

مجله پژوهش‌های حسابداری مالی
سال سوم، شماره چهارم، شماره پیاپی (۱۰)، زمستان ۱۳۹۰
تاریخ وصول: ۸۹/۱۰/۶
تاریخ پذیرش: ۹۰/۵/۲
صص ۸۷-۱۰۲

تأثیر فرصت‌های رشد بر رابطه بین ساختار سرمایه، سود تقسیمی و ساختار مالکیت با ارزش شرکت

حسنعلی سینایی*، محمد سلگی^{۱*}، کامران محمدی***

* دانشیار مدیریت دانشگاه شهید چمران اهواز

** کارشناس ارشد مدیریت بازرگانی (گرایش مالی) دانشگاه شهید چمران اهواز

*** عضو هیات علمی دانشگاه آزاد اسلامی واحد کرمانشاه - مرکز روانسر

چکیده

هدف اصلی این تحقیق بررسی تأثیر فرصت‌های رشد بر رابطه‌ی بین ساختار سرمایه، سود تقسیمی و ساختار مالکیت با ارزش شرکت، در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در دوره‌ی زمانی ۱۳۸۷ - ۱۳۸۳ است. قبل از تجزیه و تحلیل داده‌ها آزمون‌های پایایی متغیرها، آزمون چاو و هاسمن به منظور تعیین مدل مناسب برای برآورد پارامترها و تأثیر متغیرهای مستقل بر متغیر وابسته استفاده شد. سپس، از طریق داده‌های ترکیبی و مدل اثرات ثابت فرضیه‌های تحقیق مورد آزمون قرار گرفت. نتایج تحقیق نشان می‌دهد بین ساختار سرمایه (اهرم) و سود تقسیمی با ارزش شرکت رابطه‌ی معنی‌داری وجود دارد و در حالت وجود فرصت‌های رشد، این رابطه‌ی منفی و معنی‌دار است اما، بدون فرصت‌های رشد، رابطه مثبت و معنی‌دار خواهد بود. هم‌چنین، نتایج نشان داد که رابطه‌ی غیرخطی و معنی‌داری بین ساختار مالکیت و ارزش شرکت وجود داشته و فرصت‌های رشد تأثیر معنی‌داری بر این رابطه دارد.

واژه‌های کلیدی: فرصت‌های رشد، ساختار سرمایه، ساختار مالکیت، سود تقسیمی، ارزش شرکت

مقدمه

تعیین ارزش شرکت، از جمله عوامل مهم در فرآیند سرمایه‌گذاری است. ارزش هر شرکت با توجه به ارزش سهام آن قابل تعیین است. از این رو، سرمایه‌گذار با توجه به ارزش شرکت، اولویت خود را در سرمایه‌گذاری مشخص می‌کند. از جمله عوامل مؤثر بر ارزش سهام شرکت، تصمیم‌گیری‌های مالی (ساختار سرمایه و سیاست تقسیم سود) است. در دهه‌های اخیر، اهمیت و تاثیرگذاری تصمیم‌گیری‌های مالی بر ارزش شرکت، به یکی از موضوع‌های اصلی در پژوهش‌های دانشگاهی، تبدیل شده است. مودگیلیانی و میلر^۱ (۱۹۵۸) شالوده نظریه ساختار سرمایه را با فرض وجود بازار رقابت کامل و تعادل در بازار پی‌ریزی کردند. آنان با فرض بازار رقابت کامل و فرض نبود مالیات، هزینه‌های مبادلات، عدم تقارن اطلاعاتی و ... با این فرض که خط‌مشی سرمایه‌گذاری واحد اقتصادی ثابت است، به این نتیجه رسیدند که خط‌مشی تامین مالی واحد اقتصادی تاثیری بر ارزش جاری آن نخواهد داشت. این نظریه در طول زمان به نظریه نامربوط بودن ساختار سرمایه معروف شده است [۲۷]. در سال ۱۹۶۱ مودگیلیانی و میلر نظریه ساختار سرمایه را به خط‌مشی تقسیم سود نیز تعمیم دادند. آنان استدلال کردند تا زمانی که توزیع جریان‌های نقدی واحد اقتصادی ثابت است و با فرض عدم مالیات، انتخاب هر سیاست تقسیم سود، تاثیری بر ارزش جاری شرکت ندارد. اخیراً، پژوهش‌های انجام شده توسط محققان مختلف، از

جمله لوپز و ویسنته^۲ (۲۰۱۰)، توره و همکاران^۳ (۲۰۰۷) و رودریگز^۴ (۲۰۰۰) تاثیر تصمیم‌گیری‌های ساختار سرمایه و تقسیم سود را با فرض وجود نقص و کاستی (مالیات‌ها، هزینه‌های مبادلات، عدم تقارن اطلاعاتی و هزینه‌های نمایندگی) در بازارهای سرمایه بررسی کرده‌اند. نتایج به دست آمده از این پژوهش‌ها، بیانگر تاثیرگذاری این تصمیمات بر ارزش شرکت بوده است [۲۲] [۳۵] [۳۲]. اعتباردهندگان و سهامداران می‌توانند از طریق چگونگی تامین سرمایه مورد نیاز، در شیوه تقسیم سود و تامین مالی واحد اقتصادی تاثیرگذار باشند. همچنین، تصمیم‌های ساختار سرمایه و تقسیم سود احتمالاً انگیزه‌های مدیران شرکت را تحت تاثیر قرار داده، باعث ارتقای عملکرد آنان خواهد شد و به طور کلی، ساختار سرمایه و سیاست تقسیم سود بر ارزش شرکت تاثیرگذار خواهد بود [۷] [۱۵] [۳۱].

توجه به پژوهش‌های صورت گرفته، بیانگر این مطلب است که رابطه بین ارزش شرکت و تصمیم‌گیری‌های مالی، به طور جدی مسأله و موضوع روز بازارهای مالی و سرمایه‌گذاران است، اما در بیشتر این پژوهش‌ها، تاثیر ساختار مالکیت در نظر گرفته نشده است. این عامل، به ویژه در ایران بسیار مهم است، زیرا می‌تواند باعث افزایش تضاد منافع بین سهامداران عمده (کنترل کننده شرکت) و سهامداران اقلیت در واحد اقتصادی شود که این تضاد منافع، یکی از تاثیرگذارترین عوامل در تعیین

^۲-Lopez and Vecente

^۳-Torre et al

^۴-Rodrigues

^۱- Modigliani and Miller

بنابراین، می‌توان انتظار داشت که بین بدهی‌ها و ارزش شرکت، با فرض وجود فرصت‌های رشد رابطه‌ای منفی وجود داشته باشد. هرگاه شرکت دارای فرصت‌های رشد نباشد، از تئوری سرمایه‌گذاری اضافی که رابطه نزدیکی با جریان‌های نقدی آزاد دارد، استفاده می‌شود. این تئوری بر روی نتایج منفی ناشی از بالا بودن میزان جریان‌های نقدی تحت کنترل مدیران تاکید دارد [۱۸] [۱۹]. بنابراین، تامین مالی از طریق بدهی باعث حمایت از ارزش شرکت شده، عدم کارایی مدیران از طریق محدودیت دسترسی آنها به جریان‌های نقدی آزاد، کاهش می‌یابد. به بیان دیگر، طبق این دیدگاه، در حالت عدم فرصت‌های رشد، انتظار می‌رود بین بدهی‌ها و ارزش شرکت رابطه‌ی مثبت وجود داشته باشد [۲۱] [۳۴] [۳۳].

سینایی و رضاییان (۱۳۸۴) در پژوهشی به بررسی تاثیر چهار ویژگی اندازه، سودآوری، فرصت‌های رشد و دارایی‌های مشهود شرکت، به عنوان مهمترین پارامترهای درون شرکتی مؤثر بر ساختار سرمایه شرکت‌ها پرداختند. نتایج تجزیه و تحلیل‌ها نشان داد که بین سودآوری، فرصت‌های رشد و دارایی‌های مشهود شرکت با اهرم مالی رابطه معکوس و معنی‌دار، اما بین اندازه شرکت و اهرم مالی رابطه مثبت و معناداری وجود دارد [۱]. یحیی زاده‌فر و همکاران (۱۳۸۹) در بررسی رابطه بین ویژگی‌های شرکت و ساختار سرمایه، به این نتیجه رسیدند که بین فرصت‌های رشد (نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری) و ساختار سرمایه، رابطه منفی و معناداری وجود دارد [۳]. نتایج تحقیق نوروش و یزدانی (۱۳۸۹) نشان داد که بین اهرم مالی و سرمایه‌گذاری

سیاست تقسیم سود و و تنظیم اهرم مالی است. همچنین، وجود عامل مهم دیگری که فرصت رشد است و در شرکت‌های ایرانی در حال توسعه معنی‌دار است، در این تحقیق وارد و در مجموع در تحقیق حاضر، تاثیرگذاری فرصت‌های رشد بر رابطه بین ساختار سرمایه، سود تقسیمی و ساختار مالکیت با ارزش شرکت، بررسی شده است.

مبانی نظری و پیشینه‌ی پژوهش

الف) فرصت‌های رشد و ساختار سرمایه (اهرم): تامین مالی از طریق بدهی، یکی از عوامل مهم در تصمیم‌های سرمایه‌گذاری در سطح خرد و کلان است [۱] [۱۴] [۳۰]. بدهی شرکت با فرض در دسترس بودن فرصت‌های رشد، می‌تواند یک نقش دو طرفه در ارزش شرکت ایفا کند که این نقش را می‌توان از طریق دو دیدگاه تئوری کسر سرمایه‌گذاری^۱ و سرمایه‌گذاری اضافی^۲ توضیح داد. دیدگاه کسر سرمایه‌گذاری نخستین بار از سوی مایرز (۱۹۹۷) مطرح شد و تاکید دارد که بالا بودن بدهی‌ها تاثیر منفی بر روی ارزش شرکت داشته، باعث تمایل مدیران به پروژه‌های سودآور سرمایه‌گذاری می‌شود [۲۹]. به دلیل اولویت دارندگان اوراق قرضه (اعتباردهندگان) نسبت به سهامداران در دریافت جریان‌های نقدی، مدیران می‌توانند اگر سود پروژه‌ها به سمت اعتباردهندگان باشد، پروژه‌های دارای خالص ارزش فعلی مثبت را از قبل تعیین کنند [۲۴].

^۱- underinvestment theory
^۲-overinvestment theory

رابطه منفی و معنی‌داری وجود داشته، این رابطه در شرکت‌هایی که دارای فرصت‌های رشد بیشتری هستند، قوی‌تر است [۲].

ب) فرصت‌های رشد و سود تقسیمی: معمولاً شرکت‌هایی اقدام به تقسیم می‌کنند که نمی‌توانند سود خود را سرمایه‌گذاری نمایند. سود تقسیمی به سیاست سرمایه‌گذاری شرکت بستگی دارد. شرکت‌هایی که فرصت‌های سرمایه‌گذاری (رشد) سودآوری دارند، سود را به عنوان یک منبع تامین مالی تلقی می‌کنند [۱].

لانگ و لیتزن برگر^۱ (۱۹۸۹) و دی‌آنجلو و همکاران^۲ (۲۰۰۰) اعتقاد دارند تئوری پیام‌رسانی و تئوری جریان‌های نقدی آزاد، تا حد زیادی قادر است تاثیر تقسیم سود بر ارزش شرکت را، در حالت وجود یا عدم فرصت‌های رشد توضیح دهد. توضیح تئوری پیام‌رسانی در این رابطه، براساس تقارن اطلاعاتی بین مدیران و سرمایه‌گذاران است [۲۰] [۱۲]. نتیجه تحقیق لویز و ویسنته (۲۰۱۰) نشان داد که در حالت وجود فرصت‌های رشد، بین تقسیم سود و ارزش شرکت رابطه منفی وجود دارد. آنان معتقدند با فرض وجود تقارن اطلاعاتی و در حالت وجود فرصت‌های رشد (سرمایه‌گذاری)، تقسیم سود توسط شرکت می‌تواند باعث کاهش منابع داخلی، افزایش نیاز به منابع خارجی و در نهایت، کاهش ارزش شرکت شود. بنابراین، انتظار می‌رود که در حالت وجود فرصت‌های رشد، بین سود تقسیمی و ارزش شرکت، رابطه منفی وجود داشته باشد. نتیجه تحقیق لویز و

ویسنته (۲۰۱۰) نشان داد که در حالت عدم فرصت‌های رشد، بین تقسیم سود و ارزش شرکت رابطه مثبت وجود دارد [۲۲]. گورسوی و آی‌دوگان^۳ (۲۰۰۲) معتقدند طبق تئوری جریان‌های نقدی آزاد، سیاست تقسیم سود بیشتر باعث کاهش منابع و جوه تحت کنترل مدیران می‌شود. بنابراین، شرکت‌هایی که دارای فرصت‌های رشد نیستند، از طریق توزیع سود، قادر خواهند بود از هدر رفتن منابع کمیاب بنگاه اقتصادی جلوگیری کنند. بنابراین، در بنگاه اقتصادی که فرصت‌های رشد ندارد، انتظار می‌رود ارزش شرکت با تقسیم سود دارای رابطه‌ای مثبت باشد [۱۱].

ج) فرصت‌های رشد و ساختار مالکیت: تاثیر ساختار مالکیت بر روی ارزش شرکت بر گرفته از تضاد منافع بین سهامداران است. کورو^۴ (۲۰۰۲) اعتقاد دارد وقتی که سهامداران عمده درصد مناسبی از سهام را در اختیار داشته باشند، می‌توانند سیاست‌های خود را بر شرکت تحمیل و منافع خصوصی را جذب نمایند. هرگاه حقوق کلیه سهامداران به طور یکسان رعایت نشود، تمرکز مالکیت در دست عده‌ای از سهامداران عمده افزایش می‌یابد [۱۰]. پژوهش‌های قبلی نشان داده است که سهامداران عمده (کنترل کننده) بر خلاف سهامداران اقلیت، به منظور بهبود عملکرد بنگاه اقتصادی بر روی مدیران نظارت و کنترل بیشتری دارند. جایش کومار^۵ (۲۰۰۴) در بررسی تاثیر ساختار مالکیت بر ارزش شرکت‌ها در

³- Gursoy and Aydogan

⁴- Cuervo

⁵- Jayesh Kumar

¹- Lang and Litzenberger

²- DeAngelo et al

مدیریت و تأثیر منفی از طریق سلب مالکیت وجوه از سهامداران اقلیت) وجود داشته و همچنین، فرصت‌های رشد (منافع خصوصی) تأثیر معناداری بر این رابطه داشته باشد.

فرضیه‌های تحقیق

در راستای پاسخ به این سوال تحقیق که فرصت‌های رشد بر رابطه بین ساختار سرمایه، سود تقسیمی و ساختار مالکیت با ارزش شرکت، تأثیر دارد یا خیر، فرضیه‌هایی به شرح زیر تدوین شد:

فرضیه اصلی ۱. فرصت‌های رشد بر رابطه بین ساختار سرمایه (اهرم) و ارزش شرکت، تأثیر معناداری دارد.

فرضیه فرعی ۱. در شرکت‌های با فرصت‌های رشد، بین ساختار سرمایه و ارزش شرکت رابطه منفی و معناداری وجود دارد.

فرضیه فرعی ۲. در شرکت‌های بدون فرصت‌های رشد، بین ساختار سرمایه و ارزش شرکت رابطه مثبت و معناداری وجود دارد.

فرضیه اصلی ۲. فرصت‌های رشد بر رابطه بین سود تقسیمی و ارزش شرکت، تأثیر معناداری دارد.

فرضیه فرعی ۱. در شرکت‌های با فرصت‌های رشد، بین سود تقسیمی و ارزش شرکت رابطه منفی و معناداری وجود دارد.

فرضیه فرعی ۲. در شرکت‌های بدون فرصت‌های رشد، بین سود تقسیمی و ارزش شرکت رابطه مثبت و معناداری وجود دارد.

کشور هند به این نتیجه رسید که مدیران بیشترین تأثیر را بر عملکرد شرکت داشته، سهامداران خارجی و شرکت‌های هلدینگ به طور معناداری بر ارزش شرکت تأثیرگذار نیستند [۱۷]. سیفرت^۱ (۲۰۰۲) با بررسی کشورهای آلمان، انگلستان، ایالات متحده و ژاپن دریافت که وجود سهامداران عمده در ترکیب مالکیت شرکت با ارزش شرکت، رابطه معناداری دارد [۸]. فرث و همکاران^۲ (۲۰۰۲) در بررسی شرکت‌های چین به این نتیجه رسیدند که بین مکانیسم‌های کنترلی در راهبری شرکت‌ها و ارزش شرکت رابطه معناداری وجود دارد [۲۶]. آنلین چن و کائو^۳ (۲۰۰۵) ارتباط میان ساختار مالکیت، سرمایه‌گذاری و ارزش شرکت را برای ۵۰۰ شرکت نمونه تولیدی کره جنوبی بررسی کردند. براساس نتایج رگرسیون حداقل مربعات معمولی، ساختار مالکیت بر سرمایه‌گذاری و ارزش شرکت موثر بوده است [۶]. لوپز و ویسنته (۲۰۱۰) معتقدند که فرصت‌های رشد در توانایی سهامداران عمده برای سلب مالکیت وجوه از سهامداران اقلیت، تأثیرگذار است. آنان در تحقیقی که به همین منظور انجام شد، به این نتیجه رسیدند که بین ساختار مالکیت و ارزش شرکت رابطه غیر خطی وجود داشته، فرصت‌های رشد باعث افزایش شدت این رابطه غیرخطی خواهند شد [۲۲]. با توجه به نتایج پژوهش‌های مشابه [۱۳] [۲۸] [۲۲] انتظار این است که بین ساختار مالکیت و ارزش شرکت رابطه غیرخطی (تأثیر مثبت به دلیل نظارت و کنترل

^۱- Seifert

^۲- Firth et al

^۳- Anlin Chen and Kao

تعاریف متغیرهای تحقیق و روش محاسبه آنها

الف) متغیر وابسته: با توجه به رابطه نزدیک بین ارزش شرکت و فرصت‌های رشد [۱۶] [۵] شناسایی و ارزیابی فرصت‌های رشد یک جنبه اصلی این مطالعه است. اگر چه معیارهای متفاوتی، مانند نسبت‌های P/E ^۱ و M/B ^۲ را می‌توان برای تبیین فرصت‌های رشد به کار برد، اما آدام و گویال (۲۰۰۸) و لوپز و ویسته (۲۰۱۰) اعتقاد دارند که نسبت M/B دارای بیشترین محتوای اطلاعاتی در ارتباط با فرصت‌های سرمایه‌گذاری است. بدین ترتیب، در این مطالعه معیار اصلی فرصت‌های رشد نسبت M/B است، زیرا این معیار هم یک شاخص کارآمد است و هم امکان مقایسه این مطالعه را با پژوهش‌های دیگر فراهم می‌کند. M/B برابر نسبت ارزش بازار شرکت به ارزش دفتری آن است. ارزش بازار شرکت برابر قیمت سهام شرکت در آخر سال در تعداد سهام منتشره و ارزش دفتری شرکت برابر ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام است. نسبت M/B بالاتر به معنی ارزش بالاتر به علت وجود فرصت‌های رشد خواهد بود و برعکس [۹].

ب) متغیر مستقل: در این مطالعه اهرم مالی، سیاست تقسیم سود و ساختار مالکیت متغیرهای مستقل هستند، که به صورت زیر محاسبه می‌شوند:

۱) اهرم مالی (LEV): برابر ارزش دفتری بدهی بلندمدت تقسیم بر ارزش دفتری کل دارایی‌هاست.

فرضیه اصلی ۳. فرصت‌های رشد بر رابطه غیرخطی بین ساختار مالکیت و ارزش شرکت، تاثیر معناداری دارد.

روش تحقیق

جامعه و نمونه‌ی آماری

جامعه آماری شامل شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. در این تحقیق، از روش نمونه‌گیری حذف سیستماتیک استفاده شده است. به عبارت دیگر، برای انتخاب نمونه آماری، شرایط زیر در نظر گرفته شده و کلیه شرکت‌های عضو جامعه آماری که دارای شرایط زیر بوده‌اند، بررسی شده‌اند. این شرایط عبارتند از:

۱- اطلاعات مالی شرکت برای دوره زمانی تحقیق موجود باشد.

۲- سال مالی آن‌ها منتهی به پایان اسفند ماه باشد.

۳- شرکت‌هایی که تا پایان سال ۱۳۸۳ در بورس اوراق بهادار پذیرفته شده باشند و نام شرکت در دوره مورد بررسی از بین شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران حذف نشده باشد.

۴- جزو شرکت‌های سرمایه‌گذاری (واسطه‌گری مالی) و بانک‌ها نباشد (به علت جریان وجوه نقد متفاوت).

با اعمال معیارهای فوق تعداد ۱۱۰ شرکت به عنوان نمونه انتخاب شدند و داده‌های مربوط به ۵ سال آنها (۱۳۸۳ الی ۱۳۸۷) از صورت‌های مالی و نرم افزار تدبیرپرداز استخراج گردید. برای تخمین مدل‌ها از نرم‌افزار Eviews استفاده شده است.

^۱ -Price-to-Earning

^۲ -Market to Book value

۲) سیاست تقسیم سود (DIV): به وسیله نسبت سود تقسیمی به حقوق صاحبان سهام معرفی می‌شود.

۳) ساختار مالکیت (C1): بخشی از سهام شرکت که تحت مالکیت سهامداران عمده قرار دارد. سهامداران عمده اشخاص حقیقی یا حقوقی هستند که حداقل ۵٪ از سهام شرکت را در دست دارند. همچنین، متغیر C2 از مجذور متغیر C1 به دست آمده، برای بررسی تاثیر غیر خطی احتمالی ساختار مالکیت استفاده می‌شود.

روش پژوهش

تحقیق حاضر از نظر هدف، از نوع تحقیقات کاربردی محسوب می‌شود. هدف تحقیقات کاربردی توسعه دانش کاربردی در زمینه خاصی است. همچنین، از نظر نحوه گردآوری داده‌ها، این تحقیق توصیفی و از آن جهت که به شناخت بیشتر شرایط موجود و یاری دادن به فرآیند تصمیم‌گیری می‌انجامد، از نوع همبستگی است.

ویژگی مشترک تجزیه و تحلیل‌های فرصت‌های رشد، تقسیم نمونه مورد مطالعه به دو یا چند گروه (براساس ارزش فرصت‌های رشد) است [۲۳] [۲۴]. با توجه به رابطه نزدیک ارزش شرکت و فرصت‌های رشد و به منظور تعدیل مزایای خصوصیات کاملاً متفاوت گروه‌ها و در جهت دادن تعداد کمی از مشاهدات، نمونه را به سه گروه تقسیم کردیم: گروه اول ۴۰ درصد از شرکت‌هایی هستند که بالاترین نرخ M/B را دارند (شرکت‌های دارای بیشترین فرصت رشد)؛ گروه دوم: ۴۰ درصد از

شرکت‌های دارای کمترین میزان M/B (شرکت‌های دارای کمترین فرصت رشد) و گروه سوم ۲۰ درصد شرکت مابین دو گروه قبلی هستند که از تجزیه و تحلیل حذف می‌شوند. در واقع، در این پژوهش تجزیه و تحلیل‌ها روی سه گروه از شرکت‌ها انجام شد و در هر مرحله یک مدل برآورد گردید. در مرحله اول، مدل با استفاده از داده‌های کل نمونه مورد مطالعه، در مرحله دوم، مدل با استفاده از داده‌های ۴۴ شرکت دارای بیشترین فرصت رشد و در مرحله سوم مدل با استفاده از داده‌های ۴۴ شرکت دارای کمترین فرصت رشد برآورد گردید.

به منظور ترکیب داده‌های سری زمانی و داده‌های مقطعی، در این تحقیق از روش داده‌های ترکیبی استفاده می‌کنیم. در روش داده‌های ترکیبی، متغیرها را هم در میان جامعه آماری (شرکت) و هم در طول زمان (سال) اندازه‌گیری می‌کنیم. به این ترتیب، با دو بعد سر و کار داریم: بعد زمان و بعد مقاطع، که آن را داده‌های گروهی - زمانی^۱ نیز می‌گویند. در ساده‌ترین حالت فرض می‌کنیم رابطه رگرسیونی زیر برقرار است:

$$Y_{it} = \alpha + X_{it}\beta + U_{it}$$

که در آن α جمله ثابت، Y_{it} متغیر وابسته، X_{it} ماتریس متغیرهای مستقل و U_{it} جمله خطاست که می‌توان آن را به صورت زیر نوشت:

$$U_{it} = \mu_i + V_{it}$$

که μ_i تأثیرات فردی غیر قابل مشاهده و V_{it} باقیمانده است. در اینجا دو حالت پیش رو داریم:

^۱ -Longitudinal

دهنده عدم ارتباط متغیرهای مستقل و خطای تخمین و فرضیه H_1 نشان دهنده وجود ارتباط است.

H_0 : Random Effect

H_1 : Fixed Effect

در ادامه، با توجه به مطالب فوق، یک مدل

رگرسیون چندگانه برای تبیین رابطه بین متغیرها به

صورت زیر تعریف نمودیم:

مدل (۱)

$$(M/B)_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 LEV_{i,t} + \beta_2 DIV_{i,t} + \beta_3 C1_{i,t} + \beta_4 C1^2_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

$LEV_{i,t}$ - اهرم مالی

$DIV_{i,t}$ - سود تقسیمی شرکت i در دوره t

$C1_{i,t}$ - بخشی از سهام شرکت که تحت مالکیت

سهامداران عمده قرار دارد.

$C1^2_{i,t}$ - مجذور متغیر $C1$ که برای بررسی تاثیر

غیر خطی احتمالی ساختار مالکیت استفاده می‌شود.

آزمون‌های پایایی متغیرهای تحقیق

قبل از تجزیه و تحلیل داده‌های تحقیق، پایایی متغیرهای پژوهش بررسی شد. پایایی متغیرهای پژوهش، به این معنی است که میانگین و واریانس متغیرها در طول زمان و کوواریانس متغیرها بین سال‌های مختلف ثابت بوده است. در نتیجه، استفاده از این متغیرها در مدل، باعث به وجود آمدن رگرسیون کاذب نمی‌شود. بدین منظور، از آزمون لوین، آزمون ایم، پسران و شین و آزمون دیکی فولر استفاده شده که نتایج این آزمون‌ها در نگاره ۱ ارائه شده است. همان‌طور که نگاره ۱ نشان می‌دهد، مقدار **P-value** برای همه متغیرها از ۰.۵٪ کمتر است،

نخستین حالت این است که آثار فردی غیر قابل مشاهده (μ_i) در مدل وجود نداشته باشد و جمله خطا فقط از جمله خطای باقیمانده (V_{it}) تشکیل شده باشد:

$$H_0 : \mu_1 = \mu_2 = \dots = \mu_i = 0$$

حالت دوم این است که آثار فردی غیر قابل

مشاهده در مدل وجود دارد؛ به عبارتی:

حداقل یکی از μ_i ها مخالف صفر است H_1

به منظور آزمون فرضیه H_0 در مقابل H_1 از

آزمون چاو استفاده می‌شود. فرض‌های این آزمون به صورت زیر بیان می‌شود:

H_0 : Pooled Model

H_1 : panel Model

فرض H_0 بر پایه عدم آثار فردی غیر قابل

مشاهده است و فرض H_1 بر پایه وجود آثار فردی

غیر قابل مشاهده قرار دارد. اگر فرض H_0 پذیرفته

شود، به این معناست که مدل فاقد آثار فردی غیر

قابل مشاهده است، بنابراین، می‌توان آن را از طریق

مدل رگرسیون تلفیقی تخمین زد، اما اگر فرض H_1

پذیرفته شود، به این معنی خواهد بود که در مدل آثار

فردی غیر قابل مشاهده وجود دارد.

اکنون باید آزمون شود که آیا این آثار فردی با

متغیرهای توضیحی مدل همبستگی دارند یا خیر.

بدین منظور، از آزمون هاسمن استفاده می‌شود. آزمون

هاسمن بر پایه وجود یا عدم ارتباط بین خطای

رگرسیون تخمین زده شده و متغیرهای مستقل مدل

قرار دارد. اگر چنین ارتباطی وجود داشته باشد، مدل

اثر ثابت و اگر این ارتباط وجود نداشته باشد، مدل

اثر تصادفی کاربرد خواهد داشت. فرضیه H_0 نشان

بنابراین، همه متغیرهای پژوهش در دوره مورد بررسی در سطح پایا هستند.

نگاره ۱. آزمون پایایی متغیرهای تحقیق

روش / متغیر		M/B	LEV	DIV	C1
لوین، لو و چو	آماره t	-۵۸/۳۴	-۸۸/۵۹	-۱۱۸/۵۸	-۴/۳۰۵
	P-value	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰
ایم، پسران و شین	آماره w	-۲۲/۰۲	-۱۷/۳۸	-۲۵/۹۱	-۱/۹۰۶
	P-value	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰
دیکی فولر	آماره chi	۴۸۸/۳۵	۴۱۰/۵۹	۴۲۴/۷۸	۳۷۹/۲۱۶
	P-value	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰

یافته‌های تحقیق شامل میانگین، انحراف معیار، میانه، کمترین و

در نگاره ۲ آمار توصیفی متغیرهای پژوهش بیشترین مقدار ارائه شده است.

نگاره ۲. آمار توصیفی

M/B	LEV	DIV	C	
۲/۴۸۲	۰/۱۰۶	۰/۳۳۴	۰/۷۲۰	میانگین
۱/۸۲۸	۰/۰۵۶	۰/۲۱۳	۰/۷۴۸	میانه
۱۴/۹۲۵	۰/۷۸۶	۹/۰۹۴	۰/۹۹۹	بیشترین
۰/۰۴۴	۰/۰۰۴	۰	۰	کمترین
۲/۱۷۴	۰/۱۲۱	۰/۵۹۳	۰/۱۹۸	انحراف معیار

قبل از نمایش نتایج تجزیه و تحلیل رگرسیون، با استفاده از آزمون برابری به وسیله طبقه‌بندی^۱، میانگین متغیرهای پژوهش بین دو زیر نمونه با هم مقایسه شد که نتایج آن در نگاره ۳ ارائه شده است.

نتایج نگاره ۲ نشان می‌دهد که از میان متغیرهای مورد بررسی، نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری که بیانگر فرصت‌های رشد است، بیشترین میانگین (میانه)، ۲/۴۸۲ (۱/۸۲۸) و اهرم مالی نیز کمترین میانگین (میانه)، ۰/۱۰۶ (۰/۰۵۶) را دارند. افزون بر این، انحراف معیار بیشتر فرصت‌های رشد (۲/۱۷۴) در مقایسه با دیگر متغیرها، بیانگر تغییرپذیری بیشتر این متغیر در دوره تحقیق است.

^۱ - Equality test by classification

نگاره ۳. آزمون مقایسه میانگین

C1		DIV		LEV		M/B		متغیر
بدون فرصت رشد	با فرصت رشد	بدون فرصت رشد	با فرصت رشد	بدون فرصت رشد	با فرصت رشد	بدون فرصت رشد	با فرصت رشد	زیر نمونه
۰/۷۲۰	۰/۷۷۱	۰/۱۷۳	۰/۵۵۱	۰/۱۰۰	۰/۱۲۶	۱/۱۷۳	۵/۳۰۶	میانگین
(۱۴۳۸)		(۱۴۳۸)		(۱۴۳۸)		(۱۴۳۸)		Df
۸/۹۸۵		۴۰/۱۵۷		۴/۴۰۵		۹۶/۸۰۰		Value
۰/۰۰۰		۰/۰۰۰		۰/۰۳۰		۰/۰۰۰		p-value

تعیین مدل مناسب برای تخمین مدل رگرسیون، از آزمون‌های چاو و هاسمن استفاده شد.

الف) آزمون چاو

آزمون چاو برای تعیین به‌کارگیری مدل آثار ثابت در مقابل تلفیق کل داده‌ها انجام گرفته که نتایج آن در نگاره ۴ نشان داده شده است.

همان‌طور که نگاره‌ی ۳ نشان می‌دهد، از نظر آماری تفاوت معناداری در اهرم شرکت، سیاست تقسیم سود و تمرکز مالکیت بین شرکت‌ها، با توجه به در دسترس بودن فرصت‌های رشد وجود دارد. به بیان دیگر، نتایج بیانگر این مطلب است که رابطه بین ساختار مالی و ساختار مالکیت با ارزش شرکت، تحت تاثیر فرصت‌های رشد قرار دارد. در ادامه برای

نگاره ۴. آزمون چاو

نتیجه آزمون	p-value	درجه آزادی	آماره	آزمون آثار
روش داده‌های تابلویی	۰/۰۰۰	-۴/۵۴۰	۱۴/۷۵۰	F
	۰/۰۰۰	۴	۵۶/۹۶۰	کای اسکوئر

ثابت در مقابل آثار تصادفی آزمون هاسمن استفاده شده است.

ب) آزمون هاسمن

نگاره ۵ نتایج آزمون هاسمن را نشان می‌دهد.

نتایج این آزمون نشان می‌دهد که مقدار آماره F برابر ۱۴/۷۵۰ و p-value برابر ۰/۰۰۰ است. بنابراین، فرض H_0 (مدل تلفیقی) تایید نمی‌شود. به بیان دیگر، آثار فردی یا گروهی وجود دارد و باید از روش داده‌های تابلویی برای برآورد مدل استفاده شود. در مرحله بعد برای تعیین استفاده از مدل آثار

نگاره ۵. آزمون هاسمن

خلاصه آزمون	آماره کای اسکوئر	درجه آزادی	p-value	نتیجه آزمون
دوره تصادفی	۵۹/۰۳	۴	۰/۰۰۰	مدل آثار ثابت

فرضیه‌ها، مدل آثار ثابت است. در مدل آثار ثابت، شیب رگرسیون در هر مقطع ثابت است و جمله ثابت از مقطعی به مقطع دیگر متفاوت است. هر چند اثر زمانی معنادار نیست، اما اختلاف معناداری میان مقطع‌ها وجود دارد و ضرایب مقطع‌ها با زمان تغییر نمی‌کند. یکی از روش‌های نشان دادن اثر مقطعی، استفاده از متغیرهای مجازی است. نگاره ۶ نتایج آزمون فرضیه‌های تحقیق را با استفاده از مدل آثار ثابت نشان می‌دهد.

همان‌طور که از نتایج نگاره مشهود است، مقدار **p-value** کمتر از ۱٪ است. بنابراین، فرضیه H_1 (مدل آثار ثابت) تایید می‌شود. این موضوع به معنی وجود ارتباط بین خطای رگرسیون تخمین زده شده و متغیرهای مستقل است. با توجه به نتایج آزمون چاو و آزمون هاسمن، مناسبترین روش برای برآورد پارامترها و آزمون فرضیه‌ها، مدل آثار ثابت است.

آزمون فرضیه‌های تحقیق

با توجه به نتایج آزمون چاو و آزمون هاسمن، مناسبترین روش برای برآورد پارامترها و آزمون

نگاره ۶. مدل آثار ثابت

آماره‌های مدل				C2		C1		DIV		LEV		متغیر مستقل
D-W Stat.	Adj-R ²	Prob.(F)	F	P-Value	ضریب	P-Value	ضریب	P-Value	ضریب	P-Value	ضریب	
۱/۹۵	۰/۲۴	۰/۰۰۰	۱۲/۵۴	۰/۰۰۴	-۰/۷۹	۰/۰۰۳	۱/۴۳	۰/۰۰۰	۰/۶۴	۰/۰۰۹	۱/۶۸	کل نمونه
۱/۸۰	۰/۴۱	۰/۰۰۰	۲۰/۲۳	۰/۰۰۱	-۸/۵۴	۰/۰۰۰	۱۳/۵۹	۰/۰۰۰	-۲/۶۱	۰/۰۰۲	-۱/۵۱	با فرصت رشد
۲/۰۰	۰/۲۷	۰/۰۰۰	۱۱/۵	۰/۰۰۰	-۰/۹۵	۰/۰۰۲	۱/۰۳	۰/۰۰۰	۱/۰۸	۰/۰۰۳	۰/۲۵	بدون فرصت رشد

سطح خطای ۵٪ فرض همبستگی جملات اخلاص در هر چهار مدل رد می‌شود. ضریب تعیین تعدیل شده نیز، در سطح کل نمونه برابر ۰/۲۴، در شرکت‌های دارای فرصت رشد برابر ۰/۴۱ و در شرکت‌های بدون فرصت رشد برابر ۰/۲۷ است. مقدار ضریب تعیین بیانگر این موضوع است که مدل برآوردی چند درصد تغییرات متغیر وابسته را بیان می‌کند.

همان‌طور که از نتایج مشهود است، مقدار آماره F برای چهار مدل معنادار است. بنابراین، با ضریب اطمینان ۹۹ درصد می‌توان گفت که فرض صفر بودن همزمان ضریب همه متغیرها رد شده، در نتیجه مدل‌ها معنادار هستند. مقادیر آماره دوربین-واتسن در سطح کل نمونه، شرکت‌های دارای فرصت رشد و شرکت‌های بدون فرصت رشد به ترتیب برابر ۱/۹۵، ۱/۸۰ و ۲/۰۰ است. بنابراین، می‌توان گفت که در

الف) تاثیر فرصت‌های رشد بر روی رابطه بین

ساختار سرمایه و ارزش شرکت

نتایج نگاره ۶ نشان می‌دهد ساختار سرمایه تاثیر درخور توجهی بر ارزش شرکت در کل نمونه مورد مطالعه دارد، زیرا ضریب متغیر توضیحی اهرم مالی برابر $1/68$ و مقدار p -value آن برابر $0/009$ است که از نظر آماری برای کل نمونه معنادار است. در مرحله بعد نمونه براساس فرصت‌های رشد، به دو گروه شرکت‌های با فرصت‌های رشد و بدون فرصت‌های رشد تقسیم و تخمین‌های مربوطه دوباره انجام شد. وجود ضریب $-1/51$ و مقدار p -value $0/002$ برای شرکت‌های دارای فرصت‌های رشد، بیانگر این موضوع است که بین ساختار سرمایه (اهرم) و ارزش شرکت، در حالت وجود فرصت‌های رشد، رابطه منفی و معناداری وجود دارد. افزون بر این، نتایج تخمین در شرکت‌های بدون فرصت‌های رشد، نشان می‌دهد ضریب اهرم مالی $0/25$ و مقدار p -value $0/003$ است که بیانگر وجود رابطه مثبت و معنادار بین ساختار سرمایه و ارزش شرکت، در حالت عدم فرصت‌های رشد است. بنابراین، می‌توان گفت که ساختار سرمایه (اهرم) با ارزش شرکت رابطه معناداری داشته، این رابطه تحت تاثیر وجود یا عدم فرصت‌های رشد قرار دارد و فرضیه اول رد نمی‌شود.

ب) تاثیر فرصت‌های رشد بر روی رابطه بین

سیاست تقسیم سود و ارزش شرکت

همان‌طور که از نتایج نگاره ۶ مشهود است، بین سیاست تقسیم سود و ارزش شرکت در سطح کل نمونه، رابطه مثبت و معناداری (ضریب متغیر

توضیحی تقسیم سود $0/64$ و p -value آن $0/000$) وجود دارد، اما پس از تقسیم نمونه براساس فرصت‌های رشد، در شرکت‌های دارای فرصت‌های رشد بین سیاست تقسیم سود و ارزش شرکت رابطه منفی و معنی‌دار (ضریب $-2/61$ و p -value $0/000$) و در شرکت‌های بدون فرصت‌های رشد رابطه مثبت و معنی‌دار (ضریب $1/08$ و p -value $0/000$) است. بنابراین، می‌توان گفت که سیاست تقسیم سود با ارزش شرکت رابطه معنادار داشته، این رابطه تحت تاثیر وجود یا عدم فرصت‌های رشد قرار دارد. بنابراین، فرضیه دوم تحقیق پذیرفته می‌شود.

ج) تاثیر فرصت‌های رشد بر روی رابطه بین

ساختار مالکیت و ارزش شرکت

نتایج نگاره ۶ نشان می‌دهد رابطه غیرخطی (مثبت و منفی) بین تمرکز مالکیت و ارزش شرکت ($c_1=1/43$) و ($c_2=-0/79$) در سطح کل نمونه وجود دارد که در سطح 1% معنادار است. افزون بر این، پس از تقسیم شرکت‌ها بر اساس فرصت‌های رشد، در شرکت‌های دارای فرصت‌های رشد ($c_1=13/54$) و ($c_2=-8/54$) و شرکت‌های بدون فرصت‌های رشد ($c_1=1/03$) و ($c_2=-0/95$) این رابطه غیر خطی و معنی‌دار، همچنان حفظ می‌شود. به بیان دیگر، برای سطوح پایین تمرکز مالکیت ضریب مثبت و برای سطوح بالای تمرکز مالکیت ضریب منفی است. این یافته‌ها، فرضیه سوم مبنی بر اینکه فرصت‌های رشد بر رابطه غیرخطی ساختار مالکیت و ارزش شرکت تاثیرگذار است را رد نمی‌کند.

نتیجه‌گیری

در این تحقیق تاثیر وجود و عدم فرصت‌های رشد بر تاثیر ثانویه اهرم، سیاست تقسیم سود و تمرکز مالکیت بر ارزش شرکت، از طریق تجزیه و تحلیل داده‌های مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و با استفاده از روش داده‌های ترکیبی بررسی شد. نتایج حاصل از آزمون فرضیه اول نشان داد بین ساختار سرمایه (اهرم) و ارزش شرکت، رابطه معنی‌داری وجود دارد. افزون بر این، در حالت وجود فرصت‌های رشد، این رابطه منفی و معنی‌دار است، اما در شرکت‌های بدون فرصت‌های رشد، رابطه مثبت و معنی‌دار خواهد بود. بنابراین، می‌توان گفت که رابطه‌ی معنی‌دار بین ساختار سرمایه و ارزش شرکت تحت تاثیر وجود یا عدم فرصت‌های رشد قرار می‌گیرد. همچنین، نتایج آزمون فرضیه دوم تحقیق بیانگر وجود رابطه معنی‌دار بین سیاست تقسیم سود و ارزش شرکت است، اما در شرکت‌های دارای فرصت‌های رشد، این رابطه منفی و معنی‌دار و در شرکت‌های بدون فرصت‌های رشد رابطه مثبت و معنی‌دار است. بنابراین، می‌توان گفت که سیاست تقسیم سود با ارزش شرکت رابطه معنی‌دار داشته، این رابطه تحت تاثیر وجود یا عدم فرصت‌های رشد قرار دارد. در نهایت، نتایج حاصل از آزمون فرضیه سوم نشان داد رابطه غیرخطی و معنی‌داری بین تمرکز مالکیت و ارزش شرکت وجود داشته، این رابطه برای شرکت‌های دارای فرصت‌های رشد و شرکت‌های بدون فرصت‌های رشد، ثابت باقی خواهد ماند. به طور کلی، یافته‌های تحقیق با استراتژی‌هایی مالی که شرکت‌ها باید در گذر از مراحل ورود و رشد در چرخه کسب و کار اتخاذ کنند، مطابقت دارد.

محدودیت‌های پژوهش

۱. در صورتی که قلمرو زمانی پژوهش برای دوره طولانی‌تری در نظر گرفته می‌شد، ممکن بود نتایج قابلیت تعمیم بیشتری داشته، لیکن در صورتی که سال‌های بیشتری برای انتخاب نمونه در نظر گرفته می‌شد، تعداد شرکت‌های عضو جامعه و نمونه آماری کاهش می‌یافت، که این امر موجب کاهش روایی پژوهش می‌گردید و امکان بررسی رابطه مذکور را با محدودیت مواجه می‌ساخت.

۲. اثر تورم و سایر متغیرهای اقتصادی بر ارقام صورت‌های مالی و رابطه بین متغیرهای پژوهش منظور نشده است.

پیشنهادها

۱- با توجه به نتایج تحقیق مبنی بر تاثیرگذاری فرصت‌های رشد بر رابطه بین ساختار سرمایه، سود تقسیمی و ساختار مالکیت با ارزش شرکت، به استفاده‌کنندگان و تحلیلگران مالی پیشنهاد می‌شود در تعیین ارزش شرکت و بررسی عملکرد آن فرصت‌های رشد موجود را مدنظر قرار دهند.

۲- به پژوهشگران پیشنهاد می‌شود که این پژوهش را با در نظر گرفتن اطلاعات شرکت‌های خارج از بورس و برای یک دوره زمانی طولانی‌تر تکرار نمایند تا نتایج قابلیت تعمیم بیشتری داشته باشند.

۳- در نهایت، استفاده از سایر معیارهای بیان شده برای اندازه‌گیری فرصت‌های رشد و ساختار سرمایه برای انجام پژوهش‌های آتی و مشابه پیشنهاد می‌گردد.

منابع

- Insiders, Blockholders and Institute". *Old Dominion University*.
- 9- Chen, M.-C., Cheng, S.-J. And Hwang, Y. (2005), "An empirical investigation of the relationship between intellectual capital and firms' market value and financial performance". *Journal of Intellectual Capital*, Vol. 6 No. 2, pp. 159-76.
- 10- Cuervo, A. 2002. "Corporate Governance Mechanisms: A Plea for Less Code of Good Governance and More Market Control" An International Review". 10, no. 2:
- 11- Gursoy, G., and K. Aydogan. 2002. "Equity Ownership Structure, Risk Taking, and Performance." *Emerging Markets Finance and Trade* 38, no. 6: 6-25.
- 12- DeAngelo, H.; L. DeAngelo; and D.J. Skinner. 2000. "Special Dividends and the Evolution of Dividend Signaling." *Journal of Financial Economics* 57, no. 3: 309-354.
- 13- Dyck, A., and L. Zingales. 2004. "Private Benefits of Control: An International Comparison." *Journal of Finance* 59, no. 2: 537-600.
- 14- Erol, T. 2004. "Strategic Debt with Diverse Maturity in Developing Countries." *Emerging Markets Finance and Trade* 40, no. 5: 5-24.
- 15- Fama, E., and K. French. 1998. "Taxes, Financing Decisions, and Firm Value." *Journal of Finance* 53, no. 3: 819-843.
- 16- Gordon, L.A., and M.D. Myers. (1998). "Tobin's Q and Overinvestment." *Applied Economics Letters* 5, no. 1: 1-4.
- 17- Jayesh Kumar.(2004)."Does Ownership Structure influence firm value?:Evidence from India"*Indira Gandhi Institute of Development Research*, India.
- 18- Jensen, M.C. 1986. "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers." *American Economic Review* 76, no. 2: 323-329.
- 19- Jensen. 1993. "The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal
- ۱- سینایی، حسنعلی و رضاییان، علی. (۱۳۸۴). " بررسی تاثیر ویژگی‌های شرکت بر ساختار سرمایه"، پژوهشنامه علوم انسانی و اجتماعی، ش ۱۹، صص ۱۲۳-۱۴۸.
- ۲- نوروش، ایرج و یزدانی، سیما. (۱۳۸۹). "بررسی تاثیر اهرم مالی بر سرمایه‌گذاری در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، مجله پژوهش‌های حسابداری مالی، ش ۲، صص ۳۵-۴۸.
- ۳- یحیی زاده‌فر، محمود و شمس، شهاب‌الدین و متان، مجید. (۱۳۸۹). "رابطه ویژگی‌های شرکت با ساختار سرمایه آن در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، تحقیقات حسابداری، ش ۸، صص ۱۲۳-۱۳۸.
- 4- Abor, J, and N. Biekpe. 2007. "Small Business Reliance on Bank Financing in Ghana". *Emerging Markets Finance and Trade*, 43, no. 4: 93-102.
- 5- Adam, T., and V.K. Goyal. (2008). "The Investment Opportunity Set and Its Proxy Variables". *Journal of Financial Research*, 31, no. 1: 41-63.
- 6- Anlin Chen & Lanfeng Kao.(2005)."The conflict between agency theory and corporate control on managerial ownership: The evidence from Taiwan IPO performance". *International Journal of business*, 10(1).
- 7- Barclay, M., and C.W. Smith 1999. "The Capital Structure Puzzle: Another Look at the Evidence". *Journal of Applied Corporate Finance*, 12, no. 1: 8-20.
- 8- Bruce Seifert, Halit Gonence and Jim Wright (2002)."The international evidence on Performance and Equity Ownership by

- Entrenchment, and Growth.” *Journal of Economic Literature* 43, no. 3: 655–720.
- 29- Myers, S.C. 1997. “Determinants of Corporate Borrowing.” *Journal of Financial Economics* 5, no. 2: 147–175.
- 30- Reinhart, C.M. 2002. “Credit Ratings, Default, and Financial Crises: Evidence from Emerging Markets.” *World Bank Economic Review* 16, no. 2: 151–170.
- 31- Rizov, M. 2004. “Credit Constraints and Profitability: Evidence from a Transition Economy.” *Emerging Markets Finance and Trade* 40, no. 4: 63–83.
- 32- Rodrigues, D.A. 2000. “Os Investimentos no Brasil nos Anos 90: Cenários Setorial e Regional” [Capital Expenditures in Brazil in the 1990s: Industry and Regional Analysis]. *Revista do BNDES* 7, no. 13: 107–136 (available at www.bndes.gov.br)
- 33- Singh, M., and S. Faircloth. 2005. “The Impact of Corporate Debt on Long Term Investment and Firm Performance”. *Applied Economics*, 37, no. 8: 875–883.
- 34- Smith, C.W., and R. Watts. 1992. “The Investment Opportunity Set and Corporate Financing, Dividend, and Compensation Policies”. *Journal of Financial Economics*, 32, no. 3: 263–292.
- 35- Torre, A.; J.C. Gozzi; and S.L. Schmukler. (2007). “Capital Market Development : Whither Latin America?”. *Policy Research Working Paper Series*, no. 4156, World Bank, Washington, DC.
- Control Systems.” *Journal of Finance* 48, no. 3: 831–880.
- 20- Lang, L.H.P., and R.H. Litzenberger. 1989. “Dividend Announcements: Cash Flow Signaling Versus Free Cash Flow Hypothesis.” *Journal of Financial Economics* 24, no. 1: 181–191.
- 21- Lang, L.H.P.; E. Ofek; and R.M. Stulz. 1996. “Leverage, Investment, and Firm Growth.” *Journal of Financial Economics* 40, no. 1: 3–29.
- 22- Lopez Iturriaga, Felix and Vecente Crisostomo (2010), “Do Leverage, Dividend Payout, and Ownership Concentration Influence Firms’ Value Creation?” *Emerging Markets Finance & Trade* / May–June 2010, Vol. 46, No. 3, pp. 80–94.
- 23- McConnell, J.J., and H. Servaes. 1990. “Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate Value.” *Journal of Financial Economics* 27, no. 2: 595–612.
- 24- McConnell, J.J., and H. Servaes. (1995). “Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate Value.” *Journal of Financial Economics* 27, no. 2: 595–612.
- 25- Miller, M.H., and F. Modigliani. (1961). “Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares.” *Journal of Business* 34, no. 4: 411–433.
- 26- Michael Firth, Peter M.Y. Fung and Oliver M. Rui. (June 2002). “Simultaneous Relationship among Ownership, Corporate Governance and Financial performance”, Faculty of business and information systems, *Hong Kong Polytechnic University*, pp 3-5, 10-14.
- 27- Modigliani, F., and M.H. Miller. (1958). “The Cost of Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investment.” *American Economic Review* 68, no. 3: 261–297.
- 28- Morck, R.; D. Wolfenzon; and B. Yeung. 2005. “Corporate Governance, Economic