

بررسی عوامل تاثیرگذار بر تصمیمات مدیران در انتخاب روش های تأمین مالی درون سازمانی

احسان قدردان^۱، سمیرا سلگی^۲، مهسا فراهانی فرد^۳

۱مریی گروه حسابداری دانشگاه پیام نور، ایران (نویسنده مسئول، e.gh.pnu@gmail.com)

۲کارشناس ارشد حسابداری دانشگاه آزاد اسلامی، مدرس آموزشکده فنی و حرفه ای سما واحد اندیشه، تهران، ایران

۳مریی گروه حسابداری دانشگاه آزاد اسلامی، آموزشکده فنی و حرفه ای سما واحد اندیشه، تهران، ایران

چکیده

در این پژوهش، رابطه بین تأمین مالی داخلی و برخی از جنبه های اصول راهبری از جمله تمرکز مالکیت و ویژگی های هیئت مدیره شامل (استقلال هیئت مدیره، اندازه هیئت مدیره، دوگانگی مسئولیت مدیرعامل، مدرک تحصیلی اعضای هیئت مدیره و تغییر در اعضای هیئت مدیره) بررسی شده است. در تحلیل ها از داده های ۸۹ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در فاصله زمانی سال های ۱۳۹۱-۱۳۹۵ استفاده شده است. روش پژوهش مورد استفاده، روش شبه تجربی با طرح پس رویدادی است و جهت آزمون فرضیه ها از مدل رگرسیون چند متغیره بهره گرفته شده است. نتایج پژوهش نشان می دهد که بین اندازه هیئت مدیره، مدرک تحصیلی اعضای هیئت مدیره و تغییر در اعضای هیئت مدیره با تأمین مالی درون سازمانی رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. از سوی دیگر، نتایج پژوهش نشان می دهد که بین تمرکز مالکیت، استقلال هیئت مدیره و دوگانگی مسئولیت مدیر عامل با تأمین مالی درون سازمانی رابطه معناداری وجود ندارد.

کلمات کلیدی: اصول راهبری، تمرکز مالکیت، ویژگی های هیئت مدیره، تأمین مالی درون سازمانی

۱- مقدمه

محیطی که شرکت های ما اکنون در آن فعالیت می کنند محیطی است در حال رشد و بسیار رقابتی و شرکت ها برای ادامه حیات مجبور به رقابت با عوامل در سطح ملی و بین المللی و بسط فعالیت های خود از طریق سرمایه گذاری های جدید می باشند. شرکت ها برای سرمایه گذاری احتیاج به منابع مالی دارند و تصمیمات مربوط به منابع مالی موسسه، از مهمترین تصمیمات مدیریت مالی است تا جایی که این تصمیمات به علت آثاری که بر ساختار مالی شرکت ها و منابع سرمایه گذاران دارند جزء تصمیمات استراتژیک موسسه تلقی می شوند.

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 اثر بگذارد. منابع مالی هر واحد اقتصادی از منابع داخلی و خارجی تشکیل شده، منابع داخلی شامل جریانهای نقدی حاصل از عملیات، وجوه حاصل از فروش دارایی ها و منابع خارجی شامل استقراض از بازارهای مالی و انتشار سهام است. معمولاً روش های تأمین مالی در دو گروه تأمین مالی کوتاه مدت و بلند مدت مطالعه می شود. (شیخ و همکاران، ۱۳۹۲)

با 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 می گیرد، ارتباط بین حاکمیت شرکتی با روش های تأمین مالی در بازارهای مالی کشورهای توسعه یافته و در حال توسعه، متفاوت است. با توجه به فرایند خصوصی سازی و کوچک سازی دولت که یکی از مباحث اقتصادی روز کشور است، بررسی تأثیر مکانیزم های اصول راهبری شرکت ها بر تأمین مالی آن ها در بازار سرمایه ایران از اهمیت دو چندانی برخوردار است. برای دستیابی به اهداف پیش گفته، شناسایی عوامل مؤثر بر روش های 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 تصمیم گیری مدیران واحد تجاری مؤثر است (چاوشی و همکاران، ۱۳۹۴). در این صورت، سؤالی مطرح می شود؛ آیا ویژگی های هیئت مدیره و تمرکز مالکیت می تواند در میزان تأمین مالی درون سازمانی شرکت ها اثرگذار باشد؟ با دستیابی به پاسخی برای این سؤال می توان به منظور بهبود وضعیت شرکت، اقدامات مناسب تری را به عمل آورد و سهامداران را به انتخاب هیئت مدیره مطلوب تر هدایت کرد. از آنجاکه این پژوهش در نظر دارد به گونه ای تجربی به مدیران، سرمایه گذاران و سایر تصمیم گیرندگان نشان دهد متفاوت بودن خصوصیت های هیئت مدیره و تمرکز مالکیت شرکت ها بر تأمین مالی آنها تأثیر خواهد بود، حائز اهمیت است. بنابراین ابتدا مبانی نظری و پیشینه پژوهش مورد بررسی و واکاوی قرار خواهد گرفت سپس در ادامه با طرح فرضیه ها و روش پژوهش، یافته ها و بحث و نتیجه گیری عنوان خواهد شد.

۲- مبانی نظری و پیشینه پژوهش

بی شک یکی از با اهمیت ترین تحولات جهان صنعتی در قرن هجدهم، ظهور شرکت های سهامی و تفکیک مالکیت از مدیریت و ایجاد تضاد منافع بود. با این همه وجود تضاد منافع بین ذینفعان در شرکت ها، مشکلات متعدد 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 آن ها با منافع سهامداران است و مهمترین عناصر آن عبارت اند از: سهامداران و نحوه مالکیت آنها، اعضای هیئت مدیره و ترکیب آن و غیره. بنابراین، می توان گفت که فلسفه اصلی پیدایش نظام راهبری شرکت، وجود مسائل نمایندگی یا تضاد منافع میان مدیران و سهامداران است. علاوه بر این، ادبیات مالی نشان داده است که وجود مسائل نمایندگی، به نوبه خود می تواند تصمیم های تأمین مالی شرکت ها را تحت تأثیر قرار دهد.

از دیدگاه پژوهشگرانی همچون آبور، حاکمیت شرکتی با تصمیم های تأمین مالی شرکت ها همبستگی دارد (ستایش و کاشانی پور، ۱۳۸۹). در حال حاضر یکی از مهمترین موضوعات حاکمیت شرکتی که پیش روی مدیریت شرکت و سهامداران آن قرار

دارد، ساختار هیئت مدیره است (کارتر و همکاران، ۲۰۰۳). پس از بحران مالی آسیا در سال ۱۹۹۷، جامعه کسب و کار، آثار سازوکارهای حاکمیت شرکتی را در سازمان های آسیایی زیر سؤال بردند و در نتیجه بسیاری به این باور رسیدند که سازوکارهای حاکمیت شرکتی بر رفتار مدیران کنترل کافی ندارد (صالح و همکاران، ۲۰۰۸). به بیان دیگر، از دیدگاه تئوری نمایندگی، مدیران همیشه در راستای حداکثرسازی منافع سهامداران عمل نمیکنند (اسمیت، ۱۹۳۷). به باور جان و سنبت^۴ (۱۹۷۶) برای پوشش شکاف میان مالکیت و مدیریت، باید سازوکارهای نظارتی اجرا شود. در این راستا، یکی از سازوکارها برای کاهش مشکلات نمایندگی و عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیران و سهامداران، شکل گیری هیئت مدیره ای کارا به منزله یکی از سازوکارهای درونی حاکمیت شرکتی است. دیدگاه این پژوهشگران بر این مبنا استوار است که ویژگی های هیئت مدیره بر فرایند نظارتی آنها در شرکت تأثیر دارد؛ به همین دلیل این خصوصیت ها می تواند عامل مؤثری در تعیین میزان اعتماد سهامداران و بستانکاران نسبت به شرکت باشد و این نیز احتمالاً بر روش های تأمین مالی شرکت ها تأثیرگذار است. چنانچه مدیرعامل، رئیس هیئت مدیره نیز باشد، به طور بالقوه مدیرعامل اختیارات بیشتری به دست می آورد (آقایی و چالاک، ۱۳۸۸). به نظر میرسد این اختیارات بیشتر، فرایند کنترلی هیئت مدیره را دچار اختلال کند. از این رو چنانچه مدیرعامل رئیس هیئت مدیره هم باشد، سبب تضعیف اعتماد سهامداران و بستانکاران به نقش نظارتی هیئت مدیره می شود و به تبع آن محدودیت تأمین مالی شرکت را افزایش میدهد. همچنین، هیئت مدیره برای نظارت بر مدیریت مؤثر، مهارتهای متنوعی نیاز دارد (نیکبخت و همکاران، ۱۳۸۹). همچنین، فرض بر آن است که حضور افراد با سطح تحصیلات بالا در هیئت مدیره (برای نمونه، داشتن مدرک دکتری میان اعضای هیئت مدیره) شرکت را در کشف مشکلات توانا تر می کند و این توانایی ها نسبت به دیگران بیشتر است. بنابراین، به نظر میرسد که حضور افراد با مدرک دکتری میان اعضای هیئت مدیره، سبب بهبود نقش نظارتی هیئت مدیره می شود و اعتماد سهامداران و بستانکاران را جلب می کند؛ در نتیجه، محدودیت تأمین مالی شرکت ها را کاهش می دهد (مهدوی و رضایی، ۱۳۹۴).

در مجموع هیئت مدیره دو نقش کلی را برعهده دارد: اول، نمایندگی سهامداران است و تصمیم های مدیران را تصویب میکند (فاما و جنسن، ۱۹۸۳)^۵ و دوم، از طریق روابط با محیط بیرون از سازمان، منابع لازم را فراهم می آورد. بنابراین، از دیدگاه گروسمن و رایت^۶ (۲۰۱۳)، استقلال هیئت مدیره می تواند محدودیت تأمین مالی شرکت ها را کاهش دهد. افزون بر این، در وضعیتی که تمرکز مالکیت زیاد است، نقش نظارتی اعضای هیئت مدیره برای سهامداران جزء (اقلیت) و بستانکاران، بسیار اهمیت دارد؛ بنابراین به نظر می رسد در این مورد خاص نیز در ایران، ویژگی های هیئت مدیره، عامل مؤثری برای جلب اعتماد سهامداران جزء و بستانکاران است و می تواند نقش مؤثری در تأمین مالی شرکت ها ایفا کند. در همین راستا، حضور مدیران مستقل در هیئت مدیره به بازار علامت می دهد که شرکت به طور مؤثر کنترل می شود.

از سویی دیگر، به علل گوناگونی که مهمترین آن ها جدایی مالکیت از مدیریت است، شرکت ها علاوه بر وظیفه انجام فعالیت های اقتصادی، وظیفه پاسخگویی به افراد خارج از شرکت را نیز بر عهده دارند و حفظ منافع عمومی، رعایت حقوق سهامداران، ارتقای شفافیت اطلاعات و الزام شرکت ها به ایفای مسئولیت اجتماعی از مهمترین آرمان هایی است که بیش از یک دهه گذشته توسط مراجع مختلف نظارتی و اجرایی مورد توجه بوده است. تحقق این آرمان مستلزم وجود ضوابط استوار و ساز و کارهایی اجرایی مناسب است که مهمترین آنها نظام ساختار مالکیت است. در این بین یکی از مهمترین عوامل اثرگذار بر کنترل و اداره شرکت، ترکیب مالکیت و به خصوص تمرکز مالکیت سهام در دست سهامداران عمده است. چنین سهامدارانی درصد قابل توجهی از سهام شرکت ها را در اختیار دارند که به نوبه خود میتوانند اداره شرکت را در دست گیرند، چرا که وقتی

1 Carter, et al

2 Saleh, et al

3 Smith

4 John & Senbet

5 Fama & Jensen

6 Grosman & Wright

تمرکز بالای مالکیت وجود دارد، امکان نظارت و کنترل بهتر بر عملکرد مدیریت شرکت، کاهش مشکلات نمایندگی و افزایش ارزش شرکت را فراهم می‌گردد (رضایی دولت آبادی و فلاح، ۱۳۹۳).

به عقیده برخی صاحب‌نظران، مالکیت پراکنده (غیرمتمرکز) به این دلیل موجب بروز مساله نمایندگی می‌شود که توانایی و انگیزه سهامداران برای کنترل کردن مدیریت ضعیف خواهد شد؛ چراکه سهم آنها اندک است. در نتیجه، تمرکز مالکیت (وجود سهامداران عمده) در شرکت از یک سو زمینه‌ها و انگیزه‌های نظارت بر عملکرد مدیران را تقویت می‌کند و از سوی دیگر، گاهی به دلیل عدم انطباق منافع و اهداف سهامداران بزرگ با منافع و انتظارات سهامداران خرد، هزینه‌های کنترل و همسو کردن خواسته‌های سهامداران عمده با منافع سایر سهامداران افزایش می‌یابد (احمدپور و همکاران، ۱۳۹۱).

نیکبخت و همکاران (۱۳۸۹) معتقدند که هیئت مدیره در بازار سرمایه ایران به صورت کارا به وظایف خود برای کاهش مشکلات نمایندگی عمل ننموده و تأثیر با اهمیتی بر عملکرد شرکت ندارد. نتایج پژوهش ستایش و گرگانی (۱۳۹۱) نشان داد که بین مالکیت شرکتی و تأمین مالی داخلی شرکت‌ها رابطه منفی معناداری وجود دارد و همچنین، بین مالکیت مدیریتی و تأمین مالی داخلی و بین مالکیت شرکتی و تمرکز مالکیت با تأمین مالی خارجی رابطه مثبت معناداری وجود دارد. از سوی دیگر، نتایج پژوهش بیان می‌کند که بین مالکیت نهادی و تمرکز مالکیت با تأمین مالی داخلی و بین مالکیت نهادی و مالکیت مدیریتی با تأمین مالی خارجی رابطه آماری معناداری وجود ندارد. آقایی و احمدی گورجی (۱۳۹۴) هم در پژوهشی به بررسی حساسیت سرمایه‌گذاری به تأمین مالی داخلی و استقراض شرکت‌های سیاسی و غیر سیاسی پرداختند، نتایج حاکی از آن است که شرکت‌های غیر سیاسی با محدودیت تأمین مالی مواجه هستند و کسری بودجه این شرکت‌ها عمدتاً از طریق منابع مالی نقدی و بخشی هم از منابع مالی حاصل از فروش تأمین می‌شود، بنابراین حساسیت سرمایه‌گذاری به منابع مالی داخلی در این شرکت‌ها بالاست. اما شرکت‌های سیاسی، چون دسترسی آسانتری به منابع مالی خارجی دارند، بدهی بیشتری منتشر و وجه نقد کمتری نگهداری می‌کنند. از این رو حساسیت سرمایه‌گذاری به منابع مالی داخلی در این شرکت‌ها کاهش می‌یابد. علی نژاد ساروکلائی و تارفی (۱۳۹۶) در پژوهشی به بررسی تأثیر توانایی مدیریت بر سیاست تأمین مالی پرداختند. آن‌ها از سه متغیر اهرم مالی، سررسید بدهی و سطح نگهداشت وجه نقد برای محاسبه سیاست تأمین مالی استفاده کردند. نتایج پژوهش آن‌ها در بین ۳۳ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار و در بازه سال‌های ۸۸-۹۳ با استفاده از تحلیل پوششی داده‌ها نشان داد که توانایی مدیریت صرفاً با اهرم مالی ارتباط مثبت و معنادار دارد. حمیدیان و همکاران (۱۳۹۷) با بررسی تأثیر نوع نگرش مدیران بر انتخاب سیاست‌های تأمین مالی و پیامدهای آن بر عدم تقارن اطلاعاتی و ارزش شرکت نشان دادند که، شرکت‌های دارای مدیران توانا اهرم مالی بیشتری نسبت به شرکت‌های دارای مدیران بیش از حد خوش بین دارند. همچنین نتایج پژوهش نشان داد که، ارزش شرکت‌های دارای مدیران توانا بیش از ارزش شرکت‌های دارای مدیران بیش از حد خوش بین می‌باشد. هارفورد و همکاران^۷ (۲۰۰۷) نقش هیأت مدیره را در تصمیمات تأمین مالی به خصوص انتخاب بدهی کوتاه مدت آزمون نمودند. نتایج آن‌ها این فرضیه را که هیئت مدیره قوی تر شرکت را مجبور به اخذ بدهی بیشتر و به طور خاص بدهی کوتاه مدت بیشتر می‌کند، تأیید کرد. آندرس^۸ (۲۰۰۹) در پژوهش خود محدودیت در تأمین منابع مالی و تصمیمات سرمایه‌گذاری در شرکت‌های خانوادگی در آلمان را در طی سال‌های ۱۹۹۷-۲۰۰۴ مورد بررسی قرار داد. نتایج پژوهش نشان می‌دهد، شرکت‌های خانوادگی در آلمان در مقابل شرکت‌های مشابه با اندازه و پرداخت سود سهام یکسان، از حساسیت کمتری نسبت به جریان‌های نقدی داخلی برخوردارند. همچنین، لین و همکاران^۹ (۲۰۱۱) در پژوهشی به بررسی رابطه تمرکز مالکیت و محدودیت در تأمین مالی خارجی شرکت‌ها طی سال‌های ۱۹۹۳-۲۰۰۲ پرداختند. نتایج پژوهش آنان نشان می‌دهد، شرکت‌ها با تمرکز مالکیت بالاتر نسبت به شرکت‌ها با تمرکز مالکیت پایین تر از محدودیت مالی بیشتری برخوردارند. همچنین آنان در پژوهش خود عنوان کردند مشکلات نمایندگی و مالکیت نامناسب شرکت‌ها تأثیر نامطلوبی در جذب سرمایه

7. Harford, et al

8. Anders

9. Lin, et al

گذاری آنان می گذارد. ایمران و فرحان (۲۰۱۶) به بررسی رابطه بین حاکمیت شرکتی و ساختار مالکیت بر ساختار سرمایه (نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام) در بازه زمانی ۲۰۰۸-۲۰۱۳ در بین ۵۴ شرکت پاکستانی پرداختند. نتایج این بررسی با استفاده از روش داده های تابلویی و با استفاده از رویکرد اثرات ثابت نشان داد اندازه هیئت مدیره، دوگانگی مدیرعامل، ساختار پاداش و نرخ بازده دارائی ها بر نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام تأثیر منفی دارند. اما تعداد حضور هیئت مدیره در جلسات، مالکیت مدیریتی و اندازه شرکت بر اهرم مالی تأثیر مثبتی می گذارد. 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.

۳- فرضیه های پژوهش

در راستای دستیابی به اهداف پژوهش، فرضیه های پژوهش به شرح زیر تدوین می شود:

الف) فرضیه اصلی: بین اصول راهبری (تمرکز مالکیت و ویژگی های هیئت مدیره) با تأمین مالی درون سازمانی رابطه معنی داری وجود دارد.

برای تبیین و ارزیابی دقیق فرضیه اصلی، فرضیه های فرعی زیر ارائه شده است:

ب) فرضیه های فرعی:

۱. بین تمرکز مالکیت و خالص تغییر در تأمین مالی درون سازمانی رابطه معناداری وجود دارد.
۲. بین استقلال هیئت مدیره و خالص تغییر در تأمین مالی درون سازمانی رابطه معناداری وجود دارد.
۳. بین اندازه هیئت مدیره و خالص تغییر در تأمین مالی درون سازمانی رابطه معناداری وجود دارد.
۴. بین دوگانگی مسئولیت هیئت مدیره و خالص تغییر در تأمین مالی درون سازمانی رابطه معناداری وجود دارد.
۵. بین مدرک تحصیلی اعضای هیئت مدیره و خالص تغییر در تأمین مالی درون سازمانی رابطه معناداری وجود دارد.
۶. بین تغییر در اعضای هیئت مدیره و خالص تغییر در تأمین مالی درون سازمانی رابطه معناداری وجود دارد.

۴- جامعه آماری، حجم نمونه و روش های گردآوری داده ها

در این پژوهش جامعه آماری، کلیه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و در صنعت و گروه های مختلف می باشد. اطلاعات و داده های آماری در فاصله زمانی پنج ساله (۱۳۹۱-۱۳۹۵) در نظر گرفته و ۸۹ شرکت به عنوان نمونه از جامعه آماری بر اساس محدودیت های زیر انتخاب گردیده است:

-از سال ۱۳۹۱ تا ۱۳۹۵ در بورس اوراق بهادار تهران حضور داشته باشد.

-در طی سال های مالی زیان ده نباشند.

-طی سال های مالی مذکور تغییر فعالیت یا تغییر سال مالی نداده باشند.

-به لحاظ افزایش قابلیت مقایسه، سال مالی آنها منتهی به اسفند ماه باشند.

-داده های مورد نظر آنها در دسترس باشند.

-جزو شرکت های مالی (مانند بانک ها و موسسات بیمه) و شرکت های سرمایه گذاری نباشند. 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 تدبیرپرداز و همچنین سایت رسمی شرکت بورس اوراق بهادار تهران استفاده شده است.

¹ . Imran. & Farhan 0

¹ . Minhat & Dzol Karnaini 1

۵- روش شناسی پژوهش

روش پژوهش حاضر با توجه به هدف، کاربردی و طرح آن از نوع شبه تجربی است و با استفاده از رویکرد پس رویدادی انجام می شود؛ 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 ضریب همبستگی چندگانه، ضریب تعیین و الگوی رگرسیون خطی چندگانه استفاده شده است. به منظور آزمون معناداری هریک از ضرایب جزئی رگرسیون از آزمون T استیودنت و برای معناداری مدل رگرسیونی از آماره F فیشر در سطح ۹۵ درصد استفاده شده است.

به منظور آزمون فرضیه اصلی از مدل رگرسیون زیر استفاده می شود:

$$\Delta IFIN_{it} = \beta_0 + \beta_1 OutDir_{it} + \beta_2 BZ_{it} + \beta_3 BChange_{it} + \beta_4 Dual_{it} + \beta_5 Education_{it} + \beta_6 Ownrship\ concentration_{it} + \beta_7 Size_{it} + \beta_8 Lev_{it} + \varepsilon$$

که در این مدل:

$\Delta IFIN$ (خالص تغییر در تأمین مالی درون سازمانی): وجوه نقد حاصل از عملیات + وجوه نقد حاصل از فروش دارایی ها خالص تغییر در تأمین مالی داخلی به عنوان متغیر وابسته در این پژوهش بر متوسط کل دارایی ها تقسیم و همگن شده است. این متغیر براساس دیدگاه گردش وجوه نقد محاسبه شده که در پژوهش کردستانی و نجفی عمران (۱۳۸۹) نیز استفاده شده است.

$OutDir$ (استقلال هیئت مدیره): نسبت اعضای غیرموظف هیئت مدیره به کل اعضای هیئت مدیره است. عضو غیرموظف هیئت مدیره، عضوی است که در شرکت مسئولیت اجرایی ندارد.

BZ (اندازه هیئت مدیره): بر اساس تعداد افرادی که عضو هیئت مدیره شرکت می باشند اندازه گیری شده است.

$Bchange$ (تغییر در اعضای هیئت مدیره): متغیری دو وجهی است که در صورت تغییر در اعضای هیئت مدیره عدد یک و در غیر این صورت عدد صفر اختیار می کند.

$Dual$ (دوگانگی مسئولیت مدیرعامل): متغیری دو وجهی است که در صورت یکسا نبودن رئیس هیئت مدیره و مدیرعامل، عدد یک و در غیر این صورت عدد صفر اختیار میکند.

$Education$ (مدرک تحصیلی اعضای هیئت مدیره): متغیری دو وجهی است که چنانچه فردی با مدرک دکتری در هیئت مدیره باشد، عدد یک و در غیر این صورت عدد صفر میگیرد.

$Ownrship\ Concentration$ (تمرکز مالکیت): عبارت است از درصد سهام نگهداری شده توسط پنج سهامدار بزرگ شرکت که هرچه مقدار آن کمتر باشد، به نوعی نشان دهنده پراکندگی مالکیت است.

$Size$ (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^۲ (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.

1 . George, et al

۶- یافته های پژوهش

۶-۱- نتایج آمار توصیفی

برای بررسی مشخصات عمومی و پایه ای متغیرها جهت برآورد مدل، تجزیه و تحلیل دقیق آن ها و شناخت جامعه آماری مورد تحقیق، آشنایی با آماره های توصیفی مربوط به متغیرها لازم است. خلاصه ویژگی های آمار توصیفی مربوط به متغیرهای مورد استفاده در این پژوهش در جدول (۱) خلاصه شده است. جدول گزارش شده در برگزیده شاخص ها و معیارهای مرکزی شامل میانگین، میانه و شاخص های پراکندگی شامل واریانس، انحراف معیار و چولگی متغیرهای مورد استفاده در این پژوهش می باشد.

جدول ۱. آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

متغیر	میانگین	میانه	حداکثر	حداقل	انحراف معیار
خالص تغییر در تأمین مالی درون سازمانی	۰/۳۴۳	۰/۲۵۱	۰/۴۲۱	۰/۰۱۴	۰/۰۵۱
تمرکز مالکیت	۰/۸۱۴	۰/۷۱۲	۰/۹۱۲	۰/۰۱۲	۰/۴۰
استقلال هیئت مدیره	۰/۵۷	۰/۴۴	۰/۷۱	۰/۳۹	۰/۲۷
اندازه هیئت مدیره	۵/۲۹	۵	۷	۳	۰/۴۴۷
دوگانگی مسئولیت	۰/۲۹۱	۰/۰۷	۱	۰	۰/۴۱۸
مدرک تحصیلی	۰/۶۰۷	۰/۱۵۸	۱	۰	۰/۳۸۴
تغییر در اعضای هیئت مدیره	۰/۳۱۱	۰/۱۰۳	۱	۰	۰/۱۸۲
اندازه شرکت	۱۴/۵۵	۱۲/۲۹	۱۷/۳۹	۱۱/۲۱	۱/۸۵
اهرم مالی	۰/۱۷	۰/۱۵	۰/۳۲	۰/۱۱	۰/۰۹

۶-۲- آزمون نرمال بودن متغیر وابسته

نرمال بودن متغیرهای وابسته به نرمال بودن باقیمانده های الگو می انجامد. 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.

جدول ۲. نتایج آزمون جارک و برا

سطح معناداری	آماره آزمون	متغیر وابسته
۰/۰۷۲	۱۳/۸۸	تأمین مالی درون سازمانی

با توجه به این که در جدول (۲) سطح معناداری آماره بالاتر از ۰/۰۵ می باشد، بنابراین فرضیه مبنی بر نرمال بودن توزیع متغیر وابسته در سطح اطمینان ۹۵٪ پذیرفته می شود. این یافته بیانگر این است که متغیر وابسته از توزیع نرمال برخوردار می باشد.

۶-۳- آزمون تشخیص روش تخمین مدل

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 خواهد شد.

جدول ۳. نتایج آزمون چاو و هاسمن

آزمون هاسمن		آزمون چاو			
نتیجه	سطح معناداری	آماره Chi-Sq	نتیجه	سطح معناداری	آماره F
اثرات ثابت	۰/۰۰۱	۹/۱۲	داده های پانل	۰/۰۰۰	۴۵/۰۶

با توجه به اینکه سطح معناداری در آزمون چاو و آزمون هاسمن در جدول (۳) کمتر از سطح خطا (۰/۰۵) می باشد، در نتیجه از روش پانل-دیتا و همچنین از روش اثرات ثابت جهت برآزش مدل رگرسیونی آزمون فرضیه ها استفاده می شود.

۴-۶- نتایج آزمون فرضیه ها

همانطور که از جدول (۴) مشخص است ضریب تعیین (R^2) برابر ۰/۲۳۵ می باشد که بیان می کند میزان تغییرات در متغیرهای مستقل باعث ۲۳ درصد تغییرات در متغیر وابسته می شود. لذا می توان نتیجه گرفت متغیرهای مستقل به خوبی می توانند تغییرات متغیر وابسته را توضیح دهند. همچنین 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، مقدار آماره دوربین واتسون ۲/۳۱۷ می باشد که این مقدار، عدم وجود خود همبستگی را نشان می دهد.

همچنین، با توجه به سطح معناداری مربوطه در جدول (۴) ملاحظه می شود که بین اندازه هیئت مدیره، مدرک تحصیلی و تغییر در اعضای هیئت مدیره با خالص تغییر در تأمین مالی درون سازمانی رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. در نتیجه فرضیه های سوم، پنجم و ششم در سطح اطمینان ۹۵٪ پذیرفته می شوند. اما بین تمرکز مالکیت، استقلال هیئت مدیره و دوگانگی مسئولیت مدیرعامل با خالص تغییر در تأمین مالی درون سازمانی رابطه معناداری یافت نشد در نتیجه، فرضیه های اول، دوم و چهارم در سطح اطمینان ۹۵٪ قابل تایید نمی باشند. از سویی دیگر، نتایج جدول (۴) بیانگر این مورد می باشد که بین متغیرهای کنترلی اندازه شرکت و اهرم مالی با خالص تغییر در تأمین مالی درون سازمانی رابطه منفی و معناداری وجود دارد.

جدول ۴. نتایج آزمون مدل پژوهش

متغیر	ضرایب	خطای استاندارد	آماره T	سطح معناداری
ضریب ثابت	۰/۰۸۷	۰/۰۶۱	۱/۶۲۷	۰/۳۲۱
تمرکز مالکیت	۰/۰۸۸	۰/۱۴	۰/۶۸۴	۰/۴۵۴
استقلال هیئت مدیره	۰/۰۲۱	۰/۰۹	۱/۵۷۹	۰/۳۵۶
اندازه هیئت مدیره	۰/۱۴۴	۰/۱۰۹	۲/۹۰۱	۰/۰۱۹
دوگانگی مسئولیت	۰/۰۸۵	۰/۰۱۶	۱/۹۵۸	۰/۰۶۵
مدرک تحصیلی	۰/۲۲۶	۰/۱۴۲	۳/۱۸۲	۰/۰۳۵
تغییر در اعضاء	۰/۱۱۵	۰/۰۶۴	۱/۵۵۵	۰/۰۱۹
اندازه شرکت	-۰/۰۳۳	۰/۱۷۵	-۲/۷۷۸	۰/۰۲۹
اهرم مالی	-۰/۱۵۸	۰/۰۷۶	-۰/۷۲۵	۰/۰۱۵
ضریب تعیین	ضریب تعیین تعدیل شده	آماره F	معناداری آماره F	آماره دوربین- واتسون
۰/۲۳۵	۰/۲۲۹	۶۵/۲۴۹	۰/۰۰۰	۲/۳۱۷

۷- نتیجه گیری

در چند دهه اخیر، به دلیل رخداد بحرانهای مالی پی در پی در اروپا و آسیا، بسیاری از شرکت ها در تأمین منابع مالی دچار مشکل شدند. با وجود چنین بحرانهایی، مسئله تأمین مالی شرکت ها به یکی از مهمترین مباحث مطرح در ادبیات مالی تبدیل

شده است. بنابراین، پژوهش حاضر نیز برای اثبات یا رد رابطه معنادار بین تمرکز مالکیت و ویژگی های هیئت مدیره با تأمین مالی درون سازمانی آنها، شواهدی را فراهم آورد. در همین راستا، این پژوهش با استفاده از داده های ۸۹ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در بازه زمانی ۱۳۹۱ تا ۱۳۹۵، به دنبال یافتن پاسخ این سؤال برآمد که تمرکز مالکیت و ویژگی های هیئت مدیره شرکت در بورس اوراق بهادار تهران بر تأمین مالی درون سازمانی آن ها تاثیر دارد؟

نتایج بدست آمده از تجزیه و تحلیل آماری فرضیه اول نشان داد که بین تمرکز مالکیت و خالص تغییر در تأمین مالی درون سازمانی رابطه معناداری وجود ندارد. این نتیجه می تواند 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 شرکت شده است. که این نتیجه با پژوهش ستایش و گرگانی (۱۳۹۱) همسو می باشد.

نتایج فرضیه دوم نیز بیانگر این قضیه است که بین استقلال هیئت مدیره با خالص تغییر در تأمین مالی درون سازمانی نیز رابطه معناداری وجود ندارد. این نتیجه می تواند بیانگر این موضوع باشد که شرکت هایی که درصد و تعداد اعضای غیرموظف در آن ها بالاست به دلیل ارتباط و حضور کم آنان در شرکت نسبت به مدیران اجرائی و دسترسی آسان تر به منابع مالی خارجی، تمایل بیشتری به استفاده از تأمین منابع مالی خارج از شرکت از خود نشان می دهند. که این نتایج با پژوهش گروسمن و رایب (۲۰۱۳) مغایرت دارد.

از سویی، نتایج آماری مربوط به فرضیه سوم بیانگر این امر است که، بین اندازه هیئت مدیره و خالص تغییر در تأمین مالی درون سازمانی رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. با توجه به ماده ۱۰۷ اصلاحیه قانون تجارت، تعداد اعضای هیأت مدیره بیشتر شرکتهای سهامی ۵ نفر است. از این رو مورد مزبور ممکن است نتایج پژوهش را تحت تأثیر قرار داده باشد.

همچنین، نتایج مربوط به فرضیه چهارم نشان داد که بین دوگانگی مسئولیت مدیرعامل و خالص تغییر در تأمین مالی درون سازمانی رابطه معناداری وجود ندارد. چنانچه مدیرعامل رئیس هیئت مدیره هم باشد، سبب تضعیف اعتماد سهامداران و بستانکاران به نقش نظارتی هیئت مدیره می شود و به تبع آن می تواند بر ایجاد منابع مالی از داخل شرکت تاثیرگذار باشد. یافته های فرضیه پنجم نیز بیانگر ارتباط مثبت و معنادار بین مدرک تحصیلی اعضای هیئت مدیره و متغیر وابسته می باشد، فرض بر آن است که حضور افراد با سطح تحصیلات بالا در هیئت مدیره (برای نمونه، داشتن مدرک دکتری میان اعضای هیئت مدیره) شرکت را در کشف مشکلات تواناتر می کند و این توانایی ها نسبت به دیگران بیشتر است. بنابراین، به نظر میرسد که حضور افراد با مدرک دکتری میان اعضای هیئت مدیره، سبب بهبود نقش نظارتی هیئت مدیره می شود و اعتماد سهامداران و بستانکاران را جلب می کند؛ در نتیجه این امر می تواند بر تأمین مالی درون سازمانی شرکت ها تاثیرگذار باشد. و در انتها، نتیجه مربوط به فرضیه ششم نشان می دهد که بین تغییر در اعضای هیئت مدیره و خالص تغییر در تأمین مالی درون سازمانی شرکت ها رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. که این نتیجه می تواند حاکی از این امر باشد که تغییر در اعضای هیئت مدیره به واسطه داشتن تخصص ها، دانش و تجربیات مدیریتی اعضای جدید، می تواند در ایجاد منابع مالی در داخل سازمان تاثیرگذار باشد.

با توجه به محدودیت ها و بررسی و تجزیه و تحلیل های به عمل آمده در این پژوهش، موضوعات زیر پیشنهاد می گردد:

۱. با توجه به این که این پژوهش در سطح کل صنایع مورد بررسی قرار گرفته لذا انتظار می رود که انجام پژوهش به تفکیک صنایع، نتایج شفاف تر و دقیق تری را در بر داشته باشد. تا افراد ذینفع بتوانند از آن استفاده بهتری داشته باشند.
۲. 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 هر کدام از آن منابع مورد بررسی و مطالعه قرار گیرد.
۳. به سازمان بورس و اوراق بهادار تهران پیشنهاد می شود که با تدوین قوانین و مقرراتی، میزان استقراض 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.

منابع

- 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.
- احمدپور، احمد، ملکیان، اسفندیار، زارع بهنمیری، محمد جواد و نادى زينب. (۱۳۹۱). " بررسی نقش ساختار هیئت مدیره بر سرمایه فکری شرکت ها با رویکرد فازی، مطالعه موردی شرکت های داروسازی بورس اوراق بهادار تهران ". مجله دانش حسابداری، سال سوم، شماره ۸، صص ۷۳-۹۳.
- آقایی، محمد علی و احمدی گورجی، جلیل. (۱۳۹۴). " بررسی حساسیت سرمایه گذاری به تأمین مالی داخلی و استقراض شرکت های سیاسی و غیرسیاسی ". مجله دانش حسابداری مالی، دوره دوم، شماره ۳، صص ۱-۲۲.
- آقایی، محمد علی و چالاکی، پری. (۱۳۸۹). " بررسی رابطه بین ویژگیهای حاکمیت شرکتی و مدیریت سود در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران ". تحقیقات حسابداری و حسابرسی، شماره ۴، صص ۱-۲۴.
- چاوشی، کاظم، رستگار، محمد و میرزائی، محسن. (۱۳۹۴). " بررسی رابطه اطمینان بیش از حد مدیران و انتخاب سیاستهای تأمین مالی در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران ". فصلنامه دانش مالی تحلیل اوراق بهادار، سال هشتم، شماره بیست و پنجم، صص ۲۹-۴۱.
- حمیدیان، محسن، جنت مکان، حسین و بن گریز، فرهان. (۱۳۹۷). " تأثیر نوع نگرش مدیران بر انتخاب سیاست های 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.
- رضایی دولت آبادی، حسین و صادق فلاح، راضیه. (۱۳۹۳). " تحلیل دیدگاه سهامداران بزرگ به عمل واگذاری بلوکی سهام برای تأمین مالی بنگاه بر اساس مچینگ ". فصلنامه مدیریت دارایی و تأمین مالی، سال دوم، شماره دوم، صص ۵۱-۶۴.
- ستایش، محمد حسین و کاشانی پور، فرهاد. (۱۳۸۹). " بررسی عوامل مؤثر بر ساختار سرمایه شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران ". فصلنامه تحقیقات مالی، دوره ۱۲، شماره ۳۰، صص ۵۷-۷۴.
- ستایش، محمد حسین و گرگانی فیروزجاه، ابوالفضل. (۱۳۹۱). " بررسی رابطه بین ساختار مالکیت و روش های تأمین مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران ". پژوهشنامه حسابداری و حسابرسی، دوره ۱، شماره ۲، صص ۴۱-۶۰.
- 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.
- علی نژاد 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 روش های تأمین مالی بر بازده آتی سهام ". مجله پیشرفت های حسابداری، دوره دوم، شماره دوم، پیاپی ۵۹/۳، صص ۷۵-۱۰۸.
- مهدوی، غلامحسین و رضایی، غلامرضا. (۱۳۹۴). " بررسی اثرهای ساختار هیئت مدیره بر محدودیت در تأمین مالی شرکتهای پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران ". مجله تحقیقات مالی، شماره ۱، دوره ۱۷، صص ۱۷۹-۱۹۸.
- نیکبخت، محمدرضا، سیدی، عزیز و هاشم الحسینی، روزبه. (۱۳۸۹). " بررسی تاثیر ویژگی های هیئت مدیره بر عملکرد شرکت ". مجله پیشرفت های حسابداری، دوره دوم، شماره اول، پیاپی ۵۸/۳، صص ۲۵۱-۲۷۰.
- Anders, C. (2009). "Family Ownership, Financing Constraints and Investment Decisions", Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1101453>.
- Carter, D. A., Simkins, B. J. & Simpson, W. G. (2003). "Corporate governance, board diversity and firm value". *The Financial Review*, 38(1): 33-53.
- Fama, E.F. & Jensen, M.C. (1983). "Separation of ownership and control". *Journal of Law and Economics*, 26(2): 301-324.

- 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>.
- Grosman, A. & Wright, M. (2013). "Ownership and board structures in Russia: implications for investment and internal financing". Available online at: <https://workspace.imperial.ac.uk>.
- Harford, Jarrad, Li, Kai, and Xinlei Zhao, (2007), "Corporate Boards and the Leverage and Debt Maturity Choices", available at: <http://ssrn.com/abstract=891300>
- 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*, Vol. 102, No. 2, pp. 416-431.
- Minhat, M., & Dzolkarnaini, N. (2017). Which firms use Islamic financing?. [Economics Letters](#), 150, 15-17.
- Saleh, N. M., Iskandar, T. M. and Rahmat, M. M. (2005). "Earnings management and board characteristics: evidence from Malaysia". *Journal Pengurusan*, (24): 77-103.
- Smith, A. (1937). *The wealth of nations*. Cannan Edition, NY: Modern Library.