده است. همان‌طور که ملاحظه می‌شود با حذف بتا، ضریب تعیین مدل به شدت کاهش می‌یابد و مدل مذکور با توجه به پایین بودن ضریب تعیین، از اعتبار کافی برخوردار نیست. بنابراین برای داده‌های مذکور، مدل CAPM روش مناسبی برای برآورد هزینه حقوق صاحبان سهام نیست و مدل برآوردی دارای قدرت توضیح دهنده‌گی تغییرات متغیر وابسته نیست.

## جدول ۷- آزمون فرضیه اول با برآورد هزینه حقوق صاحبان سهام از طریق CAPM با حذف بتا

متغیرها	برآورد ضرایب	انحراف معیار	آماره-t	احتمال
CREDIT	-9/441	1/828	-5/164	0/0000
CPI	0/042	0/007	5/563	0/0000
LEV	-0/012	0/016	-0/746	0/456
MB	0/0001	0/0002	0/732	0/464
ROE	0/063	0/017	3/740	0/0002
SIZE	-1/552	0/267	-5/799	0/0000
C	52/306	5/739	9/114	0/0000
ضریب تعیین	0/029			
آماره F	12/591			0/0000
دوربین واتسون	1/660			

مأخذ: یافته‌های پژوهشگر

## ۶- بحث و نتیجه‌گیری

هدف پژوهش حاضر، بررسی تاثیر توسعه بانکداری بر هزینه حقوق صاحبان سهام در جامعه آماری شرکت های بورس و اوراق بهادار تهران بوده است. برای توسعه بانکداری، از متغیر نسبت تسهیلات بانکی به تولید ناخالص داخلی استفاده شده است. دو فرضیه در این پژوهش مورد آزمون قرار گرفت که در فرضیه اول رابطه بین توسعه بانکداری و هزینه حقوق صاحبان سهام و در فرضیه دوم، اثر متقابل توسعه بانکداری و رشد ارزش شرکت آزمون شد. نتایج آزمون فرضیه اول، بیانگر وجود رابطه معنادار منفی بین توسعه بانکداری و هزینه حقوق صاحبان سهام است و نشان می‌دهد توسعه بانکداری باعث کاهش هزینه حقوق صاحبان سهام می‌شود. همچنین از متغیرهای کنترلی، متغیر نسبت بدهی به دارایی رابطه منفی با هزینه حقوق صاحبان داشته و متغیرهای بازده حقوق صاحبان سهام، ارزش بازار به ارزش دفتری (اثر آن بسیار ناچیز است) و شاخص بهای کالا و خدمات مصرفی دارای رابطه مثبت با هزینه حقوق صاحبان بودند. ضریب تعیین مدل ۰/۱۵ است که نشان می‌دهد بیشتر تغییرپذیری هزینه حقوق صاحبان سهام تابع عوامل دیگری به جز متغیرهای تعریف شده در مدل تحقیق است که نتایج مشابه یافته های پژوهش کیم و همکاران (۲۰۱۵) است که در آن رابطه بین دو متغیر منفی و بسیار ضعیف بوده است. در فرضیه دوم، اثر متقابل توسعه بانکداری و رشد ارزش شرکت در مدل معنادار نشد که به دلیل وجود هم‌خطی بین متغیرهای مدل است.



## فهرست منابع

- ۱) احسانی، محمدعلی، ایزدی، رضا و کردتبار، حسین (۱۳۹۳). "بررسی اثر توسعه بازار سهام بر رشد اقتصادی: مطالعه موردی در کشورهای گروه D8"، فصلنامه سیاست‌های مالی و اقتصادی سال دوم، شماره ۶، تابستان ۱۳۹۳، صص ۱۰۵-۱۲۲.
- ۲) اسدی، غلامحسین، خوشنود، سمیرا و دولو، مریم (۱۳۹۰). "بررسی عوامل موثر بر ساختار مالی بنگاه‌ها"، فصلنامه چشم انداز مدیریت مالی، شماره ۴، صص ۲۳-۹.
- ۳) بولو، قاسم و رحمانی مهر، مسعود (۱۳۹۲). "هزینه حقوق صاحبان سهام و شفافیت سود"، پژوهش‌های تجربی حسابداری، سال دوم، شماره ۸، ۱۳۹۲، صص ۵۹-۸۰.
- ۴) بنی مهد، بهمن، نژاد احمد، یعقوب و وحیدی کیا، الهام (۱۳۹۴). "توان رقابتی محصول و هزینه حقوق صاحبان سهام"، پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، سال ۷، شماره ۲۶، تابستان ۱۳۹۴، صص ۱۱۸-۱۰۷.
- ۵) نیکومرام، هاشم و امینی، پیمان (۱۳۹۰). "کیفیت سود و هزینه سرمایه"، مجله دانش مالی تحلیل اوراق بهادار، شماره دهم، صص ۲۱۵-۱۸۳.
- ۶) یاور، کاظم، شهیدی، آمنه، دهقان دهنوی، محمدعلی و حیدری، حسن (۱۳۹۵) اثر توسعه مالی بر ساختار سرمایه بنگاه‌های غیر مالی حاضر در سازمان بورس و اوراق بهادار ایران، مجله علمی-پژوهشی سیاست گذاری اقتصادی، سال هشتم، شماره پانزدهم صص ۵۳-۲۵.
- 7) Brown, J.R., Martinsson, G., Petersen, B.C., (2013). "Law, stock markets, and innovation". J. Finance. 56, 617-648.
- 8) Claessens, S., Feijen, E., Laeven, L (2008). "Political connections and preferential access to finance: the role of campaign contributions". J. Finan. Econ. 88, 554-580.
- 9) Dellas, H, Hess, M (2005). "Financial development and stock returns: A cross-country analysis", Journal of International Money and Finance, 24 (2005) 891-912.
- 10) Diamond, D., (1984). "Financial Intermediation and Delegated Monitoring". Review of Economic Studies 51, 393-414.
- 11) Diamond, D.W., Dybvig, P.H., (1983). "Bank runs, deposit insurance, and liquidity". J. Polit. Econ. 91, 401-419.
- 12) Gupta. C. Manak (2016) "An Integrated Model for the Cost-Minimizing Funding of Corporate Activities over Time", Review of Economics & Finance, Volume 6, Issue 4, 1-18
- 13) Gupta, K., Krishnamurti, C., and Tourani-Rad, A. (2011) "Financial Development, Corporate Governance and Cost of Equity Capital", International Finance Conference, Kolkata, India. <http://ssrn.com/abstract=1522913>
- 14) Hung, M., Wong, T.J., Zhang, T., (2012). "Political considerations in the decision of Chinese SOEs to list in Hong Kong". J. Account. Econ. 53, 435-449.
- 15) Jain, P.K., Kuvvet, E, Pagano, M.S (2012). "Corruption's Impact on Liquidity, Investment Flows, and Cost of Capital". Working Paper, University of Memphis.

- 16) Karvan, H., Shahram, G, Azadi, K (2016). "STUDYING THE RELATIONSHIP BETWEEN COMPANY LIFE CYCLE AND COST OF EQUITY", Kuwait Chapter of Arabian Journal of Business and Management Review, Vol. 6, No.2.
- 17) Kim, J., Mab, M., Wang, H. (2015). "Financial development and the cost of equity capital: Evidence from China", China Journal of Accounting Research 8, 243-277
- 18) Levine, R. (2001) "Bank-Based or Market-Based Financial Systems: Which is Better?"; NBER Working Paper No. 9138, Cambridge: National Bureau of Economic Research.
- 19) Rajan, R, and Zingales, L, (1998). "Financial Dependence and Growth". American Economic Review 88, 559-586.
- 20) Vithessonthi, C. (2014) "Financial Markets Development and Bank Risk: Experience from Thailand during 1990-2012". Journal of Multinational Financial Management, 27, 67-88.

#### یادداشت‌ها

- <sup>1</sup> Gupta
- <sup>2</sup> Dellas & Hess
- <sup>3</sup> Kim et al
- <sup>4</sup> Levin
- <sup>5</sup> Hung et al
- <sup>6</sup> Jain et al.
- <sup>7</sup> Weighted average cost of capital
- <sup>8</sup> Rajan and Zingales
- <sup>9</sup> Diamond
- <sup>10</sup> Diamond and Dybvig
- <sup>11</sup> Veldkamp
- <sup>12</sup> Kim et al
- <sup>13</sup> Claessens
- <sup>14</sup> Gupta et al
- <sup>15</sup> Vithessonthi
- <sup>16</sup> Capital Asset Pricing Model
- <sup>17</sup> Variance Inflation Factor