

ساختار سرمایه

حسین عبده تبریزی . میثم رادپور

دانشکده‌ی مدیریت و اقتصاد دانشگاه شریف

جلسه‌ی هفدهم

۵ آبان ۱۴۰۵

تعاریف

ساختار سرمایه (Capital Structure)

- ترکیب سرمایه شرکت، ساختار سرمایه می باشد. ساختار سرمایه شرکت می تواند ترکیبی از ابزار مبتنی بر حق مالی و ابزار مبتنی بر بدهی باشد.

اجزای سرمایه (Capital Components)

- به اجزای تشکیل دهنده سرمایه شرکت گویند. اجزای سرمایه می تواند شامل سهام عادی، سهام ممتاز، اوراق قرضه و ... باشد.

ساختار سرمایه هدف (Target Capital Structure)

- اغلب شرکت ها برای اجزای سرمایه خود درصدهای معینی در نظر می گیرند و سعی می کنند در طول زمان، سهم اجزای سرمایه را در ساختار سرمایه حفظ کنند.

تعاریف

ساختار مالی (Financial Structure)

- شامل ترکیب سمت چپ ترازنامه می باشد و بنابراین شامل منابع مالی کوتاه مدت نیز می شود.

ساختار سرمایه (Capital Structure)

- شامل اقلام بلند مدت سمت چپ ترازنامه می باشد و بنابراین فاقد بدهی های جاری است.

فرضیه‌های اصلی ساختار سرمایه از منظر مکاتب مالی

مالی رفتاری

ساختار سرمایه بر عملکرد مدیران و متعاقباً ارزش شرکت مؤثر است.

مالی استاندارد

ساختار سرمایه بر هزینه سرمایه و متعاقباً ارزش شرکت مؤثر است.

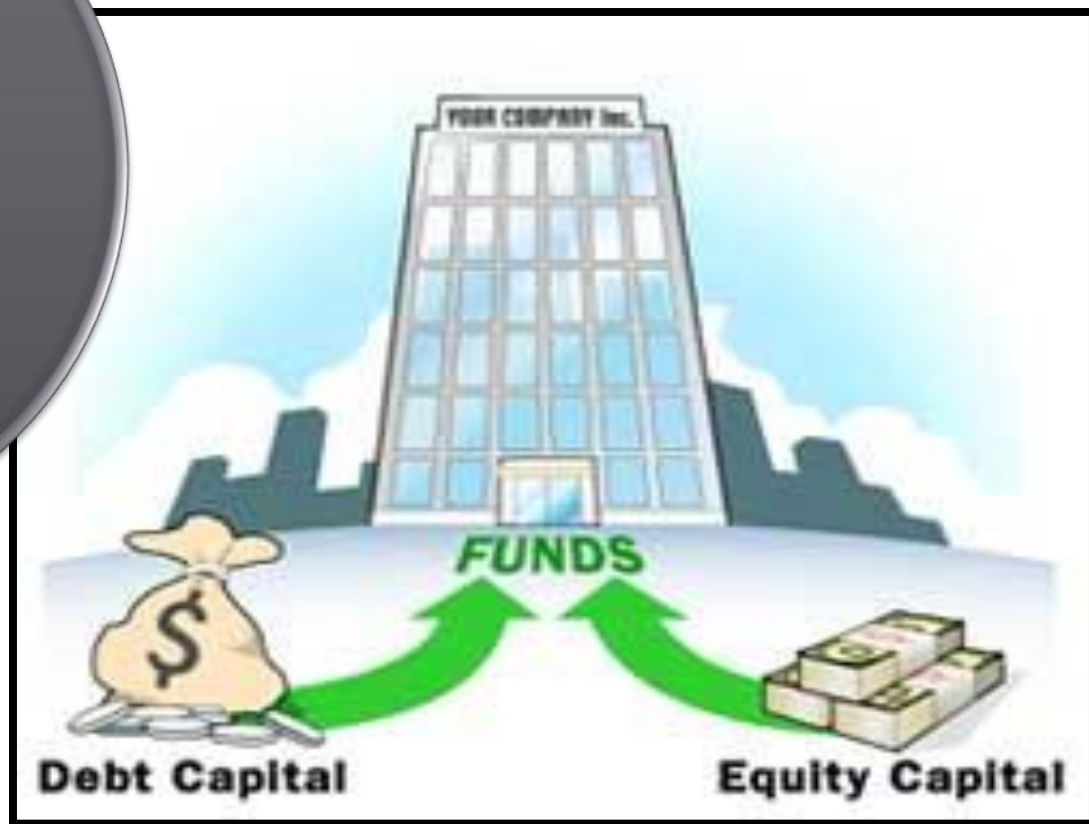
طرح موضوع از منظر مالی استاندارد

سؤال‌های اساسی

- آیا ترکیب سرمایه اهمیت دارد؟
- اجزای سرمایه چه رابطه‌ای با هم دارند؟
- ساختار سرمایه چه اثری بر هزینه سرمایه شرکت دارد؟
- ساختار سرمایه چه تأثیری بر ارزش شرکت دارد؟
- چه عواملی در تعیین ساختار سرمایه شرکت‌ها مؤثر است؟
- آیا ساختار سرمایه شرکت‌های فعال در صنایع مختلف، متفاوت است؟
- آیا ساختار سرمایه بهینه وجود دارد؟

چه ترکیبی از بدهی و سرمایه استفاده شود؟

نظریه
ساختار
سرمایه



ساختار سرمایه، هزینه سرمایه، ارزش شرکت



اهمیت مسأله

تا سال ۱۹۵۸ نظریه ساختار سرمایه به صورت گزاره‌هایی نه چندان محکم درباره رفتار سرمایه‌گذاران بود. در سال ۱۹۵۸ مجموعه‌ای از مقاله‌های مالی که دارای بیشترین تأثیر در تاریخ امور مالی بوده‌اند توسط فرانکو مودیلیانی و مرتون میلر ارائه شد. در این مقاله‌ها درباره ساختار سرمایه به روشی بسیار قوی و علمی بحث شد و یک سلسله از تحقیقات را بنا کرد که تا امروز ادامه دارد.

پیچیدگی مسأله

نظریه ساختار سرمایه

معمای ساختار سرمایه

نظریه‌های ساختار سرمایه

نظریه‌های سنتی

• نظریه سنتی

- Classic Theory

• نظریه سود خالص

- Net Income Theory

• نظریه سود خالص عملیاتی

- Net Operating Income

نظریه‌های ساختار سرمایه

نظریه‌های مدرن

- نظریه مودیلیانی و میلر
- Modigliani and Miller Theory
- نظریه دادوستد
- Trade-Off Theory
- نظریه سلسله مراتبی
- Pecking Order Theory
- نظریه اطلاعات نامتقارن یا هشداردهنده
- Asymmetric Information (Signaling) Theory

نظریه مودیلیانی و میلر



• **نظریه اول:** با فرض عدم وجود مالیات

• **نظریه دوم:** با فرض وجود مالیات

نظریه اول مودیلیانی و میلر

مفروضات:

- شرکت‌ها را می‌توان بر اساس ریسک تجاری به گروه‌های همگن دسته‌بندی نمود؛
- انتظار سهامداران از سودآوری آتی شرکت یکسان است؛
- بازار کارایی کامل دارد (به تبع هزینه مبادلات صفر است)؛
- بدهی‌ها کاملاً بدون ریسک بوده و شرکت‌ها و اشخاص می‌توانند به هر میزان استقراض نمایند؛
- رشد شرکت‌ها صفر است؛
- هیچ‌گونه مالیاتی وجود ندارد؛
- هیچ‌گونه هزینه نمایندگی (Agency Cost) یا ورشکستگی وجود ندارد؛

تعریف متغیرها

V : ارزش شرکت

V_U : ارزش شرکت غیراهرمی

V_L : ارزش شرکت اهرمی

NOPAT: سود خالص عملیاتی پس از کسر مالیات

WACC: میانگین موزون هزینه سرمایه

K_{SU} : نرخ بازده موردنظر سهام شرکت غیراهرمی

K_{SL} : نرخ بازده موردنظر سهام شرکت اهرمی

K_d : نرخ بازده موردنظر بدهی

D : ارزش بازار بدهی شرکت

S : ارزش بازار سهام شرکت

قضایای نظریه اول مودیلیانی و میلر

قضیه ۱

$$V_U = V_L = \frac{\text{NOPAT}}{\text{WACC}} = \frac{\text{NOPAT}}{k_{\text{SU}}}$$

قضیه ۲

$$k_{\text{SL}} = k_d + (k_{\text{SU}} - k_d) * D/S$$

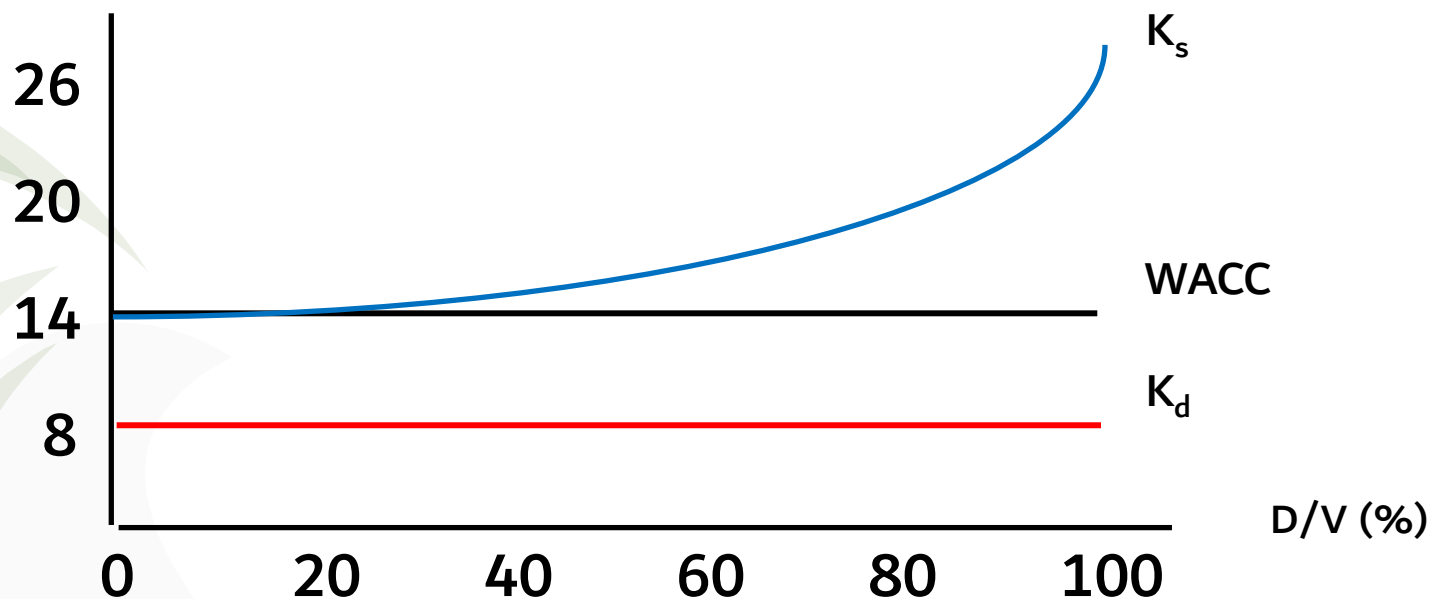
نتایج نظریه اول مودیلیانی و میلر

استقلال ساختار سرمایه
و ارزش شرکت

با فرض عدم وجود مالیات، هزینه سرمایه شرکت تحت تأثیر ساختار سرمایه قرار نمی گیرد و بنابراین، ساختار سرمایه اثری بر ارزش شرکت ندارد.

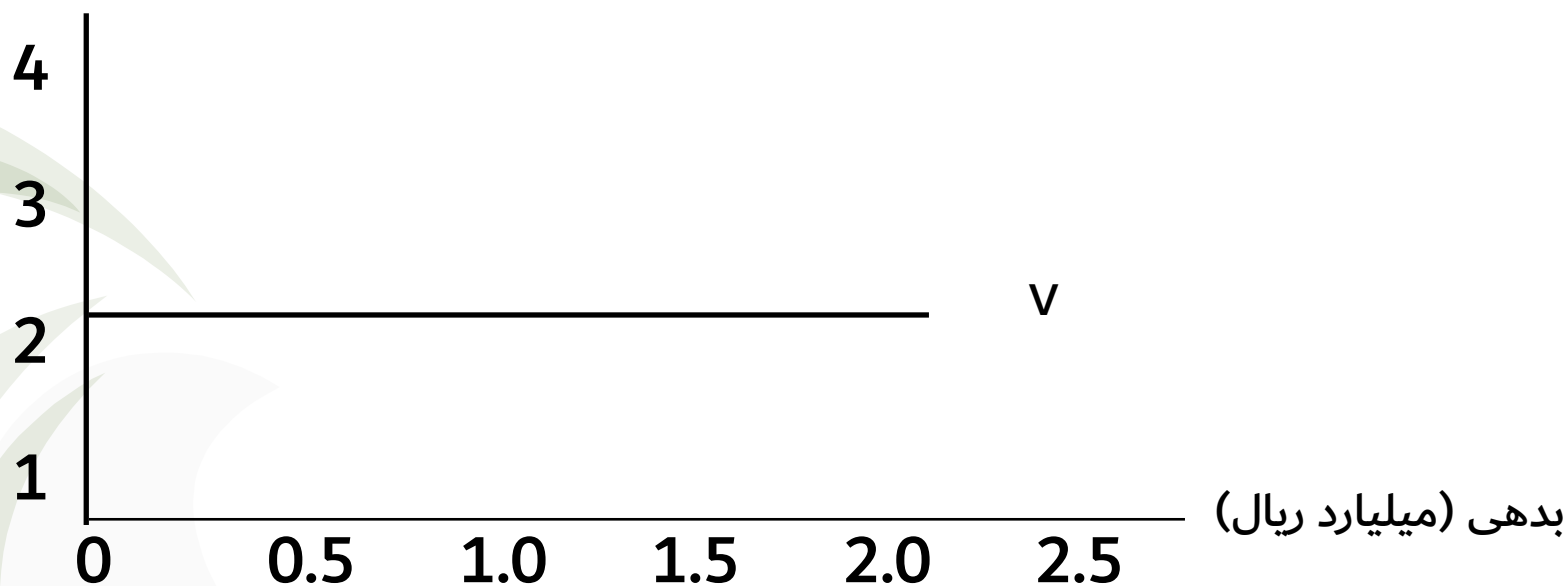
نتایج نظریه اول مودیلیانی و میلر

هزینه سرمایه (%)



نتایج نظریه اول مودیلیانی و میلر

ارزش شرکت (میلیارد ریال)



قضایای نظریهٔ دوم مودیلیانی و میلر

قضیهٔ ۱

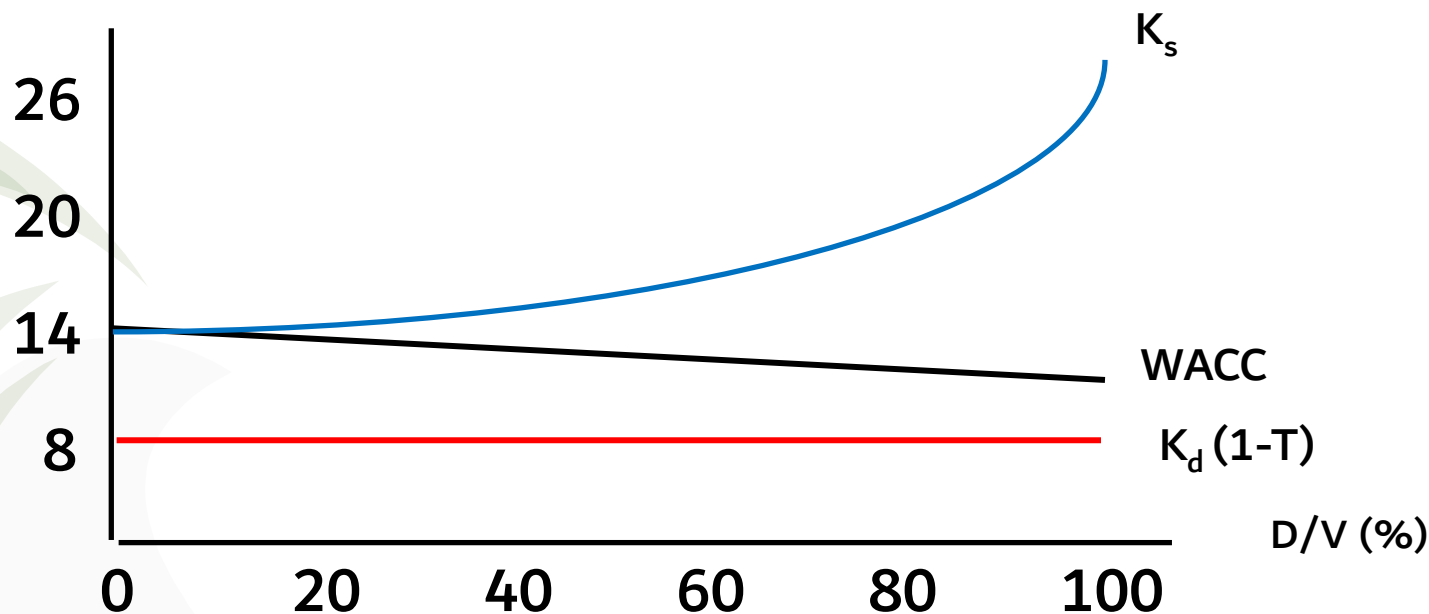
$$V_L = V_U + TD$$

قضیهٔ ۲

$$k_{SL} = k_d + (k_{SU} - k_d) * (1 - T) * D/S$$

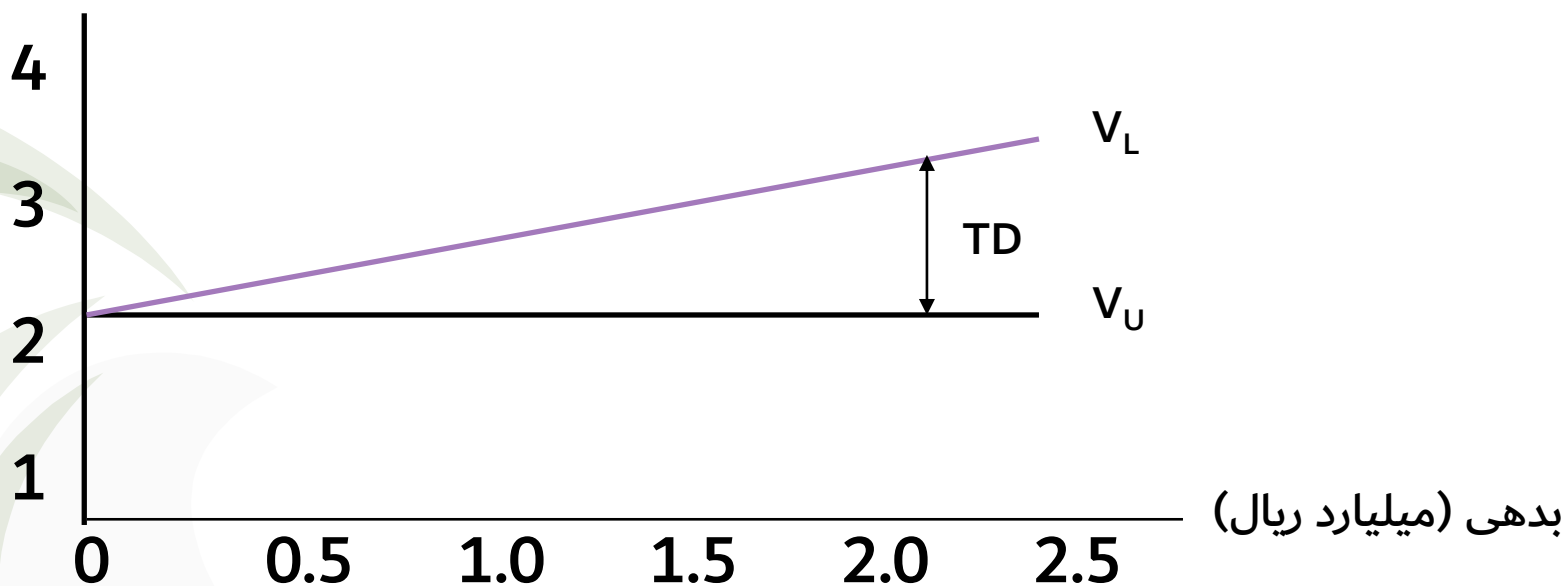
نتایج نظریهٔ دوم مودیلیانی و میلر

هزینهٔ سرمایه (%)



نتایج نظریهٔ دوم مودیلیانی و میلر

ارزش شرکت (میلیارد ریال)



معادلهٔ حمدا

۱. خط بازار سرمایه

$$k_S = k_d + (k_M - k_d)b$$

۲. معادلهٔ مودیلانی و میلر

$$k_{SL} = k_d + (k_{SU} - k_d) * (1 - T) * D/S$$

۳. معادلهٔ حمدا

$$K_{SL} = K_d + (K_M - K_d)b_U + (K_M - K_d)b_U(1 - T)D/S$$

$$b_L = b_U[1 + (1 - T)D/S]$$

انتقادات وارد بر مدل MM

در این مدل با بدهی اشخاص و شرکت‌ها به یک نوع برخورد می‌شود.

هزینه‌های کارگزاری صفر فرض شده است.

محدودیت سرمایه گذاری نهادی ممکن است فرآیند آربیتراژ را به تأخیر بیاندازد.

شرکت‌ها و سرمایه‌گذاران می‌توانند با یک نرخ وام بگیرند.

عملاً با فرض نرخ مالیات صفر برای اشخاص، مالیات بر درآمد آن‌ها را در نظر نمی‌گیرد.

هزینه بدهی با افزایش حجم بدهی افزایش نمی‌یابد. یعنی فرض می‌شود بحران‌های مالی بدون هزینه هستند و هزینه‌های نمایندگی وجود ندارد.

هزینه‌های ناشی از وجود بدهی در ساختار سرمایه

هزینه‌های بحران مالی

- طولانی شدن زمان تسویه شرکت ورشکسته و هزینه‌های ناشی از آن
- اقدام‌هایی مدیریت برای نجات شرکت در کوتاه مدت که ممکن است باعث کاهش ثروت سهامداران شود
- اختلال در روابط بین شرکت با مشتریان و نیز عرضه‌کنندگان مواد اولیه

هزینه‌های ناشی از وجود بدهی در ساختار سرمایه

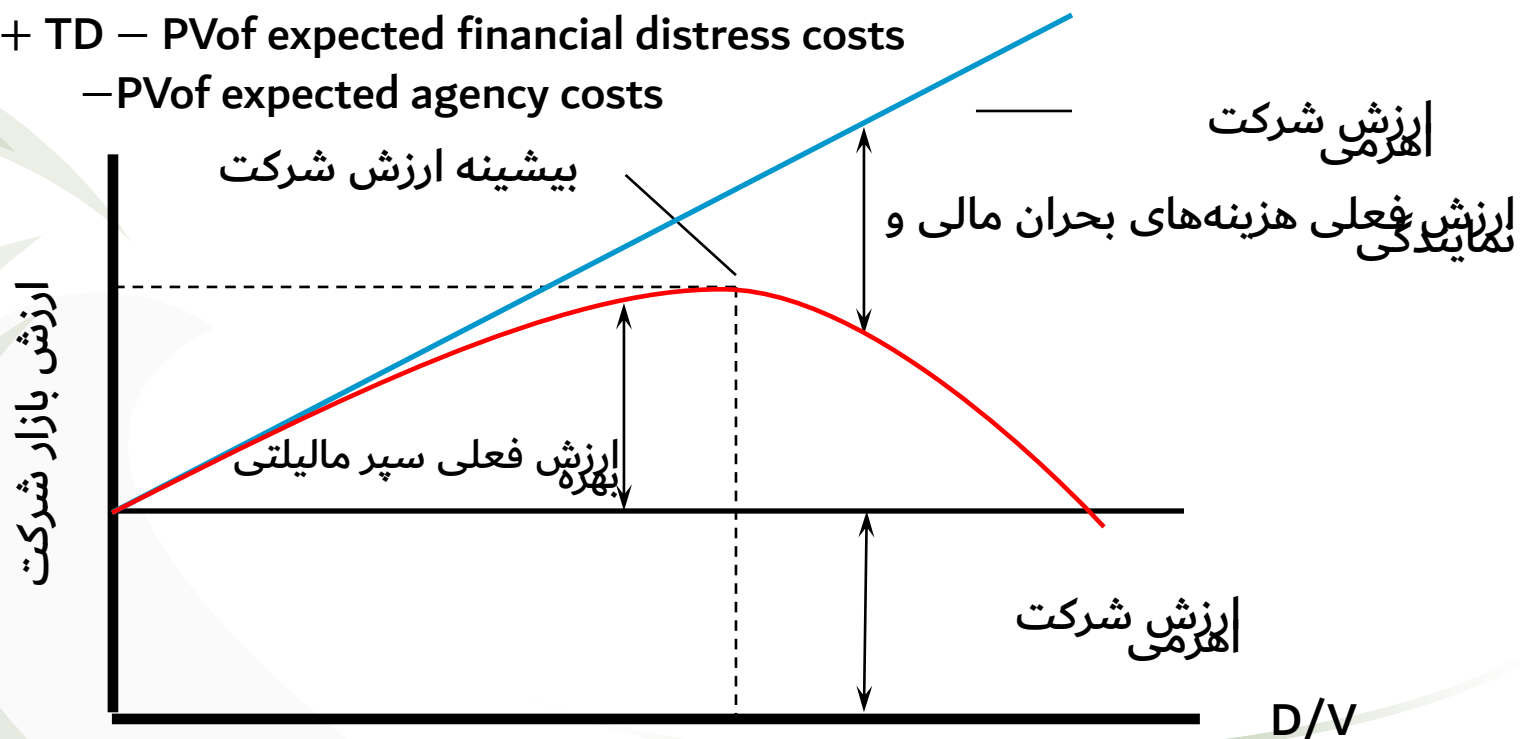
هزینه‌های نمایندگی

- هزینه‌های ناشی از کاهش کارایی
- اضافه‌هزینه‌های ناشی از نظارت

نظریه دادوستد

با افزودن هزینه‌های بحران مالی و نمایندگی به مدل مودیلیانی و میلر، مدلی به نام داد و ستد ساختار سرمایه متولد می‌شود. در این مدل، ساختار سرمایه مطلوب از طریق دادوستد بین منافع حاصل از وام (سپر مالیاتی حاصل از بهره) و هزینه‌های وام (هزینه‌های بحران مالی و نمایندگی) تعیین می‌شود.

$$V_L = V_U + TD - \text{PV of expected financial distress costs} - \text{PV of expected agency costs}$$



نظریهٔ سلسله مراتبی

دونالدسون بر اساس مطالعات تجربی گوردن می نویسد:

- شرکت‌ها برای تأمین مالی از یک سلسله مراتب استفاده می کنند. بدین ترتیب که ابتدا از سود انباشته، سپس از وام استفاده می کنند و در نهایت سهام انتشار می دهند.

نظریه اطلاعات نامتقارن یا هشداردهنده

مایرز توضیح می‌دهد:

در مدل دادوستد یک فرض اصلی وجود دارد مبنی بر این که همه نیروهای فعال در بازار دارای انتظارات همگون هستند و آن بدین معنی است که اولاً همه نیروهای فعال دارای اطلاعات همانند می‌باشند و ثانیاً هر تغییری در سود عملیاتی جنبه کاملاً تصادفی دارد.

نظریه اطلاعات نامتقارن یا هشداردهنده

مایرز توضیح می‌دهد:

در دنیای واقعی تقارن اطلاعات وجود ندارد. این عدم تقارن اطلاعات باعث می‌شود روش‌های تأمین مالی پیام‌های خاصی را به بازار مخابره کند. تأمین مالی از طریق انتشار سهام به بازار این پیام را مخابره می‌کند که ارزش شرکت بیش از میزان واقعی است. بنابراین، به محض انتشار خبر انتشار سهام، ارزش سهام شرکت در بازار کاهش می‌یابد.

عوامل انتخاب ساختار سرمایه

مقاله‌ی

Sheridan Titan & Roberto Wessels

(مارس 1988)

حسین عبده تبریزی . میثم رادپور

1. بررسی نظریه‌های ساختار سرمایه.
2. بررسی جداگانه‌ی تأثیر وام کوتاه‌مدت، بلندمدت، و بدهی تبدیل‌پذیر.
3. استفاده از تکنیک تحلیل عاملی برای رفع مشکل (مدل‌سازی ساختاری خطی).
مدل مشابه Roll و Ross برای آزمون نظریه‌ی قیمت‌گذاری آربیتراژ.

مشکلات مطالعات تجربی

- ❖ پژوهش‌های تجربی کم‌تر به دلیل مشکل.
- ❖ مشاهده‌ی ویژگی‌های هر شرکت.
- ❖ استفاده از برآورد معادلات رگرسیون و استفاده از متغیر جایگزین برای ویژگی‌های نظری غیرقابل مشاهده.
- ❖ ویژگی «ارزش توثیقی» متغیر جایگزین - نسبت موجودی‌ها به علاوه‌ی کارخانه و تجهیزات تقسیم بر جمع دارایی‌ها.
- ❖ ویژگی «ارزش توثیقی» متغیر جایگزین- نسبت دارایی‌های نامشهود به جمع دارایی‌ها.
- ❖ تعدد جانشین‌های متعدد برای ویژگی خاص و خطر انتخاب جانشین مناسب از نظر محاسباتی.
- ❖ مشکل سنجه‌های ویژگی خاص مستقل از سنجه‌های دیگر ویژگی‌ها.
- ❖ مشکل خطای متغیرها.
- ❖ همبستگی خطای محاسباتی متغیرهای جانشین (Proxy) با متغیرهای مستقل.

عوامل مؤثر بر ساختار سرمایه طبق نظریه‌های مختلف

❖ ساختار دارایی‌های شرکت (ارزش توثیقی دارایی‌ها).

❖ سپر مالیاتی غیر بهره.

❖ رشد.

❖ منحصربه‌فرد بودن.

❖ گروه‌بندی صنعت.

❖ اندازه.

❖ تلاطم عایدات.

❖ سودآوری.

نتایج

- ❖ شرکت‌های با محصولات منحصربه‌فرد نسبت بدهی پایین دارند.
- ❖ منحصربه‌فرد بودن با هزینه‌های R&D، مخارج فروش و گردش کارمندی اندازه‌گیری شده است.
- ❖ شرکت‌های کوچک از وام کوتاه‌مدت بیش‌تری استفاده می‌کنند.
- ❖ نسبت بدهی با رشد موردانتظار، سپر مالیاتی غیربهره، تلاطم، ارزش وثیقه‌ی دارایی‌ها ارتباط ندارد.
- ❖ شرکت‌های سودآور نسبت بدهی کم‌تری (با لحاظ ارزش روز سهام) دارند.

ارزش توثیقي دارايي‌ها

تأثیر دارايي‌ها بر ساختار سرمايه

اسکات Scott: با انتشار بدهي‌هاي با پشتوانه، شرکت‌ها ارزش سهام سرمايه‌ي خود را بالا مي‌برند، چون از بستانکاران بدون پشتوانه‌ي خود حقي را سلب مي‌کنند.

میرز و مجلوف Myers & Majlof: تحقيق مشابه؛ شرکت‌هاي دارنده‌ي دارايي‌هاي که مي‌تواند وثيقه‌ي وام باشد (که هزینه‌ها را کاهش مي‌دهد)، اوراق وام بيش‌تري صادر مي‌کنند.

گالاي و مسوليس، جنسون و ملکيتگ، و ديگران Jensen & Meckling, Galai & Masulius: سهامداران شرکت‌هاي اهرمي براي سلب مالکيت از دارندگان اوراق قرضه، زيربهيته سرمايه‌گذاري مي‌کنند. اگر بدهي وثيقه‌دار باشد، وام‌گيرنده محدود به استفاده از وام براي پروژه‌ي خاص مي‌شود.

گراسمان و هارت Grossman & Hart: علاقه‌ي مديران به دريافت مزايای شغلي به بدهي کم‌تر مي‌انجامد، چون سطوح بالاتر بدهي خطر ورشکستگي و کنترل بيش‌تر دارندگان اوراق قرضه را دارد.

سپرهای مالیاتی غیر بهره

دی آنجلو و مسولیس DeAngelo & Masulis: مدل ساختار سرمایه‌ی بهینه با تأثیر مالیات بر شرکت‌ها، مالیات اشخاص و سپر مالیاتی غیر بهره‌ای. وام کمتر برای مورد اخیر.

متغیر جانشین برای ویژگی
«سپر مالیاتی غیر بهره‌ای»

نسبت بستانکاری مالیاتی ناشی از
سرمایه‌گذاری‌ها به کل دارایی‌ها

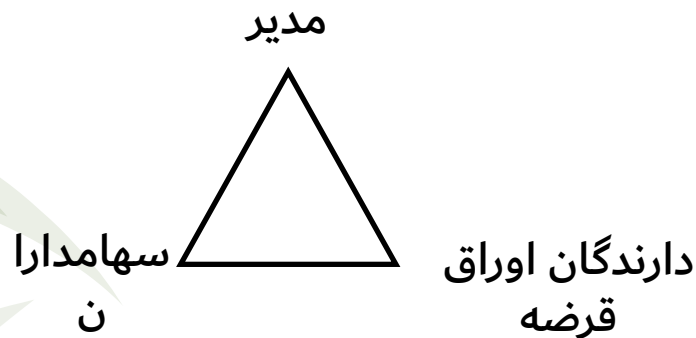
نسبت استهلاک به کل دارایی‌ها

سپر مالیاتی بهره‌ای $NDT = OI - i - \frac{T}{\text{نرخ مالیات}}$

نرخ رشد

مشکل نمایندگی: شرکت‌های در کنترل سهامداران سرمایه‌گذاری زیربهمینه دارند تا از دارندگان اوراق بدهی منافع را سلب کنند.

هزینه‌های نمایندگی بالاتر برای صنایع در حال رشد که برای انتخاب سرمایه‌گذاری‌های آتی فرصت‌های بیشتری دارند.



میرز Myers: تفاوت کوتاه‌مدت و بلندمدت بودن بدهی در هزینه‌های نمایندگی؛ رابطه‌ی منفی بین بدهی و فرصت‌های رشد.

جنسون و مک‌لینگ، Smith & Warner: کاهش هزینه‌های نمایندگی با انتشار بدهی تبدیل‌پذیر.
یعنی رابطه‌ی مثبت بین فرصت‌های رشد و بدهی تبدیل‌پذیر.
فرصت‌های رشد آن دسته از دارایی‌های سرمایه‌ای‌اند که ارزش به شرکت اضافه می‌کنند، اما دارایی
پشتوانه (وثیقه) پذیر نیستند و سود مالیات‌پذیر جاری ندارند.

متغیرهای جایگزین ← نسبت هزینه‌های سرمایه‌ای به کل
برای ویژگی رشد ← نسبت تحقیقات و توسعه به فروش

منحصر به فرد بودن

تیتمن Titman: رابطه‌ی انحلال با ورشکستگی؛ هزینه‌های انحلال بر تصمیم ساختار سرمایه تأثیر می‌گذارد. شرکت‌های تولید کالای منحصر به فرد در صورت انحلال هزینه‌های بالاتری به مشتریان، کارگران و فروشندگان مواد اولیه خود تحمیل می‌کنند. مشتریان کالای مشابه نمی‌یابند، کارگران راحت کار پیدا نمی‌کنند و فروشندگان مواد به شرکت بسادگی خریدار جایگزین نمی‌یابند. پس، به این دلایل، منحصر به فرد بودن رابطه‌ی منفی با نسبت بدهی دارد.

متغیرهای جایگزین	← نسبت هزینه‌های تحقیق و توسعه بر فروش
برای ویژگی	← نسبت هزینه‌های فروش به فروش
منحصر به فرد بودن	← رابطه‌ی مستقیم با منحصر به فرد بودن
	← نسبت ترك شغل

گروه‌بندی صنعت

تیتمن: انحلال شرکت‌های خدمات خاص (با قطعات یدکی) هزینه‌ی بالا دارد. پس، شرکت‌های تولید ماشین‌آلات و تجهیزات باید نسبت بدهی پایین داشته باشند. متغیر کاذب (Dummy) برابر یک برای کدهای SIC 3400-4000 (تولید ماشین‌آلات و تجهیزات) در مقابل متغیرهای دیگر (صفر)

اندازه

رابطه‌ی نسبت اهرمی با اندازه‌ی شرکت
وارنر، آنگ، چوا و مک‌کانل:

McConnel Chua Ang

❖ شرکت‌های بزرگ تنوع بیش‌تری دارند و کم‌تر در معرض ورشکستگی‌اند.

شرکت‌های بزرگ اهرمی‌تراند.

❖ هزینه‌های انتشار اوراق بدهی و اوراق سهام نیز به اندازه مربوط است. شرکت‌های

کوچک برای انتشار سهام، هزینه‌های بیش‌تری متقبل می‌شوند.

برای اندازه لگاریتم فروش LnS

نسبت ترک شرکت QR

سطح بدهي بهينه با تلاطم عايدات رابطه دارد.
فقط يك عامل تلاطم كه نمي‌تواند بر سطح بدهي شركت
مستقيماً تأثير گذارد: انحراف معيار درصد تغيير در سود
عملياتي است.

سودآوری

Myers, Brealey and Donaldson

دونالدسون، بریلی و میرز

تأمین مالی اول از عایدات انباشته (سود تقسیم نشده)، دوم از بدهی، و سوم از انتشار سهام جدید (شاید به دلیل هزینه های بالاتر انتشار سهام)

میرز و مجلوف

اطلاعات نامتقارن (هزینه های معاملاتی) و کاهش سود تقسیم نشده نقش عمده ای بر ساختار سرمایه دارد.

متغیر

نسبت سود عملیاتی به فروش (OI/S) ←

نسبت سود عملیاتی به کل دارایی ها (OI/TA) ←

سنجه‌هاي ساختار سرمايه

ارزش دفتری

بدهي کوتاه مدت

بدهي بلند مدت

بدهي تبدیل پذیر

ارزش بازار

بدهي کوتاه مدت

بدهي بلند مدت

بدهي تبدیل پذیر

در بعضي مطالعات، اين‌ها تلفيق شده‌اند

در بعضي مطالعات، تكتك در ساختار سرمايه بررسي شده‌اند. محدوديت اطلاعات، كار با ارزش دفتری را بيشتتر کرده است.

بوومن Bowman: همبستگي مقطعي بالا بين ارزش‌هاي دفتری و ارزش‌هاي بازار؛ اشكال همبستگي‌هاي جعلي در ارزش‌هاي دفتری و بازار.

داده‌های مورد استفاده

1. دوره‌ی پژوهش 1974-1982.
2. اطلاعات از فایل Compustat غیر از اطلاعات کارگري که از وزارت کار گرفته شده.
3. حل نمونه‌هایی که اطلاعات کل دوره وجود نداشت 469 شرکت.
4. تقسیم داده‌ها به سه دوره‌ی سه ساله متوسط سه‌ساله خطا را کاهش می‌دهد.
5. اندازه‌گیری متغیرهای مستقل (ساختار دارایی‌ها، سپر مالیاتی غیر بهره‌ای، رشد، ...)

ویژگی‌های مدل

❖ نظریه‌ها اشکال تابعی رابطه‌ی شاخص‌ها با نسبت‌های بدهی را توضیح نمی‌دهد.

❖ روابط خطی

❖ نرم‌آفزار آماری Lisrel (Linear Structural Relations) به طراحی

Jöreskog و Sörbom

(یورسکوگ سوئدی) (شربوم امریکایی)

نوعی مدل تحلیل عاملی که ترکیبی از دو مدل اندازه‌گیری و مدل ساختاری است. مدل تحلیل عاملی از مدل رگرسیون استاندارد بهتر است، چون رابطه‌ی بین ویژگی‌های غیرقابل مشاهده و متغیرهای قابل مشاهده را صریحاً تعیین می‌کند. مدل اندازه‌گیری: ویژگی‌های غیرقابل مشاهده‌ی ویژه شرکت با مرتبط کردن آن‌ها با متغیرهای قابل مشاهده (داده‌های حسابداری) اندازه‌گیری می‌شود.

در مدل ساختاری، نسبت‌های بدهی تابع ویژگی‌های تعریف شده در مدل اندازه‌گیری، سنجیده می‌شوند.

مدل اندازه‌گیری:

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

x عبارت است از بردار $q \times 1$ متغیر شاخص‌های قابل مشاهده
(15 شاخص)

ξ عبارت است از بردار $m \times 1$ متغیر ویژگی غیرقابل مشاهده (۸ شاخص)

Λ عبارت است از ماتریس $q \times m$ ضرایب رگرسیون x روی ξ

$$15 \times 8$$

δ عبارت است از خطاهای اندازه‌گیری

مدل ساختاری

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

y عبارت است $p \times 1$ بردار نسبت‌های بدهی

Γ عبارت است ماتریس $p \times m$ عوامل

ε عبارت است از بردار خطا

و برآورد این مدل برای سه گروه از بدهی‌ها

اطلاعات بردارها و ماتریس‌ها مدل اندازه‌گیری و مدل ساختاری داده شده است.

گزارشدهی نتایج

- ❖ نتایج در جدول‌های جداگانه آمده است.
- ❖ عوامل محدودکننده بسیار برای افزودن عامل‌ها به مدل اندازه‌گیری (۱۰۵ محدودیت) - اختیاری / مدل ساختاری محدودیت تعریف نشده.
- ❖ فرض عدم‌همبستگی در مواردی مثل اندازه و رشد کار نمی‌کند. از این‌رو، همبستگی ویژگی‌های غیرقابل مشاهده درون مدل برآورد شده است.
- ❖ چون محدودیت‌ها همه ممکن است صحیح نباشد، تفسیر برآوردها باید با احتیاط صورت گیرد.
- ❖ همبستگی میان خطاهای مدل ساختاری درون مدل برآورد شده و بنابراین وجود ویژگی‌های بیش‌تر نفی نشده.
- ❖ هم از نظر جهت و هم از نظر اندازه‌ی، ویژگی‌ها بیانگر عناصری بوده که در انتخاب ساختار سرمایه مورد نظر بوده است.
- ❖ بسیاری از ضرایب برآوردشده کوچک و از نظر آماری بی‌اهمیت بوده است.
- ❖ بعضی از ضرایب برآوردها بزرگ و با اهمیت‌اند.
- ❖ توضیح در مورد آمار t و توزیع χ^2 با درجه‌ی آزادی مختلف

گزارشدهي نتايج (ادامه)

- ❖ ضريب منفي براي منحصر به فرد بودن: شركت‌هاي با هزينه‌هاي بالاي تحقيق و توسعه، مخارج فروش بالا، و گردش نازل كاركنان، نسبت‌هاي بدهي پايين دارند. [تأيد تيتمن].
 - ❖ شركت‌هايي كه در صورت انحلال، بالقوه هزينه‌هاي سنگيني به مشتريان، كارگران و فروشندگان مواد تحميل مي‌كنند، نرخ‌هاي بدهي پايين دارند (تيتمن).
 - ❖ رابطه‌ي منفي بالا مي‌تواند با سپر مالياتي غير بهره‌اي و ارزش‌هاي وثايق هم مربوط باشد.
 - ❖ شركت‌هاي كوچك از تأمين مالي کوتاه مدت بيشتر استفاده مي‌كنند (هزينه‌هاي معاملاتي بالاتر).
- بنابراين نسبت به شرايط اقتصادي حساس‌تراند، و اين شرايط روي آن‌ها بيشتر تأثير مي‌گذارد (Chan, Chen and Hsieh).
- ❖ اندازه به قيمت دفتري مربوط است تا به قيمت بازار؛ شركت‌هاي با ارزش بازار بالاتر نسبت به ارزش دفتري، ظرفيت وام‌دهي بيشتر دارند.

گزارشدهي نتايج (ادامه)

- ❖ ويژگي «سودآوري» با نسبت بدهي به ارزش بازار ارتباط دارند؛ يعني، افزايش ارزش سهام ناشي از سود عملياتي، با افزايش وام‌گيري حذف نمي‌شود. اين اهميت هزينه‌هاي معاملاتي را نشان مي‌دهد که با نظر ميرز و «نظريه‌ي سلسله مراتبي» او منطبق است.
- ❖ با اهميت‌بودن برآوردهاي ضرايب سودآوري و اندازه لزوماً با فرضيه‌ي نامربوط‌بودن ساختار سرمايه در تقابل نيستند. اين برآوردهاي بااهميت با ارزش بازار يا ارزش دفترتي به بيان‌آن است که ساختار سرمايه تصادفي انتخاب شده است.
- ❖ ضريب مثبت ويژگي رشد با نسبت بدهي بلندمدت به ارزش بازار سهام با نظريه‌ي نمايندگي يا نظريه‌ي ماليات که اين ضريب را منفي برآورد مي‌کنند، ناسازگار نيست، علت: ضريب مثبت مي‌گويد فرصت‌هاي رشد به ارزش شرکت اضافه مي‌کنند، و ظرفيت بدهي شرکت را افزايش مي‌دهند و نسبت بدهي به ارزش دفترتي را بالا برده، و اين ارزش اضافي در ارزش دفترتي انعکاس ندارد.
- ❖ صحبت از استواري نتايج

بالتشکر