

بررسی تأثیر ویژگی‌های مالی بر اهرم مالی با تبیین نقش تعدیلی درماندگی مالی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

تاریخ دریافت: ۹۹/۱۰/۲۶

تاریخ پذیرش: ۹۹/۱۲/۲۷

کد مقاله: ۷۸۳۴۳

سعید پاکدلان^{۱*}، علیرضا آذرباهمان^۲، مسعود عبدالباقی^۳،

ناصر زینبی^۴

چکیده

در ادبیات حسابداری و مالی موضوع اهرم بسیار جذاب و یکی از بحث‌برانگیزترین مسائل پیش‌روی شرکت‌ها به حساب می‌آید. هدف این پژوهش بررسی تأثیر برخی ویژگی‌های مالی چون اندازه شرکت، سودآوری و دارایی‌های ثابت مشهود بر اهرم مالی و همچنین اثر درماندگی مالی بر هر یک از این عوامل می‌باشد. بدین منظور تعداد ۱۷۶ شرکت بورسی طی دوره زمانی ۱۳۹۲ تا ۱۳۹۶ (۸۸۰ سال-شرکت) انتخاب گردید. برای تجزیه و تحلیل داده‌ها از روش‌های همبستگی و رگرسیون چندمتغیره بهره گرفته شد. نتایج پژوهش نشان داد که شاخص‌های اندازه شرکت، سودآوری و دارایی‌های ثابت مشهود رابطه منفی معنادار با اهرم مالی دارند اما مشاهده شد بین فرصت‌های رشد و شاخص اهرم مالی رابطه مثبت معنادار وجود دارد. همچنین مشخص گردید شاخص تعدیلی درماندگی مالی بر رابطه فرصت‌های رشد با اهرم مالی دارای اثر مثبت معنادار ولی بر رابطه دارایی‌های ثابت مشهود با اهرم مالی اثری منفی و معنادار دارد. از طرفی اثر تعدیلی درماندگی مالی بر سودآوری و اهرم مالی معنادار است.

پژوهشگاه علوم انسانی و مطالعات فرهنگی
پرتال جامع علوم انسانی

واژگان کلیدی: اهرم مالی، درماندگی مالی، اندازه شرکت، سودآوری، دارایی‌های ثابت مشهود، فرصت‌های رشد

۱ - دانش آموخته دکتری دانشگاه مازندران و استادیار گروه حسابداری موسسه آموزش عالی غیرانتفاعی شاندیز - مشهد
s.pakdelan@shandiz.ac.ir

۲ - دانشجوی دکتری حسابداری دانشگاه مازندران و عضو هیات علمی موسسه آموزش عالی غیرانتفاعی شاندیز - مشهد

۳ - کارشناسی ارشد حسابداری موسسه آموزش عالی غیرانتفاعی شاندیز-مشهد

۴ - کارشناسی ارشد حسابداری موسسه آموزش عالی غیرانتفاعی شاندیز-مشهد

موضوع ساختار سرمایه و ارتباط آن با ارزش شرکت برای نخستین بار توسط مودیلیانی و میلر (۱۹۵۸) مطرح شد. آنها در سال ۱۹۶۳ اولین نظریه را در زمینه ساختار سرمایه با ترکیب سپر مالیاتی، هزینه‌های ورشکستگی و عدم تقارن اطلاعاتی بنا نهادند. نظریه تعادل^۱ در ساختار سرمایه توسط باکستر^۲ (۱۹۶۷) و کراس و لیتزنبرگر^۳ (۱۹۷۳) مورد بحث قرار گرفت. آن‌ها بیان کردند انتخاب ساختار سرمایه هدف شرکت‌ها از طریق توازن هزینه‌های ورشکستگی و مزایای صرفه‌جویی در بدهی مالیاتی در برابر هزینه تأمین مالی از طریق استقراض تعیین می‌شوند. نظریه تعادل در سال ۱۹۸۴ بشدت مورد انتقاد مایرز و ماجلوف^۴ قرار گرفت زیرا معتقد بودند که شرکت‌های پرداخت کننده مالیات منکر تئوری ساختار سرمایه‌ای محافظه‌کارانه هستند. اگرچه از نظر گراهام^۵ (۲۰۰۰) مزایای مالیاتی آن قابل توجه است اما در مقابل فرانک و گوپال^۶ (۲۰۰۳) به اهمیت عملی نظریه تعادل پی‌بردند. فاما و فرنچ^۷ (۲۰۰۲) ادعان کردند که نظریه تعادل باید به‌طور قانع کننده‌ای انحراف یک شرکت را بواسطه ویژگی‌های پویا از ساختار سرمایه بهینه شرح دهد. از طرفی شرح دقیق نظریه سلسله مراتبی گزینه‌های تأمین مالی^۸ (لمون، روبرت و زندر^۹، ۲۰۰۸) منجر به ارائه مفهوم ظرفیت بدهی شد که پیشنهاد می‌کند شرکت‌ها به منظور تأمین مالی باید تنها سهام عادی منتشر کنند. این موضوع باعث شد که پژوهشگران بر مفهوم نظریه سلسله مراتبی گزینه‌های تأمین مالی تعدیل شده تمرکز کنند. البته مشاهده شد که کمتر از بیست درصد شرکت‌ها به پیروی از نظریه سلسله مراتبی گزینه‌های تأمین مالی بر روش صدور سهام عادی تکیه می‌زنند (لری و رابرتز^{۱۰}، ۲۰۱۰). فرانک و گوپال (۲۰۰۳) معتقدند که نظریه سلسله مراتبی گزینه‌های تأمین مالی برای انتخاب ساختار سرمایه در شرکت‌های بزرگ به دلیل داشتن اطلاعات نامتقارن بیشتر مربوط است در حالیکه بیون و ریم^{۱۱} (۲۰۰۵) اثبات کردند که این نظریه برای شرکت‌های کوچک مربوط می‌باشد. سپس پژوهشگران زیادی با بررسی مجدد عوامل تعیین کننده، تئوری‌های ساختار سرمایه رقیب را ارزیابی کردند تا شکاف بین توضیحات نظری را با روش‌های مالی عملی مرتبط با ساختار سرمایه به ویژه در آسیا از بین ببرند (برونن، دجونگ و کودی‌جک^{۱۲}، ۲۰۰۶). این پژوهش تلاش نمود تا تأثیر برخی ویژگی‌های مالی بر اهرم مالی را بررسی کند. همچنین پژوهش قصد دارد تا بررسی کند که آیا درماندگی مالی می‌تواند رابطه بین این ویژگی‌ها را بر اهرم مالی دستخوش تغییر سازد.

۲- مبانی نظری و فرضیه‌های پژوهش

اهرم در ادبیات مالی مفهومی به معنای استقراض منابع مالی به منظور افزایش دارایی‌ها/اندازه یک شرکت است. تصور می‌شود که بازده حاصل از یک سرمایه‌گذاری (دارایی) که از طریق استقراض تأمین مالی شده و بخوبی از پیش مورد ارزیابی قرار گرفته عموماً از هزینه استقراض آن فزونی خواهد یافت. در اینصورت شرکت می‌تواند در ارتباط با تحصیل دارایی‌ها یک قدم روبه‌جلو بردارد. اما این احتمال همواره وجود دارد که بازده مورد انتظار سرمایه‌گذاری از هزینه آن (عامل ریسک) کمتر شود. شرکت‌ها را می‌توان بر اساس میزان بدهی استفاده شده در ساختار سرمایه به سه سطح پایین، متوسط و بالا طبقه‌بندی کرد. تحلیل‌گران مالی و سرمایه‌گذاری از طریق نسبت‌های بدهی به سرمایه‌گذاران مشاوره‌های تأمین مالی و سرمایه‌گذاری می‌دهند. یکی از متداول‌ترین نسبت‌های اهرمی نسبت بدهی به سرمایه است که در آن سطح تأمین مالی از طریق بدهی به ازای هر واحد سرمایه را برای یک شرکت معین نشان می‌دهد. یکی از نسبت‌های مفید مالی نسبت بدهی است که سطح بدهی برای تحصیل هر واحد دارایی یک شرکت را اندازه‌گیری می‌کند. یکی از سیگنال‌های تشخیص سریع ورشکستگی مالی نسبت بدهی است. به همان شکل یک شرکت با چشم انداز مناسب از ثبات و عملکرد آتی دارای نسبت پرداخت بدهی بلندمدت می‌باشد. اهرم بالا نشانه‌ای از درماندگی مالی است. به همین ترتیب، اهرم پایین نشان‌دهنده امکان تداوم فعالیت برای شرکت خواهد بود. بنابراین مطمئناً ساختار سرمایه از این زاویه به عنوان قطب‌نمای تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاری عمل می‌کند.

۲-۱- ارتباط نظریه تعادل و هزینه‌های نمایندگی با اهرم مالی

یکی از نظریه‌هایی که در آن سطح بهینه ساختار سرمایه بحث می‌شود نظریه تعادل است. بر اساس نظریه تعادل در طولانی-مدت ساختار سرمایه شرکت از نسبت بدهی هدف پیروی می‌کند. در واقع مفهوم تعادل در این نظریه توازن بین هزینه بدهی و

1 Trade-off theory

2 Baxter

3 Kraus and Litzenger

4 Myers and Majluf

5 Graham

6 Frank and Goyal

7 Fama and French

8 Peking-order theory

9 Lemmon, Roberts, and Zender

10 Leary and Roberts

11 Byoun and Rhim

12 Brounen, De Jong, and Koedijk

منافع حاصل از آن می‌باشد. نتایج پراکنده در پژوهش‌ها نشان می‌دهد که مزایای مالیاتی بر روش‌های تأمین مالی اثر می‌گذارد. با این حال سهم مزایای مالیاتی بر ارزش شرکت نامشخص است. گراهام (۲۰۰۰) در پژوهش خود سهم بسزای مزایای مالیاتی ناشی از هزینه بدهی را نشان داد. وی نتیجه گرفت که بیش از نیمی از شرکت‌های موجود در نمونه آماریش دارای اهرم پایین هستند. تحقیقات اخیر نیز حاکی از وجود مزایای مالیاتی است در حالی که در پژوهش‌های گذشته مزایای بدهی بیش از حد ارزیابی شده‌اند. این ارزیابی بیش از حد تحت تأثیر کم ارزیابی کردن هزینه‌های درماندگی مالی بوده است (بلوین، کور و گوآی، ۲۰۱۰). بنابراین بطور کلی می‌توان نتیجه گرفت که مزایای مالیاتی وجود دارد اما وابسته به چندین عامل از قبیل قوانین مالیاتی شرکت‌ها و اشخاص است. علاوه بر مزایای مالیاتی، تئوری‌هایی مانند تئوری نمایندگی، سرمایه‌گرایی مدیریتی و ریسک شخصی و پاداش برای مدیران ممکن است مزایای جذب بدهی را توضیح دهند. هارت و مور^۲ (۱۹۹۵) معتقدند که بدهی (به ویژه بدهی‌های بلندمدت) نقش موثری در کنترل توانایی مدیریت در سرمایه‌گذاری‌های آتی دارد. دلیل این امر آن است که بدهی‌های بلندمدت بر بدهی‌های جدید جذاب ترجیح داده می‌شود که منجر می‌شود شرکت‌ها بتوانند سرمایه‌های آتی را از طریق تعهدات تأمین کنند. به عبارت دیگر مدیران باید در آن دسته از پروژه‌هایی سرمایه‌گذاری کنند که در مجموع برای شرکت یا حداقل برای سهامداران ارزشمند باشند. اگر اینگونه نباشد مدیر باید ریسک از دست دادن شغلش را به جان بخورد. بدین شکل شرکت از رفتار منفی سرمایه‌گذاری مانند سلطه‌جویی جلوگیری خواهد کرد. علاوه بر آن بدهی به مدیریت نظم می‌بخشد چون وقتی شرکت وارد ورشکستگی می‌شود مالکیت دارایی‌ها از بدهکاران به بستانکاران منتقل می‌شود و بدین شکل فراهم کننده اطلاعاتی است که برای کنترل مدیریت مفید می‌باشد (هاریس و راویو^۳، ۱۹۹۰).

تقریباً همه شرکت‌ها درگیر هزینه‌های نمایندگی هستند. هزینه‌های نمایندگی زمانی شکل می‌گیرد که شرکت شخص دیگری (مانند مدیران) را برای انجام امور به کار می‌گیرد. این هزینه‌ها به این دلیل بوجود می‌آیند که منافع شخصی که به کار گرفته شده با منافع شرکت همسو نیست. افزایش در اهرم ممکن است منجر به کاهش هزینه‌های نمایندگی شود زیرا افزودن ارزش شرکت از طریق ترغیب مدیران در انجام اقدامات به نفع سهامداران خواهد بود. با این وجود افزایش اهرم ممکن است تأثیر متضادی بر مشکل نمایندگی ایجاد کند. به این دلیل که اهرم بیشتر مشکلات نمایندگی بین بدهی و سهامداران عادی را افزایش می‌دهد (برگر و پاتی^۴، ۲۰۰۵). جنسن و مک‌لینگ^۵ (۱۹۷۶) بیان کردند که اثر اهرم بر مجموع هزینه‌های نمایندگی یکنواخت نیست. به عبارت دیگر اثر مثبت افزایش اهرم زمانی است که وضعیت کلی اهرم کم محسوب شود در غیر این صورت افزایش اهرم موجب ورشکستگی خواهد شد (هافلن^۶، ۲۰۱۴).

۲-۲- نظریه سلسله مراتبی گزینه‌های تأمین مالی و اهرم مالی

دونالدسون^۷ (۱۹۶۱) ترجیحات قوی را به منظور تأمین مالی داخلی برای سرمایه‌گذاری‌های جدید مشاهده کرد. فرانک و گوپال (۲۰۰۳) استدلال کردند هم بدهی و هم حقوق صاحبان سرمایه دارای انتخاب نامطلوب صرف ریسک هستند اما این صرف بیشتر از سرمایه است. به بیان دیگر سرمایه‌گذاران بیرونی برای پذیرش ریسک بالاتر نرخ بازده بالاتری را طلب می‌کنند. بعلاوه آنها استدلال کردند که شرکت‌ها ترجیح می‌دهند اوراق بدهی را قبل از سهام عادی منتشر کنند. همچنین مایرز (۱۹۸۴) معتقد است شرکت‌ها تأمین مالی درونی را به تأمین مالی بیرونی ترجیح می‌دهند. وی همچنین بیان می‌کند که شرکت‌ها پرداخت سود سهام را با فرصت‌های سرمایه‌گذاری پیش‌رو تطبیق می‌دهند. با این وجود در صورت وجود سیاست‌های سود سهام چسبنده^۸ و نیز نوسان سودآوری، ممکن است شرکت سود انباشته کافی نداشته باشد. در اینگونه شرایط شرکت مانده وجه نقد یا پرتفوی اوراق بهادار قابل معامله خود را قبل از انجام تأمین مالی بیرونی بررسی می‌کند. شام-ساندر و مایرز^۹ (۱۹۹۹) استدلال کردند نظریه سلسله مراتبی گزینه‌های تأمین مالی نمی‌تواند بخوبی نسبت بدهی بهینه را تعریف کند. این مهم به خاطر در اولویت دوم قرار گرفتن بیشینه نمودن ارزش شرکت است. آن‌ها تفاوت‌های نسبت بدهی را با عدم توازن جریان‌های نقدی داخلی، خالص سود نقدی سهام و فرصت‌های سرمایه‌گذاری واقعی توضیح می‌دهند. بر این اساس، تغییرات در ساختار سرمایه ناشی از نیاز به تأمین مالی بیرونی می‌باشد نه از طریق تلاش برای دستیابی به یک نسبت بدهی بهینه بدهی. آنها دریافتند که نظریه سلسله مراتبی گزینه‌های تأمین مالی می‌تواند انتخاب ساختار سرمایه را برای شرکت‌هایی که در مرحله بلوغ هستند بهتر توضیح می‌دهند. مایرز (۱۹۸۴) نتیجه گرفت که نظریه سلسله مراتبی گزینه‌های تأمین مالی تعدیل شده می‌تواند بهترین ساختار سرمایه را تعیین کند. وی شرح داد که شرکت‌ها دلایل خوبی برای عدم انتشار سهام عادی یا سایر اوراق بهادار ریسکی دارند. علاوه بر آن شرکت‌ها باید نسبت سود پرداختی را به‌گونه‌ای تعیین کنند که با نرخ عادی سرمایه‌گذاری مواجه شوند. شرکتی که می‌تواند اوراق بدهی منتشر کند باید بتواند

- 1 Blouin, Core and Guay
- 2 Hart and Moore
- 3 Harris and Raviv
- 4 Berger and Patti
- 5 Jensen and Meckling
- 6 Hufflelen
- 7 Donaldson
- 8 'sticky' dividends policies
- 9 Shyam-Sunder and Myers

بدهی خود را مهار کند. به دلیل سیاست‌های تقسیم سود و نوسانات در فرصت‌های سرمایه‌گذاری ممکن است شرکت توانایی خود را در ایجاد بدهی مطمئن از دست دهد. بنابراین ابتدا باید اوراق بهادار با ریسک کمتر منتشر کنند. نظریه سلسله مراتبی گزینه‌های تأمین مالی با نظریه تعادل متفاوت است زیرا نسبت بدهی مشاهده شده انعکاسی از نیاز به تأمین مالی بیرونی است. برگر، آفک و یرماک^۱ (۱۹۹۷) شواهدی یافتند که نشان می‌دهد اهرم تحت تأثیر میزان ثبات مدیریت قرار می‌گیرد. نتایج آنها حاکی از آن است که مدیران باثبات به دنبال اجتناب از بدهی هستند. فرانک و گوپال (۲۰۰۹) دریافتند نظریه سلسله مراتبی گزینه‌های تأمین مالی این واقعیت را توضیح می‌دهد که شرکت‌های سودآور به طور متوسط اهرم پایین‌تری دارند.

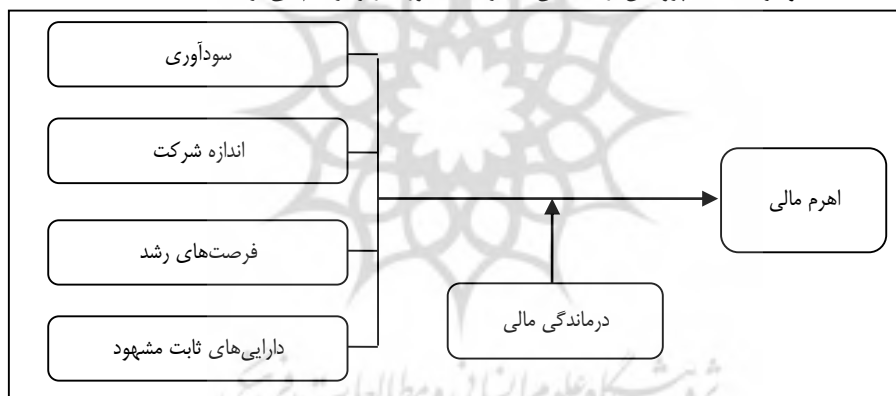
۳- فرضیه‌های پژوهش

بر اساس مبانی نظری و پیشینه پژوهش فرضیه‌های زیر تدوین گردید:

۱. بین سودآوری و اهرم مالی رابطه معنادار وجود دارد.
۲. درماندگی مالی دارای تأثیر تعدیلی بر رابطه بین سودآوری و اهرم مالی است.
۳. بین اندازه شرکت و اهرم مالی رابطه معنادار وجود دارد.
۴. درماندگی مالی دارای تأثیر تعدیلی بر رابطه بین اندازه شرکت و اهرم مالی است.
۵. بین فرصت‌های رشد و اهرم مالی رابطه معنادار وجود دارد.
۶. درماندگی مالی دارای تأثیر تعدیلی بر رابطه بین فرصت‌های رشد و اهرم مالی است.
۷. بین دارایی‌های ثابت مشهود و اهرم مالی رابطه معناداری وجود دارد.
۸. درماندگی مالی دارای تأثیر تعدیلی بر رابطه بین دارایی‌های ثابت مشهود و اهرم مالی است.

۴- مدل مفهومی پژوهش

با توجه به اهداف و فرضیه‌های پژوهش ارتباط بین متغیرها به صورت زیر ترسیم می‌گردد:



شکل (۱) مدل مفهومی پژوهش

۵- روش پژوهش

این پژوهش از لحاظ طبقه‌بندی پژوهش بر مبنای هدف از نوع کاربردی، از لحاظ طبقه‌بندی بر حسب روش، از نوع توصیفی و از میان انواع پژوهش‌های توصیفی، از نوع همبستگی می‌باشد. رویکرد پژوهش نیز پس‌رویدادی (استفاده از داده‌های رویدادهای گذشته) است. به منظور انجام آزمون فرضیه‌ها، از روش تحلیل همبستگی و روش رگرسیون چند متغیره استفاده شده است. شرکت‌های مورد آزمون در این پژوهش شامل تمام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۹۲ تا ۱۳۹۶ می‌باشند. این نمونه دربردارنده شرکت‌هایی هستند که دارای مجموعه شرایط زیر باشند:

تا قبل از سال ۱۳۹۲ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده باشند. پایان سال مالی آنها ۲۹ اسفند ماه باشد. در دوره مورد بررسی تغییر یا توقف در دوره مالی نداشته باشند. جزو بانک‌ها و موسسات مالی (شرکت‌های سرمایه‌گذاری، واسطه‌گری مالی، شرکت‌های هلدینگ، بانک‌ها و ...) نباشند. پس از اعمال محدودیت‌ها، تمامی شرکت‌های باقیمانده یعنی ۱۷۶ شرکت در طی ۵ سال از ۱۳۹۲ تا ۱۳۹۶ مورد بررسی قرار گرفت.

۵-۱- مدل پژوهش و تعریف متغیرها

برای آزمون فرضیه‌های یک، سه، پنج و هفت از مدل (۱) و برای آزمون فرضیه‌های دو، چهار، شش و هفت از مدل شماره (۲) استفاده شده است.

$$LEV_{i,t} = \gamma_0 + \gamma_1 PRF_{i,t-1} + \gamma_2 SIZE_{i,t-1} + \gamma_3 MBT_{i,t-1} + \gamma_4 TANG_{i,t-1} + \varepsilon \quad (۱)$$

$$LEV_{i,t} = \gamma_0 + \gamma_1 PRF_{i,t-1} + \gamma_2 SIZE_{i,t-1} + \gamma_3 MBT_{i,t-1} + \gamma_4 TANG_{i,t-1} + \gamma_5 Crisis_{i,t} + \gamma_6 Crisis_{i,t} \times PRF_{i,t-1} + \gamma_7 Crisis_{i,t} \times SIZE_{i,t-1} + \gamma_8 Crisis_{i,t} \times MBT_{i,t-1} + \gamma_9 Crisis_{i,t} \times TANG_{i,t-1} + \varepsilon \quad (۲)$$

جدول (۱) نام و نحوه سنجش متغیرها را نشان می‌دهد.

جدول (۱) نماد، نام و روش محاسبه متغیرها

روش محاسبه	نام متغیر	نوع متغیر			نماد متغیر
		تغییر	نسبت	وابسته	
برابر است با نسبت جمع بدهی‌ها بر جمع دارایی‌ها	اهرم مالی			✓	LEVERAGE _{i,t}
برابر است با سود خالص بر جمع دارایی‌ها	سودآوری		✓		PRF _{i,t-1}
لگاریتم طبیعی جمع دارایی‌ها	اندازه شرکت		✓		SIZE _{i,t-1}
برابر است با نسبت ارزش بازار سهام به ارزش دفتری سهام	فرصت‌های رشد		✓		MTB _{i,t-1}
برابر است با دارایی‌های ثابت مشهود بر جمع دارایی‌ها	دارایی‌های ثابت		✓		TANG _{i,t-1}
درماندگی مالی شرکت-سال با مقدار ۰ و ۱ نشان داده می‌شود. مقدار یک برای شرکت-سال‌های دارای درماندگی مالی (مشمول ماده ۱۴۱ قانون تجارت) و مقدار صفر برای شرکت-سال‌های فاقد درماندگی مالی.	درماندگی مالی	✓			Crisis _{i,t}
برابر است با ضرب شاخص بحران مالی در سودآوری	درماندگی مالی * سودآوری	✓			Crisis _{i,t} * PRF _{i,t-1}
برابر است با ضرب شاخص بحران مالی در اندازه شرکت	درماندگی مالی * اندازه شرکت	✓			Crisis _{i,t} * SIZE _{i,t-1}
برابر است با ضرب شاخص بحران مالی در فرصت‌های رشد	درماندگی مالی * فرصت‌های رشد	✓			Crisis _{i,t} * MTB _{i,t-1}
برابر است با ضرب شاخص بحران مالی در دارایی‌های ثابت	درماندگی مالی * دارایی‌های ثابت	✓			Crisis _{i,t} * TANG _{i,t-1}
جزء باقیمانده یا خطا					ε

۶- تجزیه و تحلیل داده‌ها و نتایج پژوهش

آمار توصیفی متغیرهای پژوهش برای شرکت‌های نمونه در جدول شماره (۲) ارائه شده است. این جدول بیانگر مقدار پارامترهای توصیفی شامل شاخص‌های مرکزی از قبیل میانگین و میانگین می‌باشد. همچنین اطلاعات پارامترهای مربوط به پراکندگی نظیر انحراف استاندارد، چولگی و کشیدگی که بیانگر پراکنش داده‌ها حول محور میانگین می‌باشد در جدول آمده است. از آنجاکه تعداد شرکت‌های نمونه ۱۷۶ شرکت در ۵ سال در محدوده ۱۳۹۲-۱۳۹۶ بررسی شده، تعداد مشاهدات ۸۸۰ مورد است.

جدول (۲) آمار توصیفی متغیرهای پژوهش برای شرکت‌های نمونه

نماد متغیر	نام متغیر	مشارده تعداد	میانگین	انحراف معیار	حداکثر	حداقل	استاندارد انحراف	توزیع	کسب‌دهی
LEVERAGE _{i,t}	اهرم مالی	۸۸۰	۰.۶۲۲۸۶۴	۰.۰۶۱۰	۲.۷۰	۰.۰۹۰	۰.۲۷۰۶۳۷	۱.۸۹۸۰۵۳	۱۲,۴۰۱۶۱
PRF _{i,t-1}	سودآوری	۸۸۰	۰.۰۹۱۹	۰.۰۸۰۰	۰.۶۳۰۰	-۱.۰۴	۰.۱۵۳۵	-	۹,۸۸۹
SIZE _{i,t-1}	اندازه شرکت	۸۸۰	۱۴,۳۱۲۷۸	۱۴,۰۹۰۰۰	۱۹,۱۵۰	۱۰.۵۳	۱,۵۶۷۶	۰,۷۹۸۹	۳,۸۷۴
MTB _{i,t-1}	فرصت‌های رشد	۸۸۰	۷,۲۵۱۴	۴,۳۷۰۰	۵۶,۵۵۰	۰.۰۰۰	۸,۱۷۶۶	۲,۶۷۱۷	۱۱,۳۷
TANG _{i,t-1}	دارایی‌های ثابت	۸۸۰	۰.۳۴۳۱	۰.۳۱۰۰	۰.۸۶۰۰۰۰	۰.۰۲۰	۰.۱۹۱۷	۰.۵۰۲۳	۲,۴۱۴
Crisis _{i,t}	بحران مالی	۸۸۰	۰.۰۹۰۹	۰.۰۰۰	۱.۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰	۰.۲۸۷۶	۲,۸۴۶۰	۹,۱۰۰
Crisis _{i,t} * PRF _{i,t-1}	بحران مالی * سودآوری	۸۸۰	-	۰.۰۰۰	۰.۲۹۰۰	-۱.۰۴	۰.۰۷۶۳	-	۷۳,۱۵
Crisis _{i,t} * SIZE _{i,t-1}	بحران مالی * اندازه شرکت	۸۸۰	۱,۲۶۶۱۳۶	۰.۰۰۰	۱۸,۱۱۰۰۰	۰.۰۰۰	۴,۰۳۴۲۵۳	۲,۹۲۱۶	۹,۷۲۵
Crisis _{i,t} * MTB _{i,t-1}	بحران مالی * فرصت‌های	۸۸۰	۰.۵۳۳۷۶۱	۰.۰۰۰	۱۷,۵۲۰۰۰	۰.۰۰۰	۱,۵۳۷۷۱۱	۶,۰۳۶۹	۴۷,۲۵
Crisis _{i,t} * TANG _{i,t-1}	بحران مالی * دارایی‌های	۸۸۰	۰.۰۲۷۲۸۶	۰.۰۰۰	۰.۸۱۰۰۰۰	۰.۰۰۰	۰.۱۰۱۵۱۳	۴,۴۱۴۱۹۶	۲۴,۳۳۶۲۱

همانطور که در جدول آماره‌های توصیفی قابل مشاهده است، میانگین متغیر وابسته یعنی اهرم مالی ۰/۶۲ است. همچنین با توجه به نزدیکی مقادیر میانگین و میانه در تمام متغیرها، می‌توان بدین نتیجه رسید که تمامی متغیرهای مورد استفاده در تحقیق دارای توزیع نزدیک به نرمال هستند.

جدول شماره (۳) نتایج آزمون هاسمن را به جهت تعیین استفاده از مدل داده‌های تلفیقی یا مدل اثرات تصادفی برای مدل اول نشان می‌دهد. اگر $prob \leq 0.05$ باشد مدل اثر تصادفی (RE) و در غیر این صورت مدل داده‌های تلفیقی مورد تأیید است.

جدول شماره (۳) نتایج آزمون پانل برای مدل اول

آزمون‌های پانل		
نتیجه	معناداری	آماره آزمون
تأکید کاربرد FE در مقابل PLS	۰.۰۰۰۰	۰.۰۴۳۶۱۷
تأکید کاربرد FE در مقابل RE	۰.۰۰۰۰	۱۱۹,۵۳۹,۸۹۱
تأکید کاربرد FE مقابل PLS و RE		نتیجه نهایی
FE: مدل اثرات ثابت / RE: مدل اثرات تصادفی / PLS: مدل داده‌های تلفیقی		
*** سطح اطمینان ۹۹٪، ** سطح اطمینان ۹۵٪ و * سطح اطمینان ۹۰٪		
*** سطح اطمینان ۹۹٪، ** سطح اطمینان ۹۵٪ و * سطح اطمینان ۹۰٪		

همانطور که در جدول (۳) مشاهده می‌شود با توجه به اینکه سطح معناداری کمتر از ۵ درصد است مدل اثرات ثابت تأیید می‌گردد. برای آزمون فرضیه‌ها ابتدا رابطه معناداری بین سودآوری، اندازه شرکت، فرصت‌های رشد، دارایی‌های ثابت مشهود با اهرم مالی (فرضیه‌های اول، سوم، پنجم و هفتم) بررسی می‌شود. نتایج این بررسی در جدول (۴) آمده است.

جدول (۴) نتایج آزمون رگرسیون فرضیه اول، سوم، پنجم و هفت

$LEV_{i,t} = \gamma_0 + \gamma_1 PRF_{i,t-1} + \gamma_2 SIZE_{i,t-1} + \gamma_3 MBT_{i,t-1} + \gamma_4 TANG_{i,t-1} + \varepsilon$				
متغیر توضیحی	ضریب	خطای استاندارد	آماره t	Prob
PRF _{i,t-1}	-۰,۷۶۳۵۵۲	۰,۱۲۱۱۸	-۶۳,۰۰۸۱۶	۰,۰۰۰۰
SIZE _{i,t-1}	-۰,۰۳۳۷۴۴	۰,۰۰۷۰۶۸	-۴,۷۷۳۹۹۱	۰,۰۰۰۰
MTB _{i,t-1}	۰,۰۰۱۴۸۶	۰,۰۰۰۱۸۹	۷,۸۶۷۷۶۳	۰,۰۰۰۰
TANG _{i,t-1}	-۰,۴۸۴۸۹۶	۰,۰۱۸۳۰۱	-۲۶,۴۹۵۵۲	۰,۰۰۰۰
C	۱,۳۲۸۳۳۷	۰,۰۹۷۶۲۱	۱۳,۶۰۷۰۷	۰,۰۰۰۰
آماره‌های آزمون مدل				
آماره F (معنی‌داری کل رگرسیون)		ضریب تعیین R ²	ضریب تعیین تعدیل شده ADJR ²	آماره دوربین واتسون
F Statistic				Prob
۸۵۶۲,۵۵۹		۰,۹۹۹۶۶۱	۰,۹۹۹۵۴۴	۲,۲۵۰۱۲۷

نتایج مندرج در جدول شماره (۴) نشان می‌دهد که شاخص‌های سودآوری، اندازه شرکت و دارایی‌های ثابت مشهود با سطح معنی‌داری (۰,۰۰۰۰) دارای رابطه منفی و معنی‌دار با شاخص اهرم مالی است. همچنین نتایج جدول حاکی از آن است که شاخص فرصت‌های رشد با سطح معنی‌داری (۰,۰۰۰۰) دارای رابطه مثبت و معنی‌دار با شاخص اهرم مالی است. قدرت توضیح (ضریب تعیین تعدیل شده) این مدل ۹۹,۹۵٪ است و این بدان معناست که ۹۹/۹۵ درصد از تغییرات در متغیر وابسته توسط متغیرهای توضیحی بیان می‌گردد. نتیجه نهایی بیانگر این است که فرضیه‌های اول، سوم، پنجم و هفتم از نظر آماری مورد تأیید قرار می‌گیرند.

جدول شماره (۵) بیانگر نتایج آزمون هاسمن به جهت تعیین استفاده از مدل داده‌های تلفیقی یا مدل اثرات تصادفی برای مدل دوم است. چنانچه $prob \leq 0.05$ باشد مدل اثر تصادفی (RE) و در غیر این صورت مدل داده‌های تلفیقی مورد تأیید است.

جدول (۵) نتایج آزمون پانل مدل دوم

آزمون‌های پانل			
آزمون‌های تشخیص روش	آماره آزمون	معنی‌داری	نتیجه
آزمون F تعمیم‌یافته	۹,۵۱۶۳۹۱	۰,۰۰۰۰	تأکید کاربرد FE در مقابل PLS
آزمون هاسمن	۱۰۹,۵۰۰۳۹۰	۰,۰۰۰۰	تأکید کاربرد FE در مقابل RE
نتیجه نهایی		تأکید کاربرد FE مقابل PLS و RE	
FE: مدل اثرات ثابت / RE: مدل اثرات تصادفی / PLS: مدل داده‌های تلفیقی			
*** سطح اطمینان ۹۹٪، ** سطح اطمینان ۹۵٪ و * سطح اطمینان ۹۰٪			
*** سطح اطمینان ۹۹٪، ** سطح اطمینان ۹۵٪ و * سطح اطمینان ۹۰٪			

با توجه به اینکه در جدول (۵) سطح معناداری کمتر از ۵ درصد است مدل اثرات ثابت تأیید می‌گردد. در مرحله بعد تأثیر تعدیلی درماندگی مالی بر رابطه بین سودآوری، اندازه شرکت، فرصت‌های رشد، دارایی ثابت مشهود با اهرم مالی شرکت بررسی خواهد شد. نتایج این بررسی در جدول (۶) آمده است.

نتایج مندرج در جدول (۶) نشان می‌دهد که شاخص‌های تعدیلی درماندگی مالی بر سودآوری و همچنین دارایی‌های ثابت دارای رابطه منفی و معنی‌دار با شاخص اهرم مالی هستند. لذا می‌توان گفت درماندگی مالی دارای تأثیر تعدیلی بر رابطه بین سودآوری و اهرم مالی و همچنین دارای تأثیر تعدیلی بر رابطه بین دارایی‌های ثابت مشهود و اهرم مالی در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد.

نتایج بیانگر این است که شاخص تعدیلی درماندگی مالی بر فرصت‌های رشد با سطح معنی‌داری (۰,۰۰۹۱) دارای رابطه مثبت معنی‌دار با شاخص اهرم مالی است. لذا می‌توان بیان نمود درماندگی مالی دارای تأثیر تعدیلی بر رابطه بین فرصت‌های رشد و اهرم مالی در شرکت‌های بورسی می‌باشد. بر اساس نتایج مشاهده شد که شاخص تعدیلی درماندگی مالی بر اندازه شرکت فاقد رابطه معنی‌دار با شاخص اهرم مالی است. قدرت توضیح این مدل ۹۹,۹۵٪ است و این بدان معناست که ۹۹,۹۵٪ از تغییرات در متغیر وابسته توسط متغیرهای توضیحی بیان می‌شود. نتیجه نهایی پذیرش فرضیه دوم، چهارم، ششم و هشتم است.

جدول (۶) نتایج آزمون رگرسیون فرضیه‌های دوم، چهارم، ششم و هشتم

$$LEV_{it} = \gamma_0 + \gamma_1 PRF_{i,t-1} + \gamma_2 SIZE_{i,t-1} + \gamma_3 MBT_{i,t-1} + \gamma_4 TANG_{i,t-1} + \gamma_5 Crisis_{i,t} + \gamma_6 Crisis_{i,t} \times PRF_{i,t-1} + \gamma_7 Crisis_{i,t} \times SIZE_{i,t-1} + \gamma_8 Crisis_{i,t} \times MBT_{i,t-1} + \gamma_9 Crisis_{i,t} \times TANG_{i,t-1} + \varepsilon$$

متغیر توضیحی	ضریب	خطای استاندارد	آماره t	Prob
PRF _{i,t-1}	-۰.۰۶۵۰۶	۰.۰۱۶۵۷۵	-۳۶.۵۹۱۶۴	۰.۰۰۰۰
SIZE _{i,t-1}	-۰.۰۲۷۱۶۰	۰.۰۰۴۰۱۳	-۶.۷۶۷۵۱۷	۰.۰۰۰۰
MTB _{i,t-1}	۰.۰۰۱۳۰۸	۰.۰۰۰۱۸۵	۷.۰۷۱۳۴۸	۰.۰۰۰۰
TANG _{i,t-1}	-۰.۴۲۸۷۳۱	۰.۰۱۸۱۰۲	-۲۳.۶۸۴۵۲	۰.۰۰۰۰
Crisis _{i,t}	۰.۱۵۳۷۳۲	۰.۱۱۹۴۸۸	۱.۲۸۶۵۸۷	۰.۱۹۸۸
Crisis _{i,t} * PRF _{i,t-1}	-۰.۳۹۲۱۰۸	۰.۰۸۲۳۳۴	-۴.۷۶۸۱۷۵	۰.۰۰۰۰
Crisis _{i,t} * SIZE _{i,t-1}	-۰.۰۰۰۹۶۱	۰.۰۰۰۷۶۰۰	-۰.۱۲۶۴۶۹	۰.۸۹۹۴
Crisis _{i,t} * MTB _{i,t-1}	۰.۰۰۳۵۹۲	۰.۰۰۱۳۷۲	۲.۶۱۷۵۱۰	۰.۰۰۹۱
Crisis _{i,t} * TANG _{i,t-1}	۰.۲۰۰۶۴۶	۰.۰۵۰۸۴۶	-۳.۹۴۶۱۵۴	۰.۰۰۰۱
C	۱.۱۸۸۱۸۳	۰.۰۵۱۲۱۳	۲۳.۲۰۰۷۹	۰.۰۰۰۰
آماره‌های آزمون مدل				
آماره F (معنی‌داری کل رگرسیون)		ضریب تعیین R ²	ضریب تعیین تعدیل شده ADJ R ²	آماره دوربین
F Statistic				واتسون
۴۱۴۰.۶۸۴		۰.۹۹۹۳۲۴	۰.۹۹۹۰۸۳	۲,۲۲۵۴۳۹

۷- بحث و نتیجه‌گیری

در ادبیات دانشگاهی عامل اصلی تعیین‌کننده توانایی مالی شرکت، اهرم مالی بیان شده و عموماً اعتقاد بر این است که اهرم مالی می‌تواند درجه در ماندگی مالی را افزایش داده که در نتیجه افزایش اهرم مالی، ریسک شرکت نیز افزایش خواهد یافت. اگر شرکت از حساسیت یا شدت سرمایه بالایی برخوردار باشد می‌تواند دارایی‌های ثابت خود را به عنوان وثیقه‌هایی معتبر به منظور حمایت و پشتیبانی از اهرم مالی خود ارائه کند. بنابراین اگر بتوان تأثیر درجه حساسیت سرمایه بر رابطه اهرم مالی و ریسک ورشکستگی شرکت تعیین شود شرکت می‌تواند تصمیمات هوشمندانه‌تری را به منظور قبول یا رد هزینه بهره تأمین مالی از طریق بدهی اتخاذ کند. از مزایای بدهی و هزینه‌های بالقوه ناشی از در ماندگی مالی، صرفه‌جویی مالیاتی از طریق بهره (به عنوان سپر مالیاتی) و همچنین هزینه‌های انتشار بدهی، کاهش تضاد منافع بین سهامداران و مدیران و تضاد منافع بین سهامداران و اعتباردهندگان می‌باشد. بنابراین در ساختار سرمایه بهینه، اهرم هدف شرکت مبتنی بر رقابت بین نیروهای مربوط به مزایای تأمین مالی از طریق بدهی (مانند معافیت‌های مالیاتی) و هزینه‌های بدهی (مانند احتمال روی دادن در ماندگی مالی) تعیین می‌گردد. نتایج آزمون پژوهش حاضر نشان داد که شاخص‌های سودآوری، اندازه شرکت و دارایی‌های ثابت مشهود رابطه منفی و معنادار با اهرم مالی شرکت دارند. بنابراین با توجه به نظریه توازن می‌توان نتیجه گرفت شرکت‌های بزرگ از اعتبار بالاتری نسبت به شرکت‌های کوچکتر، برای تأمین مالی برخوردارند. همچنین شرکت‌های بزرگ معمولاً در بازار بدهی، دارای اعتبار و شهرت بوده و هزینه‌های نمایندگی کمتری در استفاده از بدهی، بستانکاران را تهدید می‌کند. به طوریکه اعتباردهندگان، شرایط مناسبتری برای استقراض اینگونه شرکت‌ها فراهم می‌کنند. از سوی دیگر دارایی‌های ثابت مشهود به‌آسانی قابل وثیقه گذاشتن بوده و در مواقع بحران ورشکستگی، به نسبت دارایی‌های دیگر، کاهش ارزش کمتری خواهند داشت. همچنین دارایی‌های مشهود شرکت، مانع از آن می‌شود که سهامداران دارایی‌های کم ریسک را با دارایی‌های پر ریسک به راحتی جایگزین کنند. بنابراین، هزینه‌های نمایندگی برای شرکت‌هایی که از دارایی‌های ثابت بیشتری دارند، کمتر است.

این نتایج با پژوهش‌های بوت و همکاران^۱ (۲۰۰۱)، لمون، رابرتز و زندر (۲۰۰۸)، فلد و همکاران^۲ (۲۰۱۱)، هانلون^۳ (۲۰۱۱)، پورحیدری (۱۳۸۲)، نمازی و شیرزاد (۱۳۸۴)، مهرانی و رسائیان (۱۳۸۶) و کردستانی و نجفی عمرانی (۱۳۸۷) همخوانی دارد. در نتایج مشخص شد که شاخص فرصت‌های رشد با درجه اهرم مالی رابطه مثبت معنادار دارد. با توجه به نظریه توازن پایدار شرکت‌های در حال رشد در زمان ورشکستگی، به نسبت بیشتری ارزش خود را از دست می‌دهند. از منظر نظریه نمایندگی، می‌تواند یک رابطه مثبت بین فرصت‌های رشد و بدهی موجود باشد. در مقابل نظریه سلسله مراتب گزینه‌های تأمین مالی بیان

1 Boot et al
2 Foled et al
3 Hanlon

می‌کند که انتظار می‌رود شرکت‌هایی که فرصت‌های رشد بالایی دارند، از حجم بدهی زیادی استفاده کنند. این نتایج با پژوهش‌های مایز^۱ (۱۹۸۶)، زووا و ژانوهای^۲ (۲۰۰۶)، نیکولائوس و همکاران^۳ (۲۰۰۷)، کیولای^۴ (۲۰۱۰) و کیمیگری و عینعلی (۱۳۸۷) هم‌راستا می‌باشد. از طرفی نتایج آزمون فرضیه‌های دوم، ششم و هشتم با نتایج بدست آمده از پژوهش گرمیز و یگیتی^۵ (۲۰۱۸) همسو است.

منابع

۱. کردستانی، غلامرضا؛ نجفی عمران، مظاهر (۱۳۸۷). "مروری بر نظریه‌های ساختار سرمایه". حسابدار ۲۳ (۱۹۸).
۲. کیمیگری، علی محمد و عینعلی، سودابه. (۱۳۸۷). "ارائه الگوی جامع ساختار سرمایه (مطالعه موردی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران)". تحقیقات مالی، شماره ۳۵، دوره ۱۰، صص ۹۱-۱۰۸.
۳. مهران، ساسان؛ رئیسان، امیر (۱۳۸۶). بررسی رابطه نسبت‌های سودآوری و ساختار سرمایه در بورس اوراق بهادار تهران. فصلنامه مطالعات حسابداری. ۱۸ صص ۵۹-۸۰.
۴. نمازی، م و شیرزاد، ج. (۱۳۸۴). "بررسی رابطه ساختار سرمایه با سودآوری شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران". بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، شماره ۱۲، پیاپی ۴۲، صص ۹۵-۷۵.
5. Baxter, N. D. (1967). Leverage, risk of ruin and the cost of capital. *The Journal of Finance*, 22(3), 395-403.
6. Berger, A.N., & Patti, E.B. (2005). Capital Structure and Firm Performance: a New Approach to Testing Agency Theory and an Application to the Banking Industry. *Journal of Banking & Finance*, Vol. 30, 1065-1102.
7. Berger, P.G., Ofek, E., & Yermack, D.L. (1997). Managerial Entrenchment and Capital Structure Decisions. *The Journal of Finance*, Vol. 52, No. 4, 1411-1438.
8. Blouin, J., Core, J.E., & Guay, W. (2010). Have the Tax Benefits of Debt been Overestimated? *Journal of Financial Economics*, Vol. 98, 195-213.
9. Booth, L. and Aivazian, V., Demircüç-Kunt, A., Maksimovic, V. (2001). Capital structures in developing countries. *Journal of Finance* 56, 87-130.
10. Brounen, D., de Jong, A., & Koedijk, K. (2006). Capital structure policies in Europe: Survey evidence. *Journal of Banking & Finance*, 30(5), 1409-1442. doi:10.1016/j.jbankfin.2005.02.010
11. Byoun, S., & Rhim, J. C. (2005). Tests of the pecking order theory and the tradeoff theory of optimal capital structure. *Global Business and Finance Review*, 10(2), 1.
12. Fama, E. F., & French, K. R. (2002). Testing trade-off and pecking order predictions about dividends and debt. *The Review of Financial Studies*, 15(1), 1-33s. doi:10.1093/rfs
13. Feld, L.P., Heckemeyer, J.H., & Overesch, M. (2013). Capital Structure Choice and Company Taxation: a Metastudy. *Journal of Banking & Finance*, Vol. 37, 2850-2866.
14. Frank, M.Z., & Goyal, V.K. (2003). Testing the Pecking Order Theory of Capital Structure. *Journal of Financial Economics*, Vol. 67, 217-248.
15. Frank, M.Z., & Goyal, V.K. (2009). Capital Structure Decisions: Which Factors Are Reliably Important? *Financial Management*, Spring edition, 1-37.
16. Frank, M.Z., & Goyal, V.K. (2009). Capital Structure Decisions: Which Factors Are Reliably Important? *Financial Management*, Spring edition, 1-37.
17. Graham, J.R. (2000). How Big Are the Tax Benefits of Debt? *The Journal of Finance*, Vol. 55, No. 5, 1901-1941.
18. Harris, M., & Raviv, A. (1990). Capital Structure and the Informational Role of Debt. *The Journal of Finance*, Vol. 45, No. 2, 321-349.
19. Hart, O., & Moore, J. (1995). Debt and seniority: An analysis of the role of hard claims in constraining management. *American Economic Review*, 85(3), 567-585.
20. Jensen, M.C., & Meckling, W.H. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, 305-360.
21. Leary, M. T., & Roberts, M. R. (2010). The pecking order, debt capacity, and information asymmetry. *Journal of Financial Economics*, 95(3), 332-355. doi:10.1016/j.jfineco.2009.10.009

1 Mayz

2 Zevova and Zhaohi

3 Nikolaos et al

4 Q and La

5 Germiz and Yegitii

22. Lemmon, M. L., Roberts, M. R., & Zender, J. F. (2008). Back to the beginning: Persistence and the cross-section of corporate capital structure. *The Journal of Finance*, 63(4), 1575–1608. doi:10.1111/j.1540-6261.2008.01369.x
23. Modigliani, A., & Miller, M.H. (1958). The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. *The American Economic Review*, Vol. 48, No. 3, 261-297.
24. Myers, S.C. (1984). The Capital Structure Puzzle. *The Journal of Finance*, Vol. 39, No. 3, 575-592.
25. Myers, S.C., & Majluf, N.S. (1984). Corporate Financing and Investment Decisions when Firms have Information that Investors do not have. *Journal of Financial Economics*, Vol. 13, 187-221.
26. Shyam-Sunder, L., & Myers, S.C. (1999). Testing Static Tradeoff Against Pecking Order Models of Capital Structure. *Journal of Financial Economics*, Vol. 51, 219-244.

examining the effect of financial property on financial leverage with explanation of the mitigation role of financial distress in the companies listed in tehran stock exchange

Abstract:

In accounting and finance literature, leverage is a very attractive and one of the most controversial issues facing companies. The purpose of this study is to investigate the effect of some financial characteristics such as firm size, profitability and fixed assets on financial leverage and the effect of financial distress on each of these factors. For this purpose, 176 stock companies were selected during the period from 2013 to 2016 (880 years-corporation). Multivariate correlation and regression methods were used to analyze the data. The results showed that indicators of firm size, profitability, and tangible fixed assets had a significant negative relationship with financial leverage, but there was a significant positive relationship between growth opportunities and financial leverage index. It was also found that adjustment index of financial helplessness had a significant positive effect on the relationship of growth opportunities with financial leverage but had a negative and significant effect on the relationship of fixed assets with financial leverage. On the other hand, the moderating effect of financial distress on profitability and financial leverage is significant.

Keywords: Financial Leverage, Financial Helplessness, Company Size, Profitability, Tangible Fixed Assets, Growth Opportunities