



فصلنامه علمی پژوهشی دانش سرمایه‌گذاری  
سال هشتم / شماره بیست‌ونهم / بهار ۱۳۹۸

## بررسی موارد خاص بر رویکرد ترازنامه ای تأمین مالی از دیدگاه تئوری نمایندگی

احسان قدردان

عضو علمی گروه حسابداری دانشگاه پیام نور، ایران  
e.gh.pnu@gmail.com

تاریخ دریافت: ۹۶/۱۱/۰۳ تاریخ پذیرش: ۹۷/۰۲/۲۳

### چکیده

تصمیمات مربوط به تأمین مالی یکی از تصمیماتی است که مدیران واحد اقتصادی به منظور حداکثر ساختن ثروت سهامداران اتخاذ می‌نمایند. این نوع تصمیم‌گیری‌ها مربوط به ساختار سرمایه و همچنین، تعیین و انتخاب بهترین شیوه تأمین مالی و ترکیب آن است. از این رو هدف پژوهش، بررسی نقش مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی بر رویکرد ترازنامه ای تأمین مالی شرکت‌ها می‌باشد. روش پژوهش، روش شبه تجربی با طرح پس رویدادی است، و تعداد ۹۸ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در بازه زمانی ۱۳۹۱-۱۳۹۵ بررسی شد. جهت آزمون فرضیه‌ها از تکنیک رگرسیون چند متغیره به روش تابلویی استفاده شده است. نتایج پژوهش نشان داد که بین تمرکز مالکیت و اندازه هیأت مدیره با رویکرد ترازنامه ای تأمین مالی خارجی رابطه مثبت و معناداری وجود دارد؛ و با افزایش میزان تملک مالکیت و تعداد اعضای هیئت مدیره، تأمین مالی از منابع خارج از شرکت افزایش می‌یابد. ولی بین سرمایه‌گذاران نهادی و استقلال هیئت مدیره با تأمین مالی خارجی رابطه معناداری مشاهده نشد؛ و این دو متغیر نتوانستند تأمین منابع مالی برون سازمانی را تحت تأثیر قرار دهند. همچنین، بین سرمایه‌گذاران نهادی و اندازه هیأت مدیره با رویکرد ترازنامه ای تأمین مالی داخلی رابطه معناداری برقرار است. به عبارتی، حضور این دسته از سرمایه‌گذاران و تعداد اعضای هیئت مدیره توانسته است تأمین مالی از منابع داخل شرکت را افزایش دهد. ولی بین تمرکز مالکیت و استقلال هیأت مدیره با تأمین مالی داخلی رابطه معناداری یافت نشد.

**واژه‌های کلیدی:** رویکرد ترازنامه ای تأمین مالی، سرمایه‌گذاران نهادی، تمرکز مالکیت، استقلال هیأت مدیره، اندازه هیأت مدیره.

## ۱- مقدمه

بی‌شک یکی از با اهمیت‌ترین تحولات جهان صنعتی در قرن هجدهم، ظهور شرکت‌های سهامی و تفکیک مالکیت از مدیریت و ایجاد تضاد منافع بوده است. جدایی مالکیت و مدیریت از دیرباز به عنوان کلید تجزیه و تحلیل حاکمیت مدرن مورد توجه قرار گرفته است. با این همه وجود تضاد منافع بین ذینفعان در شرکت‌ها، مشکلات متعددی همچون مشکلات نمایندگی را به همراه داشته است. به منظور کاهش مسائل نمایندگی، سازوکارهای مختلفی در ادبیات مالی بیان شده است که یکی از مهمترین آنها، نظام راهبری شرکت است. نظام راهبری شرکت، بیانگر فرایند نظارت و کنترل بر مدیریت شرکت، به منظور حصول اطمینان از همسویی عملکرد آن‌ها با منافع سهامداران است و مهمترین عناصر آن عبارت‌اند از سهامداران و نحوه مالکیت آن‌ها، اعضای هیئت مدیره و ساختار آن و ... بنابراین، می‌توان گفت که فلسفه اصلی پیدایش نظام راهبری شرکت، وجود مسائل نمایندگی یا تضاد منافع میان مدیران و سهامداران است.

از طرفی، توانایی شرکت در تعیین منابع مالی بالقوه داخلی و خارجی برای فراهم‌سازی سرمایه جهت سرمایه‌گذاری و برنامه‌ریزی مناسب، از عوامل اصلی رشد و پیشرفت هر شرکتی محسوب می‌شود. یکی از حوزه‌هایی که در آن نحوه تأثیرگذاری نظام راهبری شرکتی بر فرآیند تصمیم‌گیری در شرکت‌ها قابل بررسی است، تصمیم‌گیری‌های مرتبط با روش‌ها و سیاست‌های تأمین مالی شرکت‌ها است. سیاست تأمین مالی واحدهای تجاری به شدت تحت تأثیر مشکلات نمایندگی شرکت قرار دارد. استدلال چنین است که سیستم راهبری شرکتی با کیفیت بالا سبب کاهش تنش میان مدیر و مالک می‌گردد و به همین جهت، باعث افزایش تمایل شرکت به تأمین مالی از روش‌هایی می‌شود که کمترین هزینه و بالاترین منفعت را برای سهامداران دارد (وک و همکاران، ۲۰۱۲).

توجه به ساختار حاکمیت شرکتی متفاوت و غیر متجانس در کشورهای مختلف که از شرایط غیر مشابه اجتماعی، اقتصادی و قانونی در این کشورها نشأت می‌گیرد، ارتباط بین حاکمیت شرکتی با روش‌های تأمین مالی در بازارهای مالی کشورهای توسعه یافته و در حال توسعه، متفاوت است. با توجه به فرایند خصوصی سازی و کوچک‌سازی دولت که یکی از مباحث اقتصادی روز کشور است، بررسی تأثیر مکانیزم‌های اصول راهبری شرکت‌ها بر تأمین مالی آن‌ها در بازار سرمایه ایران از اهمیت دوچندانی برخوردار است. اهمیت پژوهش حاضر در این است که به تدوین کنندگان قوانین، سرمایه‌گذاران شرکت‌ها و سایر تصمیم‌گیرندگان نشان می‌دهد که چه ارتباطی بین متغیرهای حاکمیت شرکتی و مدیریت مالی و روش‌های تأمین مالی آن‌ها وجود دارد و آنان بر این اساس تصمیم‌های آگاهانه‌تری اتخاذ می‌کنند. پژوهش‌های انجام شده در بازار سرمایه ایران بر نقش حاکمیت شرکتی و مکانیزم‌های آن، و رابطه آن با محدودیت در تأمین مالی (مهدوی و رضایی، ۱۳۹۴)، روش‌ها و سیاست‌های تأمین مالی (چاوشی و همکاران، ۱۳۹۴؛ علی‌نژاد سروکلائی و تارقی، ۱۳۹۶)، ساختار سرمایه (مقدم و یانسری، ۱۳۹۱؛ خدادادی و همکاران؛ ۱۳۹۵) و رویکرد گردش وجوه نقد تأمین مالی (خواجوی و گرگانی، ۱۳۹۳) تأکید داشته‌اند. اما تعداد انگشت‌شماری (کردستانی و نجفی‌عمران، ۱۳۸۹؛ مجتهدزاده و همکاران، ۱۳۸۸) از رویکرد ترازنامه‌ای برای تأمین مالی در پژوهش‌های خود بهره گرفته‌اند. با

توجه به مطالب بیان شده، با فرض پذیرش نقش مکانیزم های حاکمیت شرکتی به عنوان یک فاکتور اساسی در تصمیمات تأمین مالی، و با توجه به اینکه تاکنون در تحقیقات داخلی در خصوص نقش سرمایه گذاران نهادی، تمرکز مالکیت، استقلال هیأت مدیره و اندازه هیأت مدیره با خالص تغییر در تأمین مالی درون سازمانی و خالص تغییر در تأمین مالی برون سازمانی شرکت ها بر اساس رویکرد ترازنامه ای تحقیقی انجام نشده است، پژوهش حاضر در پی پاسخ به این سوال است که، آیا مکانیزم های های مدنظر حاکمیت شرکتی در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیری بر رویکرد ترازنامه ای تأمین مالی شرکت ها دارند یا خیر؟ بنابراین، در ادامه ابتدا مبانی نظری و پیشینه پژوهش ارائه می گردد و به دنبال آن فرضیه های پژوهش، نحوه آزمون فرضیه ها و جامعه و نمونه آماری پژوهش توضیح داده می شود و در قسمت پایانی نیز، یافته ها و نتایج پژوهش بیان می گردد.

## ۲- مبانی نظری و مروری بر پیشینه پژوهش

مساله تأمین مالی پروژه ها و بنگاه های اقتصادی در سال های اخیر به یکی از چالش های اصلی توسعه بخش خصوصی و در نتیجه مانعی برای شتاب بخشیدن به رشد اقتصادی کشور تبدیل شده است. این امر خصوصاً در شرایط کنونی که بنگاه های اقتصادی با شرایط رکودی مواجه و بانک ها اغلب با مشکل تأمین نقدینگی رو به رو هستند، بیش از پیش به مشکلات واحدهای تولیدی افزوده است (گوگردچیان و همکاران، ۱۳۹۲). از سویی دیگر، تصمیمات مربوط به تأمین مالی یکی از تصمیماتی است که مدیران واحد اقتصادی به منظور حداکثر ساختن ثروت سهامداران اتخاذ می نمایند. این نوع تصمیم گیری ها مربوط به ساختار سرمایه و همچنین، تعیین و انتخاب بهترین شیوه تأمین مالی و ترکیب آن است. در نتیجه، یک مدیر مالی می تواند از طریق ایجاد تغییر در مواردی مانند سود هر سهم، خط مشی تقسیم سود، زمان بندی مدت و ریسک سود آوری و انتخاب شیوه تأمین مالی بر ثروت سهامداران اثرگذار باشد (شیخ و همکاران، ۱۳۹۲). شرکت ها با توجه به ترکیب ساختار سرمایه شان دارای فرصت های متفاوت بالقوه ای در تأمین مالی می باشند. برخی از شرکت ها با توجه به نفوذ سیاسی و اندازه و اعتبار بیشتر دارای توان جذب منابع خارجی بیشتری نسبت به شرکت هایی که دارای نفوذ سیاسی و اندازه و اعتبار کمتر هستند، می باشند. از سویی دیگر، نبود توانایی در تأمین مالی وجوه برای سرمایه گذاری، ممکن است ناشی از شرایط بد اعتباری، نبود توانایی در گرفتن وام و یا نبود توانایی در انتشار سهام جدید یا وجود دارایی های غیر نقدشونده باشد (ستایش و گرگانی، ۱۳۹۱). از این رو، شرکت ها در تصمیمات تأمین مالی با دو منبع داخلی و خارجی روبه رو هستند. منابع مالی داخلی (درون سازمانی) شامل جریان های وجوه نقد حاصل از فعالیت های فروش دارایی ها و سود انباشته و منابع خارجی (برون سازمانی) در برگیرنده وجوه تحصیل شده از طریق بازار مالی مانند، انتشار اوراق مشارکت، صدور سهام جدید و دریافت تسهیلات از بانک هستند (فرانک، ۲۰۰۳). مدیران بنگاه های اقتصادی در عصر کنونی، با توجه به محدودیت های منابع مالی به ویژه در عرصه تجارت جهانی و تنگ شدن رقابت، تحت فشار فزاینده ای قرار دارند تا هزینه های عملیاتی و بهای تمام شده را کاهش دهند و کم هزینه ترین نوع ساختار سرمایه را برای انجام فعالیت های اقتصادی در راستای افزایش

ارزش بنگاه، پرداخت به موقع بدهی‌ها، تداوم فعالیت و حضور بیشتر در بازارهای داخلی و خارجی برگزینند. شناسایی عوامل مؤثر بر روش‌های تأمین مالی و عوامل تأثیرگذار بر آن‌ها از اهمیت زیادی برخوردار است. عوامل زیادی همچون مشکلات نمایندگی، عدم تقارن اطلاعاتی، اندازه شرکت، درماندگی مالی و غیره بر تصمیم‌گیری‌های تأمین مالی مدیران واحد تجاری مؤثر است.

از دیدگاه تئوری نمایندگی که ناشی از جدایی مالکیت از مدیریت در شرکت‌های سهامی است، مدیران همیشه در راستای حداکثرسازی منافع سهامداران عمل نمی‌کنند (اسمیت، ۱۹۳۷). به باور جان و سنبت (۱۹۷۶) برای پوشش شکاف میان مالکیت و مدیریت، باید سازوکارهای نظارتی از جمله شکل‌گیری هیئت مدیره ای کارا به منزله یکی از سازوکارهای درونی حاکمیت شرکتی اجرا شود. در حال حاضر یکی از مهمترین موضوعات حاکمیت شرکتی که پیش روی مدیریت شرکت و سهامداران آن قرار دارد، ساختار هیئت مدیره است (کارتز و همکاران، ۲۰۰۳). اصول حاکمیت شرکتی مقتدر، زیربنایی است که اطمینان سرمایه‌گذاران و قرض‌دهندگان بر آن استوار می‌شود. حاکمیت شرکتی مطلوب ممکن است بر تصمیمات راهبردی شرکت که توسط هیئت مدیره اتخاذ می‌شود، نظیر تأمین مالی اثرگذار باشد (حسن و بوث، ۲۰۰۹). اتخاذ تصمیم برای سیاست تأمین مالی بر عهده مدیران شرکت است. مدیران با توجه به ویژگی‌های داخلی و شرایط خارج از شرکت از جمله شرایط اقتصادی، نرخ‌های بهره، تورم و قوانین دولتی اقدام به تأمین مالی می‌کنند (پوترمن، ۱۹۹۳). برخی تحقیقات تجربی نشان می‌دهند که هیئت مدیره قدرت تنظیم سیاست‌های تأمین مالی را داراست (هارفورد و همکاران، ۲۰۰۷). با توجه به اینکه در بورس اوراق بهادار تهران، میزان تمرکز مالکیت زیاد است، تأمین‌کنندگان برون سازمانی منابع مالی توجه چندانی به ویژگی‌های هیئت مدیره نمی‌کنند. دلیل آن را نیز می‌توان این‌گونه توجیه کرد که در چنین شرکت‌هایی بیشتر اعضای هیئت مدیره از سهامداران عمده آن شرکت هستند؛ بنابراین با توجه به اینکه خود اعضای هیئت مدیره در منافع شرکت سهیم اند، تأمین‌کنندگان منابع مالی توجه چندانی به ویژگی‌های هیئت مدیره نمی‌کنند (مهدوی و رضایی، ۱۳۹۴). با توجه به تئوری نمایندگی، ساختار مالکیت به عنوان بخشی از حاکمیت شرکتی، نتیجه تلاش‌ها برای به حداقل رساندن هزینه‌های مرتبط با تفکیک کنترل و مالکیت شرکت می‌باشد. ساختار مالکیت می‌تواند از طریق نظارت کارآمد سهامداران بزرگ، اختیارات بیش از اندازه مدیریت و همچنین نبود تقارن اطلاعاتی و در نتیجه مشکلات در تأمین مالی را کاهش دهد (فران فورتز و همکاران، ۲۰۰۲). ترکیب سهامداران و میزان تمرکز مالکیت دو جنبه اساسی ساختار مالکیت شرکت‌ها به شمار می‌روند. همچنین، از دیگر سازوکارهای نظام راهبری شرکتی که ممکن است بر تصمیمات و روش‌های تأمین مالی شرکت‌ها تأثیرگذار باشد، حضور سهامداران نهادی در ترکیب مالکیت شرکت‌ها است که در دهه‌های اخیر به یکی از مهمترین اجزای بازار سرمایه در اکثر کشورهای جهان تبدیل شده‌اند؛ طوری که حجم بزرگی از سرمایه‌گذاری‌های انجام شده در کشورها توسط این نهادها صورت گرفته است. از این رو، این سرمایه‌گذاران وجوه عظیمی را تحت مدیریت خود دارند و نقش بسزایی را در فرآیند توسعه یافتگی جوامع ایفا می‌کنند. سهامداران نهادی به واسطه برخورداری از توانایی‌های خاص در نظارت و کنترل مدیریت شرکت‌ها، به یکی از مهمترین مکانیزم‌های نظام راهبری شرکتی تبدیل شده‌اند و در تعیین خط‌مشی‌های مالی و عملیاتی شرکت‌ها اثر زیادی

دارند (کریمی و اشرفی، ۱۳۹۰). از سویی دیگر، سهامداران عمده هزینه های نمایندگی را کاهش می دهند. چرا که با این وجود، تمایل مدیران در جهت گام برداشتن در راستای منافع سهامداران افزایش می یابد. در همین جهت اعتقاد بر این است که در شرکت هایی که مالکان عمده آن ها را اداره می کنند، کمتر دچار محدودیت و مشکل در تأمین مالی می شوند (دراپتز و همکاران، ۲۰۱۴).

## ۲-۱- پیشینه پژوهش

سالم الزوبی (۲۰۱۸) در پژوهش خود به بررسی رابطه کیفیت حسابرسی، تأمین مالی از طریق بدهی و مدیریت سود در کشورهای اردنی پرداخت. نتایج پژوهش نشان داد که کیفیت حسابرسی (صلاحیت حسابرسی، اندازه، تخصص و استقلال) و تأمین مالی از طریق بدهی، مدیریت سود تعهدی را کاهش و در عین حال کیفیت گزارشگری مالی را افزایش می دهد. به عبارتی افزایش بدهی های شرکت، ریسک مدیریت سود تعهدی را افزایش می دهد. مینهات و دلوکارانی (۲۰۱۷) با بررسی شرکت های چهارده کشور در حال توسعه در بازه زمانی ۲۰۰۵-۲۰۰۹ به بررسی اینکه چه شرکت هایی از ابزارهای تأمین مالی اسلامی استفاده می کنند پرداختند. نتایج پژوهش آنان نشان داد تأمین مالی اسلامی سهم قابل توجهی از ساختار سرمایه شرکت ها را تشکیل می دهد؛ و اینکه شرکت های با سودآوری پایین تر بیشتر از ابزار بدهی برای تأمین مالی خود استفاده می کنند. ایمران و فرحان (۲۰۱۶) به بررسی رابطه بین حاکمیت شرکتی و ساختار مالکیت بر ساختار سرمایه پرداختند. نتایج این بررسی نشان داد اندازه هیأت مدیره، دوگانگی مدیرعامل، ساختار پاداش و نرخ بازده دارایی ها بر نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام تأثیر منفی دارند. اما تعداد حضور هیأت مدیره در جلسات، مالکیت مدیریتی و اندازه شرکت بر اهرم مالی تأثیر مثبتی می گذارد. آنمول و همکاران (۲۰۱۵) با بررسی رابطه بین حق الزحمه حسابرسی و ساختار سرمایه نشان دادند که شرکت هایی با حق الزحمه حسابرسی بیشتر، نسبت بدهی بالاتری دارند. همچنین، شرکت هایی که حق الزحمه بیشتری پرداخت می کنند بیشتر تمایل به انتشار اوراق قرضه نسبت به بدهی دارند. همچنین آن ها دریافتند که شرکت های حسابرسی شده توسط مؤسسات حسابرسی بزرگتر بیشتر تمایل به انتشار اوراق قرضه در مقایسه با بدهی دارند. در واقع، نتایج این پژوهش نشان داد که اندازه مؤسسه حسابرسی و حق الزحمه حسابرسی بر تصمیمات مالی (ساختار سرمایه) تأثیرگذار است. لین و همکاران (۲۰۱۱) در پژوهشی به بررسی رابطه تمرکز مالکیت و محدودیت در تأمین مالی خارجی شرکت ها طی سال های ۱۹۹۴-۲۰۰۲ پرداختند. نتایج پژوهش آنان نشان می دهد، شرکت های با تمرکز مالکیت بالاتر نسبت به شرکت های با تمرکز مالکیت پایین تر از محدودیت مالی خارجی بیشتری برخوردارند. همچنین آنان در پژوهش خود عنوان می کنند، مشکلات نمایندگی و مالکیت نامناسب شرکت ها تأثیر نامطلوبی در جذب سرمایه گذاری آنان می گذارد. الفایومی و ابوزید (۲۰۰۹) در پژوهشی به بررسی اثر ساختار مالکیت بر تصمیمات تأمین مالی طی سال های ۲۰۰۱-۲۰۰۵ پرداختند. یافته ها حاکی از آن بود که بین مالکیت مدیریتی و نسبت بدهی رابطه منفی وجود دارد. ولی بین مالکیت نهادی و تأمین مالی خارجی رابطه معناداری وجود ندارد. آندرس (۲۰۰۹) در پژوهشی محدودیت در تأمین منابع مالی و تصمیمات سرمایه گذاری در شرکت های

خانوادگی در آلمان را در طی سال های ۱۹۹۷-۲۰۰۴ مورد بررسی قرار داد. نتایج پژوهش نشان می دهد، شرکت های خانوادگی در آلمان در مقابل شرکت های مشابه با اندازه و پرداخت سود سهام یکسان، از حساسیت کمتری نسبت به جریان های نقدی داخلی برخوردارند. حسن و بوت (۲۰۰۹) طی ۲۰۰۲-۲۰۰۵ برای ۵۸ شرکت پاکستانی اثر اندازه هیأت مدیره، ترکیب هیأت مدیره و دوگانگی وظیفه مدیرعامل را روی ساختار سرمایه آزمون نمودند. نتایج نشان داد که اندازه هیأت مدیره با ساختار سرمایه رابطه ای منفی دارد؛ اما دوگانگی وظیفه مدیرعامل و ترکیب هیأت مدیره تأثیر معنی داری بر ساختار سرمایه نداشت.

حمیدیان و همکاران (۱۳۹۷) با بررسی تأثیر نوع نگرش مدیران بر انتخاب سیاست های تأمین مالی و پیامدهای آن بر عدم تقارن اطلاعاتی و ارزش شرکت نشان دادند که، شرکت های دارای مدیران توانا اهرم مالی بیشتری نسبت به شرکت های دارای مدیران بیش از حد خوش بین دارند. همچنین نتایج پژوهش نشان داد که، ارزش شرکت های دارای مدیران توانا بیش از ارزش شرکت های دارای مدیران بیش از حد خوش بین می باشد. علی نژاد ساروکلائی و تارفی (۱۳۹۶) در پژوهشی به بررسی تأثیر توانایی مدیریت بر سیاست تأمین مالی پرداختند. آن ها از سه متغیر اهرم مالی، سررسید بدهی و سطح نگهداشت وجه نقد برای محاسبه سیاست تأمین مالی استفاده کردند. نتایج تحقیق آن ها نشان داد که توانایی مدیریت صرفاً با اهرم مالی ارتباط مثبت و معنادار دارد. خدادادی و همکاران (۱۳۹۵) با بررسی رابطه بین کیفیت حسابرسی و ساختار سرمایه در بین ۸۱ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج پژوهش نشان داد که اندازه موسسه حسابرسی رابطه مثبت و معنادار و حق الزحمه حسابرسی رابطه منفی و معناداری با ساختار سرمایه (نسبت بدهی) دارد. چاوشی و همکاران (۱۳۹۴) با بررسی رابطه اطمینان بیش از حد مدیران و انتخاب سیاست های تأمین مالی در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران دریافتند که، بین اطمینان بیش از حد و تصمیم های مالی رابطه معناداری وجود ندارد. همچنین نتایج حاکی از آن بود که بین فرصت های رشد، سودآوری، اندازه شرکت و ریسک در ماندگی با تصمیم های تأمین مالی رابطه معناداری برقرار است. مهدوی و رضایی (۱۳۹۴) در پژوهشی اثرهای ساختار هیأت مدیره را بر محدودیت در تأمین مالی را مورد بررسی قرار دادند. نتایج نشان داد که بین ساختار هیأت مدیره (استقلال، اندازه، مدرک تحصیلی، تغییر در اعضا و یکسانی مدیر عامل و هیأت مدیره) و محدودیت در تأمین مالی هیچ گونه رابطه معناداری وجود ندارد. همچنین خواجوی و گرگانی فیروزجاده (۱۳۹۳) در پژوهش خود در مورد بررسی رابطه بین ویژگی های هیأت مدیره و روش های تأمین مالی (بر اساس رویکرد گردش وجوه نقد) به این نتیجه دست یافته اند که، بین اندازه هیأت مدیره با تأمین مالی داخلی و بین استقلال هیأت مدیره و درصد مالکیت اعضای هیأت مدیره با تأمین مالی خارجی رابطه معناداری وجود دارد. اما بین استقلال هیأت مدیره و درصد مالکیت اعضای هیأت مدیره با تأمین مالی داخلی و بین اندازه هیأت مدیره با تأمین مالی خارجی رابطه ای یافت نشد. همچنین، در پژوهش مقدم و مومنی (۱۳۹۱) نتایج بدست آمده حاکی از آن است که در شرکت هایی که وظایف ریاست هیأت مدیره و مدیرعامل از یکدیگر تفکیک شده و همچنین شرکت های با تعداد اعضای هیأت مدیره کمتر، تمایل به کارگیری بدهی افزایش می یابد. در حالی که هیچ رابطه معناداری میان نسبت مدیران غیرموظف هیأت مدیره و ساختار سرمایه یافت نشد.

#### ۴- فرضیه های پژوهش

**فرضیه اصلی اول:** بین مکانیزم های حاکمیت شرکتی و تأمین مالی برون سازمانی شرکت ها رابطه معناداری وجود دارد.

**فرضیه اصلی دوم:** بین مکانیزم های حاکمیت شرکتی و تأمین مالی درون سازمانی شرکت ها رابطه معناداری وجود دارد.

#### فرضیه های فرعی:

◀ **فرضیه اول:** بین سرمایه گذاران نهادی و خالص تغییر در تأمین مالی خارجی در رویکرد ترازنامه ای رابطه معناداری وجود دارد.

◀ **فرضیه دوم:** بین تمرکز مالکیت و خالص تغییر در تأمین مالی خارجی در رویکرد ترازنامه ای رابطه معناداری وجود دارد.

◀ **فرضیه سوم:** بین استقلال هیأت مدیره و خالص تغییر در تأمین مالی خارجی در رویکرد ترازنامه ای رابطه معناداری وجود دارد.

◀ **فرضیه چهارم:** بین اندازه هیأت مدیره و خالص تغییر در تأمین مالی خارجی در رویکرد ترازنامه ای رابطه معناداری وجود دارد.

◀ **فرضیه پنجم:** بین سرمایه گذاران نهادی و خالص تغییر در تأمین مالی داخلی در رویکرد ترازنامه ای رابطه معناداری وجود دارد.

◀ **فرضیه ششم:** بین تمرکز مالکیت و خالص تغییر در تأمین مالی داخلی در رویکرد ترازنامه ای رابطه معناداری وجود دارد.

◀ **فرضیه هفتم:** بین استقلال هیأت مدیره و خالص تغییر در تأمین مالی داخلی در رویکرد ترازنامه ای رابطه معناداری وجود دارد.

◀ **فرضیه هشتم:** بین اندازه هیأت مدیره و خالص تغییر در تأمین مالی داخلی در رویکرد ترازنامه ای رابطه معناداری وجود دارد.

#### ۵- روش شناسی پژوهش

روش پژوهش حاضر با توجه به هدف، کاربردی و طرح آن از نوع شبه تجربی است و با توجه به روش پژوهش، براساس روش های توصیفی و همبستگی صورت گرفته است. به منظور آزمون فرضیه های پژوهش و تجزیه و تحلیل داده ها از رگرسیون چند متغیره، ضریب تعیین و الگوی رگرسیون خطی چندگانه استفاده شده است. فرضیه های پژوهش با پیروی از مدل گومز (۲۰۱۴) مورد آزمون قرار گرفته اند:

مدل (۱)

$$\Delta XFIN_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Inst_{i,t} + \beta_2 OwConc_{i,t} + \beta_3 B-Size_{i,t} + \beta_4 B-Indep_{i,t} + \beta_5 Size_{i,t} + \beta_6 LEV_{i,t} + \varepsilon$$

مدل (۲)

$$\Delta IFIN_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Inst_{i,t} + \beta_2 OwConc_{i,t} + \beta_3 B-Size_{i,t} + \beta_4 B-Indep_{i,t} + \beta_5 Size_{i,t} + \beta_6 LEV_{i,t} + \varepsilon$$

در این پژوهش جامعه آماری کلیه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می باشد. اطلاعات و داده های آماری در فاصله زمانی ۱۳۹۱-۱۳۹۵ (دوره پنج ساله) در نظر گرفته و ۹۸ شرکت به روش نمونه گیری حذفی سیستماتیک (غربالگر) بر اساس محدودیت های زیر به عنوان نمونه از جامعه آماری انتخاب گردیده است:

۱. شرکت ها در طول سال های ۱۳۹۱ تا ۱۳۹۵ در بورس حضور فعال داشته و قبل از سال ۱۳۹۱ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده و تا پایان سال ۱۳۹۵ نیز حضور فعال داشته باشند؛ ۲. طی سال های مالی مذکور تغییر فعالیت یا تغییر سال مالی نداده باشند؛ ۳. به لحاظ افزایش قابلیت مقایسه، سال مالی آن ها منتهی به اسفند ماه باشند؛ ۴. داده های مورد نظر آن ها در دسترس باشند؛ ۵. جزو شرکت های مالی (مانند بانک ها و موسسات بیمه) و شرکت های سرمایه گذاری نباشند؛ ۶. نماد معاملاتی شرکت، فعال و بیش از ۶ ماه در سال توقف نماد معاملاتی نداشته باشد.

روش مورد استفاده جمع آوری داده ها، روش اسناد کاوی و کتابخانه ای است و برای جمع آوری داده های مورد نیاز از اطلاعات صورت های مالی و یادداشت های همراه استفاده شده است. بدین منظور از نرم افزار ره آورد نوین و همچنین از طریق کاوش اینترنتی (سایت رسمی شرکت بورس اوراق بهادار تهران و سایر سایت های مربوطه) استفاده شده است. همچنین برای انجام محاسبات لازم و جهت تجزیه و تحلیل نهایی، از اکسل و نرم افزار Eviews9 استفاده شده است.

## ۶- متغیرهای پژوهش و نحوه اندازه گیری آن ها

### ۶-۱- متغیر وابسته

متغیر وابسته پژوهش، خالص تغییرات در تأمین مالی است که شامل دو بخش درون سازمانی و برون سازمانی می باشد.

#### • خالص تغییر در تأمین مالی خارجی ( $\Delta XFIN$ )

این متغیر با دو معیار حجم تغییرات در بدهی و حجم تغییرات در سهام سنجیده می شود. برای این متغیر دو رویکرد ترازنامه ای و صورت گردش وجوه نقد مطرح شده است (ریچاردسون، ۲۰۰۳). که در پژوهش حاضر از رویکرد ترازنامه ای استفاده شده است (مجته‌زاده و همکاران، ۱۳۸۸).

$$\Delta XFIN = \Delta EQUITY_{BS} + \Delta DEBT_{BS} \quad \text{رابطه (۱)}$$

$$\Delta EQUITY_{BS} = \Delta CEQUITY_{BS} \quad \text{رابطه (۲)}$$

$$\Delta CEQUITY_{BS} = CEQUITY_t - CEQUITY_{t-1} \quad \text{رابطه (۳)}$$

$$\Delta DEBT_{BS} = \Delta LTDEBT_{BS} + \Delta SHTDEBT_{BS} \quad \text{رابطه (۴)}$$



$$\Delta LTDEBT_{BS} = LTDEBT_t - LTDEBT_{t-1} \quad \text{رابطه (۵)}$$

$$\Delta SHTDEBT_{BS} = SHTDEBT_t - SHTDEBT_{t-1} \quad \text{رابطه (۶)}$$

که در روابط فوق داریم؛  $\Delta EQUITY_{BS}$ : حجم تغییرات در حقوق صاحبان سهام؛  $\Delta CEQUITY_{BS}$ : حجم تغییرات در سهام عادی؛  $CEQUITY_t$ : ارزش دفتری سهام عادی در سال  $t$ ؛  $CEQUITY_{t-1}$ : ارزش دفتری سهام عادی در سال  $t-1$ ؛  $\Delta DEBT_{BS}$ : حجم تغییرات در بدهی؛  $\Delta LTDEBT_{BS}$ : حجم تغییرات در بدهی های بلند مدت؛  $\Delta SHTDEBT_{BS}$ : حجم تغییرات در بدهی های کوتاه مدت.

#### • خالص تغییر در تأمین مالی داخلی ( $\Delta IFIN$ )

برابر است با مابه التفاوت سودانباشته ابتدا و انتهای دوره ی قبل از تعدیلات (سودانباشته شامل اندوخته ها است). این متغیر که رویکرد ترازنامه ای ارزیابی تغییرات در تأمین مالی درون سازمانی می باشد، در پژوهش کردستانی و نجفی عمران (۱۳۸۹) نیز با همین تعریف استفاده شده است.

#### ۲-۶- متغیر مستقل

**Inst** (سرمایه گذاران نهادی): میزان درصدی از سهام شرکت که در اختیار بانک ها، شرکت های بیمه، صندوق های بازنشستگی، شرکت های سرمایه گذاری و... می باشد؛ **OwConc** (تمرکز مالکیت): درصد سهام نگهداری شده توسط پنج سهامدار بزرگ شرکت که هر چه مقدار آن کمتر باشد، به نوعی نشان دهنده پراکندگی مالکیت است؛ **B-Size** (اندازه هیأت مدیره): شامل تمامی اعضای هیأت مدیره (اعم از موظف و غیرموظف) می باشد؛ **B-Indep** (استقلال هیأت مدیره): این نسبت از حاصل تقسیم تعداد مدیران غیرموظف در هیأت مدیره که شرکت در آن سال داشته، به کل اعضای هیأت مدیره به دست می آید.

#### ۳-۷- متغیر کنترل

**Size** (اندازه شرکت): متغیر اندازه شرکت به عنوان متغیر کنترلی از طریق لگاریتم طبیعی ارزش دفتری کل دارایی ها به دست آمده است. در پژوهش حاضر به دلیل عمومیت کاربرد این لگاریتم طبیعی در تحقیقات پیشین (احمد پور و همکاران، ۱۳۸۹)، به عنوان شاخص سنجش اندازه شرکت در نظر گرفته شده است؛ **LEV** (اهرم مالی): جورج و همکاران (۲۰۰۵) بیان کردند انتظار می رود شرکت های با اهرم مالی بالا، نسبت به شرکت های با نسبت اهرمی پایین تر، با محدودیت های مالی بیشتری مواجه باشند. این متغیر کنترلی از نسبت کل بدهی ها به کل دارایی ها بدست آمده است. این متغیر در پژوهش های لین و همکاران (۲۰۱۱) و کردستانی و نجفی عمران (۱۳۸۹) نیز با همین تعریف به کار رفته است.

## ۷- یافته‌های پژوهش

## ۷-۱- آمار توصیفی

به منظور بررسی مشخصات عمومی متغیرها، همچنین برآورد مدل و تجزیه و تحلیل دقیق آن‌ها، آشنایی با آمار توصیفی مربوط به متغیرها لازم است. جدول (۱)، آمار توصیفی متغیرهای مورد آزمون که شامل برخی شاخص‌های مرکزی و پراکندگی می‌باشد را نشان می‌دهد.

جدول (۱). آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

متغیر	میانگین	میانه	حداکثر	حداقل	انحراف معیار	چولگی	کشدگی
خالص تغییر در تأمین مالی برون سازمانی	۰/۴۴۳	۰/۳۷۵	۰/۵۸۷	۰/۱۲۹	۰/۰۵۲	۰/۰۴۱	۲/۲۱۶
خالص تغییر در تأمین مالی درون سازمانی	۰/۳۳۱	۰/۲۱۱	۰/۴۰۹	۰/۰۲۱	۰/۰۴۸	۰/۰۵۵	۱/۹۸۷
سرمایه گذاران نهادی	۰/۳۰۴	۰/۲۵۰	۰/۹۷۳	۰/۱۱۳	۰/۲۲۴	۰/۳۳۸	۳/۰۴۶
تمرکز مالکیت	۰/۷۹۵	۰/۶۹۳	۰/۹۰۵	۰/۰۸۷	۰/۳۹۱	۰/۴۲۵	۴/۱۸۲
استقلال هیأت مدیره	۰/۶۱۰	۰/۵۸۰	۰/۸۹۰	۰/۲۵۰	۰/۲۷۰	۰/۵۲۸	۲/۹۲۲
اندازه هیأت مدیره	۵/۲۳	۵	۷	۳	۰/۴۱۱	۰/۶۳۹	۵/۶۱۸
اندازه شرکت	۱۱/۵۰۷	۱۰/۹۹	۱۳/۴۳	۹/۵۱	۰/۶۶۴	۰/۷۲۳	۷/۲۵۰
اهرم مالی	۰/۲۵	۰/۲۲	۰/۴۵	۰/۱۷	۰/۱۳	۰/۲۹۸	۱/۰۶۶

منبع: یافته‌های پژوهش

اصلی‌ترین شاخص مرکزی، میانگین است که نشان‌دهنده نقطه تعادل و مرکز ثقل توزیع است و شاخص خوبی برای نشان دادن مرکزیت داده‌ها است. میانگین به دست آمده برای سرمایه گذاران نهادی (۰/۳۰۴) است. این نشان می‌دهد که در دوره مورد بررسی، حدود ۳۰ درصد از سهام شرکت‌ها در اختیار این گروه از سرمایه گذاران می‌باشد. میانگین تمرکز مالکیت (۰/۷۹۵) است. یعنی به طور متوسط ۷۹/۵ درصد سهام شرکت‌های مورد بررسی، در اختیار پنج سهامدار بزرگ آن‌ها می‌باشد. میانگین استقلال هیأت مدیره (۰/۶۱۰) بیان می‌کند که ۶۱ درصد اعضای هیأت مدیره شرکت‌های مورد رسیدگی دارای مدیران غیرموظف می‌باشند. میانگین اندازه هیأت مدیره (۵/۲۳) نیز بیان می‌کند که شرکت‌ها حداقل از ۵ عضو تشکیل شده‌اند. همچنین، میانگین اندازه شرکت (۱۱/۵۰۷) و اهرم مالی (۰/۲۵) می‌باشد.

## ۷-۲- نتایج آزمون فرضیه‌ها

نرمال بودن متغیرهای وابسته به نرمال بودن باقیمانده‌های الگو می‌انجامد. پس لازم است نرمال بودن متغیر وابسته قبل از برآورد پارامترها کنترل شود و در صورت برقرار نبودن این شرط راه حل مناسبی برای نرمال

نمودن آن ها (از جمله تبدیل نمودن آن) اتخاذ نمود. با توجه به این که در جداول (۲) و (۳) سطح معناداری آماره برای آزمون جارک و برا بالاتر از ۰/۰۵ می باشد، بنابراین فرضیه مبنی بر نرمال بودن توزیع متغیرهای وابسته در سطح اطمینان ۹۵٪ پذیرفته می شود. این یافته بیانگر این است که متغیرهای وابسته از توزیع نرمال برخوردار می باشند. همچنین، برای آزمون فرضیه ها، ابتدا به انتخاب الگوی مناسب برای مدل رگرسیونی پرداخته شده است. ابتدا با استفاده از آزمون F لیمر به انتخاب مدل داده های تلفیقی در برابر مدل داده های تابلویی و با استفاده از آزمون هاسمن به منظور انتخاب الگوی اثرات ثابت در مقابل اثرات تصادفی پرداخته شده است. با توجه به اینکه سطح معناداری در آزمون چاو و آزمون هاسمن در جدول (۲) و (۳) کمتر از سطح خطا یعنی ۵ درصد می باشد، در نتیجه از روش پانل-دیتا و همچنین از روش اثرات ثابت جهت برازش مدل های رگرسیونی آزمون فرضیه ها استفاده می شود.

در جدول (۲) خلاصه نتایج فرضیه های در ارتباط با تأمین مالی برون سازمانی بر اساس رویکرد ترازنامه ای بیان شده است. همانطور که نتایج نشان می دهد، برای معناداری مدل رگرسیونی از آماره F در سطح ۹۵ درصدی استفاده شده است. با توجه به اینکه سطح معناداری کوچکتر از مقدار خطا (۵٪) می باشد پس مدل رگرسیونی خطی است. همچنین، آن طور که نتایج نشان می دهد، مقدار R یا به عبارت دیگر رابطه ساده میان متغیرها برابر با ۰/۶۹۵ است. مقدار  $R^2$  برابر با ۰/۶۸۱ به این معنی است که حدود ۶۸٪ از خالص تغییرات مربوط به تأمین مالی خارجی شرکت ها را می توان با استفاده از متغیرهای مدل رگرسیونی پیش بینی کرد. همچنین، مقدار آماره دوربین واتسون ۲/۲۳۷ می باشد که این مقدار، عدم وجود خود همبستگی را نشان می دهد.

همچنین، نتایج جدول (۲) نشان می دهد که بین حضور سرمایه گذاران نهادی و استقلال هیأت مدیره با خالص تغییر در تأمین مالی برون سازمانی در رویکرد ترازنامه ای هیچ گونه رابطه معناداری مشاهده نشد. به بیانی دقیق تر، متغیرهای مستقل مدنظر نتوانسته اند که استفاده شرکت ها را در تأمین مالی از منابع خارج از شرکت ها را تحت تأثیر خود قرار دهند. در نتیجه فرضیه اول و سوم در سطح معناداری ۹۵٪ معنادار نمی باشند. همچنین، نتایج نشان داد که بین تمرکز مالکیت و اندازه هیأت مدیره با خالص تغییر در تأمین مالی برون سازمانی در رویکرد ترازنامه ای رابطه مثبت و معناداری برقرار است؛ یعنی با افزایش میزان تمرکز مالکیت و اندازه هیأت مدیره، تأمین مالی آن ها نیز از منابع خارج از شرکت افزایش می یابد. در نتیجه، فرضیه های دوم و چهارم در سطح اطمینان ۹۵٪ معنادار می باشند. از سویی دیگر، نتایج جدول بالا بیانگر این مورد می باشد که بین متغیر کنترلی اندازه شرکت با خالص تغییر در تأمین مالی برون سازمانی در رویکرد ترازنامه ای رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. به عبارتی، شرکت های بزرگ تر بیشتر از منابع مالی خارج از شرکت استفاده می کنند؛ اما بین اهرم مالی با متغیر وابسته رابطه معناداری یافت نشد.

جدول (۲). نتایج حاصل از برازش معادله رگرسیون اول

متغیر	ضرایب	خطای استاندارد	آماره t	سطح معناداری	
ضریب ثابت	۰/۱۸۵	۰/۸۹۰	۱/۴۴	۰/۳۶۱	
سرمایه گذاران نهادی	-۰/۱۴۵	۰/۱۳۹	-۲/۸۳۱	۰/۲۳۵	
تمرکز مالکیت	۰/۲۱۵	۰/۰۴۱	۷/۱۱۴	۰/۰۱۱	
استقلال هیأت مدیره	۰/۱۴۵	۰/۰۸۹	۲/۷۳۵	۰/۰۶۴	
اندازه هیأت مدیره	۰/۱۷۳	۰/۰۲۱	۳/۲۶۳	۰/۰۰۰	
اندازه شرکت	۰/۳۷۳	۰/۰۹۲	۲/۴۰۱	۰/۰۰۰	
اهرم مالی	۰/۰۴۱	۰/۰۴۳	۰/۹۸۱	۰/۶۵۰	
ضریب تعیین	ضریب تعیین تعدیل شده	آماره F	معناداری آماره F	آماره دوربین- واتسون	
۰/۶۹۵	۰/۶۸۱	۵۱/۶۵۱	۰/۰۰۰	۲/۲۳۷	
آزمون جارج و برا	آماره آزمون		سطح معناداری		
	۱۶/۷۷		۰/۰۶۸		
آزمون چاو		آزمون هاسمن			
آماره F	سطح معناداری	نتیجه	آماره Chi-Sq	سطح معناداری	نتیجه
۴۵/۸۱	۰/۰۰۰	داده های پانل	۷/۵۴	۰/۰۰۰	اثرات ثابت

منبع: یافته های پژوهش

همچنین در جدول (۳) خلاصه نتایج حاصل از تحلیل مدل رگرسیون دوم آمده است. برای بررسی اعتبار کلی الگوی چند متغیره از آماره F فیشر استفاده شده است. با توجه به سطح معناداری (۰/۰۰۰) آن می توان نتیجه گرفت که این الگو در سطح اطمینان ۹۵٪ معنادار می باشد. میزان ضریب تعیین تعدیل شده این الگو (۰/۶۹۳) محاسبه شده است. این ضریب نشان می دهد که تقریباً ۶۹٪ از تغییرات در خالص تغییر در تأمین مالی برون سازمانی شرکت ها با تغییرات در متغیرهای مورد استفاده در الگوی پژوهش، توضیح داده می شود. آماره دوربین-واتسون نیز ۲/۳۱۵ را نشان می دهد. که می توان نتیجه گرفت در تخمین مدل مذکور مشکل خود همبستگی یا همبستگی سریالی بین جملات خطا وجود ندارد.

از سویی، با توجه به سطح معناداری مربوطه در جدول (۳) ملاحظه می شود که بین سرمایه گذاران نهادی و اندازه هیأت مدیره با خالص تغییر در تأمین مالی درون سازمانی در رویکرد ترازنامه ای رابطه مثبت و معناداری وجود دارد؛ یعنی با افزایش حضور سرمایه گذاران نهادی و اندازه هیأت مدیره، استفاده شرکت ها از منابع تأمین مالی داخل شرکت افزایش می یابد؛ در نتیجه فرضیه های پنجم و هشتم در سطح اطمینان ۹۵٪ پذیرفته می شوند. اما بین تمرکز مالکیت و استقلال هیأت مدیره با متغیر وابسته رابطه معناداری یافت نشد؛ و این متغیرها نتوانسته اند که استفاده شرکت ها از منابع تأمین مالی درون سازمانی را تحت تأثیر خود قرار دهند. در نتیجه،

فرضیه های ششم و هفتم در سطح اطمینان ۹۵٪ قابل تایید نمی باشند. همچنین، نتایج جدول (۳) نشان داد که بین متغیرهای کنترلی اندازه شرکت با خالص تغییر در تأمین مالی درون سازمانی در رویکرد ترازنامه ای رابطه منفی و معنادار و بین اهرم مالی با متغیر وابسته رابطه مثبت و معناداری وجود دارد؛ به عبارتی، شرکت های بزرگ تر کمتر از منابع تأمین مالی درون سازمانی استفاده می کنند. در حالی که با افزایش نسبت اهرم مالی، استفاده شرکت ها از منابع تأمین مالی داخل شرکت ها افزایش می یابد.

جدول (۳). نتایج حاصل از برازش معادله رگرسیون دوم

متغیر	ضرایب	خطای استاندارد	آماره t	سطح معناداری	
ضریب ثابت	۰/۰۸۴	۰/۰۶۹	۱/۷۱۰	۰/۳۵۸	
سرمایه گذاران نهادی	۰/۰۹۲	۰/۰۱۶	۱/۹۵۱	۰/۰۱۷	
تمرکز مالکیت	-۰/۰۷۵	۰/۲۱۰	-۰/۵۹۵	۰/۳۹۱	
استقلال هیأت مدیره	۰/۰۳۹	۰/۱۱۰	۱/۸۰۹	۰/۲۲۸	
اندازه هیأت مدیره	۰/۱۳۰	۰/۰۸۹	۲/۵۷۸	۰/۰۴۴	
اندازه شرکت	-۰/۵۷۶	۰/۰۲۶	-۵/۰۱۷	۰/۰۰۰	
اهرم مالی	۰/۰۷۵	۰/۰۴۱	۱/۸۰۹	۰/۰۱۶	
ضریب تعیین	ضریب تعیین تعدیل شده	آماره F	معناداری آماره F	آماره دوربین- واتسون	
۰/۷۰۸	۰/۶۹۳	۶۵/۷۰۴	۰/۰۰۰	۲/۳۱۵	
آزمون چارک و برا	آماره آزمون		سطح معناداری		
	۱۸/۹۱		۰/۰۷۳		
آزمون چاو			آزمون هاسمن		
آماره F	سطح معناداری	نتیجه	آماره Chi-Sq	سطح معناداری	نتیجه
۴۹/۲۳	۰/۰۰۰	داده های پانل	۹/۰۸	۰/۰۰۰	اثرات ثابت

منبع: یافته های پژوهش

#### ۹- نتیجه گیری و بحث

مؤسسات و بنگاه های اقتصادی به ویژه فعالان در بخش صنعت، برای ادامه حیات و فعالیت های تولیدی خود و همچنین توسعه ی فعالیت ها، به سرمایه های کلان نیاز دارند. همچنین، این مؤسسات و بنگاه های اقتصادی برای تأمین سرمایه ی مورد نیاز خود وابستگی شدیدی به بازارهای مالی دارند. نقش این بازارها در اختیار گذاشتن سرمایه های لازم برای مؤسسات و شرکت ها است. یکی از نکات اساسی مورد توجه مدیران مالی بنگاه های اقتصادی، روش ها و میزان تأمین مالی و عوامل تأثیرگذار بر آن ها است. بنابراین، پژوهش حاضر نیز بر آن است برای اثبات یا رد رابطه معنادار بین مکانیزم های حاکمیت شرکتی با رویکرد ترازنامه ای تأمین مالی، شواهدی را

فراهم آورد. در همین راستا، این پژوهش با استفاده از داده‌های ۹۸ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در بازه زمانی ۱۳۹۱ - ۱۳۹۵، به دنبال یافتن پاسخ این سؤال برآمد که آیا سرمایه‌گذاران نهادی، تمرکز مالکیت، استقلال هیأت مدیره و اندازه هیأت مدیره شرکت‌ها، بر رویکرد ترازنامه‌ای تأمین مالی آن‌ها تأثیر گذار است یا خیر؟

نتایج بدست آمده از تجزیه و تحلیل آماری متغیر مستقل اول نشان داد که بین سرمایه‌گذاران نهادی با خالص تغییر در تأمین مالی برون سازمانی در رویکرد ترازنامه‌ای رابطه معناداری وجود ندارد. اما بین آن با خالص تغییر در تأمین مالی درون سازمانی رابطه مثبت و معناداری وجود دارد؛ به عبارتی با افزایش حضور سرمایه‌گذاران نهادی، تأمین مالی شرکت‌ها از منابع مالی داخلی شرکت افزایش می‌یابد، در حالی که این حضور هیچ رابطه معناداری با تأمین مالی آن‌ها از منابع خارجی شرکت ندارد. این یافته با نتایج آندرس (۲۰۰۹) در زمینه تأمین مالی داخلی همخوانی دارد. همچنین در زمینه تأمین مالی خارجی با نتایج پژوهش آندرس (۲۰۰۹) هم راستا و با نتایج لین و همکاران (۲۰۱۱)، الفایومی و ابوزید (۲۰۰۹) مغایرت دارد. همچنین، نتایج مربوط به ارتباط بین تمرکز مالکیت و رویکرد ترازنامه‌ای تأمین مالی بیانگر این امر بود که بین آن و خالص تغییر در تأمین مالی خارجی رابطه مثبت و معنادار وجود دارد؛ یعنی با افزایش تمرکز مالکیت توسط سهامداران عمده شرکت، تأمین مالی آن‌ها از منابع مالی خارج از شرکت نیز افزایش می‌یابد. در حالی که بین تمرکز مالکیت و خالص تغییر در تأمین مالی درون سازمانی هیچگونه رابطه معناداری یافت نشد، و این تمرکز مالکیت نتوانسته است که تأمین مالی آن‌ها را از منابع داخل شرکت تحت تأثیر خود قرار دهد. که این نتایج می‌تواند ناشی از آن باشد که به دلیل وجود سهامداران عمده، مشکلات نمایندگی به دلیل کاهش تقارن اطلاعاتی کاهش یافته و موجب سهولت در تأمین مالی از منابع خارجی به جای منابع داخلی شده است. این نتیجه یافته‌های آندرس (۲۰۰۹) در زمینه تأمین مالی داخلی تأیید می‌کند. و در زمینه تأمین مالی خارجی با نتایج لین و همکاران (۲۰۱۱) هماهنگ و یافته‌های آندرس (۲۰۰۹) را رد می‌کند. از سویی، نتایج آماری مربوط به استقلال هیأت مدیره نشان داد که بین این متغیر با خالص تغییر در تأمین مالی داخلی و خارجی در رویکرد ترازنامه‌ای، هیچگونه ارتباط معناداری وجود ندارد؛ به بیان دقیق‌تر، حضور اعضای غیرموظف هیئت مدیره (استقلال هیئت مدیره) نتوانسته است که تأمین مالی شرکت‌ها را بر اساس رویکرد ترازنامه‌ای از منابع درون سازمانی و برون سازمانی تحت تأثیر خود قرار دهد. شاید یکی از مهمترین دلایلی که می‌توان در این زمینه ارائه نمود، این است که در شرکت‌های عضو بورس اوراق بهادار تهران، اعضای غیرموظف به معنای واقعی مستقل نیستند. در صورت عدم استقلال اعضای غیرموظف هیأت مدیره از مدیریت شرکت، قدرت چانه زنی این اعضاء در ارائه نظرهای متضاد با سایرین کاهش یافته، و بر اجرای نقش نظارتی توسط آنان اثر سوئی خواهد داشت. که این نتایج با پژوهش خواجه‌وی و گرگانی فیروزجاء (۱۳۹۳) در زمینه تأمین مالی داخلی هماهنگ و در زمینه تأمین مالی خارجی مغایرت دارد. در انتها، نتایج مربوط به متغیر مستقل چهارم نشان داد که بین اندازه هیأت مدیره با خالص تغییر در تأمین مالی داخلی و خارجی در رویکرد ترازنامه‌ای رابطه مثبت و معناداری وجود دارد؛ یعنی با افزایش اندازه هیئت مدیره میزان تأمین مالی از منابع داخل و خارج شرکت‌ها بر اساس رویکرد ترازنامه‌ای نیز افزایش می‌

یابد. با توجه به ماده ۱۰۷ اصلاحیه قانون تجارت، تعداد اعضاء هیأت مدیره بیشتر شرکت های سهامی ۵ نفر است. از این رو، مورد مزبور ممکن است نتایج پژوهش را تحت تأثیر قرار داده باشد. که این یافته با نتایج پژوهش خواجهی و گرگانی فیروزجاه (۱۳۹۳) در مورد تأمین مالی داخلی همسو و در زمینه تأمین مالی خارجی مغایرت دارد.

پژوهش حاضر دارای محدودیت هایی است که باعث می شود نتایج آن با احتیاط بیان شود. از آن جمله می توان به عدم کنترل متغیرهایی نظیر شرایط اقتصادی و سیاسی، وضعیت اقتصاد جهانی و قوانین و مقررات داخلی و بین المللی اشاره نمود که می تواند متغیرهای پژوهش و به ویژه تأمین مالی شرکت ها را تحت تأثیر قرار دهد و نتایج پژوهش را محدود سازد. قابل ذکر است که نتایج بدست آمده در این پژوهش در سطح کل صنایع اخذ شده است و ممکن است در خصوص هر یک از صنایع به صورت جداگانه، نتایج متفاوتی استخراج گردد. همچنین، یکی از عواملی که در هر پژوهش می تواند تأثیر بسزایی داشته باشد، تورم است که در این پژوهش در نظر گرفته نشده است. به دلیل تأثیر احتمالی تورم بر تأمین مالی شرکت ها، پیشنهاد می شود پژوهشگران در تحقیقات آتی این عامل را در پژوهش خود لحاظ کنند. با توجه به اینکه شرکت ها برای تأمین منابع مالی مورد نیاز خود بین روش های مختلف (درون سازمانی و برون سازمانی) حق انتخاب دارند، بنابراین پیشنهاد می شود معیارهای تصمیم گیری مدیران شرکت های فعال در بورس اوراق بهادار تهران در انتخاب روش های تأمین مالی و نحوه نگرش آن ها به هرکدام از آن منابع مورد بررسی و مطالعه قرار گیرد. به سازمان بورس و اوراق بهادار تهران پیشنهاد می شود که با تدوین قوانین و مقرراتی، میزان استقرار و تأمین مالی برون سازمانی شرکت های بورسی را محدود نموده تا شرکت ها این فرصت را داشته باشند تا با برنامه ریزی مناسب تر بر روی منابع درون سازمانی، کارایی و اثر بخشی خود را افزایش دهند. همچنین، پیشنهاد می شود در پژوهش های آتی تأثیر شاخصه های دیگر هیأت مدیره از قبیل سن هیأت مدیره، مدت تصدی در هیأت مدیره، تعداد جلسات هیأت مدیره و... با رویکرد ترازنامه ای تأمین منابع مالی شرکت ها بررسی گردد.

#### فهرست منابع

- \* شیخ، محمد جواد، دهقانی، جلال و راعی عزآبادی، محمد ابراهیم. (۱۳۹۲). "تأثیر نرخ تورم بر تأمین مالی شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران". فصلنامه مدیریت دارایی و تأمین مالی، سال اول، شماره دوم، صص ۵۱-۶۸.
- \* احمدپور، احمد، کاشانی پور، محمد و شجاعی، محمد رضا (۱۳۸۹). "بررسی تأثیر حاکمیت شرکتی و کیفیت حسابرسی بر هزینه تأمین مالی از طریق بدهی (استقراض)". بررسی های حسابداری و حسابرسی، دوره ۱۷، شماره ۶۲، صص ۱۷-۳۲.
- \* چاوشی، کاظم، رستگار، محمد و میرزائی، محسن (۱۳۹۴). "بررسی رابطه اطمینان بیش از حد مدیران و انتخاب سیاست های تأمین مالی در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران". فصلنامه دانش مالی تحلیل اوراق بهادار، سال هشتم، شماره ۲۵، صص ۲۹-۴۱.

- \* حمیدیان، محسن، جنت مکان، حسین و بن‌گریز، فرهان (۱۳۹۷). "تأثیر نوع نگرش مدیران بر انتخاب سیاست‌های تأمین مالی و پیامدهای آن بر عدم تقارن اطلاعاتی و ارزش شرکت". فصلنامه دانش حسابداری و حسابرسی مدیریت، سال هفتم، شماره ۲۵، صص ۱۶۳-۱۸۰.
- \* خدادادی، ولی، ویسی، سجاد و چراغی‌نیا، علی (۱۳۹۵). "بررسی رابطه بین کیفیت حسابرسی و ساختار سرمایه". مجله بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، دوره سوم، شماره ۱۱، صص ۴۵-۶۴.
- \* خواجه‌جوی، شکراله و گرگانی فیروزجاه، ابوالفضل (۱۳۹۳). "بررسی رابطه بین ویژگی‌های هیأت مدیره و روش‌های تأمین مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران". مجله پژوهش‌های حسابداری و حسابرسی، شماره ۲۱، صص ۲۴-۳۷.
- \* ستایش، محمد حسین و گرگانی فیروزجاه، ابوالفضل (۱۳۹۱). "بررسی رابطه بین ساختار مالکیت و روش‌های تأمین مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران". پژوهشنامه حسابداری و حسابرسی، دوره ۱، شماره ۲، صص ۴۱-۶۰.
- \* علی‌نژاد ساروکلائی، مهدی و تارقی، ستاره (۱۳۹۶). "تأثیر توانایی مدیریت بر سیاست تأمین مالی". مجله دانش حسابداری، دوره هشتم، شماره ۲ (۲۹)، صص ۱۵۹-۱۸۰.
- \* کردستانی، غلامرضا و نجفی عمران، مظاهر (۱۳۸۹). "بررسی روش‌های تأمین مالی بر بازده آتی سهام". مجله پیشرفت‌های حسابداری، دوره دوم، شماره دوم، پیاپی ۵۹/۳، صص ۷۵-۱۰۸.
- \* کریمی، فرزاد و اشرفی، مهدی (۱۳۹۰). "بررسی ارتباط سازوکارهای نظام راهبری شرکتی و ساختار سرمایه در بورس اوراق بهادار تهران". مجله پژوهش‌های حسابداری مالی، سال سوم، شماره دوم، صص ۷۹-۹۲.
- \* گوگردچیان، احمد، امیری، هادی و خداوردی سامانی، مریم (۱۳۹۲). "تحلیل تئوریک و تجربی تأثیر هزینه مبادله بر تأمین مالی از طریق بدهی و سهام در بین شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران". فصلنامه مدیریت دارایی و تأمین مالی، سال اول، شماره سوم، صص ۱۵-۳۲.
- \* مجتهدزاده، ویدا، علوی طبری، سیدحسین و خدابخشی، نجمه (۱۳۸۸). "رابطه تأمین مالی و عملکرد عملیاتی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران". مجله تحقیقات حسابداری و حسابرسی، سال اول، دوره ۱، صص ۲۸-۴۹.
- \* مقدم، عبدالکریم و مومنی یانسری، ابوالفضل (۱۳۹۱). "بررسی تأثیر برخی ویژگی‌های نظام راهبری شرکت بر تصمیم‌های ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران". فصلنامه بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، دوره ۱۹، شماره ۲، صص ۱۲۳-۱۳۶.
- \* مهدوی، غلامحسین و رضایی، غلامرضا (۱۳۹۴). "بررسی اثرهای ساختار هیئت مدیره بر محدودیت در تأمین مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران". مجله پژوهش‌های مالی، شماره ۱، دوره ۱۷، صص ۱۷۹-۱۹۸.
- \* AL-Fayoumi, N., and Abuzaed, B. (2009). Ownership Structure and Corporate Financing. Applied Financial Economics, 19(24), 1975-1986.
- \* Anders, C. (2009). Family Ownership, Financing Constraints and Investment Decisions. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1101453>.



- \* Anmol, B., Muhammad, J.A. & Doureige, J. (2015). Audit fees and capital structure decision. [http:// www.ssrn.com](http://www.ssrn.com)
- \* Carter, D. A., Simkins, B. J. & Simpson, W. G. (2003). Corporate governance, board diversity and firm value. *The Financial Review*, 38(1), 33-53.
- \* Drobetz, W., Haller, R., Meier, I., Tarhan, V. (2014). Cash flow sensitivities during financial crises. Hamburg Financial Research, Working Paper.
- \* Frank, M. Z. and Goyal, V. K., (2003). Testing the Pecking Order Theory of Capital Structure. *Journal of Financial Economics*, 67(2), 217-248.
- \* Frankfurter, G.M., and Wood, B.(2002). Dividend Policy Theories and Their Empirical Tests. *International Review of Financial Analysis*, 11(2), 111-138.
- \* George, R. , Kabir, R. and Qian, J. (2005). Investment-Cash Flow Sensitivity and Financing Constraints: An Analysis of Indian Business Group Firms. Available at: <http://arno.uvt.nl/show.cgi?fid=53747>.
- \* Gomes, M.T. (2014). The impact of Corporate Governance on the Cost of debt: Evidence from Portuguese Listed Companies. Faculdade de Economic da Universidade do Porto.
- \* Harford, J., Li, K., & Xinlei Z. (2007). Corporate Boards and the Leverage and Debt Maturity Choices. available at: <http://ssrn.com/abstract=891300>.
- \* Hasan A. S. and Butt, A. (2009). Impact of Ownership Structure and Corporate Governance on Capital Structure of Pakistani Listed Companies. *International Journal of Business and Management*, 4, 50-57.
- \* Imran, K. & Farhan, W. (2016). Impact of Corporate Governance and Ownership Structure on Capital Structure. *International Journal of Management Sciences and Business Research* , 5(11), 119-133.
- \* John, K. & Senbet, L. W. (1976). Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
- \* Lin, c., Ma, Y. And Xuan. Y. (2011). Ownership Structure and Financial Constraints: Evidence From a Structural Estimation. *Journal of Financial Economics*, 102(2), 416-431.
- \* Minhat, M., & Dzolkarnaini, N. (2017). Which firms use Islamic financing?. [Economics Letters](#), 150, 15-17.
- \* Putterman, L. (1993). Ownership and the nature of the firm. *Journal of Comparative Economics*, 17(2), 243-263.
- \* Richardson, Scott A., &Richard G. Sloan, (2003). External financing, capital investment and future Stock returns. Working Paper, University of Pennsylvania and University of Michigan Business School.
- \* Salem Alzoubi, E.S. (2018). Audit quality, debt financing, and earnings management: Evidence from Jordan. [Journal of International Accounting, Auditing and Taxation](#), 30, 69-84.
- \* Smith, A. (1937). *The wealth of nations*. Cannan Edition, NY: Modern Library.
- \* Vivek Mande, Young, K., Park, M. (2012). Equity or Debt Financing: Does Good Corporate Governance Matter?. *International Review*, 20(2), 195-211.