

## The Effect of Corporate Governance and Audit Quality on Bank Loan Financing in Private Companies

Zahra Zamani<sup>1</sup>, Zahra Sohrabi<sup>2\*</sup>

1- Assistant Professor, Department of Economics, Faculty of Administrative Sciences and Economics, Shahid Ashrafi Esfahani University Isfahan, Iran  
z\_zamani85@yahoo.com

2- Masters student, Department of Economics, Faculty of Administrative Sciences and Economics, Shahid Ashrafi Esfahani University, Isfahan, Iran  
z\_sohrabi@yahoo.com

### Abstract

The present study aimed to examine the effect of corporate governance and audit quality on bank loan financing in companies in the industries such as production, mining, commerce, and transportation. There are many financing methods. In Iran, financing is mostly provided through approved credit by banks. However, the share of banks and other financial institutions in the corporate governance is not large at all. Banks and other financial institutions usually focus on the quality of financial reporting and control practices applied within a company. Hence may have a direct relationship between financing through bank loans and corporate governance and the quality of auditing companies. The study population included a sample of 15 companies in the industries, including production, mining, commerce, and transportation, over an 11-year period 2004-2015. A multivariate regression model was used to test the hypotheses. The study results indicated that the corporate governance produces a positive and significant effect on bank loan financing, while audit quality produces none.

**Keywords:** Corporate Governance, Audit Quality, Financing, The Number of Board Members, Return on Assets

### بررسی اثر حاکمیت شرکتی و کیفیت حسابرسی بر تأمین مالی از طریق وام بانکی در شرکت‌های خصوصی

زهرا زمانی<sup>۱</sup>، زهرا سهرابی<sup>۲\*</sup>

۱- استادیار، گروه اقتصاد، دانشکده علوم اداری و اقتصاد، دانشگاه شهید اشرفی اصفهانی، اصفهان، ایران

z\_zamani85@yahoo.com

۲- دانشجوی کارشناس ارشد، گروه مدیریت، دانشکده علوم اداری و اقتصاد، دانشگاه شهید اشرفی اصفهانی، اصفهان، ایران

zahasohrabii@yahoo.com

### چکیده

پژوهش حاضر تأثیر حاکمیت شرکتی و کیفیت حسابرسی را بر تأمین مالی از طریق وام بانکی در شرکت‌های فعال در حوزه صنعت، معدن، بازرگانی و حمل و نقل بررسی می‌کند. برای تأمین منابع مالی راه‌های زیادی وجود دارد. این کار در ایران بیشتر با دریافت اعتبار از بانک‌ها صورت می‌گیرد؛ با وجود این، سهم بانک‌ها و سایر مؤسسه‌های مالی در حاکمیت شرکتی شرکت‌ها بسیار پایین است. بانک‌ها و سایر مؤسسه‌های مالی به کیفیت گزارشگری مالی و شیوه‌های کنترلی اعمال شده درون شرکت توجه می‌کنند؛ از این رو ممکن است رابطه مستقیم بین تأمین مالی از طریق وام بانکی و حاکمیت شرکتی و کیفیت حسابرسی شرکت‌ها وجود داشته باشد. جامعه آماری این پژوهش شامل نمونه‌ای از ۱۵ شرکت فعال در حوزه صنعت، معدن، بازرگانی و حمل و نقل برای دوره ۱۱ ساله از سال ۱۳۸۳ تا ۱۳۹۳ به صورت تابلویی است. برای آزمون فرضیه‌ها از الگوی رگرسیونی چندمتغیره استفاده شده است. نتایج نشان می‌دهد وجود حاکمیت شرکتی، تأثیر مثبت و معناداری بر تأمین مالی از طریق وام بانکی دارد؛ در حالی که کیفیت حسابرسی این تأثیر را ندارد.

**واژه‌های کلیدی:** حاکمیت شرکتی، کیفیت حسابرسی، تأمین مالی، تعداد اعضای هیئت مدیره، بازده دارایی

## مقدمه

سرمایه در هر کسب و کاری از مهم ترین عوامل تولید است و کارآفرینان و تولیدکنندگان برای تولید محصول یا ارائه خدمات خود به تأمین سرمایه نیازمندند. تأمین مالی برای شرکت ها اهمیت فراوانی دارد؛ زیرا ادامه فعالیت شرکت ها در گرو تأمین مالی است [۱۸]. مسئله تأمین مالی پروژه ها و بنگاه های اقتصادی در سال های اخیر به یکی از چالش های اصلی توسعه بخش خصوصی و در نتیجه به مانعی برای شتاب رشد اقتصادی کشور تبدیل شده است. این امر به ویژه در شرایط کنونی که بنگاه های اقتصادی با شرایط رکودی و بیشتر بانک ها با مشکل تأمین نقدینگی روبه رو هستند، بیش از پیش به مشکلات واحدهای تولیدی و بنگاه ها افزوده است؛ زیرا مسئله تأمین مالی بنگاه ها از ضرورت ها و پیش نیازهای اصلی و اساسی افزایش تولید ملی است؛ در واقع، بدون تجهیز بنگاه های اقتصادی به منابع کافی، نباید انتظار داشت توانایی کافی برای افزایش تولید ملی وجود داشته باشد.

برای تأمین مالی شرکت ها، روش ها و ابزارهای گوناگونی وجود دارد که هر کدام ویژگی های مربوط به خود را دارد؛ این ابزارها و روش ها نسبت به نیازها، توان مالی، شرایط اقتصادی و تنوع رفتار مردم در سرمایه گذاری و روبه روشن شدن با خطر، تبیین و به کار گرفته می شود [۱۸]. از جمله روش های تأمین مالی، بازار سرمایه، وام های بانکی و اوراق قرضه است؛ ولی با توجه به اینکه بازار سهام در ایران با رکود روبه رو شده است و چهارچوب لازم برای انتشار اوراق قرضه وجود ندارد، شرکت ها به روش های دیگری روی آورده اند. رایج ترین منابع تأمین مالی از منابع خارج از بنگاه عبارت اند از: وام بانکی، قرض گرفتن از بازارهای غیررسمی، استفاده از منابع اختصاص یافته در قالب

طرح های دولتی از قبیل وجوه اداره شده و صندوق توسعه ملی و نیز استفاده از ابزارهای مالی رایج در بازار سرمایه یعنی انتشار سهام. انتخاب هر کدام از این روش ها به عوامل زیادی بستگی دارد. در این مطالعه سعی شده است اثر دو عامل حاکمیت شرکتی و کیفیت حسابرسی بر تأمین مالی بررسی شود. نظام حاکمیت شرکتی، توزیع حقوق و مسئولیت های اعضای شرکت ها را مشخص می کند؛ اعضای مانند مدیران، کارکنان، سهامداران و سایر شخصیت های حقوقی و حقیقی که از فعالیت های شرکت تأثیر می گیرند و بر آنها اثر می گذارند. این نظام، قانون ها و رویه هایی برای تعیین فرایندهای تصمیم گیری در شرکت مانند هدف گذاری، تعیین ابزارهای رسیدن به اهداف و طراحی سیستم های کنترلی را معین می کند و با راه هایی که تأمین کنندگان منابع مالی برای اطمینان از بازگشت سرمایه شان به کار می بندند، ارتباط تنگاتنگی دارد [۱]. سازوکار حاکمیت شرکتی سبب کم شدن مشکلات نمایندگی در شرکت ها می شود. کیفیت این سازوکارها نسبی و از شرکتی به شرکت دیگر متفاوت است [۲۶]. با توجه به اینکه فرض می شود کیفیت حاکمیت شرکتی در همه مراحل ایجاد ارزش در شرکت وجود دارد و یکی از روش های ایجاد ارزش، کسب منابع مالی و کاهش هزینه های تأمین مالی است، به نظر می رسد کیفیت حاکمیت شرکتی بر تأمین مالی در شرکت ها مؤثر است. حسابرسی، نوعی نظارت در شرکت ها برای عدم تقارن اطلاعاتی و کنترل آزادی عمل مدیران در گزارشگری مالی است؛ بنابراین، کیفیت حسابرسی صورت های مالی، از مهم ترین ابزارهای به دست آوردن اطمینان از شفافیت اطلاعات مالی شرکت ها به شمار می رود و موجب افزایش قدرت پیش بینی اطلاعات حسابداری مانند نسبت های مالی و سود هر سهم می شود [۱۶].

در سال‌های اخیر پژوهشگران، مطالعات نظری زیادی درباره موضوع تأمین مالی و هزینه های آن و روش‌های تأمین مالی درون مؤسسه‌ها، تعاونی‌ها و صنعت‌ها به طور جداگانه انجام داده‌اند؛ اما از نظر بررسی آماری و الگوسازی اقتصادی بر موضوع تأمین مالی از طریق وام بانکی و ارتباط آن با حاکمیت شرکتی و کیفیت حسابرسی در حوزه صنعت، معدن، حمل و نقل و بازرگانی، پژوهشی انجام نشده است؛ بنابراین، در این مطالعه تأثیر حاکمیت شرکتی و کیفیت حسابرسی بر تأمین مالی از طریق وام بانکی در شرکت‌های خصوصی در چهار حوزه ذکر شده و رابطه بین آنها بررسی شده است. اهداف این پژوهش شامل ارزیابی اثر حاکمیت شرکتی بر تأمین مالی با استفاده از وام بانکی در شرکت‌های خصوصی منتخب در حوزه صنعت، معدن، حمل و نقل و بازرگانی و ارزیابی اثر کیفیت حسابرسی بر تأمین مالی با استفاده از وام بانکی در شرکت‌های خصوصی منتخب در این حوزه‌هاست؛ بنابراین، این مطالعه با مطرح کردن عوامل مؤثر بر تأمین مالی از طریق وام بانکی به ویژه در حوزه صنعت، معدن، حمل و نقل و بازرگانی، راهکارهایی برای فراهم کردن تأمین مالی از طریق وام بانکی و کاهش موانع تأمین مالی با این روش پیشنهاد می‌کند.

## مبانی نظری

از جمله تصمیم‌هایی که مدیران بنگاه‌های خصوصی برای بیشتر کردن ثروت سهامداران می‌گیرند، تصمیم‌های مربوط به تأمین مالی است. چرخه تولید، توسعه و پیشرفت شرکت‌های سهامی با منابع مالی مناسب به حرکت درمی‌آید. برای اجرا و تکمیل پروژه‌های صنعتی و اجرایی، لازم است منابع سرمایه مناسب، تهیه و تدارک دیده شود و همین امر سبب

اهمیت روش تأمین مالی می‌شود؛ بنابراین، انتخاب مناسب‌ترین شیوه تأمین مالی به شناخت بازارهای سرمایه بستگی دارد. با درک بازارهای سرمایه و کسب آگاهی لازم از این بازارها، منابع مالی مورد نیاز تدارک دیده می‌شود. بهترین ابزار تأمین مالی با توجه به شرایط داخلی شرکت و منبع تأمین کننده مالی متفاوت است و انتخاب آن با در نظر گرفتن این شرایط و معیارها امکان پذیر است. معیارهای انتخاب مناسب‌ترین روش تأمین مالی به ۳ دسته معیارها و شرایط داخلی شرکت، معیارهای منبع تأمین کننده مالی و عامل‌های کلان اقتصادی - سیاسی تقسیم می‌شود [۲۴]. فاکتورهای اصلی تعیین کننده منبع تأمین مالی مناسب شامل ریسک، بازده، میزان تأمین مالی و افق زمانی سرمایه گذاری است. هر یک از منابع تأمین مالی، میزان ریسک پذیری خاص خود را دارد. بازده مورد انتظار (سود یا بهره دریافتی) آنها نیز بر این اساس متفاوت است. حجم تأمین مالی نیز عامل مهمی است؛ زیرا برخی منابع تأمین مالی در میزان تأمین مالی که قادر به انجام آن است، محدودیت دارد. افق زمانی سرمایه گذاری، عامل مهم دیگری به شمار می‌رود؛ زیرا هیچ منبع تأمین مالی نمی‌خواهد تا ابد منابع خود را درگیر یک پروژه سرمایه گذاری کند؛ اما منابع تأمین مالی از نظر میزان افق زمانی که برای سرمایه گذاری خود در نظر می‌گیرند، با یکدیگر متفاوت اند [۴]. معیارها و شرایط داخل شرکت یا پروژه‌هایی که توانایی تأمین مالی دارد نیز عبارت است از: سازوکار تقسیم سود ابزار مالی، محدودیت استفاده از وجوه ابزار مالی، ساختار بهینه سرمایه، هزینه فرایند تأمین مالی، وضعیت اعتباری شرکت و ریسک مرتبط با ابزار مالی [۲۴]. در بعد عوامل کلان اقتصادی - سیاسی نیز مواردی همچون سیاست‌های مالی دولت، سیاست‌های پولی بانک مرکزی، سیاست‌های نظارتی

سازمان بورس و وجود محدودیت‌های شرعی و قانونی، از عوامل اثرگذار بر روش تأمین مالی است که مدیران برای انتخاب و تصمیم‌گیری باید به آنها توجه کنند [۴]. موارد ارائه‌شده در سه سطح ذکر شده، مهم‌ترین طبقه‌بندی از معیارهایی است که به مدیران برای انتخاب شیوه تأمین مالی مناسب کمک می‌کند.

کیانی (۲۰۱۵) معتقد است سهم زیادی از تأمین مالی شرکت‌ها با استفاده از وام بانکی دریافت می‌شود. در سال ۱۳۸۶ تقریباً ۷۴ درصد از منابع مالی را تسهیلات بانکی تأمین کرده است. در این سال حدود ۳ درصد اوراق بهادار با درآمد ثابت، ۴ درصد با سهام و ۱۷ درصد با بودجه عمرانی دولت بوده است. در سال ۱۳۹۲، تسهیلات بانکی رشد داشته و از ۷۴ درصد به ۸۳ درصد رسیده است. اوراق بهادار با درآمد ثابت مانند اوراق مشارکت، انواع صکوک از ۳ درصد به ۲ درصد کاهش و سهام، از ۴ درصد به ۷ درصد افزایش یافته است که تا حدودی پررنگ‌تر شدن نقش بازار سهام را نشان می‌دهد [۲۲]؛ بنابراین، این نتیجه حاصل می‌شود که تأمین مالی از طریق وام بانکی بیشترین سهم را در تأمین مالی بنگاه‌ها دارد و مطالعه عوامل مؤثر بر آن مهم است. این نوع از تأمین مالی به عوامل درون‌زا و برون‌زا بستگی دارد. عوامل برون‌زا با سیاست‌های دولت و وضعیت اقتصادی کشور در ارتباط است که خارج از کنترل شرکت و مدیر آن است. عوامل درون‌زا شامل مواردی مانند حاکمیت شرکتی، سن شرکت، اندازه، اندازه وام‌های قبلی، هزینه وام، کیفیت سود، کیفیت گزارشگری مالی و سایر موارد است. این پژوهش با هدف بررسی تأثیر معیارهای حاکمیت شرکتی و کیفیت حسابرسی بر تأمین مالی از طریق وام بانکی انجام شده است؛ بدین منظور، عوامل درون‌زای مؤثر بر تأمین مالی از طریق وام بانکی شامل حاکمیت شرکتی (اندازه

هیئت مدیره، درصد اعضای غیرموظف، مالکیت مدیر عامل)، سن شرکت و کیفیت حسابرسی، متغیرهای مستقل و اندازه شرکت، اندازه وام‌های قبلی، هزینه وام، سود شرکت و بازده دارایی، متغیرهای کنترلی در این پژوهش است.

حاکمیت شرکتی، فلسفه و سازوکاری است که تسهیل‌کننده خلق ارزش برای سهامداران و وام‌دهندگان به شرکت از طریق مدیریت امور شرکت است و این اطمینان را ایجاد می‌کند که منافع فردی و جمعی همه سهامداران، وام‌دهندگان و قرض‌دهندگان به شرکت حفظ شود. اصول حاکمیت شرکتی مقتدر، زیربنایی است که اطمینان سرمایه‌گذاران و قرض‌دهندگان بر آن استوار می‌شود. این نظام که قانون‌ها و رویه‌هایی را برای تعیین فرایندهای تصمیم‌گیری در شرکت (شامل هدف‌گذاری، تعیین ابزارهای رسیدن به هدف‌ها و طراحی سیستم‌های کنترلی) معین می‌کند، با راه‌هایی که تأمین‌کنندگان منابع مالی برای اطمینان از بازگشت سرمایه‌شان به کار می‌بندند، ارتباط تنگاتنگی دارد. برای محاسبه حاکمیت شرکتی، معیارهای متفاوتی از جمله اندازه هیئت مدیره، مالکیت مدیرعامل، سن شرکت، اندازه شرکت، درصد اعضای هیئت مدیره، سهامداران کنترلی و سهامداران نهادی وجود دارد که در این مطالعه برای محاسبه حاکمیت شرکتی، شاخص‌های اندازه هیئت مدیره، مالکیت مدیرعامل، سن شرکت، اندازه شرکت، درصد اعضای هیئت مدیره، به‌منزله شاخص‌های اصلی در نظر گرفته شده است. حاکمیت شرکتی مطلوب ممکن است بر تصمیم‌گیری‌های راهبردی تأثیر بگذارد؛ برای مثال تصمیم‌هایی که هیئت مدیره می‌گیرد مانند تأمین مالی برون‌سازمانی، نوع، میزان و سررسید آن [۱۷]. هر شرکت سهامی را صاحبان سهام اداره می‌کنند که قانون، عنوان مجمع

و منفی بین اندازه شرکت و تصمیم‌های سرمایه‌گذاری وجود دارد. تاکانوری<sup>۳</sup> (۲۰۱۴) معتقد است رابطه معنادار مثبت بین مالکیت مدیرعامل و شکاف بازده اوراق قرضه موردانتظار دارندگان این اوراق وجود دارد. ضرایب برآوردشده درباره هیئت مدیره خارجی و اندازه هیئت مدیره به دلیل هم‌خطی بین متغیرهای حاکمیت، آمار معناداری نبود. همچنین درباره سررسید بدهی از نظر آماری رابطه، معنادار است و نشان می‌دهد اوراق قرضه با سررسیدهای طولانی‌تر، میزان بهره بالاتری دارد. در بررسی‌های وی<sup>۴</sup> و همکاران (۲۰۱۱) این نتیجه به دست آمد که یکی بودن وظیفه مدیرعامل و رئیس هیئت مدیره در نقش یکی از متغیرهای اطمینان‌یاب از حد، سبب ساختار سررسید بدهی ضعیف‌تری شده است. راب و رابینسون<sup>۵</sup> (۲۰۰۹) نشان دادند تأمین مالی در شرکت‌های تازه تأسیس با وام بانکی، هفت برابر بیشتر از سایر روش‌های تأمین مالی است. همچنین میانگین شرکت‌هایی که با منابع برون‌سازمانی تأمین مالی کرده‌اند، دو برابر بیشتر از میانگین شرکت‌هایی است که با منابع درون‌سازمانی تأمین مالی کرده‌اند. فدایی‌واحد و مایلی (۲۰۱۴) با بررسی اولویت‌بندی عوامل مؤثر بر تأمین مالی در ایران با استفاده از روش تحلیل سلسله‌مراتبی (AHP)، دریافته‌اند عوامل کلی مرتبط با منبعی که قرار است تأمین مالی شود، با داشتن وزن ۰/۵۹۵، اولویت نخست را کسب کرده است و عوامل مرتبط با منبعی که تأمین مالی می‌کند و عوامل کلان اقتصادی به ترتیب با وزن ۰/۲۱۶ و ۰/۱۸۹ در اولویت‌های بعدی قرار دارد. عوامل مرتبط با منبعی که قرار است تأمین مالی شود، از مؤثرترین عوامل بر تأمین مالی شرکت‌ها یا پروژه‌ها در ایران است؛ یعنی شرکت

عمومی به آنان داده است. هریک از اعضای هیئت مدیره، نماینده سهامدارند؛ یعنی از طرف سهامدار نمایندگی دارند در امور جاری شرکت اقدام کنند. هارفورد<sup>۱</sup> و همکاران (۲۰۰۷) با بررسی نقش هیئت مدیره در تصمیم‌های تأمین مالی به ویژه انتخاب بدهی کوتاه‌مدت، دریافته‌اند هیئت مدیره قوی‌تر، شرکت را مجبور می‌کند بدهی و به‌طور خاص بدهی کوتاه‌مدت بیشتری جذب کند. پژوهش آنها نشان می‌دهد هیئت مدیره قدرت تنظیم سیاست‌های تأمین مالی را دارد و ترکیب هیئت مدیره بر سررسید بدهی اثرگذار است؛ اما نظارت اثربخش، وظیفه چالش‌برانگیزی برای هیئت مدیره است. تأثیر جنبه‌های مختلف هیئت مدیره ممکن است در محیط حاکمیت شرکتی متفاوت باشد؛ به عبارتی برخی از جنبه‌های هیئت مدیره، نظارتی اثربخش‌تر نسبت به دیگر جنبه‌ها فراهم کند. به علاوه برخی جنبه‌ها ممکن است بر نظارت بر اهرم (تأمین مالی) و سررسید بدهی تأثیر داشته باشد و برخی جنبه‌ها بی‌تأثیر باشد. حتی ممکن است در فرهنگ تجاری خاصی، تأثیر هیئت مدیره بر انتخاب نوع تأمین مالی و سررسید بدهی متفاوت باشد؛ از این رو، هدف این پژوهش آزمون تجربی ویژگی‌های هیئت مدیره در نقش ابزار حاکمیت شرکتی اثربخش بر انتخاب نوع تأمین مالی توسط شرکت در محیط تجاری ایران است؛ بدین منظور، ویژگی‌های هیئت مدیره شامل درصد اعضای غیرموظف هیئت مدیره و اندازه هیئت مدیره و نیز مالکیت مدیرعامل شرکت به منزله یکی دیگر از ویژگی‌های حاکمیت شرکتی بر تأمین مالی بررسی می‌شود. کلاسن و فلور<sup>۲</sup> (۲۰۱۵) دریافته‌اند رابطه معنادار مثبت بین اندازه شرکت (دارایی‌های در محل شرکت) و تأمین مالی وجود دارد و رابطه معنادار

3. Takanori

4. Wei

5. Robb & Robinson

1. Harford

2. Clausen & Flor

بدهی دارد. سینایی و رضاییان (۲۰۰۵) تأثیر ویژگی‌های شرکت‌ها بر سرمایه (اهرم مالی) را بررسی کردند. نتایج حاصل از پژوهش آنها نشان می‌دهد اندازه شرکت از مهم‌ترین عوامل تأثیرگذار بر تعدیل یا انتخاب تصمیم‌های تأمین مالی محسوب می‌شود. همچنین سودآور بودن شرکت، ساختار مالکیت متفاوت و تغییر عوامل مؤثر بر تحلیل بنیادی شرکت‌ها مانند سهام شناور آزاد و سود سهام، از دیگر عوامل مؤثر بر انتخاب شیوه‌های تأمین مالی است.

یکی از آثار منفی جدایی مالکیت از مدیریت، نبودن تقارن اطلاعاتی بین مدیران و سرمایه‌گذاران است. نبودن تقارن اطلاعاتی از طریق اطلاعات معتبر و شفاف کاهش داده می‌شود [۱۶]؛ بنابراین، باید ریسک موردانتظار سرمایه‌گذاران نیز کاهش یابد [۱۰]. فرانسیس<sup>۱</sup> و همکاران (۲۰۰۵) دریافتند یکی از راه‌های کاهش ریسک سرمایه‌گذاران، افزایش کیفیت حسابرسی است. افزایش کیفیت افشا، شفافیت اطلاعات مالی شرکت‌ها را بهبود می‌دهد و به سرمایه‌گذاران در ارزیابی بهتر عملکرد شرکت کمک می‌کند. حساب‌رسان با ایفای وظیفه اعتباردهی به صورت‌های مالی، به سرمایه‌گذاران کمک می‌کنند از منصفانه بودن اطلاعات مندرج در صورت‌های مالی و توانایی اتکای آنها اطمینان حاصل کنند؛ بنابراین، سرمایه‌گذاران و تأمین‌کنندگان منابع مالی، به استقلال حسابرس و کیفیت کار حسابرسی توجه می‌کنند؛ این دو عامل، نقش کلیدی در تهیه گزارش حسابرسی دارند [۳]. یافته‌های مطالعات متعدد نشان می‌دهد کیفیت حسابرسی با تصمیم‌های سرمایه‌گذاران، تأمین‌کنندگان منابع مالی و سایر فعالان بازار سرمایه در ارتباط است. طبق بیانیه مفهوم‌های بنیادی حسابرسی (۱۹۶۹)، حسابرسی

باید در انتخاب روش تأمین مالی به ویژگی‌های درونی خود توجه کند. بین عوامل مرتبط با منبعی که قرار است تأمین مالی شود، سازوکار تقسیم سود و هزینه‌فرآیند تأمین مالی، بیشترین تأثیر را بر تأمین مالی ایران دارد. مرادی و باقری (۲۰۱۴) با بررسی تأمین مالی رشد شرکت از منابع داخلی با در نظر گرفتن چرخه عمر شرکت با استفاده از الگوی رگرسیون چندمتغیره و تجزیه و تحلیل داده‌های تابلویی، دریافتند منبع تأمین مالی داخلی، از منابع اصلی تأمین مالی رشد شرکت است. یافته‌های آنها نشان می‌دهد چرخه عمر شرکت‌ها بر رابطه بین سودآوری و رشد تأثیر دارد و تأثیر سودآوری گذشته بر رشد شرکت در دوره بلوغ، بیش از سایر مرحله‌های چرخه عمر شرکت است. پژوهش‌های طبیعی و همکاران (۲۰۱۴) نشان داد عوامل ساختاری مانند سن، اندازه، سودآوری، رشد و ساختار دارایی بر میزان استفاده از سهام سازمان بورس (در نقش شاخص بازار سرمایه) برای تأمین مالی بنگاه‌های منتخب استان اصفهان اثر معناداری دارد. حاجی‌ها و اخلاقی (۲۰۱۳) با بررسی تأثیر ویژگی‌های هیئت‌مدیره بر ساختار سررسید بدهی شرکت، دریافتند در سطح کل نمونه و در سطح صنعت‌های خودرویی، سیمان، گچ و دارویی، اندازه هیئت‌مدیره بر ساختار سررسید بدهی تأثیرگذار است و این رابطه نیز مثبت است. همچنین رابطه معنادار منفی بین درصد اعضای غیرموظف هیئت‌مدیره و ساختار سررسید بدهی در سطح کل نمونه وجود دارد. احمدپور و همکاران (۲۰۱۱) نیز نشان دادند کیفیت حاکمیت شرکتی (از طریق تأثیر نظارت حاصل از حضور سهامداران نهایی عمده) بر هزینه بدهی شرکت‌ها مؤثر است. همچنین استفاده از حساب‌رسان مشهور با کار باکیفیت، موجب کاهش هزینه بدهی شرکت‌ها نشده است؛ بلکه این موضوع رابطه مستقیم و معنادار با هزینه

بر تصمیم‌های مالی شرکت‌های مدنظر و نیز ساختار سرمایه آنها می‌کاهد.

### روش پژوهش

جامعه آماری پژوهش شامل شرکت‌های خصوصی در حوزه صنعت، معدن، بازرگانی و حمل‌ونقل است. روش نمونه برداری، مبتنی بر روش حذف سیستماتیک است؛ به این صورت که نمونه انتخابی شامل شرکت‌هایی است که سال مالی آنها به ۲۹ اسفندماه هر سال منتهی باشد و طی بازه زمانی پژوهش، سال مالی خود را تغییر نداده باشند. اطلاعات مورد نیاز نیز شامل صورت‌های مالی و یادداشت‌های همراه آنها برای استخراج داده‌ها در قلمرو پژوهش، در دسترس باشد. با در نظر گرفتن شرایط فوق در مجموع ۱۵ شرکت طی ۱۱ سال و به عبارتی ۱۶۵ سال - شرکت برای نمونه انتخاب شدند.

در این پژوهش از الگوی رگرسیون چندمتغیره زیر (برگرفته از الگوی مطالعه تاکانوری، ۲۰۱۴) برای بررسی تأثیر حاکمیت شرکتی و کیفیت حسابرسی بر تأمین مالی از طریق وام بانکی در شرکت‌های خصوصی چهار حوزه صنعت، معدن، حمل‌ونقل و بازرگانی، ضمن کنترل اثر سایر عوامل مؤثر بر این رابطه استفاده شده است:

$$F_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 BSize_{i,t} + \beta_2 NED_{i,t} + \beta_3 CEO_{i,t} + \beta_4 AGE_{i,t} + \beta_5 FSize_{i,t} + \beta_6 LSize_{i,t} + \beta_7 CL_{i,t} + \beta_8 BEN_{i,t} + \beta_9 BigA_{i,t} + \beta_{10} ROA_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

که در آن  $F_{i,t}$  تأمین مالی شرکت در سال  $t$  با استفاده از وام بانکی،  $BSize_{i,t}$  اندازه هیئت‌مدیره شرکت در سال  $t$  درصد اعضای غیرموظف هیئت‌مدیره شرکت در سال  $t$ ،  $CEO_{i,t}$  مالکیت مدیرعامل شرکت در سال  $t$ ،  $AGE_{i,t}$  سن شرکت در سال  $t$ ،  $BigA_{i,t}$  کیفیت

فرایندی سازمان‌یافته برای جمع‌آوری و ارزیابی بی‌طرفانه شواهد درباره ادعاهای مربوط به فعالیت‌ها و وقایع اقتصادی است. برای تعیین میزان انطباق این ادعاها با معیارهای از پیش تعیین‌شده و گزارش نتایج به اشخاص ذی‌نفع، تعریف‌های گوناگونی از کیفیت حسابرسی شده است. دی آنجلو<sup>۱</sup> (۱۹۸۱) تعریفی متداول از کیفیت حسابرسی ارائه کرده است. او کیفیت حسابرسی را چنین تعریف می‌کند: ارزیابی (استنباط) بازار از احتمال اینکه حسابرس، موارد تحریف‌های مهم در صورت‌های مالی یا سیستم حسابداری صاحبکار را کشف کند و این تحریف‌ها را گزارش کند. احتمال اینکه حسابرس موارد تحریف‌های مهم را کشف کند، به شایستگی او و احتمال اینکه موارد تحریف‌های بااهمیت کشف شده را گزارش کند، به استقلالش بستگی دارد. از آنجا که هدف از حسابرسی ایجاد اطمینان نسبت به صورت‌های مالی است، کیفیت حسابرسی، احتمال این است که صورت‌های مالی شامل کژنمایی بااهمیتی نباشد؛ در واقع، این تعریف بر نتایج حسابرسی تأکید می‌کند؛ یعنی توانایی اطمینان به صورت‌های مالی حسابرسی شده، کیفیت حسابرسی را منعکس می‌کند؛ بنابراین، حسابرسی صورت‌های مالی از مهم‌ترین ابزارهای به‌دست‌آوردن اطمینان از شفافیت اطلاعات مالی شرکت‌ها به شمار می‌رود و موجب افزایش قدرت پیش‌بینی اطلاعات حسابداری مانند نسبت‌های مالی و سود هر سهم می‌شود [۶]. چانگ<sup>۲</sup> و همکاران (۲۰۰۸) رابطه بین کیفیت و شهرت حسابرسان با تصمیم‌های مالی را بررسی کردند و الگو و شواهدی ارائه کردند که نشان می‌دهد کیفیت و شهرت حسابرسان بر تصمیم‌های مالی شرکت‌ها تأثیر دارد و نشان دادند کیفیت بالای حسابرسی از تأثیر شرایط بازار

1. De Angelo  
2. Chang

حسابرسی شرکت در سال  $t$ ، اندازه شرکت،  $FSize_{i,t}$ ، اندازه وام‌های قبلی شرکت،  $CL_{i,t}$ ، هزینه وام،  $LSize_{i,t}$ ، سود شرکت،  $BEN_{i,t}$ ، بازده دارایی و  $\varepsilon_{i,t}$  جزء اخلال الگوست.

با توجه به الگوی ارائه شده در این مطالعه، برای تبیین تأثیر حاکمیت شرکتی و کیفیت حسابرسی بر تأمین مالی از طریق وام بانکی، از الگوی رگرسیون چندمتغیره در قالب الگوی داده‌های تابلویی استفاده شده است. متغیرهای این پژوهش به این روش محاسبه شده‌اند: متغیر وابسته، تأمین مالی است؛ تأمین مالی فرایندی است که در آن مدیران شرکت برای فراهم کردن منابع مالی لازم برای شرکت یا پروژه با استفاده از ابزارهای تأمین مالی، اقدام به جمع‌آوری منابع مالی می‌کنند. جهانخانی و پارسایان (۱۹۹۵) می‌گویند تأمین مالی عبارت از مدیریت منابع سرمایه است. هدف اصلی، انتخاب ترکیبی از منابع مالی است که هزینه سرمایه را حداقل و ارزش شرکت را برای سرمایه‌گذاری حداکثر کند. شباهنگ (۱۹۹۵) بیان کرد شرکت راه‌های مختلفی را برای تأمین مالی در اختیار دارد که از نظر زمان سررسید به تأمین مالی کوتاه‌مدت، میان‌مدت و بلندمدت و از لحاظ محل تأمین منابع، به منابع داخلی و خارجی تقسیم می‌شود. در این مطالعه متغیر تأمین مالی از طریق مانده وام بانکی در پایان سال مالی طبق صورت‌های مالی سنجیده می‌شود. از چهار متغیر حاکمیت شرکتی شامل اندازه هیئت مدیره، درصد اعضای غیرموظف هیئت مدیره، مالکیت مدیرعامل شرکت و سن شرکت و نیز از متغیر کیفیت حسابرسی به منزله متغیرهای مستقل استفاده شده است. اندازه هیئت مدیره که با تعداد اعضای آن سنجیده می‌شود، عنصری مهم در ویژگی‌های هیئت مدیره است. حساس یگانه (۲۰۰۸) معتقد است تعداد بهینه اعضای

هیئت مدیره باید به گونه‌ای تعیین شود که نسبت به این موضوع اطمینان خاطر ایجاد شود که اعضای کافی برای پاسخ‌گویی به وظایف هیئت مدیره و انجام وظایف مختلف هیئت مدیره وجود دارد. شواهد تجربی نشان می‌دهد هیچ اتفاق نظری درباره اندازه بهینه هیئت مدیره وجود ندارد. گرین<sup>۱</sup> (۲۰۰۵) معتقد است تعداد اعضای هیئت مدیره باید محدود باشد تا امکان بحث و تبادل نظر درباره مسئله‌ها و مشکل‌های شرکت مهیا شود. هیئت مدیره‌های بزرگ‌تر، قدرت کمتری دارند. در اینگونه هیئت مدیره‌ها، توافق و اجماع درباره موضوعی خاص بسیار دشوار است. گودستین<sup>۲</sup> و همکاران (۱۹۹۴) دریافته‌اند هیئت مدیره‌های کوچک‌تر (بین ۴ تا ۶ عضو)، مؤثرترند؛ زیرا به دلیل کوچک بودن، قادرند تصمیم‌های راهبردی به موقع بگیرند. حضور مدیران غیرموظف در هیئت مدیره شرکت، سنگ‌بنای حاکمیت شرکتی امروزی است [۱۸] و به بازار این علامت را می‌دهد که شرکت و مدیران اجرایی و موظف، به طور مؤثر کنترل و نظارت می‌شوند که این امر مسئله نمایندگی را حل می‌کند. پفیفر و سالانسیک<sup>۳</sup> (۱۹۷۸) معتقدند مدیران غیراجرایی هیئت مدیره، نقش محوری در ارتقای ظرفیت و توانایی شرکت به دلیل رویکرد برون‌سازمانی خود ایفا می‌کنند. این امر، سبب کاهش ابهام درباره شرکت و افزایش توان شرکت برای بالابردن وجوه خود می‌شود. بالابردن توان وجوه شرکت، اعتبار شرکت را نزد تأمین‌کنندگان مالی بالا می‌برد و توانایی گرفتن منابع مالی برای شرکت را افزایش می‌دهد. در این پژوهش همانند پژوهش‌های حسن و بوث<sup>۴</sup> (۲۰۰۹)، گادفرد<sup>۵</sup> و همکاران (۲۰۰۹) و ایزدی‌نیا و رسایان (۲۰۱۰)، این

1. Green  
2. Goodstein  
3. Pfeffer & Salancick  
4. Hassan & Butt  
5. Godfred



حسابرسی در برابر دیگر مؤسسه‌ها) به منزله شاخصی برای سنجش کیفیت حسابرسی استفاده کرده است. در این پژوهش کیفیت حسابرسی بر اساس اندازه مؤسسه حسابرسی اندازه گیری می‌شود. برای کنترل آثار سایر عامل‌های تعیین‌کننده تأمین مالی از طریق وام بانکی، این عامل‌ها به صورت متغیرهای کنترل وارد معادله شد. از جمله متغیرهای استفاده شده در این پژوهش، اندازه شرکت، اندازه وام‌های قبلی، هزینه وام‌های قبلی، سود شرکت و بازده دارایی است.

در این پژوهش همانند پژوهش ایزدی نیا و رساییان (۲۰۱۵)، برای اندازه‌گیری اندازه شرکت از لگاریتم طبیعی مجموع دارایی‌های شرکت، اندازه وام‌های قبلی، مانده حساب وام‌های شرکت که طی سال‌های گذشته گرفته شده و در صورت‌های مالی شرکت افشا شده است، هزینه وام‌های قبل، مانده حساب بهره متعلق به وام‌های دریافتی سال‌های گذشته که در صورت‌های مالی افشا شده است، سود شرکت که در صورت سود و زیان شرکت افشا شده است و شاخص بازده دارایی شرکت از تقسیم سود خالص به مجموع دارایی‌ها محاسبه می‌شود، استفاده می‌شود.

### یافته‌ها

بر اساس داده‌های گردآوری شده، قلمرو مکانی و زمانی و ارزیابی آمار توصیفی، میانگین متغیر اندازه شرکت برابر با ۲۲۵/۲۴۴ است که نشان می‌دهد بیشتر داده‌ها پیرامون این نقطه تمرکز یافته‌اند. به طور کلی معیارهای پراکندگی، معیارهایی برای تعیین میزان پراکندگی داده‌ها از یکدیگر با میزان پراکندگی آنها نسبت به میانگین است. از مهم‌ترین معیارهای پراکندگی، انحراف معیار است. بین متغیرها، اندازه شرکت بیشترین و اندازه هیئت مدیره، کمترین میزان

متغیر از درصد نسبت اعضای غیرموظف هیئت مدیره به کل اعضای آن به دست می‌آید. هوانگ و سانگ<sup>۱</sup> (۲۰۰۶) رابطه برخی مؤلفه‌های ساختار سرمایه را با نسبت بدهی مطالعه کردند و نشان دادند نسبت بدهی با افزایش سودآوری و سهم مالکیت مدیریت در شرکت کاهش می‌یابد. همچنین برگر<sup>۲</sup> و همکاران (۱۹۹۷) نشان دادند شرکت‌ها با هیئت مدیره سهامدار، اهرم مالی بیشتری دارند. دنیس و میهوف<sup>۳</sup> (۲۰۰۳) نیز این رابطه مثبت را تأیید کرده‌اند. در این پژوهش همانند پژوهش‌های کومار<sup>۴</sup> (۲۰۰۳)، رز<sup>۵</sup> (۲۰۰۵) و نمازی و کرمانی (۲۰۰۹)، مالکیت مدیریت با درصد سهامی اندازه‌گیری می‌شود که اعضای خانواده هیئت مدیره نگهداری می‌کنند. سن شرکت شامل چرخه عمر آن است (بدو تأسیس تا تاریخ بررسی) و بیشتر شرکت‌هایی که قدیمی‌ترند (سن بالاتری دارند)، در بازارهای رقابتی دوام می‌آورند و شرکت‌های معتبرتری محسوب می‌شوند. در این پژوهش همانند پژوهش ایزدی نیا و رساییان (۲۰۱۵) سن شرکت از تفاوت سال  $t$  و سال تأسیس شرکت به دست آمده است. نمازی و همکاران (۲۰۱۱) معتقدند کیفیت حسابرسی، تابع عوامل متعددی چون توانایی حسابرس و اجرای عملیات حرفه‌ای است. بسیاری از مطالعه‌ها به دلیل دشوار بودن اندازه‌گیری کیفیت واقعی حسابرسی، برداشت از کیفیت حسابرسی را آزمون کرده‌اند. به نظر دی آنجلو (۱۹۸۱) مؤسسه‌های حسابرسی بزرگ، حسابرسی بهتری ارائه می‌کنند؛ زیرا خوش‌نامی بیشتر و منابع قوی‌تری برای جذب کارمندان خبره دارند. پس از او بررسی‌های متعددی، از اندازه مؤسسه‌های حسابرسی (مؤسسه‌های بزرگ و بین‌المللی

1. Huang & Song  
2. Berger  
3. Denis & Mihov  
4. Kumar  
5. Rose

رگرسیون و آزمون LR استفاده شده است. همچنین ضریب اطمینان در سطح ۹۵٪ در نظر گرفته شده است. در جدول (۱)، نتایج تخمین الگو ارائه شده است:

پراکنندگی را دارد (به ترتیب ۳۰۵/۹۷ و ۰/۹۰۲)؛ این میزان نشان می‌دهد این دو متغیر به ترتیب کمترین و بیشترین میزان تغییرها را دارند.

بنابراین برای آزمون الگو، از ضریب تعیین  $R^2$  برای ارزیابی نیکویی برازش و آزمون F برای معناداری کلی

### جدول (۱) نتایج تخمین الگو

$F_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 BSiz_{i,t} + \beta_2 NED_{i,t} + \beta_3 CEO_{i,t} + \beta_4 AGE_{i,t} + \beta_5 FSize_{i,t} + \beta_6 LSize_{i,t} + \beta_7 CL_{i,t} + \beta_8 BEN_{i,t} + \beta_9 BigA_{i,t} + \beta_{10} ROA_{i,t} + \varepsilon_i$				
متغیرها	نماد	ضریب	آماره t	(احتمال $P >  z $ )
اندازه هیئت مدیره	$BSiz_{i,t}$	-۵/۵۹۲	-۲/۰۶	۰/۰۳۹
درصد اعضای غیرموظف هیئت مدیره	$NED_{i,t}$	۰/۶۹۹	۲/۸۳	۰/۰۰۵
مالکیت مدیرعامل	$CEO_{i,t}$	۰/۳۹۱	۳/۵۲	۰/۰۰۰
سن شرکت	$AGE_{i,t}$	۰/۱۳۵	۰/۶۴	۰/۵۲۰
اندازه شرکت	$FSize_{i,t}$	۰/۱۵۴	۸/۱۶	۰/۰۰۰
اندازه وام‌های قبلی	$LSize_{i,t}$	۰/۷۲۲	۱۰/۴۲	۰/۰۰۰
هزینه وام	$CL_{i,t}$	۰/۰۲۶	۰/۵۴	۰/۵۸۷
سود شرکت	$BEN_{i,t}$	-۰/۳۶۸	-۴/۳۵	۰/۰۰۰
بازده دارایی	$ROA_{i,t}$	۰/۰۲۵	۰/۱۲	۰/۹۰۶
کیفیت حسابرسی	$BigA_{i,t}$	۰/۸۶۹	۰/۵۱	۰/۶۱۴
آماره F	۵/۳۹	P-Value	۰/۰۰۰۰	
مقدار آزمون هاسمن	۹۷/۱۶	P-Value	۰/۰۰۰۰	
ضریب تعیین	۰/۹۷۶۲			
آماره LR	۳۵۵/۶	P-Value	۰/۰۰۰۰	

همان‌گونه که انتظار می‌رفت متغیر مستقل اندازه هیئت مدیره، رابطه معنادار و معکوس با متغیر وابسته (تأمین مالی از طریق وام بانکی) دارد. متغیر مستقل درصد اعضای غیرموظف هیئت مدیره، رابطه معنادار و مستقیم و متغیر مستقل مالکیت مدیرعامل، رابطه مثبت و معنادار با متغیر وابسته دارد. براساس این مطالب این نتیجه به دست می‌آید که رابطه معنادار بین تأمین مالی از طریق وام بانکی و عامل نظارت مفید هیئت مدیره (حاکمیت شرکتی) وجود دارد؛ این رابطه از طریق متغیر اندازه هیئت مدیره، درصد اعضای غیرموظف آن و

از آنجا که احتمال آماره LR کمتر از ۰/۰۵ محاسبه شده است و الگو، ناهمسانی واریانس دارد، از روش حداقل مربعات تعمیم یافته (GLS) برای رفع این مشکل استفاده شده است. همان‌طور که در جدول (۱) مشخص است، مطابق با آماره F ارائه شده، برآورد الگوی بالا با احتمال زیر ۰/۰۵ معنادار است؛ به عبارتی، الگوی بالا رابطه معناداری را بین نظارت مفید هیئت مدیره و تأمین مالی از طریق وام بانکی در شرکت‌های عضو نمونه نشان می‌دهد. این معناداری برای رابطه بین کیفیت حسابرسی و تأمین مالی از طریق وام بانکی وجود ندارد.

مالکیت مدیرعامل اندازه‌گیری می‌شود. این یافته نشان می‌دهد شرکت‌های با حاکمیت شرکتی ضعیف، مشکل‌های بیشتری برای گرفتن وام بانکی خواهند داشت. از آنجا که اعتباردهندگان، سهم کمی در ساختار حاکمیت شرکتی دارند، به شیوه‌های کنترل داخلی اعمال شده در شرکت توجه می‌کنند؛ بنابراین، فرضیه پژوهش مبنی بر وجود رابطه بین حاکمیت شرکتی و تأمین مالی از طریق وام بانکی رد نمی‌شود. همچنین نتایج نشان می‌دهد متغیر کیفیت حسابرسی رابطه معناداری با تأمین مالی از طریق وام بانکی ندارد؛ یعنی استفاده از شرکت‌های بزرگ حسابرسی برای انجام حسابرسی صورت‌های مالی، تأمین مالی بیشتری از طریق وام بانکی به همراه ندارد. متغیر اندازه شرکت و اندازه وام‌های قبلی، ضریب مثبت و معنادار دارد؛ بنابراین، پیش‌بینی می‌شود شرکت‌های بزرگ‌تر و شرکت‌هایی که موفق شده‌اند در سال‌های گذشته وام بانکی بگیرند، بیشتر برای گرفتن وام از بانک‌ها موفق می‌شوند. متغیر سود شرکت نیز معنادار است و رابطه منفی با تأمین مالی از طریق وام بانکی دارد. وجود رابطه منفی به این معنی است که شرکت‌های با سود بیشتر، نسبت به تأمین مالی از طریق قرض گرفتن به‌ویژه وام بانکی تمایل کمتری دارند.

## نتایج و پیشنهادها

پیشرفت در صنعت هر کشور و رشد تولیدات، مستلزم برنامه‌های سرمایه‌گذاری در دوره‌های زمانی مختلف است و از طریق آن پشتوانه عظیمی در اقتصاد هر کشور به دست می‌آید. منابع این سرمایه‌گذاری‌ها از طریق سود انباشته، فروش سهام جدید، تسهیلات بانکی، استقراض یا ترکیبی از این منابع به دست می‌آید.

پژوهش حاضر به دنبال تحلیل تأثیر حاکمیت شرکتی و کیفیت حسابرسی بر تأمین مالی از طریق وام بانکی برای درک بهتر محتوای تأمین مالی و برخی عوامل درون زای مؤثر بر آن در بازارهای مالی ایران بوده است؛ در واقع، این مطالعه به دنبال یافتن پاسخ این سؤال است که آیا اعتباردهندگان یا تأمین‌کنندگان سرمایه به کیفیت سازوکار حاکمیت شرکتی و کیفیت حسابرسی شرکت‌های متقاضی اعتبار، توجه دارند یا خیر. حاکمیت شرکتی در این پژوهش نشان دهنده میزان نظارت هیئت مدیره است؛ بدین معنا که هیئت مدیره و اعضای آن این امکان را دارند که نظارت و کنترل صحیحی بر فعالیت مدیرعامل داشته باشند. بدین صورت مدیرعامل می‌تواند منافع خود را بر منافع اعتباردهندگان ترجیح دهد. همچنین نظارت درست، به کمک حسابرسان امکان‌پذیر می‌شود و کیفیت حسابرس به اندازه مؤسسه حسابرسی وابسته است. این دو مقوله بر ریسک پرداخت نکردن و ریسک اطلاعاتی اعتباردهندگان تأثیرگذار است. نتیجه به دست آمده درباره متغیرهای اندازه هیئت مدیره و درصد اعضای غیرموظف آن با نتایج پژوهش تاکانوری (۲۰۱۴) همسوست و وجود رابطه مثبت معنادار بین اندازه هیئت مدیره و درصد اعضای غیرموظف آن را با هزینه تأمین مالی از طریق اوراق قرضه نشان می‌دهد. رابطه مثبت و معنادار مشاهده شده بین مالکیت مدیرعامل و تأمین مالی از طریق وام بانکی، با نتایج پژوهش احمدپور و همکاران (۲۰۱۱) سازگار است و نشان می‌دهد شرکت‌هایی که درصد سهام نگهداری شده توسط اعضای خانواده هیئت مدیره در آنها بالاست، بیشتر برای قرض گرفتن موفق می‌شوند؛ بنابراین، در این پژوهش از بین دو فرضیه اصلی، فرضیه اول مبنی بر تأثیر حاکمیت شرکتی بر تأمین مالی

پیشنهاد می‌شود سرمایه‌گذاران، اعتباردهندگان، مدیران شرکت‌ها و افرادی که بر تأمین مالی شرکت‌ها اثرگذارند، برای حرکت در مسیر صحیح به نتایج به‌دست آمده توجه کنند. همچنین انجام دادن پژوهش‌هایی درباره‌ی الگوهای این پژوهش برای شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و گروه صنعت‌های مختلف و به تفکیک هر صنعت، مفید به نظر می‌رسد. با توجه به اینکه در پژوهش حاضر از چند معیار حاکمیت شرکتی استفاده شده است، باید تأثیر ساختار حاکمیتی و کیفیت حسابرسی بر تأمین مالی از طریق وام بانکی را با به کارگیری سایر معیارهای حاکمیتی بررسی کرد.

همواره گام‌نهادن در راه رسیدن به هدف با محدودیت‌هایی همراه است. در این پژوهش انتخاب نمونه از بین شرکت‌های فعال در بخش صنعت، معدن، بازرگانی و حمل‌ونقل به روش حذف سیستماتیک انجام شده است و همه‌ی طبقه‌های صنعت‌های موجود را در بر نمی‌گیرد؛ بنابراین، به هنگام تعمیم نتایج حاصل از پژوهش به سایر شرکت‌ها و صنعت‌ها باید با احتیاط عمل شود. بازه زمانی این پژوهش سال‌های ۱۳۸۳ تا ۱۳۹۳ است؛ پس در تعمیم نتایج به دوره‌های قبل و بعد از این بازه زمانی، باید با دقت عمل شود. داده‌های استخراج شده از صورت‌های مالی شرکت‌ها به سبب تورم، تعدیل نشده است. در صورت تعدیل اطلاعات ذکر شده، ممکن است نتایجی متفاوت با نتایج فعلی حاصل شود. نتایج پژوهش حاضر، در سطح کل شرکت‌ها و بدون تفکیک بر اساس نوع صنعت به دست آمده و ممکن است درباره‌ی هر یک از صنعت‌ها به‌طور مجزا، نتایج متفاوتی حاصل شود. یکی از عوامل محاسبه شده در این پژوهش، کیفیت حسابرسی است که محاسبه آن بدون قضاوت شخصی نیست.

شرکت‌ها با استفاده از وام بانکی تأیید شد که این با رابطه‌ی موردانتظار در متون نظری سازگار است. دلیل این نتیجه‌گیری آن است که هر سه متغیر نماینده نظارت مفید هیئت مدیره (حاکمیت شرکتی)، رابطه‌ی معنادار و مثبت با تأمین مالی از طریق وام بانکی دارد. دلیل این امر جایگاه ویژه‌ی سازوکار حاکمیت شرکتی نزد اعتباردهندگان در تصمیم‌گیری نسبت به اعطای وام یا اعطای وام است. همچنین با توجه به اینکه امکان کنترل شرکت توسط اعتباردهندگان در کشور ما وجود ندارد، حاکمیت شرکتی در اعطای اعتبار، مدنظر قرار می‌گیرد. نتایج جدول (۱) نشان می‌دهد برخلاف پیش‌بینی‌های قبلی، استفاده از حساب‌برسان مشهور و با کار با کیفیت، سبب افزایش میزان تأمین مالی از طریق وام بانکی نمی‌شود و این متغیر رابطه‌ی معناداری با تأمین مالی از طریق وام بانکی ندارد. نتیجه به‌دست آمده با پژوهش علوی طبری و هاشمیان (۲۰۱۲) همخوانی دارد. نتایج حاصل از پژوهش آنان با موضوع «تأثیر کیفیت حسابرسی بر تصمیم‌های تأمین مالی»، نشان می‌دهد کیفیت حسابرسی بر ساختار سرمایه‌ی شرکت‌ها تأثیر معناداری ندارد؛ بنابراین، فرضیه دوم در این پژوهش مبنی بر تأثیر کیفیت حسابرسی بر تأمین مالی شرکت‌ها با استفاده از وام بانکی رد می‌شود.

با توجه به نتایج ذکر شده باید گفت منابع مالی در ایران به‌طور عمده از طریق بانک‌ها و سایر مؤسسه‌های مالی و به‌صورت اعتبار در اختیار شرکت‌ها قرار می‌گیرد. این سازمان‌ها اهمیت نسبی برای کیفیت سازوکارهای نظارتی برآمده از یک سیستم حاکمیت شرکتی خوب و مفید قائل‌اند؛ ولی در ظاهر برای نحوه و کیفیت گزارش‌ها و اطلاعات منتشر شده به‌وسیله شرکت‌ها اهمیت چندانی قائل نیستند.

## References

- [1] Ahmadpour, A., Kashanipoor, M., & Shojaei, M. R. (2011). the effect of corporate governance and audit quality on cost of debt financing. *Journal of the Accounting and Auditing Review*, 17: 17-48. (in persian).
- [2] Alavitabari, S. M., Hashemiyan, B. (2012). Investigating the factors affecting the quality of auditing in the audit institutions of the member of the Iranian society of official accountants. *Journal of Audit Knowledge*, 15: 47-70. (in persian).
- [3] Bazrafshan, A., Hejazi, R., Rahmani, A., & Bastani, S. (2015). Meta-Analysis of audit committee independence and financial reporting quality. *Journal of Management Accounting*, 8: 101-117. (in persian).
- [4] Berger, F., Waltner, D., & Vall, S. (1997). Managerial entrenchment and capital structure decisions. *Journal of Finance*, 52(4): 1411-1438.
- [5] Chang, X., Dasgupta, S., & Hilary, G. (2008). the Effect of Auditor Quality on Financing Decisions. Hong Kong: University of Science and Technology.
- [6] Clausen, S., Flor, C. R. (2015). the impact of assets-in-place on corporate financing and investment decisions. *Journal of Banking & Finance*, 4: 64-80.
- [7] DeAngelo, L. (1981). Auditor size and audit quality. *Journal of Accountancy and Economics*, 3(3): 183-199.
- [8] Denis, D. J., Mihov, V. T. (2003). the choice among bank debt, nonbank private debt and public debt: Evidence from new corporate borrowings. *Journal of Financial Economics*, 70: 3-28.
- [9] FadaieVahed, M., Mayeli, M. R. (2014). Priorities factors influencing the financing in Iran wieh the AHP approach. *Quarterly Journal of Fiscal and Economic Policies*, 2: 141-160. (in persian).
- [10] Fernando, G. D., Elder, R. J., & Abdelmeguid, A. M. (2008). Audit quality attributtes, client size and cost of capital. Available at: <http://ssrn.com/abstract=817286>.
- [11] Financial Accounting Standards Board (FASB). (1969). Byanyh financial accounting concepts.
- [12] Francis, J., Lafond, R., olsson, P., & Schipper, K. (2005). the market pricing of accruals quality. *Journal of Accountancy and Economics*, 39(2): 295-327.
- [13] Godfred, A., Bokpin, A., & Arko, C. (2009). Ownership structure, corporate governance and capital structure decisions of firms. *Journal of Economics and Finance*, 26(4): 246-256.
- [14] Goodstein, J., Gautam, K., & Boeker, W. (1994). the effect of board size and diversity on strategic change. *Strategic Management Journal*, 15: 241-250.
- [15] Green, S. (2005). Sarbanes Oxley and the Board of Directors. New Jersey: John Wiley & Sons, Inc, Hoboken.
- [16] Hajiha, Z., Akhlaghi, H. (2013). the investigation of the board characteristics' effect on firm debt maturity structure. *Journal of Management Accounting*, 17: 59-74. (in persian).
- [17] Harford, J., Li, K., & Xinlei, Z. (2007). Corporate boards and the leverage and debt maturity choices. Available at: <http://ssrn.com/abstract=891300>.
- [18] Hasan, A., Butt, S. A. (2009). Impact of ownership structure and corporate governance on capital structure of Pakistan listed companies. *International Journal of Business and Management*, 4(2): 50-57.
- [19] Hasas Yeganeh, Y. (2008). the relationship between institutional investors and corporate value. *Journal of the Accounting and Auditing Review*, 15: 107-122. (in persian).
- [20] Huang G., Song, F. (2006). the determinants of capital structure: Evidence from China. *China Economic Review*, 17: 14-36.
- [21] Izadinia, N., Rasaiian, A. (2010). Survey the relationship between some corporate governance instruments and economic and financial measures of performance. *Journal of Accounting Knowledge*, 1: 53-72. (in Persian).
- [22] Izadinia, N., Rasaiian, A. (2015). Impact of the company life cycle characteristics on the asymmetry of time operating cash flows of companies accepted in Tehran Stock Exchange. *Journal of Accounting Knowledge*, 15: 57-76. (in Persian).
- [23] Jahankhani, A., Parsayian, A. (1995). Fundamental of Managerial Finance. Tehran: Samt. (in persian).

- [24] Kiyani, A. (2015). [Http://www. mbri. ac. Ir/ default. Aspx? Page name= news & Id= 181509](http://www.mbri.ac.ir/default.aspx?Page%20name=news%20&%20id=181509). (in persian).
- [25] Kumar, J. (2003). Does ownership structure influence firm value? Evidence from India. Working paper. [online]. Available at: [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com).
- [26] Muradi, J., Bagheri, F. (2014). Finance firm growth of domestic resources, while taking into account the life cycle of the company (evidence of the theory of a pyramid respectively). *Journal of Financial Management Strategy*, 2: 22-37. (in persian).
- [27] Namazi, M., Kermani, E. (2009). Investigating the effects of ownership structure on the performance of the companies accepted in the Tehran Stock Exchange. *Journal of Accounting and Auditing Review*, Serial Number 1000364, 15(4): 83-100. (in persian).
- [28] Namazi, M., Bayazidi, A., & Jabbarzadeh Kangarluei, S. (2011). Determining the relationship between auditing quality and earnings management for listed companies in the Tehran security. *Accounting Research* ISSN 2251-8428. 9: 10:28. (in persian).
- [29] Pfeffer, J., Salancick, G. R. (1978). *the External Control of Organisations: A Resource-Dependence Perspective*. New York: Harper & Row.
- [30] Robb, A., Rabinson, D. (2009). *the capital structure decisions of new firms*. Kauffman/ Cleveland Federal Reserve Bank. Electronic copy. Available at: <http://ssrn.com/abstract=1345895>.
- [31] Rose, C. (2005). Managerial ownership and firm performance in listed danish firms: in search of the missing link. *European Management Journal*, 23(5): 542-553.
- [32] Shabahang, R. (1995). *Financial Management*. Tehran: Center of Professional Accounting & Auditing Studies. (in persian).
- [33] Sinaei, H., Rezaian, A. (2005). A study of the firms factors on capital structure (financial leverage). *Journal of Humanities and Social Sciences*, (19): 53-72. (in persian).
- [34] Takanori, T. (2014). Corporate governance and the cost of public debt financing: Evidence from Japan. *Journal of Japanese Int, Economies*, 34: 315-335.
- [35] Tayebi, S. K., Heydariyan, S., Malek Hosaini, S. H., & MohamadPour, R. (2014). Capital market role in financing economic enterprises: A selection of small and medium sized industries in Esfahan province. *Journal of Development In Monetary and Banking Management*, 1: 1-27. (in persian).
- [36] Wei, J., Min, X., & Jiaying, Y. (2011). Managerial overconfidence and debt maturity structure of firms analysis based on China's listed companies. *China Finance Review International*, 1(3): 262-279.