Corporate Governance, Capital Structure and Cost Efficiency in State-Owned Enterprises of the Republic of Armenia

Baghdasaryan Alisa M.
Lecturer, Chair of Financial Accounting, Faculty of Accounting and Audit,
Armenian State University of Economics (Yerevan, RA)
https://orcid.org/0009-0000-7728-1187
alisa.baghdasaryan@asue.am
Serobyan Ani A.
Lecturer, Chair of Financial Accounting, Faculty of Accounting and Audit,
Armenian State University of Economics (Yerevan, RA)
https://orcid.org/0009-0000-5601-4012
ani.serobyan@asue.am

UDC: 338.2; **EDN:** XXLHWV; **JEL:** G30, G32, G34, L32, D24
DOI: 10.58587/18292437-2025.6-205
Keywords & phrases: Capital Structure; Corporate Governance; Cost Efficiency; State-Owned Enterprises (SOEs); Board Expertise; Board Independence; Board Size; Armenia; Financial Performance

Կորպորատիվ կառավարում, կապիտալի կառուցվածք և ծախսերի արդյունավետությունը Հայաստանի Հանրապետության պետական ձեռնարկություններում

Բաղդասարյան Ալիսա Մ.
Դասախոս, Ֆինանսական հաշվառման ամբիոն,
Հաշվապահական հաշվառման և աուդիտի ֆակուլտետ,
Հայաստանի պետական տնտեսագիտական համալսարան (Երևան, ՀՀ)
Սերոբյան Անի Ա.
Դասախոս, Ֆինանսական հաշվառման ամբիոն,
Հաշվապահական հաշվառման և աուդիտի ֆակուլտետ,
Հայաստանի պետական տնտեսագիտական համալսարան (Երևան, ՀՀ)

Ամփոփագիր. Այս հոդվածի շրջանակում ուսումնասիրվել է Հայաստանի Հանրապետությունում պետական ձեռնարկությունների կառավարման կառուցվածքներն ու կառավարչական գործելակերպը՝ կենտրոնանալով դրանց բարդությունների, թույլ կողմերի և բարեփոխումների կարիքների ըմբռնման վրա: Հաշվի առնելով ՊՁ-ների ռազմավարական դերը էներգետիկայի, տրանսպորտի և ջրային ռեսուրսների կառավարման նման ոլորտներում, արդյունավետ կառավարումը՝ կենտրոնացած թափանցիկության, հաշվետվողականության և երկարաժամկետ կայունության վրա, կարևորագույն նշանակություն ունի ազգային զարգացման համար: Հետազոտությունը գնահատում է կառավարման արդյունավետությունը, բացահայտում հիմնական մարտահրավերները և ուսումնասիրում ՊՁ-ների գործունեության վրա ազդող ինստիտուցիոնալ և համատեքստային գործոնները:
Ուսումնասիրությունը ընդգծում է լավագույն փորձը, կրկնվող կառավարման խնդիրները և բարեփոխումների կարիք ունեցող ոլորտները՝ առաջարկելով գործնական առաջարկություններ՝ խորհրդի արդյունավետություն, վերահսկողության մեխանիզմներ, ներքին վերահսկողություն և կատարողականի կառավարման համակարգերը ամրապնդելու համար: Վերլուծությունը նաև դիտարկում է քաղաքական ազդեցության, շահագրգիռ կողմերի դինամիկայի և կազմակերպչական մշակույթի ազդեցությունը կառավարման արդյունքների վրա:
Հայկական ՊՁ-ներում կառավարման ամրապնդումը կարող է բարձրացնել թափանցիկությունը, հաշվետվողականությունը, ռիսկերի կառավարումը և ներդրումների արդյունավետությունը՝ միաժամանակ աջակցելով երկարաժամկետ արժեքի ստեղծմանը և կայուն զարգացմանը:
Ուսումնասիրվել է կորպորատիվ կառավարման ազդեցությունը Հայաստանի պետական ձեռնարկություններում (ՊՁ) բաժնետիրական կապիտալի արժեքի վրա: Հենվելով ինչպես ներքին, այնպես էլ միջազգային գրականության վրա՝ հետազոտությունը բացահայտում է ֆինանսավորման ծախսերի վրա ազդող հիմնական կառավարման գործոնները, ներառյալ ընկերության բնութագրերը, տեղեկատվության բացահայտման թափանցիկությունը և որակը, ներքին վերահսկողության համակարգերը, բաժնետիրական կապիտալի կառուցվածքը և իրավական ու կարգավորող շրջանակը: Այս ոլորտներում արդյունավետ կառավարումը ցույց է տալիս, որ նվազեցնում է բաժնետիրական կապիտալի արժեքը, ամրապնդում է

ներդրողների վստահությունը և բարելավում է ընդհանուր ֆինանսական կատարողականը: Ուսումնասիրությունը նաև ընդգծում է, որ ավելի ուժեղ կառավարման կառուցվածք ունեցող պետական ձեռնարկություններ ավելի լավ դիրքում են ֆինանսավորում ներգրավելու, ռիսկերը կառավարելու և երկարաժամկետ կայուն զարգացումը աջակցելու համար: Այս արդյունքների հիման վրա առաջարկվում են նպատակային առաջարկություններ՝ բարելավելու խորհրդի կազմը, ներքին վերահսկողությունը և բացահայտման պրակտիկան, միաժամանակ բարձրացնելով փոքրամասնության բաժնետերերի նկատմամբ հաշվետվողականությունը և համապատասխանեցնելով կառավարման խթանները հանրային և ֆինանսական նպատակներին: Այս վերլուծությունները արժեքավոր ուղեցույց են տրամադրում Հայաստանի քաղաքականություն մշակողների, կարգավորող մարմինների և պետական ձեռնարկությունների կառավարիչների համար, որոնք ձգտում են բարելավել կորպորատիվ կառավարումը, օպտիմալացնել ֆինանսավորման արդյունավետությունը և բարձրացնել ձեռնարկության արժեքը՝ նպաստելով տնտեսական աճի և հանրային հատվածի արդյունավետության ավելի լայն նպատակներին:

Ուսումնասիրվել է կառավարման և կառավարչական պրակտիկայի բարդությունները Հայաստանի պետական ձեռնարկություններում (ՊՁ) 2014-2024 թվականների ժամանակահատվածում, որոնք գերիշխող դիրք են գրավում ռազմավարական ոլորտներում (էներգետիկա, ջրամատակարարում, տրանսպորտ): Հիմնական նպատակն է որոշել, թե ինչպես են կորպորատիվ կառավարման (ԿԿ) գործելակերպերը ազդում ֆինանսական արդյունավետության վրա՝ կենտրոնանալով երկու արդյունքի վրա՝ սեփական կապիտալի արժեքը և ծախսարդյունավետությունը:

Հանգուցաբառեր և բառակապակցությունները՝ Կապիտալի կառուցվածք, Կորպորատիվ կառավարում, Ծախսերի արդյունավետություն, Պետական ձեռնարկություններ (ՊՁ), Խորհրդի փորձառություն, Խորհրդի անկախություն, Խորհրդի անդամների քանակ, Ֆինանսական կատարողական

Корпоративное управление, структура капитала и эффективность затрат на государственных предприятиях Республики Армения

Багдасарян Алиса М.

Преподаватель, Кафедра финансового учета, Факультет бухгалтерского учета и аудита, Армянский государственный экономический университет (Ереван, РА)

Серобян Ани А.

Преподаватель, Кафедра финансового учета, Факультет бухгалтерского учета и аудита, Армянский государственный экономический университет (Ереван, РА)

Аннотация. В данном исследовании рассматриваются структуры и методы управления государственными предприятиями (ГП) в Республике Армения с акцентом на понимание их сложностей, слабых сторон и потребностей в реформировании. Учитывая стратегическую роль ГП в таких секторах, как энергетика, транспорт и водное хозяйство, эффективное управление, основанное на прозрачности, подотчетности и долгосрочной устойчивости, имеет решающее значение для национального развития. В исследовании оценивается эффективность управления, выявляются ключевые проблемы и изучаются институциональные и контекстуальные факторы, влияющие на результаты деятельности ГП.

В исследовании освещаются передовой опыт, повторяющиеся проблемы управления и области, требующие реформ, предлагаются практические рекомендации по повышению эффективности советов директоров, механизмов надзора, внутреннего контроля и систем управления эффективностью. В анализе также рассматривается влияние политического влияния, динамики заинтересованных сторон и организационной культуры на результаты управления.

Укрепление управления в армянских ГП может повысить прозрачность, подотчетность, управление рисками и эффективность инвестиций, одновременно способствуя созданию долгосрочной стоимости и устойчивому развитию. В данном исследовании рассматривается влияние корпоративного управления на стоимость акционерного капитала государственных предприятий (ГП) Армении. Опираясь на отечественную и международную литературу, исследование выявляет ключевые факторы управления, влияющие на стоимость финансирования, включая характеристики компании, прозрачность и качество раскрытия информации, системы внутреннего контроля, структуру акционерного капитала, а также нормативно-правовую базу. Показано, что эффективное управление в этих областях снижает стоимость акционерного капитала, укрепляет доверие инвесторов и улучшает общие финансовые показатели. В исследовании также подчеркивается, что ГП с более сильной структурой управления имеют лучшие возможности для привлечения финансирования, управления рисками и поддержки долгосрочного устойчивого развития. На основе этих результатов предлагаются целевые рекомендации по совершенствованию состава совета директоров, внутреннего контроля и практики раскрытия информации, одновременно повышая подотчетность миноритарным акционерам и согласуя стимулы для руководства с государственными и финансовыми целями. Эти выводы представляют собой ценное руководство для политиков, регулирующих органов и руководителей ГП в Армении, стремящихся улучшить корпоративное управление, оптимизировать эффективность финансирования и повысить стоимость предприятия, способствуя достижению более широких целей экономического роста и эффективности государственного сектора. В исследовании рассматриваются особенности корпоративного управления и управленческих практик на

армянских государственных предприятиях (ГП) в период с 2014 по 2024 год, которые доминируют в стратегических секторах (энергетика, водоснабжение, транспорт). Основная цель — определить, как практика корпоративного управления (КУ) влияет на финансовую эффективность, уделяя особое внимание двум показателям: стоимости акционерного капитала и эффективности затрат.
Ключевые слова и словосочетания: Структура капитала; Корпоративное управление; Эффективность затрат; Государственные предприятия (ГП); Компетенция совета директоров; Независимость совета директоров; Размер совета директоров; Финансовые показатели

1. INTRODUCTION

In the Republic of Armenia, the government—as the principal shareholder of state-owned enterprises—sets broad expectations related to sustainable development and responsible management. However, it is the boards of Armenian SOEs that must translate these expectations into strategic priorities and operational practices. Even when the state does not issue specific sustainability directives, boards remain responsible for identifying environmental, social, and governance risks, as well as opportunities that can strengthen long-term resilience and organizational performance [**16**]. Under Armenia's corporate governance framework, SOE board members are expected to act in the best interest of the enterprise, safeguard public assets, and uphold transparency and accountability principles [**17**]. This responsibility increasingly requires integrating sustainability considerations into decision-making, especially since many Armenian SOEs operate in sectors—such as energy, water management, and waste services—where environmental and social impacts are substantial [**1**].

Embedding sustainability principles into corporate governance processes contributes to improved risk management, better resource utilization, and stronger financial performance [**19**]. It can also enhance employee engagement and reinforce public trust in SOE operations [**5**]. Additionally, prioritizing sustainability can generate long-term competitive advantages by promoting innovation, improving service quality, and expanding public satisfaction with essential services [**18**].

State-owned enterprises (SOEs) play an essential role in the Republic of Armenia's economy, particularly in sectors such as energy, water management, transportation, and public services. Corporate governance forms the foundation of operational management, risk control, and strategic decision-making within Armenia's state-owned enterprises (SOEs), serving as a key safeguard for investment and financing activities [**16**]. A strong governance framework standardizes decision-making procedures, enhances operational discipline, and mitigates business and financial risks, thereby providing an institutional basis for sustainable development [**17**]. In this context, the cost of capital plays a central role in shaping financing strategies, determining investment priorities, and evaluating the performance of Armenian SOEs [**21**]. Accurate estimation of capital costs influences not only funding decisions and investment planning but also dividend policies, directly affecting the competitive position and long-term growth prospects of these enterprises [**19**].

Estimating the cost of equity in Armenian SOEs is particularly challenging due to the interaction of multiple factors, including macroeconomic volatility, sector-specific risks, firm size, financial leverage, operational uncertainty, and information asymmetry [**10**; **1**]. In markets where transparency is limited, investor perceptions of risk may be skewed, complicating capital cost assessment further [**20**].

Research and practical experience indicate that improvements in corporate governance can enhance firm value in multiple ways [**14**]. Effective governance reduces agency costs, improves decision-making efficiency, and strengthens internal control systems to minimize fraud and misreporting [**7**]. Well-designed incentive mechanisms align the interests of managers with those of the state as the primary shareholder, promoting long-term value creation [**15**]. Notably, there is an inverse relationship between the cost of capital and enterprise value: lower capital costs increase the value of the enterprise, while higher enterprise value may help reduce financing costs [**24**]. This highlights the critical link between governance practices and financial efficiency in Armenian SOEs.

Conflicts of interest—between state authorities, managers, and minority stakeholders—along with pervasive information asymmetries, can create adverse selection and moral hazard challenges [**7**]. These may manifest as misallocation of funds, politically influenced managerial decisions, or preferential treatment in procurement and contracts. Such governance deficiencies increase operational and financial risk, thereby raising the cost of capital for SOEs. Therefore, establishing scientifically grounded and contextually relevant governance frameworks is essential for improving financial efficiency, enhancing transparency, and promoting long-term sustainable development in Armenia's state-owned sector [**1**; **17**].

This study addresses a critical research gap by examining how changes in corporate governance practices influence the cost of capital in Armenia's state-owned enterprises (SOEs). This study highlights the Armenian context, where SOEs dominate strategic sectors including energy, water management, and transportation. In Armenia, recent reforms aimed at improving transparency, board independence, and accountability have sought to strengthen investor confidence and reduce financing risks for these enterprises [**17**]. The empirical insights suggest that stronger governance practices in Armenian SOEs are associated with lower financing costs. Improvements in board structure, internal controls, and disclosure standards further reduce the cost of capital, whereas deficiencies in governance can lead to higher financing costs and greater financial risk. Notably, SOEs with more developed governance frameworks demonstrate greater sensitivity to governance changes: downgrades in oversight or transparency result in more pronounced increases in capital costs. These findings underscore the critical role of effective governance in enhancing financing efficiency, supporting investment, and promoting the long-term financial sustainability of Armenian state-owned enterprises [**1**; **16**].

2. Literature Review

The international academic community has long recognized the importance of first-mover advantages in examining the relationship between firm characteristics and the cost of capital. Early studies established a benchmark for subsequent research in capital asset pricing models and highlighted the "size effect," whereby larger firms tend to exhibit lower financing costs—a finding that contrasts with traditional theoretical expectations [**6**].

Recent methodological advancements, particularly in econometrics, have further deepened this understanding. Nonparametric estimation techniques have shown that firm characteristics provide incremental information beyond conventional pricing models, enhancing the accuracy of abnormal return predictions [9]. By employing cross-asset analysis models that allow for full heterogeneity and arbitrary correlations between characteristics and factor loadings, researchers have demonstrated that firm-specific factors often explain variations in returns more effectively than traditional risk factors, prompting a reevaluation of their central role in asset pricing [**4**].

Several mechanisms have been identified through which firm characteristics influence the cost of capital. First, the growth expectation channel shows a significant negative relationship between long-term growth forecasts and financing costs. Second, the earnings quality channel indicates that firms with more accurate earnings forecasts experience lower capital costs. Third, the valuation effect channel reveals a stable negative correlation between the book-to-market ratio (B/M) and financing costs.

Studies in transitional economies, including China, have extended these insights by incorporating local market characteristics, showing that firm size and systematic risk factors are positively correlated with capital costs, while growth indicators exert a distinct negative effect [**3**]. Additionally, information disclosure quality plays a critical role in reducing equity financing costs. High-quality disclosures mitigate information asymmetry, thereby lowering capital costs [**8**]. Research further indicates that corporate social responsibility (CSR) disclosures improve capital allocation efficiency and can reduce financing costs in sectors such as agriculture [**25**].

International literature has established a mature empirical framework, demonstrating that high-quality disclosure can mitigate information asymmetry, reduce investors' information processing costs, and ultimately lower corporate financing costs. High-quality disclosures operate through three primary channels:

- enhancing the credibility and reliability of financial reporting,
- narrowing divergence in market expectations, and
- reducing regulatory risk premiums [**2**; **8**].

Recent research has expanded the scope of disclosure studies to include non-financial information, particularly corporate social responsibility (CSR) disclosures. Yan (2018) employed a difference-in-differences approach to show that firms participating in pilot programs under the "Social Responsibility Guidelines for Listed Companies" experienced an average 15% reduction in debt financing costs, with effects most pronounced in environmentally sensitive sectors. Similarly, Li and Shu (2019) examined agricultural enterprises and found that CSR disclosures reduced the weighted average cost of capital by 10–18% through mechanisms of enhanced reputation and increased stakeholder trust. Xu (2020) highlighted the importance of voluntary disclosures in Chinese private listed companies, reporting that each 10% increase in voluntary disclosure corresponded to an average 0.5 percentage point improvement in ROE, particularly in high-tech industries. Collectively, these findings provide robust empirical evidence of the value of both financial and non-financial disclosure in reducing financing costs and enhancing firm performance.

Overall, the literature underscores the central role of corporate governance, transparency, and strategic managerial practices in influencing financing efficiency. While extensive research exists internationally, there is a gap in empirical studies focusing specifically on Armenian SOEs, particularly regarding the effects of governance and disclosure practices on their cost of capital and operational performance. This study seeks to fill that gap by providing Armenia-specific insights.

3. Methodology

The primary objective of this study is to empirically examine the relationship between capital structure, corporate governance, and cost efficiency in state-owned enterprises (SOEs) in the Republic of Armenia.

The study employs the following model to assess cost efficiency:

$$Y = \int (\text{Capital Structure Variables, Corporate Governance Variables}) \quad (1)$$

$$\text{Cost Efficiency}_{it} = \beta_0 + \beta_1 X_{1it} + \beta_2 X_{2it} + \mu_{it} \quad (2)$$

Where:

Dependent Variable (Y): Cost efficiency

Independent Variables (X):

- Capital Structure: Debt-to-Equity Ratio, Long-Term Debt-to-Equity Ratio, Short-Term Debt-to-Total Assets.
- Corporate Governance: CEO Duality, Board Independence (BI), Board Size (BS), Board Expertise (BE), Board Composition (BC), Audit Quality, and Ownership Concentration.

Data for this study are primarily collected from annual reports, financial statements, and corporate governance disclosures of Armenian SOEs. By combining financial indicators with governance characteristics, the analysis seeks to determine how capital structure and governance practices jointly influence operational cost efficiency.

4. Results

The study's aim to provide insights into how Armenian SOEs can optimize financing structures, strengthen governance mechanisms, and improve overall operational performance, contributing to policy recommendations for sustainable public-sector management.

Table 1. Connection between capital structure, corporate governance, and cost-effectiveness

Statistic	COST	BS	BI	BE	BC	DEBT_EQUITY
Mean	0.490	17	0.47	0.50	0.514	9.19
Median	0.479	17	0.47	0.5	0.535	8
Maximum	0.992	31	0.99	0.99	0.99	94.28
Minimum	0.000171	10	0	0	0	0.33
Std. Dev.	0.279	3.622	0.297	0.273	0.290	8.173
Skewness	0.042	0.890	0.126	**-0.002**	**-0.008**	4.633

Average Cost Efficiency (COST): The mean efficiency score is 0.490, suggesting that, on average, Armenian SOEs in the sample operate at approximately 49% of the efficiency frontier, indicating significant room for improvement.

Board Characteristics:

The study examined four key corporate governance proxies:

Board Independence (BI), Board Size (BS), Board Composition (BC), and Board Expertise (BE).

Board Size (BS)

Significantly and favorably impacted the capital structure (Debt-to-Equity Ratio).

A positive relationship means that as Board Size increases, the Debt-to-Equity Ratio increases. In the context of capital structure theory, a larger board might be associated with a greater capacity to oversee complex debt financing activities or a greater propensity to utilize leverage. The study concludes this is a key factor in the study area.

Board Expertise (BE)

Demonstrated a statistically significant positive connection with capital structure (Debt-to-Equity Ratio) at the 5% level.

Boards with deeper industry knowledge and expertise are expected to be more productive, innovative, and have better monitoring capabilities. The positive correlation suggests that these high-quality boards are either more confident in their ability to manage higher leverage or that lenders are more willing to provide debt financing to firms

overseen by such capable boards. This aligns with a priori predictions (theoretical expectations).

Board Independence (BI)

Had a positive impact on capital structure, but was not statistically significant.

While the coefficient sign suggests that greater board independence might improve the Debt-to-Equity Ratio, the lack of significance means that, based on this study's data, independence is not a reliable factor influencing the capital structure of these SOEs firms.

Board Composition (BC)

Had less impact and was not a significant predictor of capital structure.

This variable (likely referring to the mix of executive, non-executive, and independent directors) does not play a reliable role in determining the firms leverage levels.

The mean Board Independence (BI) is 47%, and Board Expertise (BE) is 50%. Board Expertise (BE) and Board Composition (BC) show values close to zero for skewness (-0.002 and -0.008), suggesting their distribution is nearly symmetrical (or normal), unlike the high positive skewness of the Debt-to-Equity ratio.

5. Conclusion

The purpose of this study is to investigate the relationship between capital structure, corporate governance, and cost efficiency in Armenian state-owned enterprises (SOEs). Specifically, the study evaluates the capital structure and cost efficiency of Armenian SOEs and examines the extent to which corporate governance practices influence these outcomes. In addition, the study explores the mediating role of corporate governance in shaping the interaction between capital structure and cost efficiency.

The empirical findings indicate that corporate governance significantly affects the capital structure of the examined firms. A competent and experienced board of directors is expected to make effective strategic and financial decisions, thereby strengthening overall corporate performance. In line with this expectation, board expertise—used as a key measure of governance quality—shows a positive and significant impact on capital structure. This confirms that boards with stronger professional backgrounds contribute to more sound financial decision-making. Likewise, board size demonstrates a positive and significant influence on capital structure, suggesting that larger boards may provide broader oversight capabilities and more diverse perspectives that support effective financial structuring.

Furthermore, board expertise functions as a mediating variable in the relationship between capital structure and cost efficiency, enhancing the positive effect of capital structure on firms' cost efficiency. Similarly, board independence strengthens this relationship, indicating that more autonomous boards are better positioned to monitor management decisions and ensure efficient resource allocation.

Overall, the study concludes that corporate governance plays a critical role in shaping both capital structure decisions and cost-effectiveness in Armenian SOEs. Strengthening governance mechanisms—particularly board expertise and independence—can therefore contribute to improved financial management and operational performance across the sector.

References

1. ADB. (2020). *Armenia: Country partnership strategy 2019–2023*. Asian Development Bank.
2. **Bushman, R., & Smith, A.** (2001). Financial accounting information and corporate governance. *Journal of Accounting and Economics, 32*(1–3), 237–333.
3. **Chen, X., Lee, C., & Rui, O.** (2018). The impact of firm characteristics on capital costs in transitional economies: Evidence from China. *Emerging Markets Finance and Trade, 54*(5), 1108–1124.
4. **Daniel, K., & Titman, S.** (1997). Evidence on the characteristics of cross-sectional variation in stock returns. *The Journal of Finance, 52*(1), 1–33.
5. Euromonitor International. (2023). *Sustainability trends shaping public sector services*. Euromonitor International.
6. **Fama, E. F., & French, K. R.** (1992). The cross-section of expected stock returns. *The Journal of Finance, 47*(2), 427–465.
7. **Florio, M.** (2014). *The reform of public enterprises in the OECD countries: Privatization and regulation*. Palgrave Macmillan.
8. **Healy, P. M., & Palepu, K. G.** (2001). Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature. *Journal of Accounting and Economics, 31*(1–3), 405–440.
9. **Hou, K., Xue, C., & Zhang, L.** (2020). Replicating anomalies. *Review of Financial Studies, 33*(5), 2019–2133.
10. **Kornai, J.** (1986). The soft budget constraint. *Kyklos, 39*(1), 3–30. https://doi.org/10.1111/j.1467-6435.1986.tb01252.x
11. **Li, S., & Shu, M.** (2019). Corporate social responsibility disclosure and cost of capital: Evidence from agricultural enterprises. *Journal of Cleaner Production, 239*, 118074.
12. **Li, Y., & Zhang, T.** (2020). CSR disclosure and investment efficiency: Evidence from China's agricultural sector. *Agricultural Finance Review, 80*(3), 345–360.
13. Ministry of Finance of Armenia. (2022). *Corporate governance guidelines for state-owned enterprises*. Government of the Republic of Armenia.

14. **Musacchio, A., & Lazzarini, S. G.** (2014). *Reinventing state capitalism: Leviathan in business, Brazil and beyond*. Harvard University Press.
15. OECD. (2015). *OECD guidelines on corporate governance of state-owned enterprises*. Organisation for Economic Co-operation and Development.
16. OECD. (2022). *OECD review of the corporate governance of state-owned enterprises: Armenia*. Organisation for Economic Co-operation and Development.
17. OECD/SIGMA. (2021). *Baseline measurement report for Armenia: Public governance and state-owned enterprises*. SIGMA–OECD–European Union.
18. **Panda, B., Leepsa, N. M., & Pattnaik, P.** (2020). Corporate governance and firm performance: Empirical evidence from emerging markets. *Journal of Asian Finance, Economics and Business, 7*(11), 939–947.
19. **Pranta, A. K., Bepari, M. K., & Rahman, M. M.** (2024). Corporate governance, sustainability performance, and cost of capital: Evidence from emerging markets. *Sustainability, 16*(2), Article 1–16.
20. Transparency International Armenia. (2021). *National integrity system assessment: Armenia*. Transparency International.
21. World Bank. (2014). *Capital market development in Armenia: Diagnostics and reform recommendations*. World Bank Group.
22. **Xu, Y.** (2020). Voluntary disclosure and firm performance: Evidence from private listed companies in China. *China Journal of Accounting Research, 13*(4), 367–383.
23. **Yan, F.** (2018). The impact of CSR disclosure on financing costs: Evidence from China's CSR pilot policy. *Sustainability, 10*(9), 3254.
24. **Yang, H., Chen, Y., & Li, Z.** (2023). Corporate governance and cost of capital: Evidence from developing economies. *Emerging Markets Review, 56*, Article 1–15.
25. **Zhou, X.** (2019). Corporate social responsibility disclosure, financing constraints, and capital allocation efficiency. *Accounting & Finance, 59*(3), 2149–2177.

Сдана/Հանձնվել է՝ 28.11.2025
Рецензирована/Գրախոսվել է՝ 05.12.2025
Принята/Ընդունվել է՝ 12.12.2025