



ارائه شده توسط:

سایت ترجمه فا

مرجع جدیدترین مقالات ترجمه شده

از نشریات معتبر

# اثرات ساختار دارایی نهایی و مالیات حقوقی رو ساختارهای سرمایه ای:

## شواهد از تایوان

### چکیده

مطالعه ما این را بررسی می کند که چگونه ساختار دارایی نهایی و نرخ مالیات حقوقی (شرکتی) روی رابطه مبادله موازنه میان دارایی مدیر و وام (بدهی) در کاهش هزینه های عامل تأثیر می گذارد. با در نظر گرفتن وجود سهامداران کنترل کننده، ما دریافتیم که نرخ های مالیات حقوقی بالاتر باعث قدرت بخشیدن به رابطه معامله ای میان دارایی مدیر و وام می شوند در حالی که حقوق کنترل بالاتر بواسطه سهامداران کنترل کننده آن را تضعیف کرده و همچنین اثر نرخ مالیات حقوقی را تقویت می کنند. مطالعه ما در مقالات با نشان دادن مالیات و ابعاد ساختار دارایی نهایی و تعاملات آن ها به عنوان تعیین کننده های علاوه بر سازمان ساختار سرمایه حقوقی مشارکت دارد.

**کلید واژه ها:** ساختار سرمایه، مالکیت مدیر، کنترل سهامدار، هزینه های عامل

### 1- مقدمه

دارایی مدیر و بدهی او هزینه های عامل را کاهش می دهند و در موازنه در یک شرکت وجود دارند. این مطالعه بررسی می کند که چگونه ساختار دارایی نهایی و وضعیت مالیات حقوقی روی این موازنه تأثیر می گذارند. اثر ساختار مالکیت شرکت روی عملکرد توجه بسیاری در مقالات به خود جذب کرده است. اما مطالعات اندکی اثرات ساختار دارایی یا وضعیت مالیات حقوقی را در ساختار سرمایه آزموده اند و بیشتر روی تعامل میان سرمایه گذاری دارایی و وام مدیر یا روی اثر مالیه وام سوبسید مالیاتی برای پرداخت سودها تمرکز کرده اند. مورد استثنا کار Seerharaman, Swanson و Srinidhi (2001) است که اثرات مالیه وام را هم از دسدهای مالیات و هم از دیدگاه ساختار دارایی در نظر گرفته است.

در ایالات متحده امریکا، تمرکز نسبتاً کمی روی ساختارهای دارایی مشاهده می شود. در مقابل بسیاری از شرکت های آسیای شرقی توسط یک سهامدار منفرد کنترل شده اند. به علاوه شرکت ها در آسیای شرقی تنوع بیشتری بین

حقوق جریان نقدی و حقوق کنترل نسبت به شرکت های امریکایی نشان می دهند. توان کنترل فرای شروط دارایی از طریق ساختارهای هرمی با مایملک مشترک میان شرکت ها توسعه یافته است. علاوه بر این سهامداران بزرگ مشوق های بسیار قوی و توانایی های زیادی برای غربال کردن مدیران شرکت ها دارند و بنابراین حضور سهامدار کنترل کننده می تواند باعث کاهش سودجویی های مدیریت شیود. این مشخصه های ساختار دارایی نهایی اظهار دارنده آن است که مطالعه شرکت های غیر امریکایی می تواند شواهد خوبی برای اثرات ساختار مالکیت روی نفوذ شرکت اعمال کند که تشخیص آن ها در داده های امریکا کار مشکلی خواهد بود.

به دلیل جداسازی حقوق کنترل و مالکیت، شرکت ها با تناقضات عامل میان سهامداران و مدیران روبرو هستند. دارایی سهام مدیر می تواند هزینه های عامل را با تخصیص سودهای مدیران شرکت ها به موارد مربوط به سهامدارانش کاهش دهد. اما برای تقویت مدیریت انتظار می رود که بتوان از افزایش دارایی مدیر برای افزایش هزینه های عامل استفاده کرد. بنابراین رابطه میان دارایی شرکت و هزینه های عامل غیر یکنواخت است.

هم وام و هم دارایی مدیر ابزارهایی برای کاهش هزینه های عامل هستند و رابطه معامله ای میان آن ها در کاهش هزینه های عامل وجود دارد. هماهنگ با این استدلال، مطالعات متعددی هستند که دریافته اند که دارایی مدیر تأثیری منفی روی نفوذ و قدرت شرکت ها دارد، و از مدل مبادله علاوه بر سازمانی پشتیبانی می کنند که در آن شرکت ها نفوذ بهینه شان را با سنگین کردن هزینه ها (به عنوان نمونه تنگدستی مالی) و مزایا (به عنوان نمونه کاهش هزینه های عامل) مقدار دلاری وام حاشیه ای تعیین می کنند. مشابهاً شرکت ها اثرات عامل را سنگین تر کرده و هزینه ها را تقویت می کنند تا سطح دارایی بهینه مدیر را تعیین کنند.

از این رو تفاوت در ساختار دارایی مدیر و غلبه یافته سهام دار کنترل کننده ما را تحریک می کند تا این مورد را بررسی کنیم که چگونه ساختار دارایی نهایی روی تأثیرات دارایی سهام مدیر شرکت و نرخ مالیات درآمد روی ساختار سرمایه تأثیر می گذارند. اگرچه مبادله میان مکانیسم های جایگزین برای کاهش هزینه های عامل به خوبی در مطالعات قبلی بالا برده شده است، این مقاله ابعاد ساختار مالیاتی و دارایی نهایی را برای تکمیل تحقیقات قبلی ارائه می نماید. طبق این مورد، هدف مطالعه ما (1) ساخت مدل مبتنی بر نظریه مبادله برای پیش بینی اثرات

سهامدار کنترل کننده، نرخ مالیتی بر درآمد شرکت، و تعامل آن ها روی مالیه وام و (2) آزمودن تجربی پیش بینی های مدل مان با استفاده از رگرسیون حداقل مربعات همزمان دو مرحله ای برای کنترل درون زادی بالقوه میان دارایی و وام مدیر است.

بر مبنای چارچوب نظریه مبادله، ما فرض را بر این می گذاریم که یک شرکت تصمیم به تلفیق دارایی و وام مدیر با حداقل هزینه می کند تا هزینه های عامل را کاهش دهد. ما نشان می دهیم که دارایی مدیر تأثیری منفی روی سطح بدهی در رابطه جایگزینی دارد و این همان گونه است که در مقالات قبلی گزارش شده است. به علاوه مدل ما قوی تر از مدل های مطالعات قبلی است و علاوه بر این بر پایه نظریه مبادله ساخته شده است، چون ما نیروی نظم دهنده ای را در نظر می گیریم که مدیران را بر آن می دارد تا تصمیمات بهینه را دنبال نمایند.

خصوصاً یکی از جریان های تئوری ذاتی نظریه مبادله، وابستگی به نظم دهنده است تا اطمینان حاصل شود که مدیران متعهد وام بهینه برای به حداکثر رساندن ارزش شرکت می شوند اما این وابستگی منکر این حقیقت می شود که مدیران سودجو هستند و ممکن است همیشه شرکت را برای کسب بهترین سود برای سهامدارانش هدایت نکند. شیوه رو به جلو برای کنترل (تسکین) این مشکل از طریق سهامداران متمرکز است، چون سهامدار کنترل کننده مشوق ها و توانایی های لازم برای نظم بخشیدن به اقدامات مدیران را دارد. با مشارکت دادن تأثیر سهامدار کنترل کننده، مدل ما تصویر پیچیده تری از اثر ساختار دارایی روی تصمیمات سرمایه گذاری شرکت ارائه می نماید. ما بر مبنای تحلیل هایی که انجام دادیم پیش بینی می کنیم که هر چه حقوق کنترلی که به سهامدار کنترل کننده داده می شود بیشتر باشد، مبادله میان وام و دارایی مدیر بزرگتر می شود (یعنی تأثیرات منفی کمتر)، چون حقوق کنترل بیشتر باعث ایجاد مشوق های بیشتر و توانایی های زیادتری برای سهامدار کنترل کننده ای می شود که باید مدیران را غربال نماید، از این رو منجر به هزینه های تقویت مدیریت پایین تری می شود. همین که وام هزینه برتر می شود، شرکت ها از وام کمتر در انتخاب بهینه خود برای کاهش هزینه های عامل استفاده خواهند کرد و دارایی های مدیر را ثابت نگه خواهند داشت.

به علاوه، مدل ما نشان می دهد که هر چه نرخ مالیات بر درآمد شرکت بالاتر باشد، پوشش مالیات پرداختی سود آن بیشتر خواهد بود و از این رو هزینه سرمایه وام کمتر خواهد شد و این مبادله تقویت خواهد شد (یعنی منجر به این می شود که اثرات منفی کمتری داشته باشد). چون حقوق کنترل سهامدار کنترل کننده بالاتر باعث کاهش هزینه های تقویت مدیریت می شود، سهامدار کنترل کننده مجبور است انگیزه ها و توانایی های بیشتری برای غربال کردن مدیران نشان بدهد، از این رو منجر به کاهش هزینه های تقویت مدیر می شود. هر چه استفاده از وام هزینه برتر می شود، شرکت ها از وام کمتری در انتخاب بهینه خود برای کاهش هزینه های عامل استفاده خواهند کرد و دارایی مدیر خود را ثابت نگه خواهند داشت.

به علاوه، مدل ما نشان می دهد که هر چه نرخ مالیات شرکت بالاتر می رود، پوشش مالیات پرداخت سود آن ها گسترده تر می شود و از این رو هزینه سرمایه وام آن کاهش می یابد و این مبادله را تقویت می کند (یعنی آن را هدایت می کند تا منفی تر شود). چون حقوق کنترل سهامدار کنترل کننده بالاتر هزینه های تقویت مدیریت را کاهش می دهد، ارائه کارایی هزینه پوشش مالیات سودی، ما انتظار حقوق کنترل سهامدار کنترل کننده بالاتری برای تخفیف دادن اثر تقویت کننده نرخ مالیات شرکت روی رابطه مبادله داریم.

مطالعه ما از نمونه ای از شرکت های لیست شده در بازار سهام تایوان با 5027 مشاهده سالانه شرکتی از سال 1996 تا سال 2006 استفاده می کند. ما تایوان را به عنوان محیط آزمایش خود انتخاب کردیم، چون شرکت های تایوان معمولاً توسط سهامدار کنترل کننده مدیریت می شوند. این ساختار مالکیت (دارایی) نهایی نه تنها اشاره به وجود نظم دهنده دارد بلکه علاوه بر این بینش های جدیدی در مورد چگونگی تأثیرگذاری ساختار دارایی (مالکیت) روی بالا بردن شرکت در زمینه های غیر امریکایی ارائه می نماید.

مطابق با پیش بینی های کا، نتایج تجربی مان نشان می دهند که رابطه معکوسی میان سطح وام (بدهی) و دارایی مدیریتی وجود دارد. به علاوه، ما دریافتیم که هر چه حقوق کنترلی داده شده به سهامدار کنترل کننده بیشتری باشد رابطه تبادلی میان دارایی مدیر و وام (بدهی) او سبک تر خواهد شد. علاوه بر این دریافتیم که هر چه نرخ مالیات شرکت ها بالاتر باشد انعطاف پذیری حاصل نقدینگی افزونه شده و احتمال ورشکستگی کمتر می شود. این

نتیجه اشاره به این دارد که میزان بالاتر انعطاف پذیری مالی باعث کاهش هزینه افزایش بدهی علاوه بر سازمان شده و بنا براین رابطه تبادلی را تغییر می دهد. به علاوه تأثیر سهامدار کنترل کننده روی رابطه تبادلی برای شرکت های کنترل شده به صورت خانوادگی شیوع کمتری دارند، چون تیم مدیریتی و سهامدار کنترل کننده به مهمی تیم مدیریتی برای شرکت های غیر خانوادگی نیستند.

مطالعه ما چندین مشارکت در مقالاتی دارد مع بر روی ساختار سرمایه و مدیریت حقوقی انجام شده اند. اولاً مبنای تئوری برای نشان دادن این مورد ارائه می کند که چگونه وجود سهامدار کنترل کننده می تواند روی تبادل میان تصمیمات ساختار سرمایه و قراردادهای سارگار با مشوق تأثیر بگذارد و بینش جدیدی در مدل تبادل اضافه نماید. همین طور که محققین کاوش شدت مشکلات عامل را با تمرکز روی عملکرد شرکت ادامه می دهند، ما این کار را با تمرکز روی این مورد انجام می دهیم که آیا ساختار مالکیت برابر، مالیات بستن، و تعاملات آن ها می تواند در شرح تغییرات متقاطع در ساختار سرمایه کمک کننده باشد یا خیر. علیرغم سود گسترده ای که در چگونگی تصمیم گیری مالی شرکت ها وجود دارد، اغلب مطالعات انجام شروع روی این موضوع در کشورهایی انجام شدند که بازارهای سرمایه نسبتاً توسعه یافته ای داشتند. از اینرو مطالعه ما بینش های علاوه بر سازمانی با انجام آزمایشات در بازار نوپدید با محافظت سرمایه گذار بیشتر و سطح بالایی از تمرکز مالکیت ارائه می نماید.

ثانیاً چون طرح تجربی ما داری (مالکیت) مدیران و سهامدار کنترل کننده را در نظر می گیرد، ما می توانیم گیر اثرات تقویت مدیریت را از آن هایی که مربوط به تقویت سهامدار کنترل کننده می باشند را بهتر حل کنیم، و این با توجه به صعبی این کار با داده های ایالات متحده است. خصوصاً یافته های اظهار داده این هستند که سهامدار کنترل کننده به تخصیصی تقویت مدیریتی کمک می کند اما علاوه بر آن منجر به نوع دیگری از تقویت هم می شود که به دلیل بیزاری سهامدار کنترل کننده از موشکافی بستانکار بوجود می آید. بنابراین، نتایج کار ما اشاره به این دارند که سهامدار کنترل کننده هر دو نقش انتخاب درون زادی و نقش سلب مالکیت را بازی می کند.

ثالثاً ما تکنیکی اقتصادی به کار می بندیم که نگرانی های مرتبط با انتخاب درون زادی مدیریت و سیاست مالی کنترل می کند و از این رو یافته های ما در حل مسأله نتایج پژوهش ترکیبی کمک کنند هستند. خصوصاً مقالات در

رابطه با رابطه دقیق میان مالکیت و نفوذ مدیریتی سازگار نیستند، چون برخی مطالعات دریافته‌اند که رابطه میان وام و دارایی مدیر در برخی موارد رابطه ای مثبت است. با تکرار آزمایشاتمان با حداقل مربعات معمول (OLS)، ما نیز همبستگی مثبتی برای مالکیت مدیر نرخ وام می‌یابیم، اما وقتی رگرسیون حداقل مربعات ود مرحله ای را انجام می‌دهیم، ضریب منفی می‌شود. این نتیجه نشان می‌دهد که با تکیه بر تحلیل OLS، رابطه مثبت یافته شده توسط مطالعات قبلی می‌تواند دقیقاً بواسطه وابستگی درونی میان وام و مالکیت مدیر جلو برده شود، نه بواسطه اقتصاد متضمن آن.

مقاله ما به شرح زیر سازمان یافته است. بخش 2 مقالات مرتبط برا بررسی می‌کند و سیستم مالیات تایوان را معرفی می‌کند. بخش 3 مدلی ارائه کرده و فرضیات ما را توسعه می‌دهد. بخش 4 در مورد روش تحقیق صحبت می‌کند. بخش 5 نتایج آزمایشی را ارائه می‌نماید و بخش نهایی در مورد نتایج ما صحبت می‌کند.

## 2- مرور مقالات

### 1-2- نقش وام و دارایی مدیری در کاهش هزینه های عامل

در استدلال هزینه عامل، دارایی و بدهی (وام) مدیر جایگزین هایی برای کنترل کردن مسائل (مشکلات) عامل می‌باشند. Jensen و Meckling (1976) اعلام می‌کنند که یک روش برای کاهش هزینه های عامل افزایش دارایی مدیریت شرکت است چون سود مدیران با سود سهامداران تخصیص خواهد یافت. به علاوه، وام (بدهی) می‌تواند هزینه های عامل را کاهش دهد چون پرداختی های سود دوره ای مدیران را به داشتن کنترل کمتر بر روی جریان نقدینگی شرکت هدایت می‌کنند، از این رو رفتار خدمت رسانی به خود (به سود خود) را کاهش می‌دهند.

اما، تحت فرضیه تقویت مدیریتی، رابطه میان دارایی مدیریت و هزینه عامل غیر یکنواخت است (به عنوان نمونه Schooley و Barney، 1994). یعنی، در برخی سطوح، افزایش دارایی مدیر می‌تواند برای افزایش هزینه های عامل قابل پیش بینی باشد. دارایی سهام مدیر به مدیران کنترل بیشتری از شرکت از طریق حقوق تفویض شده می‌دهد و کنترل افزایش یافته به آن ها مجال دنبال کردن سودهای خودشان را با تهدید از بین رفته جایگزین شدن از

طریق رفتار متخاصمانه یا جنگ پراکسی را می دهد. بنابراین چنین مدیریت تقویت شده ای برای سهامداران هزینه بر است و این به دلیل از دست دادن توانایی آن ها در غربال کردن مدیران می باشد.

به همین صورت، نفوذ و هزینه های عامل نیز رابطه غیریکنواختی نشان می دهند چون بدهی شرکت حاصل هزینه های ورشکستگی افزایش یافته است. به علاوه، مطالعات اخیر اظهار دارند این هستند که فقدان انعطاف پذیری مالی نیز هزینه ای از وام است. خصوصاً افزایش رویه های نفوذ باعث ایجاد فرصت هزینه قرض گرفتن در حال حاضر می شود نه حفظ قدرت انتخاب در صدور وام در آینده.

## 2-2- ساختار مالکیت حقوقی نهایی و مالیه وام

در آسیای شرقی مالکین کنترل کننده معمولاً دارای حق کنترل علاوه بر حقوق مالکیت (جریان نقدی) می باشند و به مالکین کنترل کننده نفوذ و انگیزه های بیشتری در مداخله در تصمیمات شرکت و همچنین سلب مالکیت دارایی های شرکت است. به دلیل مشکل بودن سازمان دهی سهامداران متنوع، مالک نهایی که درصد بالایی از حقوق را دارد به طور معمول کنترل حقیقی را روی عملیات شرکت دارد و چنین مالکی به عنوان سهامدار کنترل کننده تعریف شده است.

اثر سهامدار کنترل کننده روی تصمیمات مالیه وام شرکت مبهم است. از یک طرف ممکن است سهامدار کنترل کننده وام برابر را ترجیح بدهد، چون مالیه برابر می تواند معرفی گر یک سهامدار بزرگ جدید باشد که می تواند تهدیدی برای موقعیت برجسته سهامدار کنترل کننده باشد. از طرف دیگر، همان طور که در مورد مدیران حرفه ای نشان داده شده سهامدار کنترل کننده نیز می تواند از مالیه بدهی بیزار باشد، اما نه تنها به دلیل مانیتورینگ افزایش یافته حاصله با بستانکار بلکه به دلیل تعهد ثابت برای بازپرداخت سود و محدودیت های اصلی قابلیت سهامدار کنترل کننده برای منابع حقوقی می باشد. در نتیجه، اثر سهامدار کنترل کننده روی مالیه وام موضوع تجربی آزادی است.

مطالعات قبلی اظهار دارند این هستند که چون سهامداران بزرگ هم سود عمومی در بیشینه سازی سود دارند و هم کنترل کافی روی دارایی های شرکت، مشوق های قدرتمندی دارند که مدیران را بر آن می دارند که از طریق جنگ پراکسی یا گرفتن نفوذ از آن ها، آن ها را از میدان به در کنند. این مورد به این مطلب اشاره دارد که مانیتورینگ



سهامدار کنترل کننده می تواند شامل تخصیص سودها میان مدیر و مالکین و برطرف کردن مشکلات تقویت مدیریت شود.

اما، Classens و همکارانش (2002) نشان می دهند که انحرافات میان حقوق و حقوق روند نقدی مرتبط با نزول هایی هستند که در ارزش شرکت بوجود آمده اند که معمولاً با افزایش اندازه گواه میان حقوق کنترل ی حقوق روند نقدی افزایش می یابند. مطابق با آن، تحت ساختار مالکیت نهایی، گرچه سهامدار کنترل کننده می تواند اثر تقویت مدیریت را کاهش دهد، وجود آن می تواند اثر تقویتی دیگری به دلیل تفاوت میان اختیارات کنترل و اختیار و روند نقدی داشته باشد، چون چنین تفاوتی مشوق های بیشتری برای سلب مالکیت ایجاد می کند.

### 3-2- مالیات و ساختار سرمایه

مزیت رو به رشد نفوذ شرکت قابلیت کم کردن مالیات پرداختی های سود می باشد. با سوبسید مالیاتی سود، شرکت ها می خواهند سطوح بالاتری از درآمد قابل مالیات دادن ایجاد کنند که باید همگی یکسان باشد و شامل بدهی های بیشتر در ساختار سرمایه ای شان یابند. با به کار گرفتن نرخ های مالیات شرکتی شبیه سازی شده برای در نظر گرفتن ویژگی های قانون مالیات و پوشش های مالیاتی غیر وام (بدهی)، Graham (1996 الف، 1996 ب) نشان می دهد که شرکت هایی که نرخ های مالیات بالایی دارند در واقع وام بیشتری نسبت به شرکای دیگر خود که نرخ های مالیات پایین تری دارند صادر می کنند. به علاوه، چند مطالعه این مورد را ثبت کرده اند که شرکت ها ساختارهای سرمایه ای شان را در پاسخ به تغییرات در قانون مالیاتی تغییر می دهند. به عنوان مثال با بهره برداری از اصلاح قانون مالیاتی 1986 امریکا به عنوان تجربه ای طبیعی برای کنترل عوامل غیر مالیاتی، Hahn، Givoly، Ofer و Sarig (1992) گزارش می کند که پس از کاهش نرخ های مالیات در شرکت هایی که مالیاتی بالایی دادن و وام های خود را تا حد ممکن کاهش می دهند، محبوبیت وام کمتر می شود.

### 3- مدل و توسعه فرضیه

#### 3-1- رابطه تبادل میان وان و دارایی مدیر

این بخش مدل تبادی برای نشان دادن رابطه معکوس میان بدهی (وام) و دارایی مدیر در کاهش هزینه های عال توسعه می دهد. بخصوص، مدل ما اثرات ساختار مالکیت نهایی و نرخ مالیات حقوقی را در نظر می گیرد. پس از این ما فرضیات قابل آزمایش تجربی را بر مبنای مدل خود توسعه می دهیم.

طبق اظهارات Jensen و MEckling (1976) و Jensen (1986) هزینه های عامل سهامداران را می توان از طریق مالیه وام و دارایی سهام مدیر کاهش داد. از اینرو مدل ما فرض را بر این می گذارد که هدف شرکت انتخاب تلفیق به حداقل رساننده هزینه از وام و دارایی مدیر برای کاهش هزینه های عامل است.

$\theta$  نشان دهنده سطح دارایی سهام مدیر است و  $\lambda$  سطح بدهی اوست. بنابراین ما می توانیم هزینه عامل یک شرکت را به عنوان تابعی از  $\theta$  و  $\lambda$  نشان دهیم، یعنی  $L(\theta, \lambda)$ . هزینه وام شامل هزینه سرمایه  $C_D$  است و هزینه های تلویحی انعطاف پذیری مالی قبلی و ورشکستگی با  $F(\lambda)$  نشان داده شده اند. تابع هزینه وام  $\lambda \cdot C_D + F(\lambda)$  به همراه  $dF(\lambda)/d\lambda > 0$  است. به علاوه تحت استدلال تقویت، دارایی سهام مدیر منجر به هزینه های تقویت بالاتر می شود و ما تابع هزینه های تقویت را با  $E(\theta)$  همراه با  $dE(\theta)/d\theta > 0$  نشان می دهیم.

نرخ سود حاشیه ای بر هزینه حاشیه ای تقسیم شده و باید هم برای  $\theta$  و هم برای  $\lambda$  یکسان باشد. بنابراین راه حل تلفیق بهینه بدهی و دارایی مدیر را می توان به صورت زیر نشان داد

$$\frac{\partial L(\theta, \lambda) / \partial \lambda}{C_D + F(\lambda)_{\lambda}} = \frac{\partial L(\theta, \lambda) / \partial \theta}{E(\theta)_{\theta}} \quad (1)$$

که در آن

$\theta$  دارایی سهام مدیران شرکت است

$\lambda$  سطح بدهی است

$L(\theta, \lambda)$  تابع هزینه های عامل است

$E(\theta)_{\theta}$  ساده شده  $dE(\theta)/d\theta$ ، به همراه  $E(\theta)$  تابع هزینه تقویت برای دارایی سهام مدیر است و

$F(\lambda)_{\lambda}$  ساده شده  $dF(\lambda)/d\lambda$  به همراه  $F(\lambda)$  تابع هزینه فقدان انعطاف پذیری مالی و ورشکستگی برای بدهی است

برای حل رابطه تبادل میان  $\theta$  و  $\lambda$ ، یعنی  $d\lambda/d\theta$ ، ما باید انحراف مجموع را مساوی با صفر در نظر بگیریم که به فرمول زیر می‌رسیم:

$$\frac{dL(\theta, \lambda)}{d\theta} = \frac{\partial L(\theta, \lambda)}{\partial \theta} \cdot d\theta + \frac{\partial L(\theta, \lambda)}{\partial \lambda} \cdot d\lambda = 0$$

$$\Rightarrow \frac{d\lambda}{d\theta} = - \frac{\partial L(\theta, \lambda) / \partial \theta}{\partial L(\theta, \lambda) / \partial \lambda} \quad (2)$$

حاصل ترکیب معادلات (1) و (2) به صورت زیر است:

$$\frac{d\lambda}{d\theta} = - \frac{E(\theta)_\theta}{C_D + F(\lambda)_\lambda} \quad (3)$$

چون  $C_D + F(\lambda)_\lambda > 0$  و  $E(\theta)_\theta > 0$  ما می‌توانیم به این نتیجه برسیم که  $d\lambda/d\theta < 0$  است که سازگار با مدل تبدالی است که در آن دارایی و بدهی مدیر اجزای موجود در کاهش در هزینه‌های عامل هستند. به علاوه، مقدار منفی  $d\lambda/d\theta$  اشاره به این دارد که انتخاب شرکت در جهت وام بیشتر و دارایی کمتر مدیر است. به عنوان مثال با کاهش هزینه سرمایه و  $C_D$ ، استفاده از وام برای کاهش هزینه‌های عاملی کم هزینه‌تر خواهد شد و از این رو شرکت از وام بیشتری استفاده خواهد کرد که منجر به افزایش  $\lambda$  می‌شود و  $\theta$  ثابت نگه داشته می‌شود.

Seetharaman و همکارانش (2001) پیشنهاد کردند که نرخ مالیات حقوقی بالاتر روی جایگزینی بین وام (بدهی) و دارایی مدیریت تأثیر می‌گذارد. ما نیز به همان نتیجه با اشتقاق نرخ مالیات بر درآمد شرکت  $t_c$  به  $d\lambda/d\theta$  دست می‌یابیم.

$$\frac{\partial}{\partial t_c} \left( \frac{d\lambda}{d\theta} \right) = \frac{E(\theta)_\theta}{(C_D + F(\lambda)_\lambda)^2} \cdot \frac{dC_D}{dt_c} \quad (4)$$

به دلیل وجود پوشش مالیات سود، هزینه سرمایه و وام ارتباط منفی با نرخ مالیات شرکت دارد؛ بنابراین  $dC_D/dt_c < 0$  و  $\partial(d\lambda/d\theta)/\partial t_c < 0$  است. ارتباط تبادل با افزایش  $t_c$  منفی‌تر می‌شود، و  $d\lambda/d\theta$  منفی‌تر اشاره به تنزل در جهت بدهی دارد.

2-3- تأثیر سهامدار کنترل‌کننده روی رابطه تبادل میان وام و دارایی مدیر

همان طور که در بخش 2-2- صحبت کردیم، سهامدار کنترل کننده معمولاً مشوق های قوی و توانایی های بالایی در نمایش اقدامات مدیران دارد؛ بنابراین هزینه تقویت مدیران، یعنی  $E(\theta)_\theta$  باید با افزایش اختیارات کنترل سهامدار کنترل کننده کاهش یابد. یعنی اگر ما  $V$  را برابر با اختیارات سهامدار کنترل کننده در نظر بگیریم، بنابراین  $dE(\theta)_\theta/dV < 0$  است. با دیفرانسیل گرفتن از  $V$  نسبت به  $d\lambda/d\theta$ : به فرمول زیر می رسمیم:

$$\frac{\partial}{\partial V} \left( \frac{d\lambda}{d\theta} \right) = - \frac{1}{C_D + F(\lambda)_\lambda} \cdot \frac{dE(\theta)_\theta}{dV} \quad (5)$$

چون  $dE(\theta)_\theta/dV < 0$  است. این اشاره به آن دارد که با افزایش اختیارات کنترل، سهامدار کنترل کننده می تواند به طرز کارتری اثر تقویت مدیریت را محدود کند و بنابراین هزینه دارایی مدیر کاهش می یابد. متعاقباً شرکت هایی که سهامدار کنترل کننده ای دارند که اختیارات بیشتری دارد از وام کمتر در انتخاب بهینه شان برای کاهش هزینه های عامل استفاده می کند. این نتیجه به ما این امکان را می دهد تا فرضیه قابل آزمایش تجربی زیر را ارائه کنیم. فرضیه 1 - هر چه اختیارات (حقوق) کنترلی سهامدار کنترل کننده شرکت بیشتر باشد، رابطه تبادلی منفی میان وام و دارایی مدیر کمتر خواهد بود.

تحت ساختار مالکیت نهایی، نقش مانیتورینگ که سهامدار کنترل کننده آن را بازی می کند روی تأثیر نرخ مالیات بر درآمد حقوقی روی رابطه مبادله ای میان مالکیت (دارایی) مدیر تأثیر می گذارد. این مورد را می توان با دیفرانسیل گیری از  $V$  نسبت به  $\partial(d\lambda/d\theta)/\partial t_c$ : تشخیص داد:

$$\frac{\partial}{\partial V} \left[ \frac{\partial}{\partial t_c} \left( \frac{d\lambda}{d\theta} \right) \right] = \frac{1}{(C_D + F(\lambda)_\lambda)^2} \cdot \frac{dC_D}{dt_c} \cdot \frac{dE(\theta)_\theta}{dV} \quad (6)$$

چون  $dC_D/dt_c < 0$  و  $dE(\theta)_\theta/dV < 0$  است، نتیجه معادله (6) مثبت است. این اظهار دارنده آن است که گرچه نرخ مالیات بالاتر  $t_c$  منجر به پوشش های مالیاتی بیشتر برای پرداختی های سود می شود و گرایش منتهجه به افزایش نفوذ می انجامد، این گرایش کاهش یافته است چون اختیارات کنترلی بالاتر سهامدار کنترل کننده هزینه های تقویت مدیریتی  $E(\theta)_\theta$  را کمتر می کند، و کارایی هزینه را به دلیل پوشش مالیاتی سود جبران می کند. مطابقاً اگرچه  $t_c$  بالاتر منجر به سطح بالاتر بدهی (وام) می شود،  $V$  بالاتر در جهت مخالف عمل می کند، چون  $V$  بالاتر

حاصل  $E(\theta)_0$  پایین تر است و از این رو شرکت ها را از استفاده از وام برای کاهش هزینه های عامل نا امید می کند. از این رو ما فرضیه زیر را پیشنهاد می کنیم.

**فرضیه 2.** افزایش در اختیارات کنترلی سهامدار کنترل کننده باعث کاهش اثر قدرتمند کردن نرخ مالیات بر درآمد شرکت روی رابطه تبادلی میان وام و دارایی مدیر می شود.

#### 4- روش تحقیق

##### 4-1- طرح پژوهش

در طرح تجربی ما، ما مدل خود را با رگرسیون OLS تخمین نزدیم، چون OLS فرض را بر این می گذارد که متغیرهای وابسته و مستقل ارتباطی به هم ندارند، که ممکن نیست مورد مد نظر مطالعه ما باشد. در سیستم متشکل از متغیرهای برون زادی دارای ارتباط درونی بالقوه، روش OLS حاصل تخمین های پارامتری تبعیض آمیز یا ناسازگار خواهد بود. نویسندگان اشاره می کنند که تلویحی بودن تحلیل OLS آن ها فرض را بر این می گذارد که مالکیت درونی باعث ایجاد تغییراتی در سطوح بدهی می شود و این که احتمال این وجود دارد که سیاست وام روی انتخاب های مالکیت داخلی تأثیر می گذارند یا این که هر دو مستقل از یکدیگر هستند اما مرتبط با ویژگی های خاص شرکت یکسانی هستند. مطابق با این مطلب با اشاره به مطالعات قبلی ما از رگرسیون حداقل مربعات دو مرحله ای به عنوان مدل تجربی خود استفاده می کنیم:

$$MSO_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 DR_{it} + \alpha_2 DIVY_{it} + \alpha_3 INST_{it} + \alpha_4 Growth_{it} + \alpha_5 ROA_{it} + \alpha_6 Beta_{it} + \alpha_7 (Beta_{it})^2 + \alpha_8 Size_{it} + \alpha_9 R\&D_{it} + \mu_{it} \quad (7)$$

$$DR_{it} = \beta_0 + \beta_1 MSO_{it} + \beta_2 DIVY_{it} + \beta_3 INST_{it} + \beta_4 Growth_{it} + \beta_5 Beta_{it} + \beta_6 Size_{it} + \beta_7 ROA_{it} + \beta_8 Fixed Asset_{it} + \beta_9 TR_{it} + \beta_{10} Control_{it} + \beta_{11} Deviation_{it} + \beta_{12} Depreciation_{it} + \beta_{13} TLC_{it} + \beta_{14} MSO_{it} \cdot TR_{it} + \beta_{15} MSO_{it} \cdot Control_{it} + \beta_{16} MSO_{it} \cdot TR_{it} \cdot Control_{it} + Industry + Year + e_{it} \quad (8)$$

معادله (7) رگرسیون مرحله اول است که مقدار پیش بینی شده دارایی مدیر را تخمین می زند و معادله (8) رگرسیون مرحله دوم است که رابطه میان بدهی و مقدار پیش بینی شده دارایی مدیر را تخمین می زند. در تطابق با این فرضیه که سطوح بدهی و دارایی مدیر به طور همزمان تعیین شده اند، به نظر می رسد که بدهی به عنوان متغیر مستقلی در معادله دارایی مدیر در نظر گرفته شود و برعکس.

##### 4-1-1- متغیرهای مستقل

ما سطح بدهی را با DR اندازه گیری می کنیم، بدهی دراز مدت را بر جمع دارایی ها تقسیم کرده این و سطح دارایی مدیر را بر MSO تقسیم کرده ایم، یعنی درصد سهام اوراق مشترک برجسته ای که مدیران و کارکنان شرکت دارای آن ها هستند.

## 2-1-4- متغیرهای کنترل

متغیر DIVY سود سهام هر سهم تقسیم شدذع بر قیمت نهایی در پایان روز قبل از تاریخ تعیین سود سهام قبلی است. تحقیقات قبلی اعلام می کنند که سود سهام هزینه های عامل شرکت را کاهش می دهد. با توزیع سودهای سهام، مدیران مجبورند به دنبال سرمایه گذاری های خارجی از بازار سرمایه باشند و موشکافی منتجه از ناظران خارجی هزینه های عامل را کاهش می دهد. این اظهار دارنده رابطه جایگزینی میان DIVY و MSO و همچنین میان DIVY و DR است. از طرف دیگر، سهامداران و مدیرانی می توانند مشوق های لازم برای سلب مالکیت دارندگان اوراق قرضه را با پرداخت همزمان سود های سهام و افزایش بدهی داشته باشند، خصوصاً در چنین بازارهای نوپدیدی در تایوان که محافظت از حقوق اعتباری ضعیف تر است. بنابراین این نیز رضای تبخشی است که رابطه ای تکاملی میان DIVY و DR وجود داشته باشد.

Miller (1977) اعلام می کند که نرخ های شخصی مزایای بدهی شرکتی حاصل شده از پوشش های مالیاتی سود را منحرف می کنند. خصوصاً سرمایه گذاران مالیات بسیار سنگینی برای درآمد سود نسبت به درآمد برابر پرداخت می کنند و این به معنای نرخ مالیات عایدی های سرمایه پایین تر نسبت به نرخ مالیات بر درآمد معمول است، بدین وسیله هزینه سرمایه بدهی افزایش می یابد و باعث دلسردی فرد از استفاده از وام در سطح حقوقی (شرکتی) می شود. استدلال Miller اظهار دارنده اهمیت در نظر گرفتن اثر مالیات بندی شخصی در تست های تجربی ما می باشد.

اندازه گیری دقیق وضعیت مالیات سرمایه گذار شکل است، اما شواهد در کار Roll, Liu, Lee و Subrahmanyam (2006) اظهار دارنده این است که وضعیت مالیات سرمایه گذاری در تایوان مرتبط با پرداختی های تقسیم شده شرکت سرمایه گذار است. خصوصاً Lee و همکارانش (2006) دریافتند که شرکت های با سود بالا

توسط سرمایه گذارانی مدیریت می شوند که نرخ های مالیاتی پایین دارند، با پیش بینی استدلال اربا رجوع مالیات سود سهام سازگار است. علاوه بر این یافته های آن ها اظهار دارند این هستند که DIVY می تواند حداقل به صورت جزئی اثر وضعیت مالیات فردی را ثبت نماید که در آن DIVY بالاتر اشاره به نرخ های مالیاتی شخصی پایین تر روی میانگین سرمایه گذاران در شرکت دارد. بنابراین شمول DIVY به عنوان متغیر کنترل می تواند نگرانی های مرتبط با نادیده گرفتن نرخ های مالیات شخصی را برطرف کند. اگر استدلال Miller صدق کند، ما باید بفهمیم که DIVY ارتباط مثبتی با DR دارد، چون DIVY اشاره به این دارد که سرمایه گذاران نرخ های مالیات شخصی بالاتری دارند، که استفاده از وام حقوقی (شرکتی) را توصیه نمی کند.

متغیر INST درصد سهام برجسته است که موسسات دارای آن هستند. سرمایه گذاران آموزشی بزرگتر قادر به نمایش فعالیت های مدیر و محدود مشکلات عامل می باشند. در این رابطه INST می تواند به عنوان جایگزینی برای دارایی یا بدهی مدیر در نظر گرفته شود. علاوه بر این چون مالکیت آموزشی یک متغیر تصمیم حقوقی نیست، پیش فرض این است که برای شرکت خارجی است و بنابراین متغیر برون زادی برای کدام مدیریت هیچ کنترل مستقیمی ندارد.

علاوه بر متغیرهای مکانیسم های جایگزین در کاهش هزینه های عامل، ما نیز از مطالعات قبلی پیروی می کنیم تا چندین متغیر را در کنترل اثر ویژگی های شرکت روی تعیین دارایی و بدهی مدیر شامل کنیم. متغیر رشد نرخ ارزش بازار شرکت برای ارزش دفتر تساوی آن است، نشان دهنده مجال سرمایه گذاری شرکت می باشد. چون مجال های رشد دارایی های لمس ناپذیر هستند، استفاده از آن ها به عنوان تضمین مشکل است، از این رو توانایی سرمایه گذاری بدهی شرکت را کاهش می دهند. به علاوه، نمایش اقدامات مدیر زمانی مشکل تر است که نسبت بالاتری از ارزش شرکت به عنوان مجال های رشد نشان داده شده اند، و ممکن است از مدیران خواسته شود تا ثروت بیشتری را در شرکت ها سرمایه گذاری کنند تا مسأله مانیتورینگ را حل کنند. متغیر بنا بتای انحطاط سافته شرکت از سال قبل است که ریسک تجارت شرکت را اندازه گیری می کند. اگر ریسک تجارت شرکت بالا باشد، مدیران میلی به سرمایه گذاری ثروت شخصی خود در شرکت ندارند و ما (بتا)<sup>2</sup> را برای کنترل اثر غیر خطی بالقوه ریسک روی

MSO شامل می کنیم. به علاوه ریسک تجارت بالاتر باعث موقتی بودن بالاتر درآمدهای عملیاتی می باشد که روی توانایی شرکت در برطرف کردن پرداختی های بدهی تأثیر می گذارد. اندازه متغیر لگاریتم طبیعی ارزش تساوی بازار است. محدودیت های اعمال شده روی ثروت مدیریت می تواند در اختیار گرفتن سودهای کنترل کردن را در شرکت های بزرگ به فرایندی هزینه بر تبدیل کند. به علاوه Warner (1977) و Chua, Ang و McConnell (1982) با این مخالفت می کنند که احتمال ورشکستگی با افزایش اندازه شرکا کاش می یابد؛ هر چه شرکت بزرگتر باشد، قرض دهنده های سرمایه های بزرگتری می خواهند آن را تأمین کنند. از طرف دیگر، شرکت های بزرگتر می توانند موافق با سرمایه گذاری مساوی باشند چون تقارن اطلاعات آن ها شدت کمتری دارد، و در این مورد اندازه شرکت ارتباطی منفی با نفوذ دارد. متغیر ROA درآمد عملیاتی فعلی شرکت است که بر دارایی مجموع تقسیم شده است، و برای اندازه گیری سودآوری شرکت استفاده شده است. سودمندی بالاتر مرتبط با سرمایه داخلی بیشتر می باشد، بنابراین نیاز به جستجو به دنبال سرمایه خارجی را کاهش می دهد، نظیر وام. اما سودبخشی بالاتر باعث ایجاد جریان های نقدینگی بیشتری می شود که مدیران را اغوا به سرمایه گذاری بیش از حد یا تعهد مصرف پیش نیاز می کند. در این زمینه نمایش اقدامات مدیر مهم تر می شود، و راه حل این مشکل افزایش دارایی مدیر می باشد. متغیر دارایی ثابت ارزش دفتری دارایی های ثابت است که بر دارایی های مجموع تقسیم شده است و به عنوان مقیاس ملموس بودن استفاده شده است. دارایی ملموس می توانند به عنوان وثیقه به کار روند که بدست آوردن وام ها را ساده تر می کند. متغیر R&D هزینه های تحقیق و توسعه ای است که بر دارایی های کل تقسیم شده است. همان طور که Lehn و Demsetz (1985) اعلام کرده اند، مقادیر R&D بالاتر منجر به مقدار افزایشی بالاتر دارایی مدیریت می شوند.

متغیرهای زیر مرتبط با تست های فرضیه های ما هستند. اولاً متغیر TR وضعیت مالیات شرکت را اندازه می گیرد که با نرخ مالیات موثر نشان داده شده و به عنوان هزینه های مالیات بر درآمد تقسیم بر درآمد حسابداری مالی مالیاتی در نظر گرفته شد یا در صورتی که هزینه های مالیات بر درآمد با درآمد قبل از پرداخت مالیات منفی باشد صفر در نظر گرفته شده است. ما از نرخ های مالیات موثر برای نشان دادن تغییرات متقاطع در  $t_c$  در میان شرکت



های مختلف استفاده می کنیم. در اصل، محاسبه TR باید مبتنی بر درآمد مشمول مالیات شرکت باشند؛ اما چون این داده ها در دسترس نیستند، ما آن ها را با درآمد حسابداری مالی پیش از مالیات جایگزین می کنیم. از این رو، به دنبال تحقیقات قبلی خود از نرخ مالیات کارا به عنوان پروکسی TR استفاده می کنیم. به علاوه، ما از Shevlin (1990) در اندازه گیری TR با متغیر تصنعی تبعیت می کنیم. متعاقباً اگر مقدار نرخ مالیات محاسبه شده است تا باعث شود شرکت در سرمایه گذاری وام بی رغبت باشد. اگر نرخ مالیات شرکت بالاتر باشد، بنابراین اثر پوشش مالیات بدهی قوی تر خواهد بود، باعث می شود شرکت تمایل به سرمایه گذاری وام داشته باشد. اما نرخ مالیات بالاتر اشاره به سودمندی شرکت بالاتر دارد، که نیاز به بدهی را کاهش می دهد. بنابراین اثر TR روی DR مبهم است. متغیر کنترل اختیارات کنترلی است که به سهامدار کنترل کننده شرکت داده شده است. تعریف ما از سهامداران و رویه های کنترل کننده برای جایگزینی زنجیره های مالکیت کاملاً از موارد La Porta و همکارانش (1999) و Claessens, Djankov و Lang (2000) متابعت می کنند که هر دو تمرکز روی مالکیت نهایی را مطالعه می کنند. مالکین نهایی از طریق تعیین سهام هر فرد از رأی دادن و اختیارات روند نقدی شناسایی شده اند. این متغیر برای ثبت انگیزه ها و توانمایی های سهامدار کنترل کننده در مانیتورینگ مدیران استفاده شده است.

معادله (4) پیش بینی می کند که ضریب MSO.TR منفی است. برای پشتیبانی از فرضیه 1 ما پیش بینی می کنیم که ضریب MSO.Control مثبت است، و برای حمایت از فرضیه 2 ما ضریب مثبتی برای MSO.TR.Control پیش بینی می کنیم. برای افزایش توان تست، ما  $t -$  تست تک دنباله ای را برای تعیین اهمیت این متغیرها اتخاذ می کنیم، چون مدل ما می تواند مبنایی نظری برای پیش بینی نشانه های آن ها ارائه کند.

متغیر انحراف نرخ اختیارات مالکیت سهامدار کنترل کنند (یعنی حقوق روند نقدینگی) به اختیارات کنترل است. به دنبال Faccio و همکاران (2001) و Du و Dai (2005) این متغیر برای پراکسی برای مشوق های سهامدار کنترل کننده برای سلب مالکیت صندوق های شرکت با افزایش بدهی بیشتر استفاده شده است، چون بدهی بالاتر منابع بیشتری از صندوق ها برای سلب مالکیت ارائه می کند. مطالعات قبلی معمولاً از این نرخ برای اندازه گیری

آسیب پذیری شرکت برای سلب مالکیت داخلی استفاده می کنند، و این به دلیل سادگی مفهومی آن است که شرح و تحلیل تجربی را تسهیل می کند (به عنوان نمونه، Claessned و همکارانش، 2000؛ Lopez – de La Porta، 2000؛ Silanes – Shleifer و Vishny، 2000). نرخ انحراف در صورتی پایین است که سهامدار کنترل کننده مشارکت را از طریق زنجیره طولانی مشارکت های متوسط کنترل کند، که اشاره به فرصت های متعددی برای سلب مالکیت اقلیت سهامداران دارد.

Masulis و DeAngelo (1980) اعلام می کنند که پوشش مالیات غیر وامی برای پوشش مالیات وام جایگزین شده است، بنابراین کنترل اثرات پوشش های مالیاتی غیر وام در تست های تجربی ما حیاتی است. خصوصاً پوشش های مالیاتی غیر وامی نظیر استهلاک ها، ارزش پیش بینی شده پس انداز مالیاتی سود را کاهش می دهد که انگیزه لازم برای سرمایه گذاری با وام افزایش یافته را کاهش می دهد. مطابق با این مفهوم، Downs (1993) درمی یابد که هزینه های استهلاک ارتباطی منفی با نرخ وام دارند. علاوه بر این، Auerbach و Poterba (1986) دریافتند که اتلاف های کاری شرکت احتمال بالایی از روبرو شدن با نرخ مالیاتی صفر دارند. در این زمینه هر دلار منقول شده پروکسی در کسری های سود شرکت دارد که اظهار دارنده ارتباطی منفی میان اتلاف مالیاتی منقول شده و سرمایه گذاری وام است. بر مبنای مطالعات قبل، ما استهلاک و منقولیت های اتلاف مالیاتی را برای پراسکی برای اثر پوشش های مالیاتی غیر وامی شامل می کنیم.

خصوصاً متغیر استهلاک هزینه های استهلاک مقیاس بندی شده با دارایی های مجموع است که به عنوان سنجه ای برای نشان دادن پوشش های مالیاتی برخاسته از استهلاک ها استفاده شده است. متغیر TLC متغیر مصنوعی است که برای کنترل تفاوت ها در مالیه های وام در تمامی صنایع استفاده شده است. متغیر صنعت متغیر مصنوعی صنعت است. صنایع بر مبنای رده بندی های بورس سهام تایوان تعریف شده اند، از این رو ما 18 متغیر مصنوعی صنعتی در معادله (8) اختصاص می دهیم شرکت ها در هر صنعت معینی تکامل خواهند یافت تا مشخصه های مشابهی برای اهداف قرض دادن اقتباس نمایند. ضرایب صنایع احتمالاً قالب توجه خواهند بود چون شرکت ها در هر صنعت معینی باید نرخ های بدهی مشابهی از دیدگاه عملیات داشته باشند. عبارت سال متغیر مصنوعی زمان است.

تصنعات زمان برای کنترل اثرات سیکل های اقتصادی روی سرمایه گذاری های وام شرکت و همبستگی های اتوماتیک بالقوه میان باقیمانده ها استفاده شده اند.

## 2-4- انتخاب نمونه

تمام متغیرهای ما از بانک داده ای روزنامه اقتصادی تایوان محاسبه شده یا به دست آمده اند (TEJ). دوره نمونه گیری ما از ژانویه 1996 تا دسامبر 2006 است که در مجموع 11 سال می باشد. تمامی نمونه ها شرکت های لیست شده در بورس سهام تایوان و OTC تایوان هستند که آن هایی که در صنایع مالی و بیمه ای هستند مستثنی شده اند. اندازه نمونه اولیه ما 5501 مشاهده سالانه شرکت است. پس از حذف داده های ناقص و از قلم افتاده، نمونه نهایی از 5027 مشاهده سالانه شرکتی تشکیل می شود. شرایط انتخاب نمونه در جدول 1 نشان داده شده اند.

## 5- نتایج تجربی

### 5.1 نتایج تجربی اصلی

جدول 2 آماره توصیفی را برای تمامی متغیرها در رگرسیون ما نشان می دهد. میانگین و میانه DR به ترتیب 8/69٪ و 5/57٪ هستند که کاملاً زیر موارد گزارش شده در مطالعاتی هستند که شرکت های امریکایی را کاوش می کنند (به عنوان نمونه Jensen و همکارانش، 1992؛ Seetharamab و همکارانش، 2001). این نشان می دهد که شرکت های تایوانی از وام کمتر و توازن بیشتری در ساختار سرمایه ای شان استفاده می کنند. چون تصمیمات مالی شرکت های تایوانی بیشتر بازتاب دهنده اولویت سهامدار کنترل کننده هستند، کاهش نفوذ می تواند اشاره به نفرت سهامدار کنترل کننده برای مانیتورینگ بستانکار داشته باشد. به علاوه میانگین و میانه MSO به ترتیب 25/06٪ و 22/60٪ هستند که درست بالای آن مواردی هستند که در Jensen و همکارانش (1992) و Seetharaman و همکارانش (2001) آن ها را گزارش داده اند. این می تواند اظهار دارنده آن باشد که وجود (حضور) سهامدار کنترل کننده می تواند به طرز کارایی اثرات تقویت مدیریت را برطرف کند، و بنابراین دارایی های مدیر بالاتر قبلاً تحمل هستند. مطابق با این مفهوم، میانگین و میانه کنترل 29/59٪ و 27/93٪ هستند که هر دو بالاتر از موارد MSO هستند که اظهار دارنده این است که سهامدار کنترل کننده توان کافی برای مدیریت اقدامات مدیر را دارد. اما

میانگین انحراف 81/35٪ است که اظهار دارنده سطح بالایی از واگرایی میان دارایی سهامداران کنترل کننده و حقوق کنترل می باشد. نتایج توصیفی در رابطه با کنترل اشاره به این دارند که سهامدار کنترل کننده به تخفیف تقویت مدیریت کمک می کند، اما نتایج مرتبط با انحراف اظهار دارنده انگیزه سهامدار کنترل کننده برای سلب مالکیت می باشد. از این رو سهامدار کنترل کننده می تواند هم نقش مانیتور را بازی کند و هم نقش سلب کننده مالکیت. میانگین و میانه TR به ترتیب 10/36٪ و 6/09٪ هستند و این اشاره به این دارد که شرکت می تواند به پوشش های مالیاتی سود اساسی با افزایش وام بیشتر دست یابد، چون TR بالا نشان دهنده این است که درآمد قابل پرداخت مالیات برای پوشش های مالیاتی باید جبران شوند. بنابراین استفاده از TR برای نشان دادن وضعیت مالیاتی شرکت منطقی به نظر می آید. شایان ذکر است که ماکسیمم و مینیمم مقادیر بتا 10/354 و 6/9498- هستند و موارد مربوط به ROA 0/4435 و 1/2471- هستند. این نتایج اظهار دارنده وجود مقادیر فوق العاده می باشند. اما این مقادیر فوق العاده اثرات قابل توجه و معناداری روی نتایج تجربی ما ندارند، اما این دو متغیر اهداف آزمایش اصلی ما نمی باشند. به علاوه میانگین های این دو متغیر نزدیک به میانه هایشان هستند، بنابراین توزیع های نمونه آن ها خیلی متأثر از مقادیر فوق العاده نیست.

ماتریس همبستگی نشان داده شده در جدول 3 نشان می دهد که همبستگی منفی میان DR و MSO وجود دارد که بصورت ابتدایی سازگار با استدلال ماست که بدهی و کالکیت (دارایی) مدیر جایگزین یکدیگر می باشند. مسأله چند خطیتی به نظر جدی نمی آید، چون همبستگی های تمام متغیرها پایین است (کمتر از 0/7) و عوامل تورم واریانس برای تمامی متغیرها کاملاً زیر 10 هستند. در تحلیل فعلی، متغیرهای برون زادی بدهی (DR) و دارایی مدیر (MSO) می باشد؛ ادامه متغیرها به عنوان متغیرهای مستقل در نظر گرفته شده اند (یعنی برون زادی) که مبتنی بر آماره هایی هستند که در جدول 3 وجود دارند و نشان دهنده همبستگی های پایین می باشند.

همبستگی میان DR و کنترل منفی است که اشاره به این دارد که سهامدار کنترل کننده با اختیارات کنترل بالاتر ترجیح می دهد وام کمتری بگیرد تا از موشکافی بستانکاران جلوگیری به عمل آورد. به علاوه همبستگی میان DR و انحراف منفی است و این اشاره به این مطلب دارد که تنوع بیشتر میان حقوق کنترل و حقوق مالکیت باعث ایجاد

انگیزه های بیشتر برای سهامداران کنترل کننده در سلب مالکیت دارایی های شرکت می شود (به عنوان نمونه Claesen و همکارانش، 2000؛ La Porta و همکارانش، 1999) و آن ها را تهییج می کنند تا وام بیشتری بگیرند که باعث تأمین منابع بیشتری برای سلب مالکیت می شود.

جدول 4 نتایج رگرسیون حداقل مربعات دو مرحله ای را نشان می دهد: پانل A نشان می دهد که ضرایب تعیین کننده ترین دارایی مدیر از نظر آماری قابل توجهند و توان توصیفی مدل رگرسیون بالا است (تعیین  $R^2$  مساوی با 0/2023). این نتایج نشان می دهند که مشخصات مدل تجربی ما در تعیین MSO متناسب است. به علاوه گرچه ضریب DR منفی است، د سطوح مرسوم قابل توجه و معنادار نیست. این یافته مشابه با یافته های Jensen و همکارانش (1992) می باشد که اشاره به این دارند که جهت علی از مالکیت (دارایی) مدیر به بدهی اوست و برعکس آن صادق نیست. به علاوه ضرایب DIVY و INST هر دو مثبت و معنادار هستند. این اشتهار دارنده این است که ر خلاف آن چه در ایالات متحده اتفاق می افتد در تایوان پرداختی های سود سهام و دارایی های آموزشی جایگزین دارایی مدیر نیستند، بنابراین مدل تبادل می تواند از این جهت قابل کاربرد برای DIVY و INST نباشد که این بدان معناست که این متغیرها می توانند بطور متناسب به عنوان متغیرهای برون زادی در مدل تجربی ما اصلاح شوند.

به علاوه، همان طور که در پانل A نشان داده شده است ضریب منفی و معنادار بتا نشان می دهند که مدیران میلی به سرمایه گذاری پول های شخصی خود در شرکت هایی که ریسک تجارت بالایی دارند، ندارند. ضریب مثبت رشد اظهار دارنده این است که برای سرمایه گذاران خارجی مانیتور کردن مدیران در صورت می تواند سخت باشد که شرکت ها فرصت های رشد بیشتری داشته باشند و در این مورد ممکن است از مدیران خواسته شود تا پول بیشتری در شرکت سرمایه گذاری کنند تا مشکل مانیتورینگ (Lehn و Demsetz، 1985) را حل کنند. ضریب مثبتا ROA نشان می دهد که شرکت هایی که سودمندی بالتری دارند مرتب با نگرانی های جدی تر در رابطه با سرمایه گذاری بیش از حد یا مصرف پیش نیاز مدیریتی شرکت ها با سودمندی بالاتر مرتبط با مشکل جدی تر در رابطه با سرمایه گذاری بیش از حد یا مصرف اضافه حقوق مدیریت و از این رو نیاز به دارایی مدیریتی بیشتر برای برطرف

کردن این نگرانی ها می باشد. ضریب منفی اندازه نشان دهنده محدودیت های ثروت مدیر در فرض سودهای کنترل شده در شرکت های بزرگ است.

پانل B جدول 4 نتایج رگرسیون مرحله دوم ما را نشان می دهد. ضریب MSO در سطح 1٪ منفی و معنادار است که این مطابق با پیش بینی ماست که در آن رابطه تبادلی میان بدهی و دارایی مدیر وجود دارد. به علاوه ما ضریب منفی و معناداری برای MSO\*TR می یابیم که مطابق با تأثیر مالیات حقوقی روی رابطه میان بدهی و دارایی مدیر می باشد.

مطابق با فرضیه 1 ریال ما در می یابیم که ضریب MSO\*Control به طرز معناداری مثبت است. این یافته اشاره به این دارد که با اختیارات کنترل بالاتر، سهامداران کنترل کننده بیشتر اثرات تقویت مدیری ترا کاهش می دهند؛ این منجر به کاهش هزینه های تقویت مدیریت و هزینه نسبتاً بالتتری از وام در کاهش هزینه های عامل می شود که سبب استفاده از وام کمتر می شود. ضریب MSO\*TR\*Control نیز به طرز معناداری مثبت است، و بنابراین از فرضیه 2 حمایت می کند. یعنی اثر منفی روی مصرف وام به دلیل کاهش دادن تقویت مدیریت از طریق قوق کنترلی سهامدار کنترل کننده اصر مثبت اعمال شده روی مصرف وام منتهجه از نرخ های مالیات بالاتر را خنثی می کند.

برای آزمودن این مطلب که نتایج ما در جدول 2 برای تعریف DR قوی هستند، ما تست های خود را با تعریف مجدد DR به عنوان نفوذ بازار استفاده می کنیم و نتایج گزارش نشده نشان می دهند که یافته ها تغییری نکرده اند که در آن ضرایب MSO و MSO\*TR منفی و معنادار باقی می مانند و ضرایب MSO\*Control و MSO\*TR\*Control مثبت و معنادار اقی می مانند. علاوه بر این ما آزمایش های خود را با تعریف مجدد DR به عنوان وام بلند مدت مقیاس گذاری شده با ارزش بازار به جای مقیاس بندی شده با دارایی های مجموع مجدداً تعریف می کنیم که در آن ضرایب MSO\*Control و MSO\*TR\*Control مثبت و معنادار باقی می مانند. علاوه بر این نتایج ما نیز از نظر کیفی با تعریف مجدد DR به عنوان وام بلند مدت مقیاس بندی شده با ارزش دفتر توازن

مشابه باقی می ماند. این نتایج اظهار دارنده این هستند که یافته ها ما در جدول 4 برای نشان دادن چگونگی اندازه گیری DR توسط ما قدرتمند هستند.

### جدول 1 .

Year	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	Total
Initial	286	318	367	432	489	530	585	611	619	628	636	5501
Data incomplete or missing	(33)	(57)	(69)	(98)	(84)	(60)	(8)	(13)	(11)	(19)	(22)	(474)
Final	253	261	298	334	405	470	577	598	608	609	614	5027

### جدول 2 .

Variable	Mean	Median	Maximum	Minimum	Std. Dev
DR	0.0869	0.0557	0.7031	0.0000	0.0980
MSO	0.2506	0.2260	0.9533	0.0019	0.1384
DIVY	0.0210	0.0035	0.2506	0.0000	0.0283
INST	0.3614	0.3362	0.9866	0.0000	0.2165
Growth	1.7151	1.3100	22.7400	0.0400	1.5015
Beta	0.8206	0.8205	10.3343	-6.9498	0.4091
Size	6.8146	6.7484	8.7586	5.4963	0.5105
RCA	0.0441	0.0358	0.4435	-1.2471	0.0725
Fixed asset	0.2848	0.2577	0.9372	0.0000	0.1891
ROD	1.3915	0.4392	30.0680	0.0000	2.3118
TR	0.1036	0.0609	0.9868	0.0000	0.1281
Control	0.2999	0.2793	0.9545	0.0008	0.1653
Deviation	0.8135	0.9397	1.0000	0.0000	0.2536
Depreciation	0.0262	0.0202	0.1607	0.0000	0.0234
TLC	0.1973	0.0000	1.0000	0.0000	0.3980

در پانل B ضرایب DIVY و INST هر دو مثبت و معنادار هستند، درست مانند آن چه در پانل B جدول 4 دیده می شود. باز هم این اظهار دارنده این است که این دو متغیر باید در تخصیص تجربی ما برون زادی باشند. به علاوه ضریب مثبت DIVY نیز برطرف کننده نگرانی های بالقوه منتهی از از قلم افتادگی نرخ های مالیات شخصی می باشد، چون این اشاره به آن دارد که DIVY بازتاب دهنده وضعیت مالیات سرمایه گذار می باشد، چون پرداختی های سود سهام شرکت ها ارتباط منفی با نرخ های مالیات سرمایه گذار دارند، که Lee و همکارانش (2006) نیز به همین نتیجه رسیدند. ضرایب کنترل و انحراف سازگار با یافته های Faccio و همکارانش (2001) هستند که وام بیشتر سلب مالکیت سهامدار کنترل کننده را تسهیل می کند. نتایج اعلام نشده نشان می دهند که اغلب صناعات صنعتی قابل توجه و معنادار هستند و به همین دلیل تفاوت های برجسته ای در ساختار سرمایه میان شرکت ها در صنایع مختلف وجود دارد.

ضرایب کنترل و انحراف همراه با ضرایب MSO\*Control تأثیراتی روی مقالات عامل دارند: از یک طرف، ضریب مثبت MSO\*Control نشان می دهد که وجود سهامدار کنترل کننده به سبک کردن تقویت مدیریت کمک می کند. از طرف دیگر، آن حشور خودش منجر به مشکلات عامل می شود چون ضرایب منفی کنترل و انحراف نشان دهنده مقاومت سهامدار کنترل کننده به موشکگافی بستانکار می باشد. بنابراین نتایج ما اشاره به این دارند که سهامدار کنترل کننده دو اثر جانبی دارد.

### جدول 3.

	DR	MSO	DIVY	INST	Growth	Beta	Size	ROA	FA	RE-D	TR	Control	Deviation	Dep	TLC
DR	1.0000	-0.0449	-0.0940	0.0474	-0.1126	-0.1832	0.1439	-0.1626	0.2641	-0.1091	-0.1345	-0.0382	-0.0811	0.2247	0.0560
MSO		1.0000	0.1597	0.3671	0.1306	-0.1714	0.0050	0.1553	0.0572	0.0144	0.1304	0.6423	-0.1260	0.0377	-0.1682
DIVY			1.0000	0.1976	-0.0114	-0.0782	0.1252	0.2687	-0.1551	0.0583	0.1683	0.1254	-0.0250	-0.0804	-0.3605
INST				1.0000	0.1539	-0.0607	0.3721	0.1600	-0.0159	-0.0476	0.0073	0.3251	-0.2576	0.0075	-0.1396
Growth					1.0000	0.0805	0.4658	0.4597	-0.1465	0.2693	0.0224	0.0296	-0.0826	-0.0523	-0.2184
Beta						1.0000	0.2584	0.0512	-0.1673	0.1470	-0.0431	-0.2049	-0.1074	-0.0311	-0.0442
Size							1.0000	0.3006	-0.0628	0.0990	-0.0499	-0.0473	-0.2154	0.0689	-0.2887
ROA								1.0000	-0.1151	0.2204	0.2765	0.0869	-0.0442	-0.0500	-0.3815
FA									1.0000	-0.2097	-0.0321	0.0286	0.0220	0.6123	0.1172
RE-D										1.0000	-0.1089	-0.1042	-0.1933	0.0372	-0.0938
TR											1.0000	0.0399	-0.0409	-0.0782	-0.2056
Control												1.0000	0.0461	-0.0815	-0.0899
Deviation													1.0000	-0.0486	0.0486
Dep														1.0000	0.1004
TLC															1.0000

ضریب TR مثبت و معنادار است که موید مزیت پوشش مالیاتی پرداختی های سود به مالیه وام می باشد (Graham, 1996 الف). جالب است که نتایج جدول بندی نشده نشان می دهند که اگر ما MOS را از قلم بیاندازیم و شرایط تعامل آن را از رگرسیون حذف کنیم، ضریب TR منفی خواهد شد. این اهار دارنده آن است که ارتباط منفی میان وام و نرخ مالیات یک شرکت نمی تواند توصیفی باشد و این به دلیل از قلم افتادن متغیر دارایی مدیریت است؛ از این رو دارایی مدیریت عامل مهمی در تعیین سطح بدهی شرکت می باشد.

برای باقیمانده متغیرهای کنترل شرکت، ضریب مثبت دارایی ثابت سازگار با مفهومی است که در آن ملموس بودن دارایی بالاتر منجر به نرخ بدهی بالاتر می شود، چون دارایی های ملموس ساده تر به عنوان تضمین به کار می رود ضریب بتا منفی است و بنابراین ریسک تجارت بالاتر منجر به عدم قطعیت بالاتر در برطرف کردن بازپرداختی های وام می شود و روی خواست شرکت برای افزایش وام تأثیر می گذارد. به همین صورت ضریب اندازه منفی است که اظهار دارنده آن است که عدم تقارن اطلاعات کمتر روی شرکت های بزرگ تأثیر می گذارد. بر خلاف استدلال تضمینی وام، ضریب رشد مثبت است و این اشاره به آن دارد که شرکت ها می توانند خواستار صندوق های



بیشتری برای سرمایه گذاری روی فرصت های رشد خود شوند و بدین وسیله نفوذ را افزایش دهند. به علاوه، ضریب مثبت ROA اظهار دارنده این است که سودمندی بالاتر باعث کاهش نیاز برای جستجوی سرمایه های خارجی نمی شود. منطق پشت این میتواند آن باشد که چون سودمندی بالاتر درآمدهای مشمول مالیات کافی برای تمام کردن تمامی پوشش های مالیاتی فراهم می کنند که مشوق استفاده از وام برای تولید پوشش مالیاتی سود است. مشابهاً ضریب مثبت استهلاک اشاره به این دارند که هزینه های استهلاک تنها اثر پوشش مالیاتی غیر وام را روی ساختار سرمایه ثبت و ضبط نمی کنند. همان طور که در جدول 3 نشان داده شده است همبستگی میان دارایی ثابت و استهلاک بالا است (0/6123) بنابراین هزینه های استهلاک بالا اشاره به این دارند که شرکت دارایی های ثابت تری دارد. و نتیجه این است که هر دو ضریب دارایی ثابت و استهلاک مثبت هستند و این اظهار دارنده این است که اثر ملموس بودن دارایی روی تضمین وام، همان طور که با دارایی های ثابت نشان داده شده بر اثر پوشش های مالیاتی غیر وامی غلبه می کند که از استهلاک ها حاصل شده اند. در مقابل، ضریب منفی TLC سازگار با اثر شلوغ کنندگی پوشش های مالیاتی غیر وامی است دین معنا که شرکت هایی که منقولات اتلاف مالیات دارند از وام کمتری استفاده می کنند و این موضوع توسط MacKie – Mason (1990) نشان داده شده است.

جدول 4 .

TarjomeFa.Com

Model of Panel A:

$$MSO_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 DR_{it} + \alpha_2 DIVY_{it} + \alpha_3 INST_{it} + \alpha_4 Growth_{it} + \alpha_5 ROA_{it} + \alpha_6 Beta_{it} + \alpha_7 (Beta_{it})^2 + \alpha_8 Size_{it} + \alpha_9 R\&D_{it} + \mu_{it}$$

Model of Panel B:

$$DR_{it} = \beta_0 + \beta_1 MSO_{it} + \beta_2 DIVY_{it} + \beta_3 INST_{it} + \beta_4 Growth_{it} + \beta_5 Beta_{it} + \beta_6 Size_{it} + \beta_7 ROA_{it} + \beta_8 Fixed Asset_{it} + \beta_9 TR_{it} + \beta_{10} Control_{it} + \beta_{11} Deviation_{it} + \beta_{12} Depreciation_{it} + \beta_{13} TLC_{it} + \beta_{14} MSO_{it} \cdot TR_{it} + \beta_{15} MSO_{it} \cdot Control_{it} + \beta_{16} MSO_{it} \cdot TR_{it} \cdot Control_{it} + Industry + Year + \epsilon_{it}$$

Panel A: Results of Eq. (7) Dependent variable: MSO			Panel B: Results of Eq. (8) Dependent variable: DR				
	Estimated coefficient	Standard error	p-Value		Estimated coefficient	Standard error	p-Value
Intercept	0.3247	0.0121	0.0000***	Intercept	5.8700	1.6069	0.0003***
DR	-0.0250	0.0224	0.2636	MSO	-18.0697	4.9097	0.0002***
DIVY	0.3955	0.0726	0.0000***	DIVY	6.9162	1.9807	0.0005***
INST	0.2493	0.0114	0.0000***	INST	4.4733	1.2304	0.0003***
Growth	0.0128	0.0017	0.0000***	Growth	0.2297	0.0644	0.0004***
ROA	0.1320	0.0284	0.0000***	Beta	-0.7409	0.2173	0.0007***
Beta	-0.0413	0.0093	0.0000***	Size	-0.8110	0.2302	0.0004***
(Beta) <sup>2</sup>	0.0013	0.0026	0.6113	ROA	2.3350	0.6775	0.0006***
Size	-0.0462	0.0044	0.0000***	Fixed asset	0.0473	0.0227	0.0372**
R&D	0.0006	0.0007	0.4371	TR	0.1558	0.0686	0.0232**
				Control	-0.1421	0.0642	0.0269**
				Deviation	-0.0218	0.0042	0.0000***
				Depreciation	0.1514	0.0503	0.0027***
				TLC	-0.0046	0.0022	0.0389**
				MSO*TR	-0.9504	0.3127	0.0012***
				MSO*Control	0.4780	0.2542	0.0301**
				MSO*TR*Control	0.3218	0.1565	0.0199**
Adjusted R2 = 0.2023				Adjusted R2 = 0.6030			
F-value = 146.6280***				F-value = 174.4665***			

Notes:

(1) The definitions of the variables are shown in the note of Table 2.

(2) The variable MSO in Panel B is the predicted value of the dependent variable for Panel A.

(3) The standard errors of the regression coefficients are calculated using White's (1980) heteroskedasticity-corrected procedure.

(4) The superscripts \*\*\*, \*\*, and \* indicate statistical significance at the 1%, 5%, and 10% levels, respectively.

## 5-2- تحلیل علاوه بر سازمان

### 5-2-1- در نظر گرفتن انعطاف پذیری مالی در حساسیت به تداخل های مدل ما

معادله (3) نشان می دهد که  $F(\lambda)$  روی تبادل میان DR و MSO تأثیر می گذارد، اما نتایج جدول 4 این اثر را در نظر نمی گیرند. طبق این بخش قفعلی این را می آزماید که آیا عوامل که تأثیری روی  $F(\lambda)$  دارند نیز روی تبادل میان DR و MSO هم تأثیر می گذارند یا خیر. این تست مهم است چون نتایج جدول 4 در صورت می توانند در اینجا اولویت داشته باشند که نتایج تجربی اینجا سازگار پیش بینی ها ما از اثرات پارامترهای مدل تست نشده نباشند.

همان طور که در تنظیمات مدل ما نشان داده شده است،  $F(\lambda)$  نشان دهنده هزینه افزایش وام اضافی است که حاصل زوال انعطاف پذیری مالی و احتمال افزایش یافته تنش مالی می باشد، در همان طور که در تنظیمات مدل ما

ارائه شده است. اگر  $f$  اشاره به انعطاف پذیر مالی شرکت داشته باشد، بنابراین با دیفرانسل گرفتن از  $f$  نسبت به  $\lambda/d\theta$  می توانیم معادله زیر را به دست آوریم:

$$\frac{\partial}{\partial f} \left( \frac{d\lambda}{d\theta} \right) = \frac{E(\theta)_\theta}{(C_D + F(\lambda)_\lambda)^2} \cdot \frac{dF(\lambda)_\lambda}{df} \quad (9)$$

چون سطح بالاتری از نتایج انعطاف پذیر در هزینه های پایین تر افزایش وام علاوه بر سازمان وجود دارد، ما می دانیم که  $dF(\lambda)_\lambda/df$  منفی است و بنابراین حاصل معادله (9) نیز منفی است. این به دلیل این است که  $f$  بالاتر استفاده از وام را در کاهش هزینه های عامل ارزان تر می کند و از این رو شرکت را اغوا می کند تا نفوذ خود را افزایش دهد، و مالکیت (دارایی) مدیر را ثابت نگه دارد. مشابهاً اگر  $f$  نشان دهنده احتمال تنش مالی باشد، ما می فهمیم که نتیجه معادله (9) مثبت خواهد شد چون سودمندی تنش مالی ارتباط مثبتی با  $F(\lambda)_\lambda$  دارد.

به علاوه، فرصت های رشد شرکت نیز می توانند روی  $d\lambda/d\theta$  تأثیر بگذارند. فرضیه جریان نقدی آزاد (Jensen، 1986) اشاره به این دارد که مدیران دوست دارند جریان نقدی آزاد را روی پروژه های افراط کارانه صرف کنند. در کل، مشکل محیط منجر به هزینه های تقویت مدیریت بیشتر می شود و شدت کمتری برای شرکت هایی دارد مع فرصت های رشد بیشتری دارند. یعنی پتانسیل رشد بالاتر شرکت مشوق مدیران در صرف جریان نقدی آزاد در سرمایه گذاری هاست، چون در این مورد هزینه مصرف اضافی فرصت بسیار بالاست و این به دلیل شلوغ کردن پروژه های NPV می باشد. اگر  $G$  نشان دهنده مجال رشد باشد، بنابراین  $dE(\theta)_\theta/dG$  منفی است و بدین وسیله دیفرانسیل  $G$  نسبت به  $d\lambda/d\theta$  مثبت است، چون مجاثل های رشد بیشتر منجر به هزینه های تقویت مدیریت کمتری می شوند.

برای آزمایش این تأثیرات، ما به رگرسیون های حداقل مربعات دو مرحله ای باز می گردیم که سه متغیر تعامل شامل می کنند:  $MSO^*Growth$ ،  $MSO^*Z-Score$  و  $MSO^*Cash$ . متغیر رتبه  $Z$  رتبه  $Z$  کار Altman، Hartzell و Peck (1995) است که سودمندی تنش مالی را ارزیابی می کند. رتبه  $Z$  بالاتر اشاره لبه سودمندی پای نتر ورشکستگی دارد و متغیر مصنوعی مساوی با صفر است اگر مانده نقد کاهش یافته مشاهده بالاتر از میانه

نمونه کلی باشد و در غیر اینصورت صفر است. متغیر رشد به صورتی که در بخش 2-1-4 نشان داده شده تعریف شده است.

بر مبنای بحث بالا ما پیش بینی می کنیم که علامت  $MSO^*Growth$  مثبت باشد، و علامت های  $MSO^*Cash$  و  $MSO^*Z-Score$  منفی هستند. جدول 5 نتایج تخمین زده شده مجدد را ارائه می کند. همان طور که نشان داده شده ضرایب  $MSO^*Cash$ ،  $MSO^*Z-Score$  و  $MSO^*Growth$  همگی در سطح 5٪ یا بالاتر قابل توجه و معنادار هستند و علامت های آن ها سازگار با پیش بینی های ماست و ضرایب  $MSO . TR . MSO . Control$  و  $MSO . Control$  قابل توجه باقی می ماند و علامت های آن ها تغییری نمی کنند. این نتایج نشان می دهند که توسعه های مدل ما قوی هستند و نتایج گزارش شده در جدول 4 جعلی نیستند.

## 2-2-5- حساسیت داده های پرت

از آماره توصیفی جدول 1 ما اشاره می کنیم که طیف میان ماکسیمم و مینیمم برای برخی متغیرها بزرگ است، که نشان می دهد که نیاز به انجام تست حساسیت داده های پرت برای اطمینان یافتن از قدرت نتایج ما وجود دارد. متغیرهای اصلی ما، نرخ مالیات حقوقی، وام، و دارایی مدیر هستند. ما به توزیع آماره های توصیفی در مطالعات قبلی برای تعیین این استفاده می کنیم که آیا سه متغیر اصلی داده های پرتی دارند یا خیر.

## 3-2-5- نتایج استفاده از OLS در مقابل OLS دو مرحله ای

در حالی که مدل ما تست تجربی نشان می دهد که دارایی سهام مدیر جایگزینی برای وام می باشد، رابطه دقیق آن ها سازگار با مقالات دیگر نیست. چندین مطالعه (به عنوان نمونه Brailsford و همکاران، 2002؛ Moon و Tandon، 2007) دریافتند که رابطه میان وان و دارایی مدیر کلاً منفی نیست، و این برخلاف استدلال های ماست. به عنوان مثال، Brailsford و همکارانش (2002) پیشنهاد می کنند که در سطوح پایین دارایی مدیر ارتباط مثبتی با نرخ وام دارد در حالی که در سطوح بالای دارایی مدیریت، چنین ارتباط مثبتی منفی می شود. Moon و Tandon (2007) اعلام کردند که رابطه میان دارایی و بدهی مدیریت برای شرکت هایی مثبت است که

فرصت های رشد کمی دارند. اما چون طراح تجربی آن ها میتنبر بر مشخصات OLS می باشد ما حدس می زنیم که نتایج متناقض در مقالات می توانند به دلیل استفاده از تکنیک های اقتصادی متفاوتی باشند.

## جدول 5.

$$DR_{it} = \beta_0 + \beta_1 MSO_{it} + \beta_2 DIVY_{it} + \beta_3 INST_{it} + \beta_4 Growth_{it} + \beta_5 Beta_{it} + \beta_6 Size_{it} + \beta_7 ROA_{it} + \beta_8 Fixed Asset_{it} + \beta_9 TR_{it} + \beta_{10} Control_{it} + \beta_{11} Deviation_{it} + \beta_{12} Depreciation_{it} + \beta_{13} TLC_{it} + \beta_{14} MSO_{it} \cdot TR_{it} + \beta_{15} MSO_{it} \cdot Control_{it} + \beta_{16} MSO_{it} \cdot TR_{it} \cdot Control_{it} + \beta_{17} MSO \cdot Growth + \beta_{18} MSO \cdot Z \cdot Score + \beta_{19} MSO \cdot Cash + Industry + Year + e_{it}$$

	Coefficient	Standard error	p-Value
Intercept	5.8888	1.6844	0.0005***
MSO	-18.0902	5.1545	0.0005***
DIVY	6.9497	2.0534	0.0007***
INST	4.4785	1.2861	0.0005***
Growth	0.2100	0.0678	0.0020***
Beta	-0.7362	0.2281	0.0013***
Size	-0.8088	0.2406	0.0008***
ROA	2.3896	0.6817	0.0005***
Fixed asset	0.0374	0.0190	0.0494**
TR	0.1245	0.0657	0.0583*
Control	-0.1097	0.0518	0.0343**
Deviation	-0.0169	0.0041	0.0000***
Depreciation	0.1533	0.0541	0.0046***
TLC	-0.0065	0.0026	0.0138**
MSO*TR	-0.7852	0.3061	0.0052***
MSO*Control	0.3767	0.2126	0.0383**
MSO*TR*Control	0.3203	0.1561	0.0201**
MSO*Growth	0.0581	0.0346	0.0467**
MSO*Z-Score	-0.0092	0.0054	0.0492**
MSO*Cash	-0.0609	0.0165	0.0001***
Adjusted R2 = 0.6194			
F-value = 175.0035***			

برای تعیین این که آیا نتایج متناقض قابل نسبت دادن به تفاوت موجود در زمینه های اقتصادسنجی می باشد، ما ابتدا استدلال Brailsford و همکارانش (2002) را با جدا کردن نمونه خود به زیر نمونه های MSO پایین و بالا آزمودیم، که به عنوان مشاهدات همراه با سطوح میانه بالا و پایین دارایی سهام مدیر تعریف شده اند. ما تست های خود را با OLS و OLS دو مرحله ای برای سه متغیر آزمایشی MSO.Control، و MSO.TR.Control انجام می دهیم. جدول 7 نتایج تخمین مجدد استفاده از OLS و OLS دو مرحله ای را نشان می دهد.

پانل A جدول 7 نشان می دهد که با استفاده رگرسیون OLS، ضریب MSO برای شرکت های با MSO بالا منفی است و برای شرکت های با MSO پایین مثبت است که این سازگار با پیش بینی Brailsford و همکارانش (2002) می باشد. اما همان طور که در پانل B نشان داده شده است که رگرسیون OLS دو مرحله ای را در پیش گرفته است، ضریب MSO هم برای شرکت ها با MSO بالا و هم برای شرکت ها با MSO پایین منفی است. این

اظهار دارنده آن است که رابطه مثبت اعلام شده توسط Brailsford و همکارانش (2002) حساس به وابستگی میان وام و دارایی مدیر است.

علاوه بر این ما استدلال Moon و Tandon (2007) را با جداسازی نمونه خود به زیر نمونه های با رشد بالا و پایین آزمایش می کنیم که به عنوان مشاهداتی تعریف شده اند که دارای سطوح میان بالا و پایین از نسبت ارزش بازار تساوی به ارزش دفتری می باشند. نتایج اعلام نشده نشان می دهند که مطابق با اظهارات Moon و Tandon ما درمی یابیم که زمانی که رگرسیون OLS استفاده شده باشد، ضریب MSO برای شرکت های کم رشد مثبت است اما زمانی که رگرسیون OLS دو مرحله ای استفاده شده باشد علامت منفی می شود.

این نتایج اظهار دارنده اهمیت در نظر گرفتن اثر برون زادی می باشند. به علاوه رابطه مثبت میان وام و دارایی مدیر گزارش شده بواسطه مطالعات قبلی می تواند با وابستگی میان وام و دارایی مدیر، به جای اقتصاد متضمن آن به جلو رانده شود.

#### 4-2-5- اثر شرکت های دارای کنترل خانوادگی

در شرکت هایی که یک خانواده آن ها را کنترل می کنند، تیم مدیریت و سهامدار کنترل کننده معمولاً اعضای از خانواده کنترل کننده می باشند (La Porta و همکارانش، 1999). این اشاره به تخصیص برجسته تر سود میان مدیران و سهامدار کنترل کننده دارد و بنابراین نیز متری به سهامدار کنترل کننده دارد نت بتواند مدیران را غربال نماید. به عبارت دیگر، در شرکت هایی که خانواده آن را کنترل می کنند، اثر سهل کننده سهامدار کنترل کننده می تواند شیوع کمتری داشته باشد. بنابراین این بخش این مورد را می آزماي د که آی اثر اختیارات کنترل سهامدار کنترل کننده بین خشرکت های خانوادگی و غیر خانوادگی متفاوت است یا خیر.

ما ارزش متغیر مصنوعی خانواده را یک در نظر می گیریم و این در صورتی است که شرکت با تعریف کنترل خانوادگی ارتباطی داشته باشد و در غیر این صورت آن را صفر در نظر می گیریم. با تکرار رگرسیون حداقل مربعات دو مرحله ای با متغیر جدید  $MSO^*Control^*Family$  ما در می یابیم که ضریب این متغیر تعامل  $0/0446$ - است و در سطح 5 درصد قابل توجه و معنادار است.

این نتیجه از استدلال ما حمایت می کند که در شرکتی که خانواده آن را کنترل می کند حضور سهامدار کنترل کننده اثر کمتری روی کاهش هزینه وقت مدیریت دارد چون تناقض میان مدیران و سهامدار کنترل کننده به برجستگی شرکت های غیر فامیلی نیست.

## 6- نتایج

مطالعه ما تأثیرات ساختار مالکیت نهایی و نرخ مالیات بر درآمد را روی رابطه تبادل میان دارایی مدیر و وام در کاهش هزینه های عامل می آزماید. علاوه بر توسعه درکی از مشکل عامل، مطالعه ما ساختار مالکیت و ابعاد مالاتی را برای شرکت دادن تحقیق دولتی معرفی می کند. بر مبنای مدل تبادل، ما بنیادی تئوری توسعه می دهیم که توصیف گر وجود سهامدار کنترل کننده ای است که به عنوان نظم دهنده برای نمایش اقدامات مدیر به کار می رود. ما نشان می دهیم که وام و دارایی سهام مدیر مکانیسم های جایگزین در کاهش هزینه های عامل هستند و بنابراین رابطه تبدالی میان آن ها وجود دارد. به علاوه، چون ینرخ مالیات بر درآمد شرکت پوشش های مالیاتی پرداختی های سود را ارائه می کند، از این رو این رابطه تبدالی را میان وام و دارایی مدیر تقویت می کند. علاوه بر این ما نشان می دهیم که اختیارات کنترلی سهامدار کنترل کننده رابطه تبادل میان وام و دارایی مدیر را تضعیف می کنند. با به کار گیری رگرسیون حداقل مربعات همزمان برای کنترل درون زادی بالقوه میان دارایی و وام مدیر، نتایج تجربی ما سازگار با پیش بینی های ما هستند.

### جدول 6.

	Panel A <sup>(1)</sup>			Panel B <sup>(1)</sup>			Panel C <sup>(1)</sup>		
	Estimated coefficient	Standard error	p-Value	Estimated coefficient	Standard error	p-Value	Estimated coefficient	Standard error	p-Value
Intercept	5.8482	1.6075	0.0003***	5.8362	1.6087	0.0003***	5.8324	1.6131	0.0003***
MSO	-17.9988	4.9117	0.0003***	-17.9600	4.9151	0.0003***	-17.9465	4.9268	0.0003***
DIVY	6.8911	1.9798	0.0005***	6.8789	1.9805	0.0005***	6.8786	1.9852	0.0005***
INST	4.4568	1.2302	0.0003***	4.4478	1.2305	0.0003***	4.4452	1.2334	0.0003***
Growth	0.2287	0.0644	0.0004***	0.2283	0.0644	0.0004***	0.2281	0.0646	0.0004***
Beta	-0.7386	0.2172	0.0007***	-0.7372	0.2172	0.0007***	-0.7369	0.2176	0.0007***
Size	-0.8079	0.2302	0.0005***	-0.8061	0.2303	0.0005***	-0.8057	0.2310	0.0005***
ROA	2.3306	0.6776	0.0006***	2.3267	0.6785	0.0006***	2.3256	0.6817	0.0007***
Fixed asset	0.0476	0.0231	0.0389**	0.0479	0.0232	0.0387**	0.0485	0.0234	0.0381**
TR	0.1628	0.0794	0.0404**	0.1740	0.0925	0.0599*	0.1965	0.1129	0.0818*
Control	-0.1424	0.0645	0.0272**	-0.1439	0.0652	0.0274**	-0.1475	0.0681	0.0304**
Deviation	-0.0213	0.0042	0.0000***	-0.0213	0.0042	0.0000***	-0.0212	0.0042	0.0000***
Depreciation	0.1518	0.0504	0.0026***	0.1538	0.0506	0.0024***	0.1521	0.0508	0.0028***
TLC	-0.0049	0.0023	0.0328**	-0.0050	0.0023	0.0291**	-0.0049	0.0023	0.0357**
MSO*TR	-1.0244	0.3559	0.0020***	-1.0878	0.4046	0.0036***	-1.1861	0.4641	0.0053***
MSO*Control	0.4774	0.2546	0.0304**	0.4824	0.2566	0.0301**	0.4920	0.2678	0.0332**
MSO*TR*Control	0.3583	0.1671	0.0161**	0.3692	0.1835	0.0222**	0.4061	0.1904	0.0165**
Adjusted R <sup>2</sup>			0.6035			0.6035			0.6033
F-value			174.0332***			173.1112***			172.1522***

مدل اقتصادی که ما از آن استفاده می کنیم می تواند نگرانی های مرتبط با انتخاب های درون زادی مدیریت و سیاست های مالی را هدایت کند، بنابراین تست های ما شواهد قوی تری نسبت به مطالعاتی فراهم می کنند که تنها OLS را انجام می دهد. چون ارتباط دقیق میان دارایی و نف.ذ مدیری در مقالات سازگار نیست نتایج ما در حوزه تحقیقاتی ترکیبی کمک می کند. ما نتیجه می گیریم که رابطه مثبت یافته شده بواسطه مطالعات قبلی می توانند با وابستگی درونی میان وان و دارایی مدیر به جلو برده شوند و بنابراین جعلی می باشند.

### جدول 7.

	Panel A: Results of using OLS				Panel B: Results of using two-stage OLS			
	High-MSO sample		Low-MSO sample		High-MSO sample		Low-MSO sample	
	Coefficient	p-Value	Coefficient	p-Value	Coefficient	p-Value	Coefficient	p-Value
Intercept	-0.0564	0.0139**	-0.0496	0.0275**	4.1211	0.0157**	10.1874	0.0000***
MSO	-0.0266	0.2473	0.0060	0.8805	-12.7358	0.0143**	-31.3501	0.0000***
DIVY	-0.4433	0.0000***	-0.4442	0.0000***	4.7195	0.0241**	12.3691	0.0000***
INST	-0.0114	0.2270	-0.0227	0.0577*	3.1591	0.0144**	7.7960	0.0000***
Growth	-0.0081	0.0000***	-0.0102	0.0000***	0.1610	0.0170**	0.4053	0.0000***
Beta	-0.0472	0.0009***	-0.1266	0.0009***	-0.5273	0.0230**	-1.2525	0.0000***
Size	0.0490	0.0000***	0.0649	0.0000***	-0.5619	0.0203**	-1.4416	0.0000***
ROA	-0.2690	0.0000***	-0.1146	0.0001***	1.5557	0.0309**	4.1643	0.0000***
Fixed asset	0.1132	0.0000***	0.1064	0.0000***	0.0689	0.0081***	-0.0022	0.6717
TR	-0.0509	0.0008***	-0.0270	0.0500*	-0.0580	0.0000***	-0.0411	0.0000***
Control	0.0281	0.0641*	-0.0459	0.0042***	0.0087	0.4346	-0.0180	0.0026***
Deviation	-0.0177	0.0117**	-0.0140	0.0750*	-0.0240	0.0001***	-0.0146	0.0002***
Depreciation	0.1060	0.3922	0.1064	0.1136	0.1218	0.1682	0.1702	0.0000***
TLC	-0.0053	0.4028	-0.0060	0.1611	-0.0030	0.5299	-0.0003	0.8780
Adjusted R <sup>2</sup>		0.2596		0.3055		0.4976		0.8720
F-value		22.4849***		27.9375***		61.6760***		418.6393***

ه طور کلی، کار ما مکمل تحقیقاتی است که با هدف درک بیشتر درباره مالیات بر تصمیمات تجاری تاثیر می گذارد. علاوه بر این مطالعه ما در مقالاتی که در مورد تعیین کننده های متقاطع ساختار سرمایه نوشته شده اند مشارکت می کند و از پیش بینی مدل تبادل شرکت پشتیبانی می کند. از دیدگاه سیاسی، مطالعه ما تعامل میان نرخ های مالیات شرکت (حقوقی) و پویایی سازمانی را نشان می دهد که اشاره به این دارد که به هنگام ایجاد قوانین مالیاتی جدید، سیاستگذاران باید اثر بالقوه ساختار مالکیت را روی ساختار سرمایه در نظر بگیرند.



## References

- Altman, E., Hartzell, J., & Peck, M. (1995). *Emerging markets corporate bonds: A scoring system*. New York: Salomon Brothers Inc.
- Ang, J., Chua, J. H., & McConnell, J. J. (1982). The administrative cost of corporation bankruptcy: A note. *Journal of Finance*, 37, 219-226.
- Auerbach, A. J., & Poterba, J. M. (1986). Tax loss carryforwards and corporate tax incentives. *Working Paper*. : Department of Economics, MIT.
- Barclay, M., & Smith, C. (1995). The maturity structure of corporate debt. *Journal of Finance*, 50, 899-917.
- Bathala, C. T., Moon, K. P., & Rao, R. P. (1994). Managerial ownership, debt policy, and the impact of institutional holdings: An agency theory perspective. *Financial Management*, 23, 38-50.
- Brailsford, T. J., Oliver, B. R., & Pua, S. L. H. (2002). On the relation between ownership structure and capital structure. *Accounting and Finance*, 42, 1-26.
- Chen, C. R., & Steiner, T. L. (1999). Managerial ownership and agency conflicts: A nonlinear simultaneous equation analysis of managerial ownership, risk taking, debt policy, and dividend policy. *Financial Review*, 34, 119-136.
- Chu, E. L. (1997). Impact of earnings, dividends and cash flows on stock returns: Case of Taiwan's stock market. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 9(2), 181-202.
- Claessens, S., Djankov, S., Fan, J. P. H., & Lang, L. H. P. (2002). Disentangling the incentive and entrenchment effects of large shareholdings. *Journal of Finance*, 57(6), 2741-2771.
- Claessens, S., Djankov, S., & Lang, L. H. P. (2000). The separation of ownership and control in East Asian corporation. *Journal of Financial Economics*, 58, 81-112.
- Crutchley, C. E., & Hansen, R. S. (1989). A test of the agency theory of managerial ownership, corporate leverage, and corporate dividends. *Financial Management*, 18, 36-46.
- David, R. A., Sweeney, D. J., & Williams, T. A. (1999). *Statistics for business and economics* (7th ed.) Cincinnati, OH: South-Western College Publishing.
- DeAngelo, H., DeAngelo, L., & Whited, T. M. (2011). Capital structure dynamics and transitory debt. *Journal of Financial Economics*, 99, 235-261.
- DeAngelo, H., & Masulis, R. W. (1980). Optimal capital structure under corporate and personal taxation. *Journal of Financial Economics*, 8, 3-30.
- Demsetz, H. (1983). The structure of ownership and the theory of the firm. *Journal of Law and Economics*, 26, 301-325.
- Demsetz, H., & Lehn, K. (1985). The structure of corporate ownership: Causes and consequences. *Journal of Political Economy*, 93, 1155-1177.
- Downs, T. W. (1993). Corporate leverage and nondebt tax shields: Evidence on crowding out. *Financial Review*, 28, 549-583.
- Du, J., & Dai, Y. (2005). Ultimate corporate ownership structures and capital structures: Evidence from East Asia economies. *Corporate Governance: An International Review*, 13(1), 60-71.
- Easterbrook, F. (1984). Two agency-cost explanations of dividends. *American Economic Review*, 74, 650-659.
- Faccio, M., Lang, L. H. P., & Young, L. (2001). Debt and corporate governance. 2001 Meetings of the Association of Financial Economics.
- Fama, E. F., & Jensen, M. (1983). Separation of ownership and control. *Journal of Law and Economics*, 26, 327-349.
- Friend, I., & Lang, L. H. P. (1988). An empirical test of managerial self-interest on corporate capital structure. *Journal of Finance*, 53, 271-281.
- Fullerton, D. (1984). Which effective tax rate? *National Tax Journal*, 37, 23-42.
- Givoly, D., Hahn, C., Ofer, A., & Sarig, O. (1992). Taxes and capital structure: Evidence from firms' response to the Tax Reform Act of 1986. *Review of Financial Studies*, 5, 331-355.
- González, V. M. (2013). Leverage and corporate performance: International evidence. *International Review of Economics and Finance*, 25, 169-184.
- Graham, J. R. (1996a). Debt and marginal tax rate. *Journal of Financial Economics*, 41, 41-73.
- Graham, J. R. (1996b). Proxies for the corporate marginal tax rate. *Journal of Financial Economics*, 42, 187-221.
- Himmelberg, C. P., Hubbard, R. G., & Palia, D. (1999). Understanding the determinants of managerial ownership and the link between ownership and performance. *Journal of Financial Economics*, 53, 353-384.
- Jensen, M. C. (1986). Agency cost of free cash flow, corporate finance and takeovers. *American Economic Review*, 76, 323-329.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3, 305-360.
- Jensen, G. R., Solberg, D. P., & Zorn, T. S. (1992). Simultaneous determinant of insider ownership, debt, and dividend policy. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 27, 247-263.
- Jraporn, P., Kim, J., Kim, Y., & Kitsabunrarat, P. (2012). Capital structure and corporate governance quality: Evidence from the Institutional Shareholder Services (ISS). *International Review of Economics and Finance*, 22, 208-221.
- Kuo, N. T. (2013). Dividend tax signaling and the pricing of future earnings: A case of taxable stock dividends. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 40, 539-570.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., & Shleifer, A. (1998). Law and finance. *Journal of Political Economy*, 106(6), 1113-1155.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., & Shleifer, A. (1999). Corporate ownership around the world. *Journal of Finance*, 54, 471-517.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997). Legal determinants of external finance. *Journal of Finance*, 52(3), 1131-1150.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (2000). Agency problems and dividend policies around the world. *Journal of Finance*, 55(1), 1-33.
- Lee, Y. T., Liu, Y. J., Roll, R., & Subrahmanyam, A. (2006). Taxes and dividends clientele: Evidence from trading and ownership structure. *Journal of Banking and Finance*, 30, 229-246.
- Mackie-Mason, J. (1990). Do taxes affect corporate financing decisions? *Journal of Finance*, 45, 1471-1493.
- Miller, M. (1977). Debt and taxes. *Journal of Finance*, 32, 261-275.
- Moon, D., & Tandon, K. (2007). The influence of growth opportunities on the relationship between equity ownership and leverage. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 29, 339-351.
- Rozeff, M. (1982). Growth, beta and agency cost as determinants of dividend payout ratio. *Journal of Financial Research*, 5, 249-259.
- Schooley, D. K., & Barney, L. D., Jr. (1994). Using dividend policy and managerial ownership to reduce agency costs. *Journal of Financial Research*, 17, 363-373.
- Seetharaman, A., Swanson, Z. L., & Srinidhi, B. (2001). Analytical and empirical evidence of the impact of tax rates on the trade-off between debt and managerial ownership. *Journal of Accounting, Auditing and Finance*, 16, 249-272.
- Shevlin, T. (1990). Estimating corporate marginal tax rates with asymmetric treatment of gains and losses. *Journal of American Taxation Association*, 12, 51-67.
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997). A survey of corporate governance. *Journal of Finance*, 52, 737-783.
- Smith, W. S., & Conover, J. A. (1993). Risk and the miller equilibrium: Capital structure choice with risk-averse investors. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 3, 367-382.
- Trezevant, R. (1992). Debt financing and tax status: Tests of the substitution effect and the tax exhaustion hypothesis using firms' responses to the Economic Recovery Tax Act of 1981. *Journal of Finance*, 47, 1557-1568.
- Warfield, T. D., Wild, J. J., & Wild, K. L. (1995). Managerial ownership, accounting choices, and informativeness of earnings. *Journal of Accounting and Economics*, 20, 61-91.
- Warner, J. B. (1977). Bankruptcy costs: Some evidence. *Journal of Finance*, 32, 337-347.
- White, H. (1980). A heteroscedasticity-consistent covariance matrix estimator and a direct test for heteroscedasticity. *Econometrica*, 48, 817-838.
- Wu, C. (1996). Taxes and dividend policy. *International Review of Economics and Finance*, 5, 291-305.

برای خرید فرمت ورد این ترجمه، بدون واتر مارک، اینجا کلیک نمایید.

این مقاله، از سری مقالات ترجمه شده رایگان سایت ترجمه فا میباشد که با فرمت PDF در اختیار شما عزیزان قرار گرفته است. در صورت تمایل میتوانید با کلیک بر روی دکمه های زیر از سایر مقالات نیز استفاده نمایید:

لیست مقالات ترجمه شده ✓

لیست مقالات ترجمه شده رایگان ✓

لیست جدیدترین مقالات انگلیسی ISI ✓

سایت ترجمه فا ؛ مرجع جدیدترین مقالات ترجمه شده از نشریات معتبر خارجی