

بررسی نقش برخی از جنبه های اصول راهبری بر تبیین روش های تصمیم گیری تأمین مالی برون سازمانی شرکت ها

احسان قدردان^۱، پرستو کریمی نصرت^۲، روژین صالحی آزاد^۳

^۱ مربی گروه حسابداری دانشگاه پیام نور، ایران.

^۲ کارشناس ارشد حسابداری دانشگاه پیام نور، ایران.

^۳ کارشناس ارشد حسابداری دانشگاه پیام نور، ایران.

نام نویسنده مسئول:

احسان قدردان

چکیده

با توجه به گسترش روزافزون عمومی شدن مالکیت بنگاه های اقتصادی و همچنین بر اساس نظریه نمایندگی که بیانگر تضاد منافع بین سرمایه گذاران و مدیران شرکت ها است، مسئله تأمین مالی شرکت ها به یکی از اصلی ترین موضوعات مالی در بازار سرمایه درآمده است. از این رو هدف پژوهش حاضر، بررسی نقش کیفیت حسابرسی و ویژگی های هیئت مدیره بر تأمین مالی برون سازمانی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. روش پژوهش مورد استفاده، روش شبه تجربی با طرح پس رویدادی است، و تعداد ۱۱۸ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در بازه زمانی ۱۳۹۱-۱۳۹۵ (دوره پنج ساله) بررسی شده است. جهت آزمون فرضیه ها از تکنیک رگرسیون چند متغیره به روش داده های تابلویی استفاده شد. نتایج آزمون فرضیه های پژوهش نشان داد که بین مدرک تحصیلی اعضای هیئت مدیره و کیفیت حسابرسی با خالص تغییر در تأمین مالی برون سازمانی شرکت ها رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. ولی بین تغییر در اعضای هیئت مدیره و دوگانگی مسئولیت مدیرعامل با خالص تغییر در تأمین مالی برون سازمانی هیچگونه رابطه معناداری مشاهده نشد.

واژگان کلیدی: تأمین مالی برون سازمانی، کیفیت حسابرسی، ویژگی های هیئت مدیره.

مقدمه

راهبرد تأمین مالی در شرکت ها، از مباحث مهم دانشمندان مالی و حسابداری است. 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 بدهی ها، تداوم فعالیت و حضور بیشتر در بازارهای داخلی و خارجی برگزینند. شناسایی عوامل مؤثر بر روش های تأمین مالی و عوامل تأثیرگذار بر آن ها از اهمیت زیادی برخوردار است. عوامل زیادی همچون مشکلات نمایندگی، عدم تقارن اطلاعاتی، اندازه شرکت، درماندگی مالی و غیره بر تصمیم گیری های تأمین مالی مدیران واحد تجاری مؤثر است.

از دیدگاه تئوری نمایندگی که ناشی از جدایی مالکیت از مدیریت در شرکت های سهامی است، مدیران همیشه در راستای حداکثرسازی منافع سهامداران عمل نمی کنند. برای پوشش شکاف میان مالکیت و مدیریت، باید سازوکارهای نظارتی اجرا شود. در این راستا، یکی از این راهکارها برای کاهش مشکلات نمایندگی و عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیران و سهامداران، شکل گیری هیئت مدیره ای کارا و بهره مندی از موسسات حسابرسی می باشد. ویژگی ها و ساختار هیئت مدیره بر فرایند نظارتی آن ها در شرکت تأثیرگذار است؛ از سویی دیگر، عدم تقارن اطلاعاتی، ساختار سرمایه شرکت ها را تحت تأثیر قرار می دهد. هر چه عدم تقارن اطلاعاتی کمتر باشد، شرکت ها سهام بیشتری منتشر می کنند. لذا، شرکت ها سعی دارند با انتخاب موسسات حسابرسی که کارشان از کیفیت بیشتری برخوردار است به بازار علامت دهی کنند و با کاهش عدم تقارن اطلاعاتی، بتوانند ساختار سرمایه خود را بهبود بخشند. به همین دلیل این خصوصیت ها می تواند عامل مؤثری در تعیین میزان اعتماد سهامداران و بستنکاران نسبت به شرکت باشد و این نیز احتمالاً بر روش های تأمین مالی شرکت ها تأثیرگذار است.

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. پژوهش های انجام شده در بازار سرمایه ایران بر نقش حاکمیت شرکتی و مکانیزم های آن، و رابطه آن با هزینه سرمایه و هزینه تأمین مالی (احمدپور و همکاران، ۱۳۸۹؛ ابراهیمی کردلر و همکاران، ۱۳۹۳)، روش ها و سیاست های تأمین مالی (چاوشی و همکاران، ۱۳۹۴؛ علی نژاد سروکلانی و تارفی، ۱۳۹۶) و ساختار سرمایه (علوی طبری و هاشمیان، ۱۳۹۰؛ مقدم و یانرسری، ۱۳۹۱؛ خدادادی و همکاران، ۱۳۹۵) تأکید داشته اند. اما تعداد انگشت شماری (کردستانی و نجفی عمران، ۱۳۸۹؛ خواجهی و گرگانی، ۱۳۹۳) از معیار خالص تغییر در تأمین مالی در پژوهش های خود بهره گرفته اند. 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 اندازه موسسات حسابرسی، تغییر در اعضای هیئت مدیره، دوگانگی مسئولیت مدیرعامل و مدرک تحصیلی اعضای هیئت مدیره بر خالص تغییر در تأمین مالی برون سازمانی شرکت ها تحقیقی انجام نشده است، پژوهش حاضر در پی پاسخ به این سوال است که، آیا مکانیزم های مدیران مد نظر حاکمیت شرکتی در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیری بر خالص تغییر در تأمین مالی شرکت ها دارند یا خیر؟

۱- مبانی نظری پژوهش**۱-۱- تأمین مالی برون سازمانی**

بازار سرمایه در هر کشوری دو کارکرد اساسی دارد، نخست فراهم کردن بستری برای سرمایه گذاری و مدیریت ریسک توسط سرمایه گذاران، و دوم ایجاد سازوکارهایی به منظور تأمین مالی بنگاه ها (علی نژاد سروکلانی و تارفی، ۱۳۹۶). تأمین مالی یکی از مهمترین تصمیم های پیش روی مدیران واحد تجاری می باشد. تأمین مالی یکی از اجزای ضروری عملیات هر واحد تجاری است. زیرا در زمان حاضر محیطی که شرکت ها در آن فعالیت می کنند، محیط در حال رشد و رقابتی است (چاوشی و همکاران، ۱۳۹۴). بیشتر شرکت ها وجوه مورد نیاز خود را از روش های گوناگونی تأمین می کنند؛ اما عواملی مانند اندازه شرکت، ریسک، نوع صنعت و میزان دسترسی به بازارهای تأمین مالی و نیز محیط های اقتصادی و سیاسی، آن ها را در خصوص تصمیم گیری های بهینه در این زمینه محتاط کرده است (باغومیان و عزیززاده مقدم، ۱۳۹۳). منابع تأمین مالی واحد تجاری به دو منابع داخلی (سود انباشته و اندوخته ها) و منابع خارجی (انتشار اوراق مشارکت، اوراق بهادار و تسهیلات مالی) دسته بندی می شوند. مدیران واحد تجاری نسبت به اینکه از کدام یک از روش های تأمین مالی استفاده نمایند، تصمیم گیری می کنند (چاوشی و همکاران، ۱۳۹۴). آن ها می توانند این منابع مالی را صرف پرداخت سود به سهامداران، اجرای پروژه های سود آور، تسویه بدهی های موعود رسیده و افزایش سرمایه در گردش کنند (فرانک، ۲۰۰۳). توانایی بنگاه ها در مشخص نمودن منابع داخلی یا خارجی از عوامل اصلی

رشد و پیشرفت آن ها محسوب می شود. بدون دسترسی به منابع تأمین مالی توان رشد واحد تجاری در معرض خطر قرار می گیرد. توانایی یک بنگاه در دسترسی به تأمین مالی برون سازمانی، عامل کلیدی در توسعه، رشد و بقاء آن است (جعفری صمیمی و همکاران، ۱۳۹۲). آگیون و همکاران (۲۰۰۷) معتقدند دسترسی بنگاه ها به تأمین مالی خارجی، قدرت رقابت پذیری آن ها را افزایش و رشد بنگاه ها را تسریع می دهد. لازم به ذکر است استفاده از منابع تأمین مالی خارجی در شرکت ها متفاوت است. شرکتی که در دسترسی به منابع خارجی بازار سرمایه به مشکلات بیشتری مواجه باشد، بخش بیشتری از منابع مالی مورد نیاز خود را از منابع داخل شرکت تأمین می کند. چنین شرکتی اصطلاحاً «شرکت دچار محدودیت مالی» نامیده می شود (درایتز و همکاران، ۲۰۱۴).

۱-۲- کیفیت حسابرسی و تأمین مالی

اولین بار دی آنجلو (۱۹۸۱)، کیفیت حسابرسی را سنجش و ارزیابی بازار از توانایی حسابرس در کشف تحریفات با اهمیت و گزارش تحریفات کشف شده دانست. پالمرز (۱۹۸۸) کیفیت حسابرسی را ایجاد اطمینان از صورت های مالی، و احتمال آنکه صورت های مالی هیچ گونه تحریف با اهمیتی نداشته باشد تعریف کرد. دیویدسون و نئو (۱۹۹۳) تعریف متفاوتی از کیفیت حسابرسی ارائه کردند. آن ها کیفیت حسابرسی را به توانایی حسابرس در کشف و رفع تحریفات مهم و دستکاری در سود خالص گزارش شده مرتبط دانستند. از طرفی، با توجه به گسترش روز افزون عمومی شدن مالکیت بنگاه های اقتصادی و بر اساس نظریه نمایندگی که بیانگر تضاد منافع بین سرمایه گذاران و مدیران شرکت ها است، افزایش عدم تقارن اطلاعاتی طبیعی به نظر می رسد. این عدم تقارن اطلاعاتی، ساختار سرمایه شرکت ها را تحت تأثیر قرار می دهد؛ لذا، شرکت ها سعی دارند با انتخاب مؤسسات حسابرسی که کارشان از کیفیت بیشتری برخوردار است به بازار علامت دهی کنند و با کاهش عدم تقارن اطلاعاتی، موجب کاهش هزینه سرمایه شرکت شوند تا بتوانند ساختار سرمایه و روش های تأمین مالی خود را بهبود بخشند (علوی و هاشمیان، ۱۳۹۰). کار حسابرسی به عنوان یک فعالیت نظارتی و یکی از سازوکارهای حاکمیت شرکتی، برای جلب و حفظ اعتماد سرمایه گذاران به وجود تقارن اطلاعاتی، منصفانه بودن بازار و نیز منصفانه بودن اطلاعات در دسترس، ضروری است (نیکبخت و محمودی خوشرو، ۱۳۹۶). فرایند حسابرسی از ابتدا تا انتها به شرط برخورداری از سطح کیفی مناسب، نیاز استفاده کنندگان از گزارش های مالی را جهت ارزیابی کیفیت اطلاعات، پیش از استفاده در فرایند تصمیم گیری، برطرف می کند و زمینه مناسبی برای اخذ تصمیمات مالی و اقتصادی مطلوب فراهم می آورد (حساس یگانه و همکاران، ۱۳۹۱). به طور معمول، پذیرفته شده که مؤسسات حسابرسی مشهور در اغلب موارد خدمات متنوع و با کیفیتی ارائه می کنند و این می تواند فرایند حسابرسی با کیفیت را به دنبال داشته باشد، که در نهایت به ارایه اطلاعات و گزارشگری مالی با کیفیت منجر شود. گزارشگری مالی با کیفیت موجب اطمینان خاطر اعتبار دهندگان تسهیلات مالی در تصمیم گیری و کاهش ریسک اطلاعاتی آن ها می شود (فورتین و پیتمن، ۲۰۰۷). حسابرس از طریق کاهش عدم تقارن اطلاعاتی بین استفاده کنندگان و تهیه کنندگان صورت های مالی اثرات نامطلوب جدایی مالکیت از مدیریت را تعدیل می کند. بنابراین حسابرسی ابزاری جهت کاهش ریسک اطلاعاتی برای استفاده کنندگان صورت های مالی است. این کاهش ریسک اطلاعاتی باعث کاهش هزینه سرمایه شرکت می شود (فرناندو و همکاران، ۲۰۱۰). به اعتقاد دتر و دیگران (۱۹۹۱) و والاس (۱۹۹۸) نیز سطح کیفیت حسابرسی در ساختار سرمایه شرکت ها تأثیر دارد. ولی پیتمن و فرتین (۲۰۰۴) معتقدند که اندازه موسسه حسابرسی باعث کاهش هزینه های استقراض نمی شود.

۱-۳- ویژگی های هیئت مدیره و تأمین مالی

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). اصول حاکمیت شرکتی مقتدر، زیربنایی است که اطمینان سرمایه گذاران و قرض دهندگان بر آن استوار می شود. حاکمیت شرکتی مطلوب ممکن است بر تصمیمات راهبردی شرکت که توسط هیئت مدیره اتخاذ می شود، نظیر تأمین مالی برون سازمانی تأثیر گذارد (حسن و بو، ۲۰۰۹). اتخاذ تصمیم برای سیاست تأمین مالی بر عهده مدیران شرکت است. مدیران با توجه به ویژگی های داخلی و شرایط خارج از شرکت از جمله شرایط اقتصادی، نرخ های بهره، تورم و قوانین دولتی اقدام به تأمین مالی می کنند (پوترمن، ۱۹۹۳). برخی تحقیقات تجربی نشان می دهند که هیئت مدیره قدرت تنظیم سیاست های تأمین مالی را داراست (هارفورد و همکاران، ۲۰۰۷). با توجه به اینکه در بورس اوراق بهادار تهران، میزان تمرکز مالکیت زیاد است، تأمین کنندگان برون سازمانی منابع مالی توجه چندانی به ویژگی های هیئت مدیره نمی کنند. دلیل آن را نیز می توان این گونه توجیه کرد که در چنین شرکت هایی بیشتر اعضای هیئت مدیره از سهامداران عمده آن شرکت هستند؛ بنابراین با توجه به اینکه خود اعضای هیئت مدیره در منافع شرکت سهیم اند، تأمین کنندگان منابع مالی توجه چندانی به ویژگی های هیئت مدیره نمی کنند (مهدوی و رضایی، ۱۳۹۴). بر اساس تئوری نمایندگی، چنانچه مدیرعامل و رئیس هیئت مدیره شخص واحدی باشند (دوگانگی مسئولیت مدیرعامل)، مقوله نظارت با مشکلات جدی مواجه می شود (یرماک، ۱۹۹۶). در حالت دوگانگی مسئولیت، به طور بالقوه مدیرعامل اختیارات بیشتری به دست می آورد (آقای و چالاک، ۱۳۸۸)؛ به نظر می رسد این اختیارات بیشتر، فرایند کنترلی هیئت

مدیره را دچار اختلال کند. بنابراین این دوگانگی، سبب تضعیف اعتماد سهامداران و بستانکاران به نقش نظارتی هیئت مدیره می شود و به تبع آن محدودیت تأمین مالی شرکت را افزایش می دهد (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 می رسد که حضور افراد با مدرک دکتریو دانش مالی میان اعضای هیئت مدیره، سبب بهبود نقش نظارتی هیئت مدیره می شود و اعتماد سهامداران و بستانکاران را جلب می کند (مهدوی و رضایی، ۱۳۹۴). باتواح و همکاران (۲۰۱۵) بیان می کنند که دانش مالی، توانایی مدیرعامل و اعضای هیئت مدیره را در مواجهه با موضوعات پیچیده حسابداری افزایش داده و درصد خطاهای ارتکابی، برآورد و قضاوت اشتباه را کاهش می دهد. شرکت های اداره شده توسط مدیرعاملان با دانش مالی، از سیاست های مالی برتر (ماتسونگا و همکاران، ۲۰۱۳) بهره می برند. بنابراین، می توان انتظار داشت دانش مالی اعضای هیئت مدیره و مدیرعامل یکی از عوامل تأثیرگذار بر تأمین مالی برون سازمانی شرکت ها باشد.

۲- پیشینه تجربی پژوهش

تاکنون تصمیمات و سیاست های تأمین مالی و عوامل تأثیرگذار بر آن حجم زیادی از پژوهش ها را به خود اختصاص داده است و همچنین بیان می شود این تصمیمات اثر قابل ملاحظه ای بر شرکت ها دارد. بنابراین در ادامه چندی از مطالعات هم راستا با پژوهش حاضر مورد بررسی قرار می گیرد.

۲-۱- پژوهش های خارجی

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 (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 دارایی 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. آنمول و همکاران (۲۰۱۵) با بررسی رابطه بین حق الزحمه حسابرسی و ساختار سرمایه (نسبت بدهی به دارایی) در بین شرکت های استرالیایی 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 بزرگ تر 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. وی وک و همکاران (۲۰۱۲)، میزان اثربخشی راهبری شرکتی و تأثیر آن بر تأمین مالی را با استفاده از نمونه ای بالغ بر ۲۰۰۰ سهام منتشر شده و بدهی ایجاد شده در ایالت متحده طی سال های ۱۹۹۸-۲۰۰۶ با فرض انتخاب تأمین مالی از طریق سهام در مقایسه با تأمین مالی از طریق ایجاد بدهی را بررسی نمودند یافته های تحقیق نشان داد میزان این ارتباط در شرکت های کوچکی که عدم تقارن اطلاعاتی میان مدیر و مالک وجود دارد بیشتر مشهود است و شرکت ها با سیستم نظارت قوی تأمین مالی از طریق سهام را نسبت به ایجاد بدهی ترجیح می دهند. فرناندو و همکاران (۲۰۱۰) به بررسی تأثیر مؤلفه های کیفیت حسابرسی بر هزینه سرمایه با استفاده از ۱۸۹۵۵ سال-شرکت در بازه زمانی ۱۹۹۰-۲۰۰۴ در بین شرکت های آمریکایی پرداختند. آن ها بر دو مشخصه ی حسابرسی (اندازه ی حسابرسی و تجربه ی حسابرسی در صنعت) و دو مشخصه ی رابطه حسابرسی و صاحبکار (دوره تصدی حسابرسی و نوع اظهارنظر حسابرسی) تأکید کردند و هزینه سرمایه را به عنوان معیار توجه بازار به این مؤلفه ها مدنظر قرار دادند. نتایج پژوهش نشان داد که سه مؤلفه ی اندازه حسابرسی، دوره تصدی و تجربه حسابرسی در صنعت با هزینه سرمایه رابطه ی معکوس دارند. آن ها همچنین دریافتند در صورتیکه اظهارنظر حسابرسی هر چیزی به جز نظر مقبول باشد، هزینه سرمایه شرکت افزایش خواهد یافت. ضمناً آن ها دریافتند که این نتایج در شرکت های کوچکتر بیشتر به چشم می خورد و در شرکت های بزرگتر شدت کمتری دارد. چانگ و همکاران (۲۰۰۹)، رابطه بین کیفیت و

شهرت حسابرسان را با تصمیمات مالی شرکت ها بررسی کردند. آن ها با استفاده از مدل رگرسیون حداقل مربعات معمولی در بین ۱۱۱۵ شرکت آمریکایی در بازه زمانی ۱۹۸۵-۲۰۰۵ شواهدی ارائه کردند که نشان داد کیفیت و شهرت حسابرسان بر تصمیمات مالی (نسبت بدهی) شرکت ها تأثیر دارد. همچنین، نشان دادند که کیفیت بالای حسابرسی از تأثیر شرایط بازار بر تصمیمات مالی شرکت های مورد نظر و نیز ساختار سرمایه آن ها می کاهد. چانگ و سان (۲۰۰۸) رابطه بین کیفیت و شهرت حسابرسان را با تصمیمات مالی در شرکت ها بررسی کردند. آن ها مدل و شواهدی ارائه کردند که نشان می داد کیفیت و شهرت حسابرسان بر تصمیمات مالی شرکت ها تأثیر دارد و نشان دادند که کیفیت بالای حسابرسی از تأثیر شرایط بازار بر تصمیمات مالی شرکت های مورد نظر و نیز ساختار سرمایه آن ها می کاهد. اندرسون و همکاران (۲۰۰۴) در پژوهشی به بررسی رابطه بین ویژگی های هیئت مدیره و هزینه تأمین مالی از طریق بدهی طی سال های ۱۹۹۳-۱۹۹۸ در بین ۲۵۲ شرکت از شرکت های S&P500 پرداختند. نتایج نشان داد هزینه تأمین مالی از طریق بدهی به طور معکوسی به اعضا غیرموظف، اندازه هیئت مدیره، اعضا غیرموظف کمیته حسابرسی و تعداد جلسات هیئت مدیره بستگی دارد. همچنین نتایج پژوهش بیانگر این می باشد که اعتباردهندگان به اثربخشی نظارت ها و کنترل هیئت مدیره و کمیته حسابرسی به عنوان یک منبع با قابلیت اطمینان بالا با توجه به درستی و صحت اعداد حسابرسی توجه دارند.

۲-۲- پژوهش های داخلی

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 ساروکلای و تارفی (۱۳۹۶) در پژوهشی به بررسی تأثیر توانایی مدیریت بر سیاست تأمین مالی پرداختند. آن ها از سه متغیر اهرم مالی، سرسید بدهی و سطح نگهداشت وجه نقد برای محاسبه سیاست تأمین مالی استفاده کردند. نتایج پژوهش آن ها در بین ۳۳ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار و در بازه سال های ۸۸-۹۳ با استفاده از تحلیل پوششی داده 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 در بین سال های ۸۴-۹۳ پرداختند. نتایج پژوهش با استفاده از روش داده های تابلویی و با استفاده از رویکرد اثرات ثابت نشان داد که اندازه موسسه حسابرسی رابطه مثبت و معنادار و حق الزحمه حسابرسی رابطه منفی و معناداری با ساختار سرمایه (نسبت بدهی به دارایی) دارد. چاوشی و همکاران (۱۳۹۴) با بررسی رابطه اطمینان بیش از حد مدیران و انتخاب سیاست های تأمین مالی در بین ۱۵۷ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در سال های ۸۵-۹۰ دریافتند که، بین اطمینان بیش از حد و تصمیم های مالی (نسبت بدهی های بلند مدت به حقوق صاحبان سهام) رابطه معناداری وجود ندارد. همچنین نتایج حاکی از آن بود که بین فرصت های رشد، سودآوری، اندازه شرکت و ریسک درماندگی با تصمیم های تأمین مالی رابطه معناداری برقرار است. ابراهیمی کردلر و همکاران (۱۳۹۳) بررسی رابطه میان مؤلفه های کیفیت حسابرسی و هزینه سرمایه را بین ۲۱ شرکت پذیرفته شده بوسیله در بین سال های ۸۹-۹۲ مورد مطالعه قرار دادند، یافته های پژوهش با استفاده از تحلیل رگرسیون چندگانه بیانگر عدم وجود رابطه معنادار میان مؤلفه های مختلف کیفیت حسابرسی (اندازه حسابرسی، دوره تصدی حسابرسی، تخصص حسابرسی در صنعت و نوع اظهار نظر حسابرسی) و هزینه سرمایه می باشد. خواجوی و گرگانی (۱۳۹۳) در پژوهش خود در مورد بررسی رابطه بین ویژگی های هیئت مدیره و روش های تأمین مالی (خالص تغییر در تأمین مالی داخلی و خارجی) در بین ۶۵ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در طی سال های ۸۳-۸۹ با استفاده از رگرسیون خطی چندگانه به این نتیجه دست یافته اند که، بین اندازه هیئت مدیره با تأمین مالی داخلی و بین استقلال هیئت مدیره و درصد اعضای غیر موظف هیئت مدیره با تأمین مالی خارجی رابطه معناداری وجود دارد. اما بین استقلال هیئت مدیره و درصد اعضای غیر موظف هیئت مدیره با تأمین مالی داخلی و بین اندازه هیئت مدیره با تأمین مالی خارجی رابطه ای یافت نشد. مقدم و مومنی یانرسری (۱۳۹۱) با بررسی تأثیر برخی از ویژگی های حاکمیت شرکتی بر تصمیم های ساختار سرمایه (نسبت بدهی به دارایی) میان ۹۰ شرکت پذیرفته شده در بورس در طی سال های ۸۳-۸۷ با استفاده از مدل رگرسیونی مبتنی بر داده های تابلویی دریافتند که در شرکت هایی که وظایف ریاست هیئت مدیره و مدیرعامل از یکدیگر تفکیک شده و همچنین شرکت های با تعداد اعضای هیئت مدیره کمتر، تمایل بکارگیری بدهی افزایش می یابد. ولی بین استقلال هیئت مدیره و ساختار سرمایه هیچ گونه رابطه معناداری یافت نشد. علوی طبری و هاشمیان (۱۳۹۰) با استفاده از ۷۰۸ سال-شرکت در بین شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران به بررسی تأثیر کیفیت حسابرسی (اندازه موسسه حسابرسی) بر تصمیمات تأمین مالی (ارزش دفتری بدهی به ارزش دفتری دارایی) در شرکت ها پرداختند و به این نتیجه رسیدند که کیفیت حسابرسی بر نسبت بدهی شرکت ها تأثیر معناداری ندارد. همچنین، با این که شرکت ها به زمان بندی بازار مبادرت می ورزند و مطابق با نظریه زمان بندی بازار، بین تغییرات در نسبت بدهی شرکت ها و بازده انباشته سهام در گذشته رابطه ای منفی وجود دارد، اما کیفیت حسابرسی تأثیر معناداری بر زمان بندی بازار شرکت ها ندارد. احمدپور و

همکاران (۱۳۸۹) تأثیر حاکمیت شرکتی و کیفیت حسابرسی بر هزینه تأمین مالی (مبلغ بهره پرداختی به اقساط پرداختی در طول سال) را در بین ۱۱۹ شرکت پذیرفته شده در بورس در بازه زمانی ۸۲-۸۷ را مورد بررسی قرار دادند. نتایج نشان داد که وجود سهامداران نهادی عمده در ترکیب سهامداران و نظارت کارای آن ها تأثیر کاهشی معنادار بر هزینه بدهی شرکت ها دارد. در حالی که کیفیت حسابرسی (اندازه موسسه حسابرسی) اینگونه تأثیری را ندارند.

۳- فرضیه های پژوهش

با توجه به مبانی نظری بیان شده در بخش چاقوب نظری و پیشینه پژوهش، فرضیه های پژوهش به شرح زیر مطرح می گردد:

فرضیه های اصلی

فرضیه اول: بین ساختار هیئت مدیره و تأمین مالی برون سازمانی شرکت ها ارتباط معناداری وجود دارد.

فرضیه دوم: بین کیفیت حسابرسی و تأمین مالی برون سازمانی شرکت ها ارتباط معناداری وجود دارد.

فرضیه های فرعی

فرضیه اول: بین تغییر در اعضای هیئت مدیره و خالص تغییر در تأمین مالی برون سازمانی شرکت ها ارتباط معناداری وجود دارد.

فرضیه دوم: بین جدایی نقش مدیرعامل از ریاست هیئت مدیره و خالص تغییر در تأمین مالی برون سازمانی شرکت ها ارتباط معناداری وجود دارد.

فرضیه سوم: بین مدرک تحصیلی اعضای هیئت مدیره و خالص تغییر در تأمین مالی برون سازمانی شرکت ها ارتباط معناداری وجود دارد.

فرضیه چهارم: بین اندازه موسسه حسابرسی و خالص تغییر در تأمین مالی برون سازمانی شرکت ها ارتباط 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 می باشد. اطلاعات و داده های آماری در فاصله زمانی ۱۳۹۱-۱۳۹۵ (دوره پنج ساله) در نظر گرفته و ۱۱۸ شرکت به روش نمونه گیری حذفی سیستماتیک (غربالگر) بر اساس محدودیت های زیر به عنوان نمونه از جامعه آماری انتخاب گردیده است:

- 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.
- طی سال های مالی مذکور تغییر فعالیت یا تغییر سال مالی نداده باشند.
- به لحاظ افزایش قابلیت مقایسه، سال مالی آن ها منتهی به اسفند ماه باشند.
- داده های مورد نظر آن ها در دسترس باشند.
- جزو شرکت های مالی (مانند بانک ها و موسسات بیمه) و شرکت های سرمایه گذاری نباشند.
- 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.

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 داود و همکاران (۲۰۱۵) مورد آزمون قرار گرفته اند:

$$AXFIN_{it} = \beta_0 + \beta_1 Bchang_{it} + \beta_2 Dual_{it} + \beta_3 Education_{it} + \beta_4 BigA_{it} + \beta_5 Size_{it} + \beta_6 Age_{it} + \varepsilon_{it} \quad \text{رابطه (۱)}$$

۶- متغیرهای پژوهش و نحوه اندازه گیری آن ها

۶-۱- متغیر وابسته

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

$$\Delta XFIN = NCPE + NDCF$$

رابطه (۲)

$$NCPE = BCE - PRO$$

رابطه (۳)

$$NDCF = NDF - ITP$$

رابطه (۴)

که در روابط فوق داریم؛ NCPE: خالص تغییر در سرمایه تأمین شده از محل منابع خارجی؛ NDCF: خالص تغییر در بدهی های ایجاد شده به منظور تأمین مالی؛ BCE: آورده نقدی صاحبان سهام؛ PRO: سود پرداختی؛ NDF: خالص افزایش وجوه نقد از محل بدهی ها از بخش فعالیت تأمین مالی؛ ITP: مالیات بردرآمد پرداختی در پژوهش کردستانی و نجفی عمران (۱۳۸۹) و خواجوی و گرگانی (۱۳۹۳) نیز با همین تعریف استفاده شده است.

۶-۲- متغیر مستقل

تغییر در اعضا هیئت مدیره (Bchang): متغیری دو وجهی است که در صورت تغییر در اعضای هیئت مدیره عدد یک و در غیر این صورت عدد صفر اختیار می کند (مهدوی و رضایی، ۱۳۹۴)؛ جدایی نقش مدیرعامل از ریاست هیئت مدیره (Dual): متغیری دو وجهی است که در صورت یکسان بودن رئیس هیئت مدیره و مدیرعامل، عدد یک و در غیر این صورت عدد صفر اختیار می کند (نیکبخت و همکاران، ۱۳۸۹)؛ مدرک تحصیلی اعضای هیئت مدیره (Education): متغیری دو وجهی است و مطابق با پژوهش بحری ثالث و همکاران (۱۳۹۳) و عباس زاده و منظرزاده (۱۳۹۰) چنانچه حداقل فردی با مدرک دکتری تخصصی و مدرک تحصیلی مالی یا حسابداری در هیئت مدیره باشد، عدد یک و در غیر این صورت عدد صفر می گیرد؛ کیفیت حسابرسی (BigA): مهمترین شاخص کمی اندازه گیری کیفیت حسابرسی، اندازه موسسه حسابرسی است (نمازی و همکاران، ۱۳۹۰). نتایج تحقیقات انجام شده توسط آقایی (۱۳۸۱) و جعفری (۱۳۸۵) و بسیاری از تحقیقات خارجی نشان می دهد که بین اندازه موسسه حسابرسی و کیفیت حسابرسی رابطه مستقیم وجود دارد. بنابراین در این پژوهش مطابق با تحقیق خواجوی و ابراهیمی میمند (۱۳۹۴) از اندازه موسسه حسابرسی برای سنجش کیفیت حسابرسی استفاده می شود. سازمان حسابرسی موسسه بزرگ در نظر گرفته می شود، بدین صورت که اگر شرکت تحت حسابرسی سازمان حسابرسی باشد، کیفیت حسابرسی بالا است و مقدار متغیر یک و اگر شرکت تحت حسابرسی سایر موسسات حسابرسی باشد، کیفیت حسابرسی پایین است و مقدار متغیر صفر در نظر گرفته می شود.

۶-۳- متغیر کنترل

اندازه شرکت (Size): این متغیر از طریق لگاریتم طبیعی ارزش دفتری کل دارایی های شرکت به دست آمده است (نیکومرام و همکاران، ۱۳۹۲)؛ عمر شرکت (Age): از طریق در نظر گرفتن تعداد سال های سپری شده از زمان تأسیس شرکت تا هر یک از سال های مورد مطالعه، اندازه گیری شده است (مهدوی و رضایی، ۱۳۹۴).

۷- یافته های پژوهش

۷-۱- آمار توصیفی

ابتدا جهت تحلیل داده ها، آماره های توصیفی داده های تحت مشاهده محاسبه می گردد. جدول (۱) آمار توصیفی متغیرهای پژوهش را نشان می دهد که بیانگر مقدار پارامترهای توصیفی برای هر متغیر به صورت مجزا می باشد.

جدول (۱). نتایج آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

متغیر	تعداد مشاهدات	میانگین	میانه	حداکثر	حداقل
تأمین مالی برون سازمانی	۵۹۰	۰/۴۱۱	۰/۳۲۰	۰/۵۶۰	۰/۰۱۶
تغییر در اعضای هیئت مدیره	۵۹۰	۰/۲۸۵	۰/۱۹۸	۱	۰
مدیرعامل/رئیس هیئت مدیره	۵۹۰	۰/۱۷۵	۰/۰۹	۱	۰
مدرک تحصیلی اعضای هیئت مدیره	۵۹۰	۰/۷۸۲	۰/۷۱۹	۱	۰

کیفیت حسابرسی	۵۹۰	۰/۳۳۴۸	۰	۱	۰
اندازه شرکت	۵۹۰	۱۳/۴۶	۱۳/۲۵	۱۸/۴۵	۱۰/۵۰
عمر شرکت	۵۹۰	۱۲/۰۶۶	۱۱/۱۱۹	۲۲	۷

منبع: یافته های پژوهش

اصلی ترین شاخص مرکزی، میانگین است که نشان دهنده نقطه تعادل و مرکز ثقل توزیع است و شاخص خوبی برای نشان دادن مرکزیت داده هاست. میانگین به دست آمده برای تغییر در اعضای هیئت مدیره (۰/۲۸۵) است. این نشان می دهد که در دوره مورد بررسی، ۲۸/۵ درصد از شرکت ها شاهد تغییرات در هیئت مدیره خود بوده اند. میانگین دوگانگی مسئولیت مدیرعامل (۰/۱۷۵) است. یعنی در ۱۷/۵ درصد شرکت های مورد بررسی، مدیرعامل ریاست هیئت مدیره را بر عهده نداشته است. میانگین مدرک تحصیلی اعضای هیئت مدیره (۰/۷۸۲) بیان می کند که حدود ۷۸ درصد اعضای هیئت مدیره حداقل از مدرک دکتری یا مدرک مالی بهره مند می باشند. و میانگین کیفیت حسابرسی (۰/۳۳۴۸) بیان می کند که ۳۳ درصد از شرکت ها برای حسابرسی، از موسسات تحت نظارت سازمان حسابرسی استفاده می کنند. همچنین، میانگین اندازه شرکت (۱۳/۴۶) و عمر شرکت (۱۲/۰۶۶) می باشد.

۷-۲- 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 جاک و برا

متغیر وابسته	آماره آزمون	سطح معناداری
تأمین مالی برون سازمانی	۱۴/۶۹	۰/۰۶۱

منبع: یافته های پژوهش

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.

۷-۳- 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 چاو			آزمون هاسمن		
آماره F	سطح معناداری	نتیجه	آماره Chi-Sq	سطح معناداری	نتیجه
۴۶/۷۵	۰/۰۰۰	داده های پانل	۷/۶۳	۰/۰۰۲	اثرات ثابت

منبع: یافته های پژوهش

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 برازش مدل رگرسیونی آزمون فرضیه ها استفاده می شود.

۴-۷- نتایج آزمون فرضیه ها

برای بررسی اعتبار کلی الگوی چند متغیره از آماره F فیشر استفاده شده است. با توجه به سطح معناداری (۰/۰۰۰) آن در جدول (۴) می توان نتیجه گرفت که این الگو در سطح اطمینان ۹۵ درصد معنادار است. میزان ضریب تعیین تعدیل شده این الگو (۰/۷۴۹) محاسبه شده است. این ضریب نشان می دهد که تقریباً ۷۵ درصد 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 ۲/۰۰۱ را نشان می دهد. که می توان نتیجه گرفت در تخمین مدل مذکور مشکل خودهمبستگی یا همبستگی سریالی بین جملات خطا وجود ندارد.

جدول (۴). نتایج برازش مدل پژوهش

متغیر	ضرایب	خطای استاندارد	آماره t	سطح معناداری
ضریب ثابت	۰/۲۳۸	۰/۰۷۲	۰/۸۷۳	۰/۰۲۷
تغییر در اعضای هیئت مدیره	-۰/۲۰۷	۰/۱۹۵	-۱/۶۵۱	۰/۳۴۷
مدیرعامل/رئیس هیئت مدیره	۰/۱۶۸	۰/۰۵۶	۲/۵۲۵	۰/۶۱۰
مدرک تحصیلی اعضای هیئت مدیره	۰/۳۷۱	۰/۲۲۱	۴/۰۲۷	۰/۰۱۹
کیفیت حسابرسی	۰/۲۸۷	۰/۰۶۲	۶/۳۲۵	۰/۰۴۱۴
اندازه شرکت	۰/۰۲۵	۰/۱۵۱	۲/۵۳۸	۰/۰۳۸۷
عمر شرکت	-۰/۰۸۸	۰/۹۴۷	-۲/۲۸۱	۰/۰۰۰
ضریب تعیین	ضریب تعیین تعدیل شده	آماره F	معناداری آماره F	آماره دوربین-واتسون
۰/۷۵۱	۰/۷۴۹	۸۸/۴۳۸	۰/۰۰۰	۲/۰۰۱

منبع: یافته های پژوهش

همچنین، با توجه به سطح معناداری مربوطه در جدول (۴) ملاحظه می شود که بین مدرک تحصیلی اعضای هیئت مدیره و کیفیت حسابرسی با خالص تغییر در تأمین مالی برون سازمانی رابطه مثبت و معنادار وجود دارد. یعنی با افزایش دانش و مدرک تحصیلی اعضای هیئت مدیره و کیفیت حسابرسی، تأمین مالی شرکت ها از منابع مالی برون سازمانی افزایش یافته است. در نتیجه فرضیه های سوم و چهارم در سطح اطمینان ۹۵ درصد پذیرفته می شوند. اما بین تغییر در اعضای هیئت مدیره و جدایی نقش مدیرعامل از ریاست هیئت مدیره با متغیر وابسته رابطه معناداری مشاهده نشد. به عبارتی، متغیرهای مستقل مدنظر نتوانسته اند تأمین مالی از منابع خارج از شرکت ها را تحت تأثیر قرار دهد. در نتیجه، فرضیه اول و دوم در سطح اطمینان ۹۵٪ قابل تأیید نمی باشند. از سویی دیگر، نتایج بیانگر این مورد می باشد که بین متغیرهای کنترلی اندازه شرکت با خالص تغییر در تأمین مالی برون سازمانی رابطه مثبت و معنادار و بین عمر شرکت با خالص تغییر در تأمین مالی برون سازمانی رابطه منفی و معنادار برقرار است. به عبارتی، با افزایش عمر شرکت ها تأمین مالی برون سازمانی کاهش یافته و شرکت ها روی به تأمین مالی از منابع درون سازمانی آورده اند.

بحث و نتیجه گیری

از نگاه فعالان اقتصادی در ایران، مشکل دسترسی به منابع مالی مهمترین مشکل پیش روی صنعت در سال های اخیر بوده و مهم تر از سایر موانع، نظیر عدم ثبات در سیاست دولت و تورم ارزیابی شده است. با توجه به این موضوع و با عنایت به اهمیت منابع مالی برای استمرار و افزایش ارزش شرکت ها، در پژوهش حاضر به دنبال بررسی عوامل تأثیر گذار همچون کیفیت حسابرسی و ساختار هیئت مدیره بر تأمین مالی برون سازمانی شرکت ها می باشیم. در همین راستا، این پژوهش با استفاده از داده های ۱۱۸ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در بازه زمانی ۱۳۹۱-۱۳۹۵، به دنبال یافتن پاسخ به این سؤال برآمد که آیا کیفیت حسابرسی و ساختار هیئت مدیره شرکت ها، بر تأمین مالی برون سازمانی آن ها تأثیر گذار است یا خیر؟

نتایج بدست آمده از تجزیه و تحلیل آماری فرضیه اول نشان داد بین تغییر در اعضای هیئت مدیره و خالص تغییر در تأمین مالی برون سازمانی رابطه معناداری وجود ندارد. یکی از دلایل نبود رابطه معنادار، بی توجهی تأمین کنندگان عمده منابع مالی (به ویژه بانک های دولتی)، به اطلاعات شرکت ها در این زمینه است، که این نشان از نبود قوانین دقیق درباره افشای این گونه اطلاعات از سوی شرکت ها دارد. یافته های فرضیه دوم نیز حاکی از عدم رابطه معنادار بین جدایی نقش مدیرعامل از ریاست هیئت مدیره با تأمین مالی برون سازمانی است. بر اساس الزامات قانونی مقرر در ماده ۱۲۴ قانون تجارت، در بیش از ۸۶ درصد از موارد، مدیرعامل همزمان رئیس هیئت مدیره شرکت ها نیستند. شاید بتوان دلیل این امر را این گونه بیان کرد که در برخی از شرکت ها، نه تنها عضویت در هیئت مدیره بلکه حتی ریاست هیئت مدیره، کاری ظاهری و تشریفاتی است، از این رو، از جانب اعضای هیئت مدیره و ریاست آن، نظارت خاصی بر عملکرد مدیرعامل شرکت انجام نمی شود و هیچ گونه مزایای عملکردی برای جدایی این دو نقش وجود ندارد. که این یافته مغایر با نتایج مقدم و مومنی یانسری (۱۳۹۱) است. در فرضیه سوم، نتایج تحلیل ضرایب رگرسیون، بیانگر رابطه مثبت و معنادار مدرک تحصیلی اعضای هیئت مدیره با تأمین مالی برون سازمانی است. هیئت مدیره برای نظارت بر مدیریت و مشارکت در تصمیم گیرهای مالی از جمله تأمین مالی، نیازمند دانش و مهارت های بالایی در زمینه حسابداری، بانکداری و قانون بازار سرمایه است تا بتواند به بهترین وجه در تأمین مالی برون سازمانی شرکت ها مؤثر باشد. فرض بر آن است که حضور افراد با سطح تحصیلات بالا در هیئت مدیره (برای نمونه، داشتن حداقل یک نفر با مدرک دکتری یا مدرک مالی 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 می رسد که حضور افراد با مدرک دکتری یا مالی میان اعضای هیئت مدیره، سبب بهبود نقش نظارتی هیئت مدیره می شود و اعتماد سهامداران، بستانکاران و اعطا کنندگان تسهیلات مالی را جلب می کند؛ همچنین وجود یک عنصر مالی با دانش و تجربه بالا می تواند باعث شود دیگر اعضاء نسبت به تصمیمات مالی حساس و هوشیار باشند. در نتیجه این امر می تواند بر تأمین مالی برون سازمانی شرکت ها تأثیر گذار باشد. این یافته با نتایج علی نژاد ساروکلای و تارفی (۱۳۹۶) نیز همآهنگ است. همچنین در فرضیه چهارم مشخص گردید که کیفیت حسابرسی نیز رابطه مثبت و معناداری با خالص تغییر در تأمین مالی برون سازمانی دارد. این یافته حاکی از آن است که موسسات حسابرسی بزرگ تر، خدمات حسابرسی را با کیفیت بیشتری ارائه می کنند. زیرا علاقه مند هستند که شهرت بهتری در بازار کار بدست آورند و از آنجا که تعداد مشتریان آن ها زیاد است نگران از دست دادن مشتریان خود نمی باشند. همچنین، تصور بر این است که چنین موسساتی به دلیل دسترسی به منابع و امکانات بیشتر برای آموزش حسابرسان خود و انجام آزمون های مختلف، خدمات حسابرسی را با کیفیت بیشتری ارائه می کنند. بنابراین می توان نتیجه گرفت که کیفیت حسابرسی بر تصمیمات تأمین مالی بخصوص تأمین مالی برون سازمانی شرکت ها تأثیر گذار بوده است. این نتیجه با تحقیقات چانگ و دیگران (۲۰۰۹)، چانگ و سان (۲۰۰۸) و خدادادی و همکاران (۱۳۹۵) همآهنگ و مغایر با یافته های علوی طبری و هاشمیان (۱۳۹۰) است.

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 برون سازمانی 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 برون سازمانی شرکت ها، پیشنهاد می شود پژوهشگران در تحقیقات آتی این عامل را در پژوهش خود لحاظ کنند.

با توجه به نتایج پژوهش مبنی بر عدم رابطه تغییر در اعضای هیئت مدیره و دوگانگی مسئولیت مدیرعامل با تأمین مالی برون سازمانی، به سازمان های تأمین کننده منابع مالی و سرمایه گذاران؛ پیشنهاد می شود در تخصیص منابع خود، اطلاعات شرکت را در این خصوص به طور دقیق مورد بررسی قرار دهند تا در دریافت منابع تخصیص داده شده دچار مشکل نشوند. همچنین، با توجه به معنادار بودن نقش مدرک تحصیلی اعضای هیئت مدیره و کیفیت حسابرسی بر تأمین مالی برون سازمانی شرکت ها، به سرمایه گذاران، اعطا کنندگان تسهیلات مالی و تمامی ذینفعان شرکت پیشنهاد می شود در تصمیمات خود به این امر توجه ویژه کنند. پیشنهاد می شود در تحقیقات آتی تأثیر متغیرهای پژوهش

حاضر بر انواع روش های تأمین مالی درون سازمانی نیز مورد بررسی قرار گیرد. تا نتایج بدست آمده با نتایج پژوهش حاضر، اطلاعات جامع تری را در اختیار بازار سرمایه ایران قرار دهد.

منابع و مراجع

- [۱] ابراهیمی کردلر، علی، یزدانیان، عالمه و استکی، حسین (۱۳۹۳). "بررسی رابطه بین مؤلفه های کیفیت حسابرسی و هزینه سرمایه در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران". مجله حسابرسی، نظریه و عمل، سال اول، شماره ۱، صص ۱۰۹-۱۳۰.
- [۲] احمدپور، احمد، کاشانی پور، محمد و شجاعی، محمدرضا (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.
- [۳] آقایی، پروین (۱۳۸۱). "عوامل مؤثر بر کیفیت حسابرسی مستقل: از دیدگاه حسابرسان مستقل و استفاده کنندگان خدمات حسابرسی". پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه الزهراء (س).
- [۴] آقایی، محمد علی و چالاکی، پری (۱۳۸۹). "بررسی رابطه بین ویژگی های حاکمیت شرکتی و مدیریت سود در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران". تحقیقات حسابداری و حسابرسی، شماره ۴، صص ۱-۲۴.
- [۵] باغومیان، رافیک و عزیززاده مقدم، کیوان (۱۳۹۳). "رابطه ویژگی های شرکت و ساختار سرمایه". مجله مطالعات تجربی حسابداری مالی، دوره یازدهم، شماره ۴۳، صص ۱۱۱-۱۳۳.
- [۶] بحرئ ثالث، جمال، بهنمون، یعقوب و مددی زاده، ابراهیم (۱۳۹۳). "ویژگی های هیئت مدیره و استراتژی مالیاتی جسورانه". مجله حسابداری مدیریت، سال هفتم، شماره ۲۲، صص ۵۳-۶۷.
- [۷] جعفری صمیمی، احمد، خزائی، ایوب و منتظری شورکچالی، جلال (۱۳۹۲). "بررسی اثر روش تأمین مالی بر رشد سودآوری بنگاه ها در ایران". مجله راهبرد اقتصادی، دوره دوم، شماره ۷، صص ۸۱-۱۰۶.
- [۸] جعفری، علی (۱۳۸۵). "عوامل مؤثر بر کیفیت حسابرسی". پایان نامه دکتری، دانشگاه علامه طباطبائی.
- [۹] چاوشی، کاظم، رستگار، محمد و میرزائی، محسن (۱۳۹۴). "بررسی رابطه اطمینان بیش از حد مدیران و انتخاب سیاستهای 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.
- [۱۰] حساس یگانه، یحیی، ولی زاده لاریجانی، اعظم و محمدی، امیر (۱۳۹۱). "بررسی تأثیر تخصص صنعت حسابرسان بر گزارشگری مالی و واکنش بازار سرمایه". مجله بورس اوراق بهادار، سال پنجم، شماره ۱۹، صص ۴۳-۶۴.
- [۱۱] 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.
- [۱۲] خدادادی، ولی، ویسی، سجاد و چراغی نیا، علی (۱۳۹۵). "بررسی رابطه بین کیفیت حسابرسی و ساختار سرمایه". مجله بررسی های حسابداری و حسابرسی، دوره سوم، شماره ۱۱، صص ۴۵-۶۴.
- [۱۳] خواجوی، شکراله و ابراهیمی میمند، مهدی (۱۳۹۴). "رابطه بین کیفیت حسابرسی و مدیریت سود با هدف دستیابی به آستانه های سود". مجله دانش حسابداری، سال ششم، شماره ۲۲، صص ۲۹-۵۶.
- [۱۴] خواجوی، شکراله و گرگانی فیروزجاه، ابوالفضل (۱۳۹۳). "بررسی رابطه بین ویژگی های هیئت مدیره و روش های تأمین مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران". مجله تحقیقات حسابداری و حسابرسی، شماره ۲۱، صص ۲۴-۳۷.
- [۱۵] عباس زاده، محمدرضا و منظرزاده، هاشم (۱۳۹۰). "بررسی احتمال صدور گزارش مقبول حسابرسان مستقل با استفاده از خصوصیات هیئت مدیره شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران". فصلنامه بررسی های حسابداری و حسابرسی، دوره ۱۸، شماره ۶۳، صص ۱۱۲-۹۵.
- [۱۶] علوی طبری، سید حسین و هاشمیان، سیده معصومه (۱۳۹۰). "تأثیر کیفیت حسابرسی بر تصمیمات تأمین مالی در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران". مجله پژوهش حسابداری، دوره اول، شماره ۱، صص ۱-۱۷.
- [۱۷] علی نژاد ساروکلانی، مهدی و تارفی، ستاره (۱۳۹۶). "تأثیر توانایی مدیریت بر سیاست تأمین مالی". مجله دانش حسابداری، دوره هشتم، شماره ۲ (۲۹)، صص ۱۵۹-۱۸۰.
- [۱۸] 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.

- [۱۹] مقدم، عبدالکریم و مومنی یانسنری، ابوالفضل (۱۳۹۱). "بررسی تأثیر برخی ویژگی های نظام راهبری شرکت بر تصمیم های ساختار سرمایه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران". مجله بررسی های حسابداری و حسابرسی، دوره نوزدهم، شماره ۲، صص ۱۲۳-۱۳۶.
- [۲۰] مهدوی، غلامحسین و رضایی، غلامرضا (۱۳۹۴). "بررسی اثرهای ساختار هیئت مدیره بر محدودیت در تأمین مالی شرکت های پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران"، مجله تحقیقات مالی، شماره ۱، دوره ۱۷، صص ۱۷۹-۱۹۸.
- [۲۱] نمازی، محمد، بایزیدی، انور و جبارزاده کنگرلویی، سعید (۱۳۹۰). "بررسی رابطه بین کیفیت حسابرسی و مدیریت سود شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران". مجله تحقیقات حسابداری و حسابرسی، سال سوم، شماره نهم، صص ۲۲.
- [۲۲] نیکبخت، محمدرضا و محمودی خوشرو، امید (۱۳۹۶). "بررسی عوامل مؤثر بر کیفیت حسابرسی در ایران با توجه به شاخص های هیئت نظارت بر حسابداری شرکت های سهامی عام". مجله بررسی های حسابداری و حسابرسی، دوره ۲۴، شماره ۳، صص ۴۴۱-۴۶۲.
- [۲۳] نیکبخت، محمدرضا، سیدی، عزیز و هاشم الحسینی، روزبه (۱۳۸۹). "بررسی تأثیر ویژگی های هیئت مدیره بر عملکرد شرکت". مجله پیشرفت های حسابداری، شماره اول، پیاپی ۵۸/۳، صص ۲۵۱-۲۷۰.
- [۲۴] نیکومرام، هاشم، طالب نیا، قدرت اله و خسروپور، سمانه (۱۳۹۲). "بررسی تأثیر شهرت حسابرس بر رابطه کیفیت اقلام تعهدی و هزینه بدهی". مجله دانش حسابداری و حسابرسی مدیریت، سال دوم، شماره ششم، صص ۷۷-۸۷.
- [25] Aghion, P., Angeletos, G., Banerjee, A. & Manova, K. (2007). Volatility and Growth: Credit Constraints and Productivity Enhancing Investment. Unpublished Manuscript.
- [26] Anderson R. C., Mansi S. A. & Reeb D. M. (2004). Board Characteristics, Accounting Report Integrity and the Cost of Debt. Journal of Accounting and Economics, 37(3), 315-342.
- [27] Anmol, B., Muhammad, J.A. and Doureige, J. (2015). Audit fees and capital structure decision, [http:// www.ssrn.com](http://www.ssrn.com)
- [28] Baatwah, S, R. Salleh, Z. & Ahmad, N. (2015). CEO characteristics and audit report timeliness: do CEO tenure and financial expertise matter? Managerial Auditing Journal, 30(8/9), 998-1022.
- [29] Carter, D. A., Simkins, B. J. & Simpson, W. G. (2003). Corporate governance, board diversity and firm value. The Financial Review, 38(1), 33-53.
- [30] Chang, J.Ch., Sun, H.L. (2008). The relation between Earning Informativeness, Earnings Management and Corporate Governance in the Pre and Post-SOX periods. Working paper, SSRN.
- [31] Chang, Xin., Dasgupta, S., & Hilary, G. (2009). The Effect of Auditor Quality on Financing Decisions. The Accounting Review, 84, 1085-117.
- [32] Datar, Srikant M., Feltham, Gerald A., & Hughes, John S. (1991). The role of audits and audit quality in valuing new issues. Journal of Accounting and Economics, 14, 3-49.
- [33] Daud, Z., Taskeen Qazi, L., & Rahman, A.U. (2015). Corporate governance and External Finance: An Empirical Study of the Banking and Financial Sector of the Karachi Stock Exchange. Pakistan Business Review, 16(4), 759-788.
- [34] Davidson, R, A, and Neu, D. (1993). A note on the association between audit firm size and audit quality. Contemporary accounting research, 9, 479-488.
- [35] DeAngelo, L. E. (1981). Auditor size and audit quality. Journal of Accounting and Economics, 3, 183-99.
- [36] Drobetz, W., Haller, R., Meier, I., Tarhan, V. (2014). Cash flow sensitivities during financial crises. Hamburg Financial Research, Working Paper.
- [37] Fernando, G.D., Abdel-Meguid A.M. , Elder R.J. (2010). Audit Quality Attributes, Client Size and Cost of Equity Capital. Review of Accounting and Finance, 9(4), 363-381.
- [38] Fortin, S. & Pittman, J. A. (2007). The role of auditor choice in debt pricing in private firms. Contemporary Accounting Research, 24(3). 859-896.
- [39] Frank, M. Z. & Goyal, V. K. (2003). Testing the Pecking Order Theory of Capital Structure. Journal of Financial Economics, 67(2), 217-248.

- [40] Harford, J., Li, K., & Xinlei Z. (2007). Corporate Boards and the Leverage and Debt Maturity Choices. available at: <http://ssrn.com/abstract=891300>.
- [41] Hasan, A., Butt, S.A. (2009). Impact of Ownership Structure and Corporate Governance on Capital Structure of Pakistani Listed Companies. *International Journal of Business and Management*, 4(2), 50-57.
- [42] 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.
- [43] Matsunaga, S. R., Wang, S. & Yeung, P. E. (2013). Does Appointing a Former CFO as CEO Influence a Firm's Accounting Policies? Working Paper, University of Oregon.
- [44] Minhat, M., & Dzolkarnaini, N. (2017). Which firms use Islamic financing?. *Economics Letters*, 150, 15-17.
- [45] Palmrose, Z. V. (1988). An analysis of auditor litigation and audit service quality. *Accounting Review*, 63, 55-73.
- [46] Pittman, A., & Fortin, S. (2004). Auditor choice and the cost of debt capital for newly public firms. *Journal of Accounting and Economics*, 37, 113-36.
- [47] Putterman, L. (1993). Ownership and the nature of the firm. *Journal of Comparative Economics*, 17(2), 243-263.
- [48] 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.
- [49] VivekMande, Young K. Park. (2012). Myungsoo Son, Equity or Debt Financing: Does Good Corporate Governance Matter?. *International Review*, 20(2), 195-211.
- [50] Wallace, W. (1998). Changes in European and Australian companies when they choose a 'Big 5' auditor?. *European Management Journal*, 16, 653-59.
- [51] Yermack, D. (1996). Higher market valuation of companies with a small board of directors. *Journal of Financial Economics*, 40, 185-211.