

## بررسی تاثیر اندازه، عمر و اهرم مالی بر فرصت‌های رشد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

۱. ابراهیم خاندوزی ۲. مصطفی رجنی ۳. غلامرضا منصوری

۱. کارشناس مالی شهرداری آزادشهر

۲. رئیس حوزه اداری و مالی شهرداری آزادشهر

۳. رئیس گروه طرح و برنامه شهرداری آزادشهر

### چکیده

هدف از این پژوهش بررسی تاثیر اندازه، عمر و اهرم مالی بر فرصت‌های رشد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بود. در این پژوهش برای جمع آوری داده‌ها و اطلاعات مورد نیاز، ابتدا از روش کتابخانه‌ای و مطالعات اسنادی استفاده می‌شود که بر این اساس، مبانی نظری و ادبیات پژوهش از کتب و مجلات تخصصی لاتین و و یادداشت‌های توضیحی شرکت‌های منتخب، لوح‌های فشرده آرشیو تصویری و آماری سازمان بورس اوراق بهادار تهران فارسی گردآوری می‌گردد. سپس داده‌های لازم برای آزمون فرضیه‌های تحقیق از طریق مراجعه به صورت‌های مالی، پایگاه اینترنتی بورس اوراق بهادار و دیگر پایگاه‌های مرتبط و نیز از نرم افزار ره آورد نوین و بانک جامع اطلاعات بورس استخراج می‌شود. به منظور بررسی رابطه‌ی بین متغیرها از نرم افزار Eviews استفاده شده است. نتایج حاصل از این پژوهش بیانگر این موضوع است که اندازه، عمر و اهرم مالی بر فرصت‌های رشد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر معناداری وجود دارد.

**واژگان کلیدی:** اندازه شرکت، عمر شرکت، اهرم مالی، فرصت‌های رشد، شرکت‌های پذیرفته

شده در بورس اوراق بهادار تهران

**مقدمه**

به طور متعارف، هر سازمان تجاری برای کسب درآمد شکل گرفته است که این سازمان در بلندمدت رشد پایدار داشته از اهمیت ویژه ای برخوردار است. این رشد پایدار نه تنها مطلوب است توسط سهامداران شرکت مطلوب به نظر می رسد. همچنین توسط سهامداران، تنظیم کننده ها، تامین کنندگان و مشتریان به طور مساوی مطلوب است. بنابراین، از اهمیت ویژه ای برخوردار است. شرکت ها برای رشد و پیشرفت نیاز به سرمایه دارند. بخشی از سرمایه در داخل شرکت از طریق سود انباشته که در نتیجه سودآوری شرکت به وجود آمده و بین سهامداران تقسیم نشده است، تامین می شود و مابقی می تواند از طریق بازارهای مالی سرمایه یا استقراض ایجاد گردد. شرکتی که هیچ گونه بدهی نداشته باشد، ساختار سرمایه آن را حقوق صاحبان سرمایه تشکیل می دهد و از آنجایی که ساختار سرمایه بیشتر شرکت ها همراه با بدهی و سرمایه است، از این رو مدیران مالی به دریافت وام، اثرات آن و حداکثر کردن ثروت سهامداران، بسیار دقیق و حساس هستند و باتوجه به اینکه سرمایه گذاران براساس معیارهای مختلف، ضمن مقایسه ی انواع سهام در سهامی خاص سرمایه گذاری می کنند. قیمت سهام شرکت ها یکی از بارزترین معیارهای سرمایه گذاری است که مبین اعتبار شرکت برای سرمایه گذاری است که در واقع اعتبار شرکت برای سرمایه گذار است بنابراین مقایسه اعتبار شرکت یکی از روش های بهبود سرمایه گذاری سرمایه گذاران با شناخت عوامل موثر بر قیمت سهام شرکت ها روند تغییرات قیمت و تغییرات ارزش شرکت را پیش بینی می کنند و بر اساس آن، تصمیمات لازم برای خرید یا عدم خرید سهام اتخاذ می کنند. در اقتصاد رو به رشد فعلی، مدیران سرمایه گذار همواره به دنبال گزینه های مناسب سرمایه گذاری هستند تا بتوانند هم سود مورد نظر را کسب کنند و هم در بلند مدت ثروت خود را افزایش دهند. مدیران شرکت ها بعنوان نمایندگان صاحبان سهام می بایست دائما تلاش نماید، ساختار سرمایه شرکت را به گونه ای تنظیم کنند که هزینه سرمایه شرکت حداقل و در نتیجه ارزش شرکت حداکثر گردد. تصمیم گیری در مورد ساختار سرمایه به معنی نحوه تامین مالی شرکت همچون سایر تصمیمات مدیران مالی بر ارزش شرکت موثر بوده و این تاثیرگذاری از یک سو از طریق هزینه سرمایه است در واقع هزینه سرمایه تعیین کننده نرخ بازده موردانتظار درون شرکت بوده و از این طریق بر ارزش دارائی های شرکت تاثیر می گذارد (حسینی، ۱۳۹۴).

در این پژوهش به بررسی تاثیر اندازه، عمر و اهرم مالی بر فرصت های رشد شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته می شود.

**بیان مساله**

مطالعات انجام گرفته نشان می دهد که ارزش دفتری بازار یک فرآیند مناسب برای اندازه گیری فرصت های رشد است از لحاظ قانونی، قانون تلاش می کند پدیده رشد شرکت را توضیح دهد و مشاهدات نشان می دهد که رشد شرکت مستقل از اندازه شرکت است. در حالی که مطالعات دیگر نتایج بسیار جالبی در این مورد بدست آمده است؛ برخی مطالعات، این قوانین را رد کرده اند، زیرا این مطالعات تأثیر منفی بر فرصت های رشد را نشان می دهد، با توجه به شواهدی از رابطه منفی بین فرصت های رشد و ابعاد رشد، نشان می دهد. بنابراین، اختلاف نظر بر عوامل تعیین کننده فرصت های رشد در بخش شرکت وجود دارد.

تعیین رشد در حوزه مطالعات تجاری یکی از مهمترین مناطق بوده و مطالعات زیادی در این زمینه انجام شده است. اما مطالعات انجام شده تا کنون نتایج متناقضی در این زمینه ارائه می دهند و این تعارض برای صنایع مختلف، دوره های زمانی و کشورهای مختلف می باشد. شواهد بیشماری در این زمینه نشان می دهد که ارتباطات رشد باید برای یک صنعت خاص و با اشاره به یک بازار خاص به منظور جلب توجه خاص و مرتبط مورد بررسی قرار گیرد (حاجیه و رفیعی، ۱۳۹۷).

این پژوهش در این زمینه شامل همه متغیرهای مهم برای تعیین رشد است تا بتواند شواهد جامعی در مورد تعیین رشد ایجاد کند. بنابراین، این تنها یک شواهد جامع از تعیین رشد شرکت را فراهم می کند؛ اما همچنین به ادبیات اشاره دارد و شواهدی را در

رابطه با کشورهای توسعه دهنده همچون ایران ارائه می دهد. بنابراین، تعیین عواملی که به رشد بخش ها کمک می کند اهمیت ضروری دارد. به این ترتیب سازمان قادر به دستیابی به چشم انداز سهامداران مختلف خود خواهد بود.

در این راستا، این مطالعه متغیرهای سود شرکت، جریان نقدی، سهم بازار، فروش صنعت، حقوق صاحبان سهام، اهرم، دارایی های شرکت، سن شرکت و اندازه شرکت، عوامل فرصتهای رشد مورد بررسی قرار می گیرد. با توجه به اهمیت رشد، بسیاری از محققان تلاش کرده اند تا در طول زمان های مختلف و برای انواع مختلف سازمان ها در کشورهای مختلف توضیح دهند (ثقفی و بولو، ۱۳۸۸).

از این رو، این پژوهش به دنبال یافتن پاسخی برای این سوال است که آیا اندازه، عمر و اهرم مالی بر فرصت های رشد شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر دارد.

### اهمیت و ضرورت تحقیق

از آنجایی که پیش بینی بعضی از رویدادها قبل از اتخاذ تصمیم ضروری است، ارزیابی سودمندی اطلاعات حسابداری بر حسب توانایی آن برای پیش بینی رویدادهای مختلف به نظر مناسب می باشد. پیدایش روش سودمندی در پیش بینی، ناشی از تاکید بر خصوصیت مربوط بودن به عنوان شاخص اولیه در گزارشگری مالی است و به معنای آن است که اطلاعات مالی به نحوی تهیه شود که استفاده کنندگان را در پیش بینی رویدادهای اقتصادی یاری دهد. با توجه به تاثیرات بااهمیت و نامطلوبی که وقوع بحران مالی و در نهایت ورشکستگی بر تمامی ذینفعان شرکت می گذارد، یافتن راهی که بتوان با استفاده از آن به موقع از وقوع بحران مالی شرکت مطلع و به این ترتیب با اخذ تصمیم مناسب از به هدر رفتن منابع و فرصت های سرمایه گذاری مناسب جلوگیری کرد، بسیار مفید خواهد بود (چاهین<sup>۱</sup>، ۲۰۱۱). نظریه رشد، رشد سازمانی را به فرصت های بیرونی و توانایی شرکت در بهره مندی از این فرصت ها به نحو موثر مرتبط می سازد. در این پژوهش در این زمینه، فرصت های رشد را از طریق بازار به نسبت دفتری نسبت به شرکت و رابطه متغیرهای مختلف در رابطه با آن جستجو می کند. در نظر گرفتن سرمایه گذاران و سهامداران، ارزش دفتری بازار به عنوان فرآیند رشد نیز اهمیت دارد. بنابراین، فرصت های رشد در محدوده ارزش دفتری بازار تعیین می شود. ارزش دفتری بازار به عنوان فرآیندی از فرصت های رشد در نظر گرفته می شود، زیرا ارزش داخلی سرمایه گذاری شرکت را به ارزش واقعی بازار خارجی خود مرتبط می سازد. بنابراین پژوهش حاضر به بررسی تاثیر اندازه، عمر و اهرم مالی بر فرصت های رشد شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می پردازد.

### فرضیات تحقیق

جهت پاسخ به سؤال پژوهش، بر اساس مبانی نظری تحقیق و مطالعات تجربی انجام شده توسط بین قائم و شایبیر (۲۰۱۸) فرضیه های زیر تدوین شده و مورد آزمون قرار می گیرد:

۱. بین اندازه شرکت بر فرصت های رشد شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر معناداری وجود دارد.
۲. بین عمر شرکت بر فرصت های رشد شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر معناداری وجود دارد.
۳. بین اهرم مالی شرکت بر فرصت های رشد شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر معناداری وجود دارد.

### روش تحقیق

روش این تحقیق، از نوع پس رویدادی است که در حوزه تحقیقات اثباتی حسابداری و مبتنی بر اطلاعات واقعی صورت های مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می باشد. تحقیق حاضر از لحاظ روش، از نوع تحقیق توصیفی است. از میان

<sup>1</sup> . Chahin

انواع تحقیق های توصیفی، از نوع تحقیق همبستگی است زیرا رابطه بین متغیرهای مستقل و وابسته بررسی می شود. تحقیق توصیفی آنچه که هست بدون دخل و تصرف توصیف و تفسیر می کند. اطلاعات بخش نظری پژوهش از کتب و مجلات فارسی و انگلیسی تأمین می شود. همچنین، داده های مورد نیاز برای تجزیه و تحلیل عمدتاً از شرکت های اطلاعاتی سازمان بورس اوراق بهادار تهران و نرم افزارهای صحرا و تدبیر پرداز استخراج شده است. روش گردآوری اطلاعات به دو روش کتابخانه ای و فیش برداری استفاده شده است. کلیه اطلاعات مربوط به متغیرهای تحقیق با استفاده از نرم افزارهای ره آورد نوین و شرکت جامع اطلاعات سازمان بورس از طریق صورت های مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس و یادداشت های همراه بدست می آید.

### روش گردآوری و تجزیه و تحلیل داده ها

پس از تعیین روش تحقیق و چگونگی نوع نمونه و گزینش آن، محقق باید با توجه به هدف و ویژگی های روش تحقیق به جمع آوری داده ها بپردازد. گردآوری داده ها به روش های گوناگونی میسر است (سرمد و همکاران، ۱۳۸۵). در این پژوهش برای جمع آوری داده ها و اطلاعات مورد نیاز، ابتدا از روش کتابخانه ای و مطالعات اسنادی استفاده شده که بر این اساس، مبانی نظری و ادبیات پژوهش از کتب و مجلات تخصصی لاتین و فارسی گردآوری گردید. سپس داده های لازم برای آزمون فرضیه های تحقیق از طریق مراجعه به صورت های مالی و یادداشت های توضیحی شرکت های منتخب، لوح های فشرده آرشیو تصویری و آماری سازمان بورس اوراق بهادار تهران، پایگاه اینترنتی بورس اوراق بهادار و دیگر پایگاه های مرتبط و نیز از نرم افزار تدبیر پرداز و ره آورد نوین استخراج شد. داده ها پس از گردآوری و انتقال به صفحه گسترده Excel و اعمال محاسبات لازم، برای تجزیه و تحلیل نهایی آماده گردیدند. جهت تجزیه و تحلیل نهایی داده ها نیز از نرم افزار اقتصادسنجی Eviews استفاده شده است.

### متغیرهای تحقیق و نحوه اندازه گیری آنها

متغیرهای مورد مطالعه در این تحقیق، شامل متغیرهای وابسته، مستقل به شرح زیر اندازه گیری شده اند.

#### متغیر وابسته

متغیر وابسته در این تحقیق فرصت های رشد شرکت می باشد که براساس تحقیق شابیر (۲۰۱۸) به صورت ذیل محاسبه می شود.

#### فرصت های رشد

فرناندو و همکاران (۲۰۱۰) بر این باورند که شرکت های با فرصت های رشد بالاتر، ریسک بیشتری نیز دارند. در این مطالعه از نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام، برای سنجش فرصت های رشد شرکت استفاده می گردد که به صورت زیر محاسبه می شود:

$$Gwth_{i,t} = \frac{MV_{i,t}}{BV_{i,t}}$$

که در آن:

$Gwth_{i,t}$ : فرصت های رشد شرکت  $i$  در سال  $t$ ؛

$MV_{i,t}$ : ارزش بازار حقوق صاحبان سهام شرکت  $i$  در سال  $t$  و

$BV_{i,t}$ : ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام شرکت  $i$  در سال  $t$  می باشد.

#### متغیر مستقل

متغیرهای مستقل در این تحقیق اندازه، عمر و اهرم مالی می باشد که براساس تحقیق شاپیر (۲۰۱۸) به صورت ذیل محاسبه می شود.

### اندازه شرکت

هر چه اندازه شرکت بزرگ تر باشد، شرکت از اعتبار بیشتری برخوردار خواهد بود. علاوه بر این، شرکت های بزرگ به دلیل امکان تنوع بخشی بیشتر، امکان استفاده از منابع مالی مختلف و افشای منظم اطلاعات، ریسک کمتری دارند (ثقفی و بولو، ۱۳۸۸). لذا سرمایه گذاران در مواجهه با این شرکت ها، بازده مورد انتظار کمتری را مطالبه می نمایند. در این پژوهش از لگاریتم طبیعی فروش خالص شرکت برای سنجش اندازه شرکت استفاده می گردد:

$$Size_{i,t} = \text{Log } S_{i,t}$$

که در آن:

$Size_{i,t}$ : اندازه شرکت  $i$  در سال  $t$  و

$S_{i,t}$ : خالص فروش شرکت  $i$  در سال  $t$  می باشد.

### اهرم مالی

در این تحقیق، اهرم مالی از طریق تقسیم مجموع بدهی به مجموع دارایی های شرکت و به صورت زیر محاسبه می گردد:

$$LEV_{i,t} = \frac{TD_{i,t}}{TA_{i,t}}$$

به طوری که در آن:

$LEV_{i,t}$ : اهرم مالی شرکت  $i$  در سال  $t$ ؛

$TD_{i,t}$ : مجموع بدهی های شرکت  $i$  در سال  $t$  و

$TA_{i,t}$ : جمع دارایی های شرکت  $i$  در سال  $t$  می باشد.

عمر (سن) شرکت (AGE):

$AGE_{it}$ : سن شرکت  $i$  در زمان  $t$  که به صورت تعداد سال های عملیاتی شرکت تعریف می شود.

### مدل رگرسیونی تحقیق

به منظور آزمون فرضیه های تحقیق از الگویی که شاپیر (۲۰۱۸) در پژوهش خود استفاده نمود، بهره گرفته شده است که الگوی مزبور به شرح زیر می باشد:

$$GWTH_{it} = \beta_0 + \beta_1 SIZE_{it} + \beta_2 AGE_{it} + \beta_3 LEV_{it} + \varepsilon_{it}$$

که در مدل فوق:

GWTH: فرصت های رشد

SIZE: اندازه شرکت

AGE: سن (عمر) شرکت

**LEV : اهرم مالی**

$\varepsilon_{it}$  : جزء خطای مدل رگرسیون می باشد.

**آمار توصیفی متغیرهای تحقیق**

به منظور بررسی مشخصات عمومی متغیرها، همچنین برآورد مدل و تجزیه و تحلیل دقیق آنها، آشنایی با آمار توصیفی مربوط به متغیرها لازم است. آمار توصیفی به محاسبه پارامترهای جامعه می پردازد و شامل شاخص های مرکزی و پراکندگی جامعه و ... می باشد. در جدول شماره (۴-۱) آمار توصیفی متغیرهای پژوهش شامل میانگین، میانه، بیشینه، کمینه و انحراف معیار آورده شده است. به عنوان مثال برای متغیر اهرم مالی (LEV) میانگین، میانه، بیشترین، کمترین و انحراف معیار به ترتیب ۰/۵۸۶۳، ۰/۵۹۰۰، ۲/۰۰، ۰/۰۷ و ۰/۲۲۰۹۰ می باشد.

**جدول ۱- آمار توصیفی متغیرهای پژوهش**

متغیر	میانگین	میانه	بیشترین	کمترین	انحراف معیار	مشاهدات
Age (عمر شرکت)	۲۲/۴۸۵۳	۱۹/۰۰۰۰	۶۳/۰۰	۳/۰۰	۱۳/۱۹۶	۷۰۰
SIZE (اندازه شرکت)	۶/۱۹۱۳	۶/۰۶۰۰	۸/۳۰	۴/۵۰	۰/۷۰۰۳۲	۷۰۰
LEV (اهرم مالی)	۰/۵۸۶۳	۰/۵۹۰۰	۲/۰۰	۰/۰۷	۰/۲۲۰۹۰	۷۰۰
GWTH (فرصت رشد)	۳/۳۱۷۷	۲/۶۳۵۰	۰/۱۷۳۴	-۴/۹۰	۲/۵۳۴۹۸	۷۰۰

**نتایج آزمون فرضیه های پژوهش**

نتایج حاصل از برآورد مدل اول پژوهش به شرح جدول (۲) می باشد.

$$GWTH_{it} = \beta_0 + \beta_1 SIZE_{it} + \beta_2 AGE_{it} + \beta_3 LEV_{it} + \varepsilon_{it}$$

**جدول ۲ خلاصه نتایج آماری آزمون مدل اول پژوهش**

متغیر	ضرایب	انحراف معیار	آماره t	سطح معناداری (P-VALUE)	آزمون VIF
$\alpha_1$ (عرض از مبدأ)	-۰/۶۱۶۲	۰/۲۷۸۶	-۲/۲۱۱۳	۰/۰۲۷۴	.....
SIZE (اندازه شرکت)	۰/۱۹۹۹	۰/۰۸۳۴	۲/۳۹۵۰	۰/۰۱۷۰	۱/۱۲
Age (عمر شرکت)	۰/۱۳۹۷	۰/۰۴۰۹	۳/۴۱۰۴	۰/۰۰۰۷	۱/۰۵
LEV (اهرم مالی)	-۰/۲۹۰۸	۰/۰۳۹۵	-۷/۳۵۳۴	۰/۰۰۰۰	۱/۰۱
آماره F فیشر	۳/۵۱۸۸	سطح معنی داری آماره F		۰/۰۰۰۰	
ضریب تعیین	۰/۴۲۲۳	آماره دوربین واتسن			۲/۲۶۰۶

**تعیین وجود چند هم خطی<sup>۲</sup> (آزمون VIF):**

هم خطی وضعیتی است که نشان می‌دهد یک متغیر مستقل تابعی خطی از سایر متغیرهای مستقل است. اگر هم خطی در یک معادله رگرسیون بالا باشد بدین معنی است که بین متغیرهای مستقل همبستگی بالایی وجود دارد و ممکن است با وجود بالا بودن  $R^2$ ، مدل از اعتبار بالایی برخوردار نباشد. با توجه به ستون آخر جدول شماره ۲ مقدار VIF برای کلیه متغیرهای مستقل کمتر از ۵ ( $VIF < 5$ ) می‌باشد. بنابراین بین متغیرهای مستقل هم خطی وجود ندارد و مدل برازش شده دارای اعتبار می‌باشد.

**آزمون دوربین واتسون:**

یکی از مشکلات معمول در یک الگوی رگرسیون، وجود همبستگی بین جملات پسماند است. خودهمبستگی نقض یکی از فرض-های استاندارد الگوی رگرسیون می‌باشد. به این ترتیب ویژگی‌های بهترین برآوردکننده خطی بدون تورش خدشه‌دار می‌شود و در نتیجه استنباط آماری قابل اعتماد نخواهد بود. آماره دوربین واتسون برای بررسی خطای تصریح در مدل استفاده می‌شود. به عبارت دیگر، اگر باقیمانده‌های رگرسیون، الگوی سیستماتیک و قابل توجهی از خود نشان دهند، خطای تصریح وجود خواهد داشت. به طور ساده، این همبستگی منعکس کننده این واقعیت است که بعضی از متغیرها که متعلق به مدل واقعی هستند، در اخلال قرار گرفته‌اند که باید از آن خارج شده و به عنوان یک متغیر توضیحی صحیح وارد مدل شوند. بطور کلی اگر این آماره در بازه ۱٫۵-۲٫۵ قرار داشته باشد می‌توان گفت مشکل خودهمبستگی بین جملات پسماند (خطا) مشاهده نمی‌شود. آماره دوربین واتسون پس از برآورد ضرایب، مقدار ۲/۲۶۰۶ را نشان می‌دهد که به معنی عدم وجود همبستگی پیاپی در جزء اخلال می‌باشد. نتیجتاً مشکل خودهمبستگی سریالی در این فرضیه مشاهده نمی‌شود.

**آماره F فیشر:**

قبل از آزمون فرضیه پژوهش براساس نتایج به دست آمده، باید از صحت نتایج اطمینان حاصل نمود. بدین منظور برای بررسی معناداری کل مدل از آزمون F استفاده گردید. با توجه به سطح معنی‌داری آماره F محاسبه شده (۰٫۰۰۰)، می‌توان ادعا نمود که مدل رگرسیونی برازش شده معنادار است.

**ضریب تعیین ( $R^2$ ):**

با توجه به ضریب تعیین مدل برازش شده می‌توان ادعا نمود، حدود ۴۲ درصد از تغییرات در متغیر وابسته مدل (فرصت رشد)، توسط متغیرهای مستقل توضیح داده می‌شود.

**نتایج فرضیه‌های تحقیق:****فرضیه اول:**

$H_0$ : بین اندازه شرکت و فرصت رشد در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معنی‌داری وجود ندارد.  
 $H_1$ : بین اندازه شرکت و فرصت رشد در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معنی‌داری وجود دارد.  
 ضریب برآوردی متغیر مستقل SIZE در جدول بالا نشان‌دهنده وجود رابطه معنی‌دار میان اندازه شرکت و فرصت رشد در سطح خطای ۰/۰۵ است. زیرا میزان p-value محاسبه شده برای ضریب این متغیر مستقل تحقیق، کمتر از ۰/۰۵ بدست آمده است. لذا فرض  $H_0$  رد و فرض  $H_1$  تایید می‌شود. بنابراین می‌توان گفت در سطح اطمینان ۹۵ درصد بین اندازه شرکت و فرصت رشد در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه مثبت و معنی‌داری وجود دارد.

<sup>2</sup>-Multicollinearity

**فرضیه دوم:**

$H_0$ : بین عمر شرکت و فرصت رشد در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معنی‌داری وجود ندارد.  
 $H_1$ : بین عمر شرکت و فرصت رشد در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معنی‌داری وجود دارد.  
 ضریب برآوردی متغیر مستقل Age در جدول بالا نشان‌دهنده وجود رابطه معنی‌دار میان عمر شرکت و فرصت رشد در سطح خطای ۰/۰۵ است. زیرا میزان p-value محاسبه شده برای ضریب این متغیر مستقل تحقیق، کمتر از ۰/۰۵ بدست آمده است. لذا فرض  $H_0$  رد و فرض  $H_1$  تایید می‌شود. بنابراین می‌توان گفت در سطح اطمینان ۹۵ درصد بین عمر شرکت و فرصت رشد در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه مثبت معنی‌داری وجود دارد.

**فرضیه سوم:**

$H_0$ : بین اهرم مالی و فرصت رشد در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معنی‌داری وجود ندارد.  
 $H_1$ : بین اهرم مالی و فرصت رشد در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معنی‌داری وجود دارد.  
 ضریب برآوردی متغیر مستقل LEV در جدول بالا نشان‌دهنده وجود رابطه منفی و معنی‌دار میان اهرم مالی و فرصت رشد در سطح خطای ۰/۰۵ است. زیرا میزان p-value محاسبه شده برای ضریب این متغیر مستقل تحقیق، کمتر از ۰/۰۵ بدست آمده است. لذا فرض  $H_0$  رد و فرض  $H_1$  تایید می‌شود. بنابراین می‌توان گفت در سطح اطمینان ۹۵ درصد بین اهرم مالی و فرصت رشد در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه منفی معنی‌داری وجود دارد.

**نتیجه‌گیری و بررسی تطبیق یافته‌ها**

در این بخش بر اساس مبانی نظری پژوهش و تحقیقات پیشین و همچنین مدلها و متغیرهای به کار گرفته شده در این تحقیق، به تفسیر نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌ها پرداخته می‌شود:

فرضیه اول این تحقیق، رابطه بین اندازه شرکت با فرصت رشد شرکت را آزمون نموده است. نتیجه حاصل از آزمون فرضیه بیانگر آن است که بین اندازه شرکت با فرصت رشد شرکت رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. تایید فرضیه مذکور مبین این مطلب است که هرچه اندازه شرکت بیشتر، فرصت رشد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، افزایش می‌یابد. نتیجه به دست آمده از آزمون این فرضیه، با یافته‌های پژوهش توماس (۲۰۱۷) همخوانی دارد. چرا که در پژوهش‌های مورد اشاره نیز رابطه مثبت بین اندازه شرکت با فرصت رشد مورد تأیید قرار گرفته است.

فرضیه دوم این تحقیق، رابطه بین عمر شرکت با فرصت رشد شرکت را آزمون نموده است. نتیجه حاصل از آزمون فرضیه بیانگر آن است که بین عمر شرکت با فرصت رشد شرکت رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. تایید فرضیه مذکور مبین این مطلب است که هرچه عمر شرکت بیشتر، فرصت رشد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، افزایش می‌یابد. نتیجه به دست آمده از آزمون این فرضیه، با یافته‌های پژوهش شایبر (۲۰۱۸) همخوانی دارد. چرا که در پژوهش‌های مورد اشاره نیز رابطه مثبت بین عمر شرکت با فرصت رشد مورد تأیید قرار گرفته است.

فرضیه سوم این تحقیق، رابطه بین اهرم مالی با فرصت رشد شرکت را آزمون نموده است. نتیجه حاصل از آزمون فرضیه بیانگر آن است که بین اهرم مالی با فرصت رشد شرکت رابطه منفی و معناداری وجود دارد. تایید رابطه معکوس فرضیه مذکور مبین این مطلب است که هرچه اهرم مالی بیشتر، فرصت رشد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، کاهش می‌یابد. نتیجه به دست آمده از آزمون این فرضیه، با یافته‌های پژوهش شایبر (۲۰۱۸) همخوانی دارد. چرا که در پژوهش‌های مورد اشاره نیز رابطه مثبت بین عمر شرکت با فرصت رشد مورد تأیید قرار گرفته است.



### پیشنهادات برای تحقیقات آتی

با توجه به نتایج و دستاوردهای تحقیق، می توان محورهای زیر را در ارتباط با زمینه های کاربردی مشخص نمود:

- ۱- با توجه به نتایج بدست آمده از این تحقیق و درک این نکته مهم که پیش بینی فرصتهای رشد شرکت و اندازه شرکت و اهرم مالی در تصمیمات اقتصادی سهامداران و سایر ذینفعان از اهمیت قابل توجهی برخوردار است، به تحلیلگران و مدیران شرکتهای پیشنهاد می شود برای پیش بینی و برآورد ساختار مدیریتی را مورد توجه قرار دهند. بررسی دقیق صورت های مالی پیش بینی شده در شرکتهای می تواند ابزار مناسبی در افزایش سودآوری شرکتهای و عملکرد مالی آتی فراهم کند. همچنین انتشار منظم و به موقع صورتهای مالی، به خصوص گزارش های میان دوره ای شرکتهای می تواند نقش موثری در فراهم نمودن بستر اطلاعاتی مناسب برای سرمایه گذاران داشته باشد. همچنین پیش بینی متغیرهای استفاده شده در این تحقیق برای سالهای آتی و مقایسه ارقام پیش بینی شده با ارقام واقعی و اندازه گیری و بررسی انحرافات در تجزیه و تحلیل صورت های مالی پیشنهاد می شود.
- ۲- با توجه به نتایج حاصل از این پژوهش توجه به اندازه شرکت، عمر شرکت در پیش بینی کنندگی، عملکرد مالی دارد. از این رو توصیه می شود سرمایه گذاران، تحلیل گران مالی و سایر استفاده کنندگان صورتهای مالی در پیش بینی های خود توجه بیشتری به آن داشته باشند تا بتوانند تصمیمات منطقی تری اتخاذ نمایند.
- ۳- پیشنهاد می گردد که با گسترش مطالعات و ادبیات نظری اندازه شرکت، عمر شرکت و اهرم مالی فعالان بازار بورس، اعضای هیأت مدیره شرکتهای، سهامداران، شرکتهای حسابرسی، پژوهشگران با مباحث فرصتهای رشد بیشتر آشنا شده تا بتوانند به نحو مناسبی به ایفای نقش در اندازه شرکت، عمر شرکت و اهرم مالی و نتیجتاً تأثیر بر فرصتهای رشد شرکتهای بپردازند.

### محدودیت های تحقیق

هر تحقیقی متأثر از عوامل کلان و محدودیتهایی است که قابل کنترل نیستند. برخی از این محدودیتها که باید در تعمیم یافته های تحقیق حاضر به آن توجه نمود به شرح زیر هستند:

- ۱- با توجه به محدودیت های اعمال شده در انتخاب نمونه آماری، تعداد شرکتهای انتخابی برخی از صنایع اندک و برخی از صنایع در نمونه آماری فاقد نماینده بودند. این موضوع ممکن است نتایج پژوهش را تحت تأثیر قرار دهد.
- ۲- عدم کنترل متغیرهایی نظیر شرایط اقتصادی و سیاسی، نوع صنعت، نوع فعالیت شرکت، قوانین و مقررات داخلی و بین المللی از محدودیت های می باشد که می تواند نتایج تحقیق را تحت تأثیر قرار دهد.
- ۳- نبود داده های مورد نیاز و قابل اتکا برای محاسبه ی متغیرهای پژوهش در مورد برخی از شرکتهای موجب حذف آنها از نمونه آماری شد که این امر امکان تعمیم نتایج به جامعه آماری تأثیرگذار می باشد. اگر این محدودیتها نبود امکان بررسی شرکتهای بیشتری وجود داشت و با اطمینان بیشتری نتایج به کل جامعه قابل تعمیم بود.

### فهرست منابع

- ابرار محمد حمیدرضا. (۱۳۹۰). بررسی رابطه بین فروش و سودآوری و دارایی های مشهود بر ساختار سرمایه شرکتهای عضو بورس اوراق بهادار تهران. پایان نامه کارشناسی ارشد. دانشکده مدیریت دانشگاه آزاد اسلامی، واحد تهران مرکز.
- احمدپور احمد، سلیمی امین. (۱۳۸۶). تأثیر صنعت و اندازه بر ساختار سرمایه (شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران). مجله علوم اجتماعی و انسانی دانشگاه شیراز (ویژه نامه حسابداری)، شماره اول.
- اربابیان علی اکبر، صفری گریلی مهدی. (۱۳۸۸). بررسی تاثیر ساختار سرمایه بر سودآوری شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. چشم انداز مدیریت، شماره ۳۳، ۱۷۵-۱۵۹.
- انصاری عبدالمهدی، یوسفزاده نسرین، زارع زهرا. (۱۳۹۲). مروری بر نظریه های ساختار سرمایه. فصلنامه مطالعات حسابداری و حسابرسی، سال دوم، شماره ۷.

- ایزدی نیا ناصر، رحیمی دستجردی محسن. (۱۳۸۸). تاثیر ساختار سرمایه بر نرخ بازده سهام و درآمد هر سهم. تحقیقات حسابداری، شماره ۲۵، ۱۲۷-۱۴۶
- بادآور نهندی یونس. (۱۳۸۳). استانداردهای حسابداری خدمات مالی اسلامی، ش ۱۶۰.
- باغومیان رافیک، خالقی مقدم حمید. (۱۳۸۵). مروری بر نظریه‌های ساختار سرمایه. پیک نور، سال پنجم، شماره ۴.
- باغومیان رافیک، عزیززاده مقدم کیوان. (۱۳۹۳). رابطه ویژگی‌های شرکت و ساختار سرمایه. فصلنامه مطالعات تجربی حسابداری مالی. سال یازدهم، شماره ۴۳، ۱۱۱-۱۳۳.
- بدری احمد، محمد ایمنی فر. (۱۳۹۰). تحلیل واشکافانه ساختار سرمایه و عوامل موثر بر آن: شواهدی از بورس اوراق بهادار تهران. فصلنامه مطالعات تجربی حسابداری مالی دانشگاه علامه طباطبایی، شماره ۳۰، ۳۷-۵۸.
- پورزمانی زهرا، جهانشاد آزیتا، نعمتی علی و فرهودی زارع پروین. (۱۳۸۹). بررسی عوامل موثر بر ساختار سرمایه در شرکت‌ها. پژوهشنامه حسابداری مالی و حسابرسی، ۲۶-۴۶.
- تهرانی رضا. (۱۳۹۱). مدیریت مالی، انتشارات طیف‌نگار.
- جهانخانی علی، شوری مجتبی. (۱۳۸۷). مدیریت مالی نوین، سازمان چاپ و انتشارات، وزارت فرهنگ و ارشاد اسلامی.
- جهانخانی علی، شوری مجتبی. (۱۳۸۸). مدیریت مالی نوین، انتشارات مهر (قم).
- خانی عبدالله، افشاری حمیده، حسینی کندلجی میرهادی. (۱۳۹۲). بررسی تصمیمات تامین مالی، زمان بندی بازار و سرمایه- گذاری واقعی در بورس اوراق بهادار تهران. فصلنامه علمی-پژوهشی مدیریت دارایی و تامین مالی، سال اول، شماره اول، شماره پیاپی (۱)، ۱۰۹-۱۲۲.
- خواجهی شکرآ، حسینی سیدحسین. (۱۳۸۹). بررسی رابطه حمایت سیاسی دولت و ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس تهران. مجله پیشرفت های حسابداری دانشگاه تهران، شماره اول، ۶۷-۸۴ - زینالی مهدی، محمدشیلان جمال. (۱۳۹۰). بررسی تأثیر ساختار سرمایه بر اندازه، نرخ بازده سرمایه و سود هر سهم شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. مجله دانش مالی تحلیل اوراق بهادار، شماره ۹، ۴۳-۶۰.
- ستایش محمدحسین، جمالیان پور مظفر. (۱۳۸۸). بررسی تاثیر ساختار سرمایه و تغییرات آن بر تولید محصولات. مطالعات حسابداری، شماره ۲۵، ۱۲۷-۱۴۶.
- سجادی حسین، جمالیان پور مظفر. (۱۳۸۸). بررسی تاثیر ساختار سرمایه و تغییرات آن بر تولید محصولات. مطالعات حسابداری، شماره ۲۵، ۱۲۷-۱۴۶.
- سعیدی علی، ابشت کبری. (۱۳۹۲). ظرفیت بدهی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، دوره ۲۰، شماره ۲، ۴۳-۶۴.
- سینایی حسنعلی، رضاییان علی. (۱۳۸۴). بررسی تأثیر ویژگی‌های شرکت‌ها بر ساختار سرمایه (اهرم مالی). پژوهشنامه علوم انسانی و اجتماعی، سال پنجم، شماره ۱۹.
- سینایی حسنعلی، نیسی عبدالحسین. (۱۳۸۲). بررسی عوامل موثر بر اندازه استفاده از اهرم مالی در شرکت‌های سهامی عام. مطالعات حسابداری، شماره ۴، ۱۲۹-۱۴۸.
- سینائی حسنعلی. (۱۳۸۶). بررسی تاثیر عوامل داخلی شرکت‌ها بر چگونگی شکل‌گیری ساختار سرمایه شرکت‌های عضو بورس اوراق بهادار تهران. بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، شماره ۴۸، ۴۳-۸۴.

- عبده تبریزی حسین. (۱۳۸۲). مدیریت مالی، موسسه فرهنگی حنفاء.
- علی‌نژاد ساروکلانی مهدی، تقی‌زاده خانقاه وحید. (۱۳۹۱). مروری بر نظریه‌های ساختار سرمایه. همایش ملی حسابداری و مدیریت.
- علی‌مرادی شهربانو، خلعتبری‌لیماکی عبدالصمد و صمدی‌لرگانی محمود. (۱۳۹۲). بررسی رابطه بین اهرم مالی با رشد شرکت و قدرت مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. دومین کنفرانس ملی حسابداری، مدیریت مالی و سرمایه‌گذاری.
- فتحی سعید، ابزری مهدی و حبیبی سولماز. (۱۳۹۳). فراتحلیل عوامل تعیین کننده ساختار سرمایه در سطح شرکت. فصلنامه علمی - پژوهشی مدیریت دارایی و تامین مالی، سال دوم، شماره چهارم، شماره پیاپی ۴.
- قالیباف‌اصل حسن. (۱۳۸۸). مطالعه تجربی تئوری توازی ایستا در بورس اوراق بهادار تهران. مجله دانش و توسعه، سال شانزدهم، شماره ۲۶، ۱۲۱-۱۰۴.
- کردستانی غلامرضا و پیرداوودی طناز. (۱۳۹۱). ساختار سرمایه، آزمون تجربی نظریه زمان‌بندی بازار. مجله دانش حسابداری، سال سوم، ش ۹، ۱۲۳-۱۴۲.
- کردستانی غلامرضا و نجفی‌عمرانی مظاهر. (۱۳۸۷). بررسی عوامل تعیین کننده ساختار سرمایه: آزمون تجربی نظریه موازنه ایستا در مقابل نظریه سلسله مراتبی. دوفصلنامه تحقیقات مالی دانشگاه تهران، شماره ۲۵، ۷۳-۹۰.
- متان مجتبی، یحیی‌زاده‌فر محمود و نبوی‌چاشمی سید علی. (۱۳۸۹). تاثیر ویژگی‌های شرکت بر ساختار سرمایه آن در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. مدیریت، دوره ۷، ۴۲-۵۲.
- مهدیخانی، حبیب؛ داریوش احمدی؛ سمانه کمالی مقدم و علی اصغر مهدیخانی (۱۳۹۴) بررسی رابطه بین اندازه شرکت، سودآوری، اهرم مالی، نقدشوندگی داراییها و سیاست تقسیم سود با مالکیت نهادی در شرکتهای مالی پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران، اولین همایش علمی پژوهشی یافته های نوین علوم مدیریت، کارآفرینی و آموزش ایران، تهران، انجمن توسعه و ترویج علوم و فنون بنیادین،
- نمازی محمد، شیرزاده جلال. (۱۳۸۴). بررسی رابطه‌ی ساختار سرمایه با سودآوری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران (ا تاکید بر نوع صنعت). بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، شماره ۴۲، ۷۵-۹۵.
- نیکومرام هاشم، رهنمای‌رودپشتی فریدون، فرشاد هیبتی. (۱۳۸۸). مبانی مدیریت مالی، جلد دوم، انتشارات ترمه.
- وفاجو محمد مهدی. (۱۳۹۱). بررسی تاثیر نسبت  $Q$  توبین بر ساختار سرمایه. پایان نامه کارشناسی ارشد. دانشکده اقتصاد و حسابداری دانشگاه آزاد اسلامی، واحد تهران مرکز.
- وکیلی‌فرد حمیدرضا. (۱۳۸۸). تصمیم‌گیری در مسائل مالی، جلد دوم، انتشارات علمی فوج.
- هاشمی سیدعباس، کشاورزمهر داوود. (۱۳۹۴). بررسی عدم تقارن سرعت تعدیل ساختار سرمایه: مدل آستانه‌ای پویا. مجله مهندسی مالی و مدیریت اوراق بهادار، شماره ۲۳.
- یوسف‌زاده نسرین. (۱۳۸۶). عوامل موثر بر ساختار سرمایه با رویکرد مدل‌سازی معادلات ساختاری. پایان نامه کارشناسی ارشد حسابداری، دانشکده مدیریت و اقتصاد، دانشگاه شهید باهنر کرمان.
- یوسف‌معمار فاطمه. (۱۳۹۰). بررسی سیاست‌های تامین مالی شرکت‌ها بر اساس تئوری همگام با بازار شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. پایان نامه کارشناسی ارشد (منتشر نشده)، دانشکده مدیریت و حسابداری دانشگاه شهید بهشتی.

## منابع خارجی

- Afza T. and Hussain A. (2011). Determinants of capital Structure: A Case Study of Automobile Sector of Pakistan. *Interdisciplinary Journal of Contemporary Research in Business*, Vol. 2 No.10, pp. 219-230 .
- Aydogan A.(2006). How Persistent is the Impact of Market Timing on Capital structures? *the journal of finance*, vol.LXI. NO.4
- Baker M. and Wurgler J. (2002). Market timing and capital structure. *The Journal of Finance*, 57. 1–30
- Bradshaw M. Richardson S. and Sloan R. (2006). The relation between corporate financing activities, analysts' forecasts and stock returns. *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 42, pp. 53–85.
- Brennan M.J. and Schwartz E.S. (1984). Optimal Financial Policy and Firm valuation. *Journal of Finance*, 39 (3).
- Cadsby C.B. Frank M.Z. and Maksimovic V. (1990). Pooling, Separating, and Semi Separating Equilibria in Financial Markets: Some Experimental Evidence. *Review of Financial Studies*, 3 (3).
- Chang X. and Dasgupta S. (2009). Target Behaviour and Financing: How conclusive is the evidence? *The Journal of Finance*, 64(4).1767–1796
- Chen J. and Roger S. (2005). The Determinants of Capital Structure: Evidence from Chinese Listed Companies. *Economic Change and Restructuring*, 11- 35.
- Chirinko R. and Singha A. (2000). Testing static tradeoff against pecking order models of capital structure: A critical comment. *Journal of Financial Economics*, 58. 417–425
- Crnigoj M. and Mramor D. (2009). Determinants of Capital Structure in Emerging European Economies: Evidence from Slovenian Firms. *Emerging Markets Finance & Trade*, 45(1): 72–89.
- Dang V. A. Kim M. and Shin Y. (2012). Asymmetric Capital Structure Adjustments: New Evidence from Dynamic Panel Threshold Models. *Journal of Empirical Finance*, 19(4), 465-482.
- Daniel K and Titman Sh. (2006). Market reaction to tangible and intangible information. *Journal of Finance*, Vol. 61,pp. 1605–1643.
- Donaldson G. (1961). *Corporate Debt Capacity: A Study of Corporate Debt Policy and the Determination of Corporate Debt Capacity*. Division of Research, Graduate School of Business Administration, Boston, MA: Harvard University Press.
- Fama E.F. and French K.R. (1998). Taxes, Financing Decisions, and Firm Value. *Journal of Finance*, 53 (3)
- Fischer E.O. Heinkel R. and Zechner J. (1989). Dynamic Capital Structure Choice: Theory and Tests. *Journal of Finance*, 44 (1).
- Frank M.Z. and Goyal V.K. (2003). Testing the Pecking Order Theory of Capital Structure. *Journal of Financial Economics*, 67(2): 217-248.
- Goldstein R. Ju N. and Leland H. (2001). An EBITBased Model of Dynamic Capital Structure. *Journal of Business*, 74 (4).
- Guney Y. Li L. and Fairchild R. (2010). The Relationship between Product Market Competition and Capital Structure in Chinese Listed Firms. *International Review of Financial Analysis*, Vol. 20: 41-51.
- Halov N. and Heider F. (2005). *Capital Structure Risk and Asymmetric Information*. Working, Stern School of Business, New York University.

- Hennessy C.A. and Whited T.M. (2004). Debt Dynamics. *Journal of Finance*, 60 (3).
- Hirshleifer J. (1966). Investment Decision under Uncertainty: Applications of the State-Preference Approach. *Quarterly Journal of Economics*, 80 (2).
- Huang G. and Song F. M. (2006). The Determinants of Capital Structure: Evidence from China. *China Economic Review*, 17, 14- 36.
- Islam S. Z. and Khandaker S. (2015). Firm leverage decisions: Does industry matter? *North American Journal of Economics and Finance* 31. 94–107
- Jensen M.C. and Meckling W.H. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4): 305-360.
- Kane A. Marcus A.J. and McDonald R.L. (1984). How big are the Tax Advantage to Debt? *Journal of Finance*, 39 (3).
- Kemsly D. and Nissim D. (2002). Valuation of the Debt Tax Shield. *Journal of Finance*, 57 (5).
- Kraus A. and Litzenberger R.H. (1973). A State- Preference Model of Optimal Financial Leverage. *Journal of Finance*, 28 (4).
- Leary M.T. and Roberts M.R. (2005). Do Firms Rebalance Their Capital Structure? *Journal of Finance*, 60 (6).
- Mackay P. and Phillips G. (2005). How does industry affect firm financial structure? *The Review of Financial Studies*, 18. 1433–1466
- Miller M.H. (1977). Debt and Taxes. *Journal of Finance*, 32 (2).
- Modigliani F. and Miller M.H. (1958). The Cost of Capital Corporation Finance and the Theory of Investment. *American Economic Review*, 48 (3).
- Mromar D. and Lancarski I. (2002). Traditional, Modern and New Approach to Finance. Working Paper, Faculty of Economics, University of Ljubljana, Slovenia.
- Myers S. (1977). Determinants of Corporate Borrowing. *Journal of Financial Economics*. 5 (2): 147-175.
- Myers S.C. (1984). The Capital Structure Puzzle. *Journal of Finance*, 39 (3).
- Myers S.C. and Majluf N.S. (1984). Corporate Financing and Investment Decisions when Firms have Information that Investors do not have. *Journal of Financial Economics*, Vol. 13: 187-221.
- O'Boyle Jr. H. E. Pollack J.M. and Rutherford M.W. (2012). Exploring the relation between family involvement and firms' financial performance: A meta-analysis of main and moderator effects. *Journal of Business Venturing*, Vol. 27, pp. 1-18.
- Pontiff J. and Woodgate A. (2008). Share issuance and cross-sectional returns. *Journal of Finance*, Vol. 63, pp. 921–945.
- Qiu M. and La v. (2010). Firm Characteristics as Determinants of Capital Structure in Australia. *International Journal of the Economics of Business*, 17(3): 277-287.
- Rajan R. and Zingales L. (1995). What do We Know about Capital Structure? Some Evidence from International Data. *Journal of Finance*, 50(5), 1421-1460.
- Shyam-Sunder L. and Myers S. C. (1999). Testing static trade-off against pecking order models of capital structure. *Journal of Financial Economics*, 51. 219–244
- Stiglitz J.E. (1969). A Re-Examination of the Modigliani-Miller Theorem. *American Economic Review*, 59 (5).

- Stiglitz J.E. (1973). Taxation, Corporate Financial Policy, and the Cost of Capital. *Journal of Public Economics*, 2 (1).
- Strebulaev I. A. (2007). Do Tests of Capital Structure Theory Mean What They Say? *Journal of Finance*, 62(4), 1747-1787.
- Strebulaev I.A. (2004). Do Tests of Capital Structure Theory Mean What They Say. Working Paper, Graduate School of Business, Stanford University.
- Suhaila M.K. and Mahmood W.M.W. (2008). Capital Structure and Firm Characteristics: Some Evidence from Malaysian Companies. MPRA Paper #14616.
- Titman S and Wessels R. (1988). Determination of Capital Structure Choice. *Journal of Finance*, pp. 1-20.
- Titman S. and Tsyplakov S. (2005). A Dynamic Model of Optimal Capital Structure. Working Paper No. FIN-03-06, Red McCombs School of Business, University of Texas at Austin. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=332042>.
- Welch I. (2004). Capital Structure and Stock Returns. *Journal of Political Economy*, 112 (1).