

به نام آنکه جان را فکرت آموخت

**بِسْمِ اللّٰهِ الرَّحْمٰنِ الرَّحِیْمِ**

Titman, Sheridan & Wessels, Roberto, 1988. "The Determinants of Capital Structure Choice," Journal of Finance, American Finance Association, vol. 43(1), pages 1-19, March.

## عوامل تعیین‌کننده ساختار سرمایه

حسین عبده تبریزی

میثم رادپور

درس پژوهش‌های تجربی در مالی

دانشکده حسابداری و مدیریت دانشگاه شهید بهشتی – آبان ماه ۱۳۹۵

# فهرست مطالب

- چکیده
- مقدمه
- پیشینه پژوهش
- داده‌ها
- مدل پژوهش
- یافته‌ها و نتیجه‌گیری

# چکیده: کمک علمی مقاله

## این مقاله نسبت به دیگر مقاله‌های حوزه‌ی ساختار سرمایه

- مجموعه‌ی گسترده‌تری از نظریه‌های ساختار سرمایه را بررسی می‌کند.
- بدهی را بر اساس سه سنج‌هی کوتاه‌مدت، بلندمدت و اوراق قرضه‌ی قابل تبدیل اندازه‌گیری می‌کند.
- از تحلیل عاملی برای غلبه بر مشکلات اندازه‌گیری استفاده شده است.

# مقدمه: مسائل پژوهش‌های پیشین

رویکرد پژوهش‌های پیشین چنین است که از معادلات رگرسیون جهت رگرس کردن متغیرهای توضیحی بر ویژگی‌های نظری غیرقابل مشاهده استفاده شده است. این رویکرد با مسائلی همراه است:

- ممکن است روش منحصر به فردی برای تعریف ویژگی‌هایی که به دنبال اندازه‌گیری شان هستیم، وجود نداشته باشد؛ و به دلیل نبود رهنمودهای نظری پژوهشگر ممکن است تعاریفی را برگزیند که به لحاظ آماری بیشترین برآزندگی را داشته باشد، و بدین ترتیب تعابیر ما از سطوح معنی‌دار آزمون‌ها دچار سوگیری می‌شود. (دیتا ماینینگ بایاس)
- یافتن سنج‌های مستقل برای یک ویژگی خاص مشکل است. بنابراین ممکن است شاخص‌های منتخب اثر چندین ویژگی متفاوت را اندازه‌گیری نماید.
- از آنجا که متغیرهای قابل مشاهده تعاریف ناقصی را از ویژگی‌های مربوطه ارائه می‌کنند، استفاده از آن‌ها در تحلیل رگرسیون مسأله‌ی "خطا در متغیر" را ایجاد می‌کند.
- خطاهای اندازه‌گیری در متغیرهای شاخصی ممکن است با خطاهای اندازه‌گیری در متغیرهای وابسته همبسته باشد که این مسأله باعث ایجاد رگرسیون جعلی می‌شود.

## مقدمه: نتایج پژوهش

شرکت‌هایی که محصولات منحصر به فرد یا تخصصی دارند، نسبت بدهی نسبتاً پایین‌تری دارند.

شرکت‌های کوچک‌تر نسبت به شرکت‌های بزرگ‌تر تمایل دارند به میزان بیشتری از بدهی کوتاه‌مدت استفاده کنند.

هیچ کدام از ویژگی‌ها خاصیت توضیح‌دهندگی برای اوراق قرضه‌ی قابل تبدیل ندارند.

## مقدمه: نتایج پژوهش [ادامه ...]

سندی دال بر این که نسبت‌های بدهی با رشد موردانتظار شرکت، و سپرده‌های مالیاتی غیربدهی، تلاطم و ارزش وثایق ارتباط دارند، یافت نشد.

شواهدی یافت شد مبنی بر این که شرکت‌های سودآور "نسبت بدهی به ارزش بازار حقوق صاحبان سهام" نسبتاً کمتری دارند.

# پیشینه تحقیق

- ✓ ویژگی‌های اثرگذار
- ✓ روابط نظری و تجربی
- ✓ تعاریف عملیاتی ویژگی‌ها



# ویژگی‌های اثرگذار

بر اساس  
نظریه‌های مختلف  
ساختار سرمایه

ساختار دارایی

سپردهای مالیاتی غیربدهی

رشد

منحصربه‌فرد بودن

صنعت

اندازه

تلاطم سود

سودآوری

# ساختار دارایی

## کاهش هزینه‌ی بی‌قرینگی اطلاعات

- در شرکت‌هایی که مدیران آن‌ها اطلاعات بیشتری نسبت به سهامداران خارجی دارند، هزینه‌های انتشار اوراق بهادار بیشتر است. انتشار بدهی ضمانت شده با اموال شرکت باعث اجتناب از این هزینه‌ها می‌شود. بنابراین انتظار می‌رود که شرکت‌هایی که دارایی‌های قابل توثیق دارند، نسبت‌های بدهی بالاتری داشته باشند.

## کاهش هزینه‌ی نمایندگی

- پروژه‌هایی که دارایی‌های قابل توثیق ایجاد نمی‌کنند، این فرصت را برای مدیران فراهم می‌کنند که وجوه ناشی از تأمین مالی در محل‌هایی غیر از پروژه صرف کنند، بنابراین این گونه پروژه‌ها مسائل نمایندگی را تشدید می‌کنند، از آن‌جا که مدیران شرکت‌های اهرمی امکان کمتری دارند تا برای خود تسهیلات مدیریتی ایجاد کنند، شرکت‌هایی که دارایی‌های قابل توثیق کمتری دارند، تمایل بیشتری به افزایش سطح بدهی دارند.

# تعریف عملیاتی ساختار دارایی

نسبت دارایی های ناملموس به  
کل دارایی ها

$$\frac{INT}{TA}$$

نسبت موجودی به علاوه ی  
ناخالص کارخانه به کل دارایی ها

$$\frac{IGP}{TA}$$

# سپر مالیاتی غیربدهی

کاهش مالیات ناشی از محل‌هایی غیر از بدهی جایگزینی برای مزایای مالیاتی تأمین مالی از طریق بدهی است.

## • تعریف عملیاتی

تخفیف‌های مالیاتی  
سرمایه‌گذاری به کل دارایی‌ها

$$\frac{ITC}{TA}$$

نسبت استهلاک به کل  
دارایی‌ها

$$\frac{Dep}{TA}$$

نسبت سپر مالیاتی غیربدهی بر  
کل دارایی‌ها

$$\frac{NDT}{TA}$$

# رشد

از آن جا که شرکت های رشدی از فرصت های سرمایه گذاری بیشتری برخوردارند، در مصرف وجوه تأمین شده از انعطاف پذیری بالاتری برخوردارند. این انعطاف پذیری باعث تشدید مسائل نمایندگی می شود. بنابراین رشد موردانتظار آتی با سطح بدهی های بلندمدت رابطه ی معکوس دارد.

- این هزینه های نمایندگی با انتشار بدهی های یا اوراق قرضه ی قابل تبدیل کوتاه مدت تا حدودی کاهش می یابد. بنابراین نسبت بدهی های کوتاه مدت و نسبت اوراق قرضه ی قابل تبدیل با نرخ رشد رابطه ی مستقیم دارد.
- از آن جا که شرکت های در حال رشد درآمد مالیات پذیر کمتری دارند، تمایل به استفاده از بدهی در آن شرکت ها کاهش می یابد.

# تعریف عملیاتی رشد

نسبت مخارج سرمایه‌ای  
به کل دارایی‌ها

$$\frac{CE}{TA}$$

درصد تغییر در کل  
دارایی‌ها

$$GTA$$

نسبت هزینه‌های تحقیق  
و توسعه به فروش

$$\frac{RD}{TA}$$

# منحصر به فرد بودن

مشتریان، کارگران و عرضه کنندگان شرکت‌هایی که محصولات منحصر به فرد تولید می‌کنند در صورتی ورشکستگی آن شرکت‌ها احتمالاً هزینه‌های نسبتاً بالایی را متحمل می‌شوند. بنابراین منحصر به فرد بودن با نسبت‌های بدهی رابطه‌ی عکس دارد.

## • تعریف عملیاتی

نسبت هزینه‌های تحقیق  
و توسعه به فروش

$$\frac{RD}{S}$$

نسبت هزینه‌های فروش  
به کل فروش

$$\frac{SE}{S}$$

نرخ خروج داوطلبانه از  
شرکت

$$QR$$

# سپر مالیاتی غیربدهی

برای شرکت‌هایی که خدمات و قطعات یدکی خاص ارائه می‌دهند، ورشکستگی هزینه‌بر تر است. بنابراین شرکت‌هایی که ماشین و تجهیزات تولید می‌کنند سطح بدهی نسبتاً پایین‌تری دارند.

## • تعریف عملیاتی

- شرکت‌هایی که که SIC (طبقه‌بندی استاندارد صنعتی) آن‌ها بین ۳۴۰۰ تا ۴۰۰۰ است.



# اندازه

هزینه‌های مستقیم ورشکستگی در شرکت‌هایی که ارزش کمتری دارند، نسبت بزرگ‌تری از ارزش آن شرکت‌هاست. هم‌چنین شرکت‌های نسبتاً بزرگ عموماً تنوع بیشتری دارند و پتانسیل کمتری برای ورشکستگی دارند. بنابراین اندازه‌ی شرکت با سطح بدهی رابطه‌ی مستقیم دارد.

هم‌چنین هزینه‌های ثابت تأمین مالی برای شرکت‌های کوچک کسر بزرگ‌تری از ارزش آن‌هاست. به‌همین دلیل آن‌ها ترجیح می‌دهند کوتاه‌مدت تأمین مالی کنند، چراکه هزینه‌های ثابت پایین‌تری دارد.

# تعریف عملیاتی اندازه

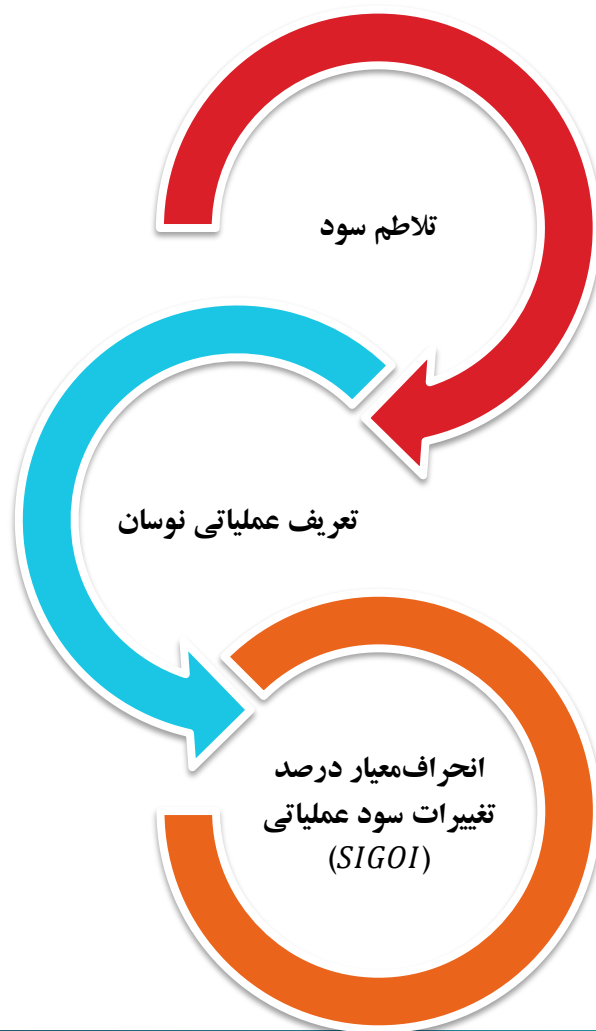
لگاریتم طبیعی فروش

$Ln S$

نرخ خروج داوطلبانه  
از شرکت

$QR$

# تلاطم سود



- به نظر می رسد نسبت بدهی با تلاطم سود شرکت رابطه‌ی معکوس دارد.

# سودآوری

بر اساس نظریه‌ی سلسله مراتبی ساختار سرمایه، شرکت‌ها ترجیح می‌دهند ابتدا از منابع داخلی، سپس از طریق انتشار بدهی و در نهایت از طریق انتشار سهام تأمین مالی کنند. بنابراین، سطح بدهی شرکت با سودآوری آن رابطه‌ی معکوس دارد.

## • تعریف عملیاتی

نسبت سود عملیاتی به  
فروش

$$\frac{OI}{S}$$

نسبت سود عملیاتی به  
کل دارایی‌ها

$$\frac{OI}{TA}$$

# سنجه‌های ساختار سرمايه

نسبت مالي	سنجه	معیار اندازه‌گیری ارزش
$STD/E$	بدهی کوتاه مدت به حقوق صاحبان سهام	ارزش دفتری
$LTD/E$	بدهی بلند مدت به حقوق صاحبان سهام	
$CB/E$	اوراق قرضه‌ی قابل تبدیل به حقوق صاحبان سهام	
$STD/E$	بدهی کوتاه مدت به حقوق صاحبان سهام	ارزش بازار
$LTD/E$	بدهی بلند مدت به حقوق صاحبان سهام	
$CB/E$	اوراق قرضه‌ی قابل تبدیل به حقوق صاحبان سهام	

# داده‌ها

- ✓ مشخصات نمونه
- ✓ ملاحظات: فیلتر کردن
- ✓ زیر نمونه‌های اندازه‌گیری متغیرها

# داده‌ها

افق زمانی

۱۹۷۴-۱۹۸۲

تعداد شرکت‌ها

۴۶۹

# داده‌ها

## ملاحظات

شرکت‌هایی که داده‌های آنها برای افق زمانی مورد بررسی در دسترس نبود، حذف شده‌اند.

شرکت‌هایی که نسبت‌های منفی ایجاد کرده‌اند، حذف شده‌اند.



# اندازه‌گیری متغیرها در زیر نمونه‌ها

زیر نمونه‌ها			سنجه	ویژگی
۱۹۸۲-۱۹۸۰	۱۹۷۹-۱۹۷۷	۱۹۷۶-۱۹۷۴		
	Ok		$\frac{INT}{TA}$	ارزش وثیقه
	Ok		$\frac{IGP}{TA}$	
	Ok		$\frac{IGP}{TA}$	سپهر مالیاتی غیربدهی
	Ok		$\frac{Dep}{TA}$	
	Ok		$\frac{NDT}{TA}$	رشد
Ok			$\frac{CE}{TA}$	
Ok			GTA	
			$\frac{RD}{TA}$	
	Ok		$\frac{RD}{S}$	منحصر به فرد بودن
	Ok		$\frac{SE}{S}$	
	Ok		QR	
	Ok		SIC	صنعت
		Ok	Ln S	اندازه
		Ok	QR	
Ok	Ok	Ok	SIGOI	نوسان
		Ok	$\frac{OI}{S}$	سودآوری
		Ok	$\frac{OI}{TA}$	

# مدل پژوهش

✓ فرموله‌سازی مدل

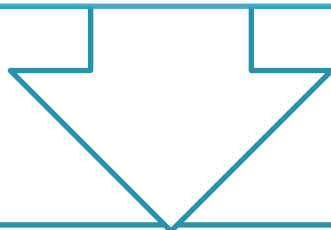
✓ محدودیت‌ها

✓ نحوه‌ی برآورد پارامترها

# مشخصات مدل

مدل اندازه گیری: برقراری ارتباط میان متغیرهای قابل مشاهده (سنجه‌های ویژگی‌ها) و متغیرهای غیرقابل مشاهده (ویژگی‌ها).

$$x = \Lambda \xi + \delta,$$



مدل ساختاری: برقراری ارتباط میان سنجه‌های بدهی (نسبت‌های بدهی) و متغیرهای غیرقابل مشاهده (ویژگی‌ها).

$$y = \Gamma \xi + \varepsilon,$$

# ساختار مدل اندازه گیری

$$\begin{bmatrix}
 NDT/TA \\
 ITC/TA \\
 D/TA \\
 RD/S \\
 SE/S \\
 CE/TA \\
 INT/TA \\
 IGP/TA \\
 LnS \\
 GTA \\
 QR \\
 OI/TA \\
 OI/S \\
 SIGOI \\
 IDUM
 \end{bmatrix}
 =
 \begin{bmatrix}
 0 & 0 & \lambda_{1,3} & 0 & 0 & 0 & 0 & 0 \\
 0 & 0 & \lambda_{2,3} & 0 & 0 & 0 & 0 & 0 \\
 0 & 0 & \lambda_{3,3} & 0 & 0 & 0 & 0 & 0 \\
 \lambda_{4,1} & \lambda_{4,2} & 0 & 0 & 0 & 0 & 0 & 0 \\
 0 & \lambda_{5,2} & 0 & 0 & 0 & 0 & 0 & 0 \\
 \lambda_{6,1} & 0 & 0 & 0 & 0 & 0 & 0 & 0 \\
 0 & 0 & 0 & \lambda_{7,4} & 0 & 0 & 0 & 0 \\
 0 & 0 & 0 & \lambda_{8,4} & 0 & 0 & 0 & 0 \\
 0 & 0 & 0 & 0 & \lambda_{9,5} & 0 & 0 & 0 \\
 \lambda_{10,1} & 0 & 0 & 0 & 0 & 0 & 0 & 0 \\
 0 & \lambda_{11,2} & 0 & 0 & \lambda_{11,5} & 0 & 0 & 0 \\
 0 & 0 & 0 & 0 & 0 & \lambda_{12,6} & 0 & 0 \\
 0 & 0 & 0 & 0 & 0 & \lambda_{12,7} & 0 & 0 \\
 0 & 0 & 0 & 0 & 0 & 0 & 1 & 0 \\
 0 & 0 & 0 & 0 & 0 & 0 & 0 & 1
 \end{bmatrix}
 \times
 \begin{bmatrix}
 \xi_1 \\
 \xi_2 \\
 \xi_3 \\
 \xi_4 \\
 \xi_5 \\
 \xi_6 \\
 \xi_7 \\
 \xi_8
 \end{bmatrix}
 +
 \begin{bmatrix}
 \delta_1 \\
 \delta_2 \\
 \delta_3 \\
 \delta_4 \\
 \delta_5 \\
 \delta_6 \\
 \delta_7 \\
 \delta_8 \\
 \delta_9 \\
 \delta_{10} \\
 \delta_{11} \\
 \delta_{12} \\
 \delta_{13} \\
 0 \\
 0
 \end{bmatrix}$$

- $\xi_1$  (Growth)
- $\xi_2$  (Uniqueness)
- $\xi_3$  (Non-Debt Tax Shields)
- $\xi_4$  (Asset Structure)
- $\xi_5$  (Size)
- $\xi_6$  (Profitability)
- $\xi_7$  (Volatility)
- $\xi_8$  (Industry Dummy)

# ساختار مدل اندازه‌گیری (ادامه ...)

## مسئله شناسایی (identification problem)

- از آن جا که تعداد پارامترهای مورد تخمین در مدل اندازه‌گیری نباید بیش از تعداد معادلات آن مدل باشد، ناچاریم با ایجاد محدودیت‌هایی تعداد پارامترهای مورد تخمین را کاهش دهیم. در این جا این محدودیت‌ها از طریق صفر (یا یک) لحاظ کردن ضرایب تخمینی، وارد مدل شده است. در مجموع تعداد ۱۰۵ محدودیت ایجاد شده است که در ۱۰۳ مورد آن به جای ضرایب عدد صفر و در دو مورد به جای ضرایب عدد یک قرار داده‌ایم. بدین ترتیب تعداد معادلات مدل اندازه‌گیری (۱۵ معادله) با تعداد ضرایب (۱۵) ضریب برابر می‌شود و مدل قابل تخمین می‌شود. این محدودیت‌ها بر اساس منطق ما در مورد وجود ارتباط میان متغیرهای قابل مشاهده و غیرقابل مشاهده ایجاد می‌شود. به عنوان مثال از آنجا که بین متغیر قابل مشاهده‌ی "نسبت هزینه‌های تحقیق و توسعه به فروش" و متغیر غیرقابل مشاهده‌ی "اندازه" رابطه‌ای متصور نیستیم، ضریب آن را در مدل اندازه‌گیری صفر لحاظ کرده‌ایم.

# ساختار مدل ساختاری

## مدلی بدون محدودیت

- برخلاف مدل اندازه گیری، مدل ساختاری کاملاً آزاد از هر گونه محدودیتی است. این مدل اثر ویژگی ها را بر نسبت های بدهی می سنجد، و هیچ کدام از ضرایب ویژگی ها به صورت برونزا تعیین نمی شوند. همبستگی جملات خطا در طی فرآیند تخمین بررسی می شود، و این امر بررسی امکان وجود سایر ویژگی های مؤثر بر اهرم مالی را که در مدل وارد نشده اند، فراهم می سازد.

# برآورد [تخمین] پارامترها

پارامترهای مدل از طریق برازش ماتریس کوواریانس متغیرهای قابل مشاهده ( $\Sigma$ ) که از مدل اندازه گیری به دست می آید با ماتریس کوواریانس تجربی  $S$  آن متغیرها برآورد می شوند. ضرایب به گونه ای برآورد می شوند که تابع برازش زیر که بر اساس روش حداکثر درستنمایی ایجاد شده، کمینه شود. فرض بر این است که متغیرهای قابل مشاهده دارای توزیع شرطی نرمال چندمتغیره اند.

$$F = \log(\det \Sigma) + \text{tr}(S \Sigma^{-1}) - \log(\det S) - (p + q),$$

# یافته‌ها و نتیجه‌گیری

✓ یافته‌های مدل‌ها

✓ بررسی یافته‌ها

✓ خلاصه و نتیجه‌گیری



# یافته‌های مدل اندازه‌گیری

Variable	Attributes								$\sigma^2_{\epsilon}$
	$\xi_1$ (Growth)	$\xi_2$ (Uniqueness)	$\xi_3$ (Non-Debt Tax Shields)	$\xi_4$ (Collateral Value)	$\xi_5$ (Size)	$\xi_6$ (Profitability)	$\xi_7$ (Volatility)	$\xi_8$ ( <i>IDUM</i> )	
<i>NDT/TA</i>			0.779 (26.7)						0.393
<i>ITC/TA</i>			0.606 (19.2)						0.744
<i>D/TA</i>			0.848 (30.1)						0.280
<i>RD/S</i>	0.246 (6.6)	0.781 (21.6)							0.401
<i>SE/S</i>		0.681 (19.7)							0.536
<i>CE/TA</i>	0.951 (26.4)								0.095
<i>INT/TA</i>				-0.331 (-8.7)					0.891
<i>IGP/TA</i>				1.180 (15.7)					-0.392
<i>LnS</i>					0.938 (7.9)				0.120
<i>GTA</i>	0.471 (13.9)								0.778
<i>QR</i>		-0.228 (-5.6)			-0.273 (-5.5)				0.896
<i>OI/TA</i>						0.641 (18.8)			0.589
<i>OI/S</i>						0.998 (27.8)			0.005
<i>SIGOI</i>							1.000		0.000
<i>IDUM</i>								1.000	0.000

<sup>a</sup> Reported *t*-statistics are in parentheses.

# یافته‌های مدل ساختاری

Debt Measures	Attributes							
	$\xi_1$ (Growth)	$\xi_2$ (Uniqueness)	$\xi_3$ (Non-Debt Tax Shields)	$\xi_4$ (Asset Structure)	$\xi_5$ (Size)	$\xi_6$ (Profitability)	$\xi_7$ (Volatility)	$\xi_8$ (Industry Dummy)
1. LT/MVE	-0.068 (-0.7)	-0.263 (-3.7)	-0.058 (-0.6)	0.041 (0.8)	-0.033 (-0.6)	-0.213 (-3.7)	-0.031 (-0.7)	-0.106 (-2.1)
ST/MVE	-0.112 (-1.2)	-0.260 (-3.7)	-0.041 (-0.4)	-0.046 (-0.9)	-0.183 (-3.2)	-0.179 (-3.1)	-0.017 (-0.4)	-0.063 (-1.2)
C/MVE	-0.067 (-0.7)	-0.076 (-1.0)	-0.050 (-0.5)	0.004 (0.1)	0.055 (1.0)	-0.108 (-1.8)	-0.027 (-0.6)	0.026 (0.5)
2. LT/BVE	0.230 (2.4)	-0.281 (-3.6)	-0.113 (-1.1)	-0.076 (-1.4)	-0.132 (-2.3)	-0.052 (-0.9)	-0.043 (-0.9)	-0.066 (-1.2)
ST/BVE	0.140 (1.5)	-0.185 (-2.4)	-0.079 (-0.8)	-0.096 (-1.7)	-0.284 (-4.1)	-0.044 (-0.7)	-0.038 (-0.8)	-0.051 (-0.9)
C/BVE	0.028 (0.3)	-0.065 (-0.8)	-0.156 (-1.5)	-0.019 (-0.3)	0.050 (0.9)	0.026 (0.4)	-0.016 (0.3)	0.074 (1.3)

The coefficient estimates are scaled to represent the estimated change in the dependent variable, relative to its variance. Reported *t*-statistics are in parentheses.  
 respect to a change in an attribute, relative to its variance.

## بررسی یافته‌ها

عدم وجود  
ارتباط

- سپر مالیاتی غیربدهی، ساختار بدهی و نوسان ارتباطی با سنجش‌های اهرم ندارند

عدم  
توضیح‌دهندگی

- مدل نمی‌تواند تغییرات در "اوراق قرضه‌ی قابل تبدیل" را توضیح دهد.

## بررسی یافته‌ها [ادامه ...]

اثر اندازه بر تأمین  
مالی کوتاه‌مدت

- شرکت‌های کوچک‌تر تمایل دارند که به میزان بیشتری از منابع مالی کوتاه‌مدت استفاده کنند.

اثر اندازه بر بدهی  
بلندمدت

- شواهد حاکی از آن است که اندازه شرکت‌ها با "نسبت بدهی بلندمدت به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام" و نه "نسبت بدهی بلندمدت به ارزش بازار حقوق صاحبان سهام" نسبت مستقیم دارد.

اثر سودآوری

- ارتباط معکوس و معنی‌دار میان سودآوری و "نسبت‌های بدهی به ارزش بازار حقوق صاحبان سهام" و نه "نسبت‌های بدهی به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام" یافت شد.

## بررسی یافته‌ها [ادامه ...]

- شرکت‌هایی که محصولات منحصر به فرد تولید می‌کنند، اهرم پایین‌تری دارند. البته ارتباط منفی "منحصر به فرد بودن" و اهرم ممکن است از محل همبستگی این ویژگی با ویژگی‌های "سپر مالیاتی غیربدهی" و "ارزش وثیقه" ایجاد شده باشد. برای بررسی این مسأله، تابع احتمال حاصل از مدل پژوهش، با مدلی مقایسه شد که تنها دو ویژگی "منحصر به فرد بودن" و "صنعت" را لحاظ می‌کند. اختلاف نسبت تابع احتمال این دو مدل دارای توزیع "کای مربع" باشد، درجه‌ی آزادی است، که در سطوح بالای آماری معنی‌دار به دست آمد و شواهدی مبنی بر اثر معنی‌دار "منحصر به فرد بودن" بر اهرم می‌باشد.

اثر

"منحصر به فرد بودن"

# استحکام نتایج

## متغیرهای استاندارد شده با ...

- بررسی ماتریس همبستگی متغیرهای قابل مشاهده و نسبت‌های اهرمی، فرصتی را برای بررسی استحکام نتایج فراهم می‌کند. در تفسیر ضرایب همبستگی باید تا حد بیشتری در مورد متغیرهایی که بر "سود عملیاتی" (که با نسبت‌های اهرمی همبستگی مثبت دارند) تقسیم می‌شوند، و تا حد کمتری در مورد متغیرها که بر "کل دارایی" (که با نسبت‌های اهرمی همبستگی منفی دارند) تقسیم می‌شوند، احتیاط کرد، چراکه با استانداردسازی متغیرها با دو مورد ذکر شده، ممکن است نتایج به دلیل ارتباط میان نسبت‌های اهرمی و سود یا دارایی، دچار انحراف شوند. به عنوان مثال همبستگی مثبت و نسبتاً بزرگ "نسبت سپر مالیاتی غیر بدهی به دارایی" با اهرم مالی ممکن است به خاطر همبستگی مستقیم و بزرگ آن متغیر با نسبت "سود عملیاتی به کل دارایی" باشد.

# خلاصه و نتیجه‌گیری

نتیجه‌گیری شد که سطح بدهی با میزان "منحصربه‌فرد بودن" شرکت رابطه‌ی معکوس دارد که با نتایج Titman (1984) همخوانی دارد.

رابطه‌ی معکوس میان اندازه‌ی شرکت و میزان بدهی‌های کوتاه‌مدت وجود دارد. این رابطه ممکن است ناشی از هزینه‌هایی باشد که شرکت‌های کوچک برای تأمین مالی بلندمدت متحمل می‌شوند. رابطه‌ی معکوس بین سنجه‌های سودآوری دوره‌ی گذشته و "نسبت‌های اهرمی استاندارد شده با ارزش بازار حقوق صاحبان سهام" در دوره‌ی جاری نیز مؤید اهمیت هزینه‌های معاملات است. این نتایج با بخشی از نتایج Meyers (1977) و Meyers and Majluf (1980) همخوانی دارد.

شواهدی مبنی بر وجود رابطه میان اهرم و سپر مالیاتی غیربدهی، نوسان، ارزش وثیقه و رشد آتی فراهم نشد.

# سوالات





# با تشکر