

بررسی رابطه بین ویژگی‌های هیأت مدیره و روش‌های تأمین مالی

شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

دکتر شکراله خواجهی^۱

دانشیار حسابداری دانشگاه شیراز

ابوالفضل گرگانی فیروزجاه

دانشجوی ارشد حسابداری دانشگاه شیراز

تاریخ دریافت: ۹۲/۱/۲۸، تاریخ پذیرش: ۹۲/۵/۲۰

چکیده

هدف این مقاله بررسی رابطه بین ویژگی‌های هیأت مدیره و روش‌های تأمین مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. جامعه آماری این پژوهش را ۶۵ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تشکیل می‌دهد که در طی سال‌های ۱۳۸۳ تا ۱۳۸۹ مورد بررسی قرار گرفته است. از تحلیل آماری رگرسیون خطی چند متغیره برای آزمون فرضیه‌های پژوهش استفاده شده است. نتایج آزمون فرضیه‌های پژوهش نشان می‌دهد که بین اندازه‌ی هیأت مدیره و تأمین مالی داخلی شرکت‌ها رابطه منفی معناداری وجود دارد و همچنین، بین استقلال هیأت مدیره و درصد مالکیت اعضای هیأت مدیره با تأمین مالی خارجی رابطه منفی معناداری وجود دارد. از سوی دیگر، نتایج پژوهش نشان می‌دهد که بین استقلال هیأت مدیره و درصد مالکیت اعضای هیأت مدیره با تأمین مالی داخلی و اندازه‌ی هیأت مدیره و تأمین مالی خارجی رابطه آماری معناداری وجود ندارد. نتایج پژوهش در خصوص متغیرهای کنترلی نشان‌دهنده آن است که بین اندازه شرکت‌ها و تأمین مالی داخلی آن‌ها رابطه مثبت معنادار و بین عمر و اهرم مالی شرکت‌ها با تأمین مالی داخلی آن‌ها رابطه منفی معناداری وجود دارد. همچنین، نتایج پژوهش نشان می‌دهد که بین اندازه، عمر و اهرم مالی شرکت‌ها با تأمین مالی خارجی رابطه مثبت معناداری وجود دارد.

^۱ نویسنده مسئول

واژه‌های کلیدی: تأمین مالی داخلی، تأمین مالی خارجی، اندازه‌ی هیأت مدیره، استقلال هیأت مدیره و درصد مالکیت اعضای هیأت مدیره.

Board of director's attitudes and financing methods relation of listed companies of Tehran Stock Exchange

Abstract

The goal of this research is to investigate the relation between board of directors' attitudes and financing methods of listed companies of Tehran Stock Exchange. This research population includes 65 listed companies of Tehran Stock Exchange during 2004-2011. The multivariate linear regression analysis is used to hypotheses testing. Results of research hypotheses testing indicate that there is a significant negative relation between the board of directors' size and internal financing. Moreover, there is a significant negative relation between board of directors' independency and the board of directors' ownership percent with external financing either. On the other hand, research results show that there is significant statistical relation between board of director independency and the board of directors' ownership percent with external financing and a similar relation between the board of directors' size and external financing. Results of control variables demonstrate that there is a significant positive relation between firm size and internal financing and a significant negative relation between firm life time and financial leverage with internal financing. Also, results show that there is a significant positive relation between the firm size, firm life time and financial leverage with external financing.

Keywords: Internal financing, External financing, Board of directors size, Board of directors independency, Board of directors ownership.

۱. مقدمه

شرکت‌ها با توجه به ترکیب ساختار مدیرانشان دارای فرصت‌های متفاوت بالقوه‌یی در تأمین منابع مالی می‌باشند، برخی از شرکت‌ها با توجه به در اختیار داشتن مدیرانی دارای تخصص، استقلال، قدرت قانونی لازم و اعتبار متفاوت دارای روش‌ها و توانایی متفاوتی در جذب منابع خارجی از سوی سرمایه‌گذاران و اعتباردهندگان و همچنین دارای کارایی متفاوتی در ایجاد منابع داخلی برای انجام سرمایه‌گذاری‌های شرکت هستند. از سوی دیگر نبود توانایی در تأمین مالی و جوه برای سرمایه‌گذاری، ممکن است ناشی از شرایط بد اعتباری، نبود توانایی در گرفتن وام و یا نبود توانایی در انتشار سهام جدید یا وجود دارایی‌های غیر نقدشونده باشد. امروزه با وجود ساختارهای مدیریت راهبردی گوناگون و شکل‌گیری شرکت‌های سهامی و مشارکت عمومی، به طور قابل ملاحظه‌ای روش‌های مدیریتی شرکت‌ها نسبت به گذشته تغییر یافته است. در شرکت‌های سهامی جدایی مالکان از مدیریت موجب بوجود آمدن مشکلات نمایندگی؛ به علت متفاوت بودن در تابع مطلوبیت هر دو گروه؛ می‌گردد.

شرکت‌ها در تصمیمات تأمین مالی، با دو منبع تأمین مالی داخلی و تأمین مالی خارجی روبه‌رو هستند. منابع مالی داخلی، شامل جریان‌های وجوه نقد حاصل از فعالیت‌های، فروش دارایی‌های و سود انباشته و منابع خارجی در بر گیرنده‌ی وجوه تحصیل شده از طریق بازار مالی مانند، انتشار اوراق مشارکت، صدور سهام جدید و دریافت تسهیلات از بانک هستند. مدیران باید تصمیم بگیرند وجوه مورد نیاز خود را چگونه تأمین کنند و منابع مالی در دسترس را چگونه مصرف کنند. آن‌ها می‌توانند این منابع مالی را صرف پرداخت سود به سهامداران، اجرای پروژه‌های سرمایه‌گذاری سودآور، تسویه‌ی بدهی‌های موعده رسیده و افزایش سرمایه-ی در گردش، کنند [۱۴].

موضوع اصلی در مباحث ساختار هیأت مدیره، مسأله نمایندگی است؛ چرا که تضاد منافع بین مدیران و سهامداران به ایجاد هزینه‌های نمایندگی منجر می‌شود. مالکیت پراکنده (غیر متمرکز) به این دلیل موجب بروز مسأله نمایندگی می‌شود که توانایی و انگیزه‌های سهامداران برای کنترل کردن مدیریت ضعیف خواهد شد؛ چرا که سهم آنها اندک است [۲]. از سویی شرکت‌ها زمانی با محدودیت در تأمین مالی مواجه هستند که بین هزینه‌های داخلی و هزینه‌های خارجی وجوه تخصیص داده شده با یک شکاف روبه رو باشند. از دلایل عمده وجود اختلاف بین هزینه تأمین مالی داخلی و خارجی، عدم تقارن اطلاعاتی و مشکلات نمایندگی را می‌توان نام برد [۱۲].

با توجه به موارد بالا این پرسش مطرح می‌شود که: آیا ارتباط معناداری بین ویژگی‌های هیأت مدیره شرکت‌ها و روش‌های تأمین مالی آن‌ها وجود دارد یا خیر؟ بنابراین هدف اصلی این مقاله بررسی ارتباط بین ویژگی‌های هیأت مدیره و روش‌های تأمین مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است.

مبانی نظری پژوهش

هیأت مدیره بزرگتر معمولاً از قدرت و اثربخشی سازمانی بیشتری نسبت به هیأت مدیره کوچکتر برخوردار است. هیأت مدیره بزرگ و قدرتمند، به تقویت رابطه شرکت‌ها با محیط‌شان کمک می‌کند، همچنین خدمات مشاوره‌ای مفید در رابطه با راهبردهای شرکت ارائه و نقشی حیاتی در ایجاد هویت شرکت ایفا می‌کنند [۶]. اثربخشی هیأت مدیره علاوه بر اندازه آن، با ترکیب هیأت مدیره نیز مرتبط است؛ به طوری که هیأت مدیره‌هایی که نسبت قابل ملاحظه‌ای از آنها را اعضای غیرموظف تشکیل می‌دهند، نظارت مؤثرتری بر مدیریت شرکت اعمال و اختیارات آنان را محدود می‌کند. مدیران غیرموظف به دلیل منافع‌شان حاضر به تبانی با مدیران اجرایی شرکت نیستند. از آنجایی که اکثر مدیران غیرموظف در سایر شرکت‌ها دارای سمت‌های اجرایی مدیریت و تصمیم‌گیری می‌باشند، انگیزه بالایی برای کسب شهرت به‌عنوان متخصص امر تصمیم‌گیری و برخورداری از فرصت شغلی بهتر در آینده دارند [۸]. تمرکز مالکیت هیأت مدیره، هزینه‌های نمایندگی را به دلیل همسو شدن مالکیت با منافع ایجاد شده در شرکت

کاهش می‌دهد، در همین جهت اعتقاد بر این است که شرکت‌هایی که به وسیله مالکان عمده آن‌ها اداره می‌شوند، به دلیل کاهش عدم تقارن اطلاعاتی، کمتر دچار محدودیت و مشکل در تأمین مالی می‌شوند.

نظریه‌ی سلسله مراتبی ترجیعی در سال ۱۹۸۴ توسط مایرز^۱ ارائه شد. این تئوری سه منبع اعتبارات را برای شرکت در نظر می‌گیرد: سود انباشته، بدهی و سهام. از دیدگاه افراد درون‌سازمانی، سود انباشته بهترین منبع تأمین مالی است و از منابع تأمین مالی بیرونی بهتر است. اگر سود انباشته ناکافی به نظر برسد، باید تأمین مالی از طریق بدهی‌ها انجام شود. سهام باید به عنوان آخرین راه حل مورد استفاده قرار گیرد [۱۵].

تجزیه و تحلیل‌های نظری و شواهدی تجربی نشان می‌دهد که افزایش عدم اطلاعاتی، رابطه مستقیم با کاهش تعداد سرمایه‌گذاران، پایین آمدن قدرت نقدینگی اوراق بهادار، کم شدن حجم معاملات و به طور کلی، کاهش منافع اجتماعی دارد که موجبات محدودیت در تأمین مالی خارجی و داخلی را بوجود می‌آورد؛ اما حاکمیت شرکتی، سیستمی است که مشکلات نمایندگی بین مدیران و سهامداران را بهبود می‌بخشد [۱۸، ۲۰ و ۲۶]. همچنین از اساسی‌ترین و مهمترین مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی، هیأت مدیره، است [۲۵ و ۲۱] که در ادبیات حاکمیت شرکتی و در کشورهای توسعه یافته و نوظهور بسیار به آن پرداخته شده و مورد توجه بوده است. مودیگلیانی^۲ و میلر^۳ (۱۹۵۸) بیان می‌کنند که در بازارهای "کامل"^۴، (بازارهای فاقد مشکلات نمایندگی و عدم تقارن اطلاعاتی)، تفاوتی در هزینه تأمین مالی از منابع داخلی یا خارجی شرکت وجود ندارد و تصمیمات سرمایه‌گذاری و تأمین مالی شرکت‌ها، مستقل از یکدیگر هستند. به عبارت دیگر، شرکت‌ها می‌توانند همیشه تأمین مالی خارجی را با هزینه‌ای معادل هزینه‌ی خودشان، انجام دهند. همچنین در چنین حالتی، شرکت‌ها می‌توانند بدون هیچ مشکلی، با نرخ هزینه سرمایه مشخص، به تأمین منابع مالی لازم از طریق بازار

1- Mayer

2- Modigliani

3- Miller

4- Perfect

سرمایه اقدام نمایند. اما بازار سرمایه در عمل، نمی‌تواند به طور کامل کارا باشد. از طرفی، اداره شرکت‌ها در اختیار مدیرانی قرار دارد که مالک شرکت نبوده، منافع متفاوتی با صاحبان اصلی شرکت دارند. در چنین حالتی، هزینه تأمین منابع خارجی بیش از هزینه تأمین منابع داخلی است، زیرا سرمایه‌گذاران نسبت به مدیران شرکت اعتماد لازم را نداشته، برای تأمین منابع مالی پروژه‌های سرمایه‌گذاری، نرخ بازده بیشتری را خواستار می‌شوند [۲۲].

پیشینه پژوهش

ابزری و همکاران (۱۳۸۶) در پژوهشی به بررسی و تجزیه و تحلیل روش‌های تأمین مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۷۸ تا ۱۳۸۲ پرداختند. نتایج آنان نشان می‌دهد، با وجود عدم تفاوت معناداری بین استفاده از روش‌های مختلف تأمین مالی (سود انباشته، سهام، و بدهی) بین شرکت‌های مورد مطالعه، بین نحوه‌ی تأمین مالی شرکت‌ها و اندازه آن‌ها یک ارتباط معناداری وجود دارد و با گسترش اندازه‌ی شرکت‌ها استفاده از سود انباشته و سهام برای تأمین مالی افزایش می‌یابد [۱].

اندرسون^۱ (۲۰۰۴) در پژوهشی به بررسی رابطه بین ویژگی‌های هیأت مدیره و هزینه تأمین مالی از طریق بدهی طی سال‌های ۱۹۹۳ تا ۱۹۹۸ پرداخت. نتایج این پژوهش با استفاده از داده‌های ۵۰۰ شرکت نشان می‌دهد، هزینه تأمین مالی از طریق بدهی به طور معکوسی به اعضا غیر موظف، اندازه هیأت مدیره، اعضا غیر موظف کمیته حسابرسی و تعداد جلسات هیأت مدیره بستگی دارد. همچنین نتایج پژوهش بیانگر این می‌باشد که اعتباردهندگان به اثر بخشی نظارت-ها و کنترل‌های هیأت مدیره و کمیته حسابرسی به عنوان یک منبع با قابلیت اطمینان بالا با توجه به درستی و صحت اعداد حسابداری توجه دارند [۹].

فیلدز^۲ و همکاران (۲۰۱۰) در پژوهشی رابطه بین کیفیت هیأت مدیره و وام‌های بانکی را طی سال‌های ۲۰۰۲ تا ۲۰۰۴ بررسی کردند. نتایج پژوهش آنان با استفاده از ۱۵۰۰ شرکت نشان می‌دهد، بین اعضای غیرموظف هیأت مدیره، اندازه هیأت مدیره و ویژگی‌های مدیرعامل با

1- Anderson

2- Fields

نرخ‌های بهره وام رابطه معناداری وجود دارد. همچنین نتایج آنان بیانگر این موضوع می‌باشد، شرکت‌های دارای هیأت مدیره‌ی با کیفیت بالاتر از محدودیت کمتری در تأمین منابع مالی از طریق وام برخوردار هستند. آنان در پژوهش خود عنوان می‌کنند، به طور کلی هیأت مدیره‌ای با کیفیت بالاتر موجب کاهش هزینه‌های بدهی از طریق وام‌های بانکی می‌شود [۱۳].

لین^۱ و همکاران (۲۰۱۱) در پژوهشی به بررسی رابطه تمرکز مالکیت و محدودیت در تأمین منابع مالی خارجی شرکت‌ها طی سال‌های ۱۹۹۴ تا ۲۰۰۲ پرداختند. نتایج پژوهش آنان با استفاده از داده‌های ۲۵۳۷۷ سال شرکت نشان می‌دهد، شرکت‌های با تمرکز مالکیت بالاتر نسبت به شرکت‌های با تمرکز مالکیت پایین‌تر از محدودیت مالی خارجی بیشتری برخوردارند. همچنین آنان در پژوهش خود عنوان می‌کنند، مشکلات نمایندگی و مالکیت نامناسب شرکت‌ها تأثیر نامطلوبی در جذب سرمایه‌گذاری آنان می‌گذارد [۲۳].

فرضیه‌های پژوهش

در راستای دستیابی به هدف‌های پژوهش در این مقاله با توجه به مبانی نظری و پیشینه پژوهش مطرح شده، فرضیه‌های پژوهش به شرح زیر تدوین شده است:

۱ - بین اندازه هیأت مدیره با خالص تغییر در تأمین مالی داخلی شرکت‌ها رابطه معناداری وجود دارد.

۲ - بین استقلال هیأت مدیره با خالص تغییر در تأمین مالی داخلی شرکت‌ها رابطه معناداری وجود دارد.

۳ - بین درصد مالکیت اعضای هیأت مدیره با خالص تغییر در تأمین مالی داخلی شرکت‌ها رابطه معناداری وجود دارد.

۴ - بین اندازه هیأت مدیره با خالص تغییر در تأمین مالی خارجی شرکت‌ها رابطه معناداری وجود دارد.

۵ - بین استقلال هیأت مدیره با خالص تغییر در تأمین مالی خارجی شرکت‌ها رابطه معناداری وجود دارد.

¹- Lin

۶ - بین درصد مالکیت اعضای هیأت مدیره با خالص تغییر در تأمین مالی خارجی شرکت‌ها رابطه معناداری وجود دارد.

روش پژوهش

این پژوهش از نوع پژوهش‌های شبه‌تجربی است؛ که به لحاظ هدف در زمره پژوهش‌های کاربردی، قرار می‌گیرد. اطلاعات مورد نیاز شرکت‌ها از طریق سایت رسمی سازمان بورس اوراق بهادار گردآوری شده‌اند. داده‌ها با استفاده از نرم‌افزار Excel-2007 آماده و سپس با استفاده از نرم‌افزار SPSS-19 تجزیه و تحلیل نهایی انجام گرفته است.

دوره مورد آزمون، جامعه و نمونه آماری

دوره مورد مطالعه یک دوره زمانی هفت ساله بر اساس صورت‌های مالی سال‌های ۱۳۸۳ تا ۱۳۸۹ است. شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، جامعه آماری پژوهش حاضر را تشکیل می‌دهند. به علت وجود برخی ناهماهنگی‌ها میان اعضای جامعه، شرایط زیر برای انتخاب نمونه آماری قرار داده شده و نمونه با توجه به شرایط زیر انتخاب شده است:

۱. سال مالی شرکت منتهی به پایان اسفند ماه هر سال باشد.
۲. شرکت طی سال‌های ۱۳۸۳ تا ۱۳۸۹، تغییر سال مالی نداده باشد.
۳. اطلاعات مالی مورد نیاز به منظور استخراج داده‌های مورد نیاز در دسترس باشد.
۴. تا پایان سال مالی ۱۳۸۲ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده باشد.
۵. جزء بانک‌ها و مؤسسات مالی (شرکت‌های سرمایه‌گذاری، واسطه‌گری مالی، شرکت‌های هلدینگ و لیزینگ‌ها) نباشد؛ زیرا افشای اطلاعات مالی و ساختارهای راهبری شرکتی در آن‌ها متفاوت است.

با توجه به شرایط و اعمال محدودیت‌های یاد شده، تعداد ۶۵ شرکت در دوره زمانی ۱۳۸۳

تا ۱۳۸۹ به عنوان نمونه انتخاب شد.

نحوه اندازه‌گیری و تعریف متغیرها

متغیر مستقل

اندازه‌ی هیأت مدیره: تعداد کل اعضای هیأت مدیره در هر یک از سنوات پژوهش است. این متغیر در پژوهش‌های فیلدز و همکاران (۲۰۱۰)، اندرسون (۲۰۰۴) و نمازی و منفرد مهارلوئی (۱۳۹۰) نیز با همین تعریف به کار رفته است.

استقلال هیأت مدیره: نسبت اعضای غیرموظف هیأت مدیره در هر یک از سنوات پژوهش است. این متغیر در پژوهش‌های فیلدز و همکاران (۲۰۱۰)، اندرسون (۲۰۰۴) و خواجوی و زارع (۱۳۹۱) نیز با همین تعریف به کار رفته است.

درصد مالکیت اعضای هیأت مدیره: میزان سهام تحت تملک اعضای هیأت مدیره در هر یک از سنوات پژوهش است. این متغیر در پژوهش‌های هنری^۱ (۲۰۱۰) و احمد پور و همکاران (۱۳۹۱) نیز با همین تعریف به کار رفته است.

متغیر وابسته

خالص تغییر در تأمین مالی داخلی

منابع حاصل از جریان‌های وجوه نقد حاصل از فعالیت عملیاتی، فروش دارایی‌ها و سود انباشته منابع مالی داخلی شرکت‌ها را تشکیل می‌دهد. در این پژوهش از خالص تغییر در تأمین مالی داخلی جهت محاسبه تأمین داخلی استفاده می‌شود. در این پژوهش خالص تغییر در تأمین مالی از روش زیر بدست می‌آید:

خالص تغییر در تأمین مالی = وجه نقد حاصل از عملیات + وجوه حاصل از فروش دارایی‌ها.
خالص تغییر در تأمین مالی داخلی در این پژوهش بر متوسط کل دارایی‌ها، تقسیم و همگن شده است.

خالص تغییر در تأمین مالی خارجی

¹- Henry

منابع حاصل از وجوه تحصیل شده از طریق بازار مالی مانند، انتشار اوراق مشارکت، صدور سهام جدید و دریافت تسهیلات مالی از بانک منابع مالی خارجی شرکت‌ها را تشکیل می‌دهد. در این پژوهش خالص تغییر در تأمین منابع خارجی برابر است با حاصل جمع خالص تغییر در سرمایه تأمین شده از محل منابع خارجی بعلاوه خالص تغییر در بدهی‌های ایجاد شده به منظور تأمین مالی است.

خالص تغییر در سرمایه تأمین شده از محل منابع خارجی

در این پژوهش خالص تغییر در سرمایه تأمین شده از محل منابع خارجی از روش زیر بدست می‌آید:

خالص تغییر در سرمایه تأمین شده از محل منابع خارجی = آورده نقدی صاحبان سهام - سود پرداختی.

خالص تغییر در بدهی‌های ایجاد شده به منظور تأمین مالی

در این پژوهش خالص تغییر در بدهی‌های ایجاد شده به منظور تأمین مالی از روش زیر بدست می‌آید.

خالص تغییر در بدهی‌های ایجاد شده به منظور تأمین مالی = خالص افزایش وجوه نقد از محل بدهی‌ها از بخش فعالیت‌های تأمین مالی - مالیات بر درآمد پرداختی.

خالص تغییر در تأمین منابع داخلی و خارجی از دو دیدگاه ترازنامه و صورت جریان وجوه نقد بدست می‌آید (کردستانی و نجفی عمران، ۱۳۸۹). در این پژوهش خالص تغییر در تأمین منابع مالی داخلی و خارجی از دیدگاه صورت جریان وجوه نقد بدست آمده است. خالص تغییر در تأمین منابع مالی داخلی و خارجی از دیدگاه صورت جریان وجوه نقد در پژوهش کردستانی و نجفی عمران (۱۳۸۹) نیز به همین طریق اندازه‌گیری شده است.

متغیرهای کنترلی:

اندازه شرکت: شرکت‌های کوچک نسبت به شرکت‌های بزرگ، دارای هزینه‌های بالاتر تأمین مالی خارجی و دسترسی محدودتر به بازارهای سرمایه هستند [۱۶ و ۱۰]. بنابراین، در این پژوهش متغیر اندازه شرکت که توسط لگاریتم طبیعی ارزش بازار سهام اندازه‌گیری می‌شود؛ به

عنوان متغیر کنترلی استفاده شده است. این متغیر در پژوهش‌های چل پارک و پینکس (۱۹۹۷)، نمازی و منفرد مهارلویی (۱۳۹۰) و خواجوی و زارع (۱۳۹۱) نیز با همین تعریف به کار رفته است.

اهرم مالی: انتظار می‌رود شرکت‌های با اهرم مالی بالا، مشکلات بیشتری در تأمین مالی خارجی داشته باشند و نسبت به شرکت‌های با نسبت اهرمی پایین‌تر، با محدودیت‌های مالی بیشتری مواجه باشند [۱۶]. بنابراین، اهرم مالی از تقسیم جمع بدهی شرکت بر جمع دارایی‌های آن، به دست می‌آید. این متغیر در پژوهش‌های لین و همکاران (۲۰۱۱) و کردستانی و نجفی عمران (۱۳۸۹) نیز با همین تعریف به کار رفته است.

عمر شرکت: شرکت‌های با عمر بالا به دلیل وضعیت اعتباری بهتر و دسترسی سریع‌تر و آسان‌تر به اطلاعات خود، از محدودیت کم‌تری برخوردارند. شرکت‌های جوان‌تر ریسک اطلاعاتی بالاتری دارند و به این دلیل، باید دارای محدودیت تأمین مالی خارجی بیشتری باشند [۱۶] و [۱۰]. بنابراین، در این پژوهش نیز متغیر عمر شرکت که به وسیله تعداد سال‌هایی که از سال تأسیس شرکت سپری شده است تا پایان آخرین سال دوره مورد مطالعه پژوهش اندازه‌گیری شده است؛ به عنوان متغیر کنترلی استفاده شده است. این متغیر در پژوهش نمازی و منفرد مهارلویی (۱۳۹۰) نیز به وسیله تعداد سال‌های سپری شده از سال تأسیس شرکت تا هر یک از سال‌های مورد مطالعه اندازه‌گیری شده است.

یافته‌های پژوهش

به منظور بررسی هدف پژوهش در این مقاله فرضیه‌های پژوهش طراحی و مورد آزمون قرار گرفت. نتایج آماری حاصل از آزمون این فرضیه‌ها در نگاره‌های ۱ الی ۲ ارائه شده است.

نتایج فرضیه‌های اول، دوم و سوم:

در نگاره شماره ۱ خلاصه نتایج تحلیل فرضیه اول، دوم و سوم آورده شده است. همانطور که نگاره شماره ۱ نشان می‌دهد، مقدار آماره F برابر با ۱۸/۵۱۷ است، بیانگر معنادار بودن مدل در سطح ۹۵ درصد است. همچنین، همانطور که نگاره شماره ۱ نشان می‌دهد، مقدار R یا به عبارت دیگر رابطه ساده میان متغیرها برابر با ۰/۴۴۸ است. مقدار R^2 برابر با ۰/۲۰۱ که به این

معنی است که ۲۰/۱ درصد از خالص تغییرات مربوط به تأمین مالی خارجی شرکت‌ها را می‌توان با استفاده از متغیرهای مدل رگرسیونی پیش‌بینی کرد. همچنین، با توجه به مقدار آماره‌ی دوربین واتسون که برابر با ۲/۰۳۶ است، که وجود خود همبستگی سریالی مرتبه اول را در اجزای اخلاص رگرسیون رد می‌کند.

همچنین، با توجه به سطح معناداری مربوطه در نگاره شماره ۱ ملاحظه می‌شود که بین استقلال هیأت مدیره و درصد مالکیت اعضای هیأت مدیره با خالص تغییر در تأمین مالی خارجی شرکت‌ها رابطه معناداری وجود ندارد. از این رو، فرضیه‌های دوم و سوم پژوهش در سطح اطمینان ۹۵ درصد رد می‌شود. از سوی دیگر نتایج فرضیه اول نشان می‌دهد، بین اندازه هیأت مدیره و خالص تغییر در تأمین مالی خارجی رابطه منفی معناداری وجود دارد. از این رو، فرضیه اول پژوهش در سطح اطمینان ۹۰ درصد پذیرفته می‌شود.

از سوی دیگر، همانطور که نگاره شماره ۱ نشان می‌دهد، نتایج متغیرهای کنترلی نشان‌دهنده آن است که بین اندازه و خالص تغییر در تأمین مالی خارجی رابطه مثبت معناداری وجود دارد. افزون بر این نتایج پژوهش نشان می‌دهد، بین عمر و اهرم مالی شرکت‌ها با خالص تغییر در تأمین مالی داخلی رابطه منفی معناداری وجود دارد.

نگاره ۱- نتایج فرضیه اول، دوم و سوم

متغیر وابسته: خالص تغییر در تأمین مالی داخلی				
متغیرها	ضرائب	آماره t	خطای استاندارد	سطح معناداری
عمر شرکت	-۰/۱۵۳	-۳/۵۷۸	۰/۰۲۴	۰/۰۰۰۵*
اندازه شرکت	۰/۱۹۶	۴/۴۲۵	۰/۰۰۴	۰/۰۰۰۵*
اهرم مالی	-۰/۲۸۶	-۶/۴۵۵	۰/۰۳۱	۰/۰۰۰۵*
اندازه‌ی هیأت مدیره	-۰/۰۷۸	-۱/۸۱۶	۰/۰۰۹	۰/۰۷۰**
استقلال هیأت مدیره	۰/۰۶۴	۱/۴۵۲	۰/۰۲۹	۰/۱۴۷
درصد مالکیت اعضای هیأت مدیره	۰/۳۳۰	۰/۹۷۶	۰/۰۰۰۵	۰/۳۳۰

مقدار ثابت	-۰/۰۲۸	-۰/۲۱۲	۰/۱۳۳	۰/۸۳۳
آماره دوربین- واتسون	خطای استاندارد	R^2_{adj}	R^2	R
۲/۰۳۶	۰/۱۱۱۱۸	۰/۱۹۰	۰/۲۰۱	۰/۴۴۸
آماره F	۱۸/۵۱۷	سطح معناداری مدل	۰/۰۰۰۵*	-

*سطح معناداری ۰/۵٪ *سطح معناداری ۰/۱۰٪

نتایج فرضیه‌های چهارم، پنجم و ششم:

در نگاره شماره ۲ خلاصه نتایج تحلیل فرضیه چهارم، پنجم و ششم آورده شده است. همانطور که نگاره شماره ۲ نشان می‌دهد، مقدار آماره F برابر با ۲۵/۷۴۳ است، بیانگر معنادار بودن مدل در سطح ۹۵ درصد است. همچنین، همانطور که نگاره شماره ۲ نشان می‌دهد، مقدار R یا به عبارت دیگر رابطه ساده میان متغیرها برابر با ۰/۵۰۶ است. مقدار R^2 برابر با ۰/۲۵۶ که به این معنی است که ۲۵/۶ درصد از خالص تغییرات مربوط به تأمین مالی خارجی شرکت‌ها را می‌توان با استفاده از متغیرهای مدل رگرسیونی پیش‌بینی کرد. همچنین، با توجه به مقدار آماره دوربین واتسون که برابر با ۲/۲۰۷ است، که وجود خود همبستگی سریالی مرتبه اول را در اجزای اخلاص رگرسیون رد می‌کند.

همچنین، با توجه به سطح معناداری مربوطه در نگاره شماره ۲ ملاحظه می‌شود که بین استقلال هیأت مدیره و درصد مالکیت اعضای هیأت مدیره با خالص تغییر در تأمین مالی خارجی شرکت‌ها رابطه منفی معناداری وجود دارد. از این رو، فرضیه‌های پنجم و ششم پژوهش در سطح اطمینان ۹۵ درصد پذیرفته می‌شود. از سوی دیگر نتایج فرضیه چهارم نشان می‌دهد، بین اندازه هیأت مدیره و خالص تغییر در تأمین مالی خارجی رابطه معناداری وجود ندارد.

از سوی دیگر، همانطور که نگاره شماره ۲ نشان می‌دهند، نتایج متغیرهای کنترلی نشان‌دهنده آن است که بین عمر، اندازه و اهرم مالی شرکت با خالص تغییر در تأمین مالی خارجی رابطه مثبت معناداری وجود دارد.

نگاره ۲ - جدول ضرائب

متغیر وابسته: خالص تغییر در تأمین مالی خارجی				
متغیرها	ضرائب	آماره t	خطای استاندارد	سطح معناداری
عمر شرکت	۰/۱۴۰	۳/۴۱۰	۷۸۴۵۸۵/۶۰۲	۰/۰۰۱*
اندازه شرکت	۰/۴۵۸	۱۰/۷۴۲	۱۲۹۰۶۳/۳۳۸	۰/۰۰۰۵*
اهرم مالی	۰/۲۴۳	۵/۷۰۹	۱۰۹۳۹۰۹۶/۱۳۰	۰/۰۰۰۵*
اندازه‌ی هیأت مدیره	۰/۰۵۱	۱/۲۳۰	۲۹۰۴۸۰/۵۱۸	۰/۲۲۰
استقلال هیأت مدیره	-۰/۱۵۶	-۳/۷۰۶	۷۸۴۵۸۵/۶۰۲	۰/۰۰۰۵*
درصد مالکیت اعضای هیأت مدیره	-۰/۱۴۸	-۳/۵۷۷	۱۱۰۸۲/۴۶۷	۰/۰۰۰۵*
مقدار ثابت	-۴۰۳۴۰۱۵۴/۹۷	-۹/۲۰۹	۴۳۸۰۲۹۵/۱۸۵	۰/۰۰۰۵*
آماره دوربین - واتسون	خطای استاندارد	R2adj	R2	R
۲/۲۰۷	۳۶۸۰۰۵۵/۶۹۳	۰/۲۴۶	۰/۲۵۶	۰/۵۰۶
آماره F	۲۵/۷۴۳	سطح معناداری مدل	۰/۰۰۰۵*	-

* سطح معناداری ۰/۰۵

بحث و نتیجه‌گیری

با توجه به نتایج حاصل از تجزیه و تحلیل آماری اطلاعات جمع آوری شده مربوط به ۶۵ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در طی سال‌های ۱۳۸۳ تا ۱۳۸۹ نشان‌دهنده آن است که بین اندازه‌ی هیأت مدیره و خالص تغییر در تأمین مالی داخلی شرکت‌ها رابطه منفی معناداری وجود دارد. این در حالی است که بین استقلال هیأت مدیره و درصد مالکیت اعضای هیأت مدیره با خالص تغییر در تأمین مالی داخلی رابطه معناداری وجود ندارد.

نتایج حاصل از تجزیه و تحلیل آماری مربوط به متغیر وابسته دوم پژوهش نشان می‌دهد که بین استقلال هیأت مدیره و درصد مالکیت اعضای هیأت مدیره با خالص تغییر در تأمین مالی خارجی رابطه منفی معناداری وجود دارد. همچنین، نتایج پژوهش بیانگر آن است که بین اندازه‌ی هیأت مدیره و خالص تغییر در تأمین مالی خارجی رابطه آماری معناداری وجود ندارد.

نتایج فرضیه اول و چهارم نشان می‌دهد که بین اندازه هیأت مدیره با روش‌های تأمین مالی داخلی رابطه منفی معناداری وجود دارد؛ این در حالی است که بین اندازه هیأت مدیره و روش تأمین مالی خارجی رابطه معناداری وجود ندارد؛ نتایج این دو فرضیه بیانگر این موضوع می‌باشد که اندازه هیأت مدیره هیچ‌گونه بهبودی را برای روش‌های تأمین مالی شرکت‌ها حاصل نمی‌کند. همچنین، نتایج فرضیه دوم و پنجم نشان‌دهنده آن است که بین استقلال هیأت مدیره و روش تأمین خارجی رابطه منفی معناداری وجود دارد؛ این در حالی است که بین استقلال هیأت مدیره و روش تأمین مالی داخلی رابطه معناداری وجود ندارد؛ با توجه به ضریب مثبت بین استقلال هیأت مدیره و تأمین مالی داخلی و رابطه منفی بین اندازه هیأت مدیره و تأمین مالی خارجی، از این رو می‌توان بیان کرد که سمت و سوی روش‌های تأمین منابع مالی شرکت‌هایی که از اعضای غیر موظف بیشتری برخوردار هستند، به سوی منابع داخلی و اتکا بر منابع ایجاد شده در داخل شرکت است. همانطور که در بالا نیز بیان شد، نتایج فرضیه‌های سوم و ششم در مورد درصد مالکیت اعضای هیأت مدیره نیز حاکی از آن است که بین درصد مالکیت اعضای هیأت مدیره و روش تأمین مالی داخلی رابطه معناداری وجود ندارد، اما میان درصد مالکیت اعضای هیأت مدیره و روش تأمین مالی خارجی رابطه منفی معناداری وجود دارد؛ در مورد نتایج مربوط به میزان درصد مالکیت اعضای هیأت مدیره شرکت‌ها با توجه به

ضریب مثبت میان درصد مالکیت اعضای هیأت مدیره و روش تأمین مالی داخلی و ضریب منفی میان درصد مالکیت اعضای هیأت مدیره و تأمین مالی خارجی نیز مانند نتایج مربوط به درصد اعضای غیر موظف می‌توان اینگونه بیان کرد که با افزایش درصد مالکیت اعضای هیأت مدیره، شرکت‌ها به تأمین منابع ایجاد شده توسط خود اتکا می‌کنند. همچنین دلیل رابطه منفی و معنادار بین استقلال هیأت مدیره و درصد مالکیت اعضای هیأت مدیره با تأمین مالی خارجی را می‌توان به وجود عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیریت و سرمایه‌گذاران که موجبات انتقال ثروت از سهامداران موجود به سهامداران جدید را فراهم می‌کند، نام برد که موجب می‌شود، مدیران تأمین منابع از داخل شرکت را به تأمین منابع از خارج از شرکت ترجیح دهند. افزون بر این یکی دیگر از دلایل احتمالی رابطه معنادار و منفی بین استقلال هیأت مدیره و درصد مالکیت اعضای هیأت مدیره با تأمین مالی خارجی را می‌توان ناشی از ضعف اینگونه مدیران در جذب منابع خارج از سازمان نام برد.

نتایج پژوهش در خصوص متغیرهای کنترلی نشان‌دهنده آن است که به طور کلی بین اندازه شرکت با روش تأمین مالی داخلی شرکت‌ها در بورس اوراق بهادار تهران رابطه مثبت معناداری وجود دارد. این نتایج با مبانی نظری پژوهش سازگاری کامل دارد. افزون بر این نتایج پژوهش حاکی از آن است که بین عمر شرکت و اهرم مالی با روش تأمین مالی داخلی رابطه منفی معناداری وجود دارد. نتایج مربوط به نسبت اهرم مالی نیز با مبانی نظری پژوهش سازگاری دارد. اما در مورد شرکت‌هایی با عمر بیشتر انتظار می‌رود، در تأمین منابع داخلی با مشکل روبرو نباشند، اما نتایج پژوهش بیانگر این می‌باشد که شرکت‌هایی با عمر بیشتر در تأمین منابع داخلی دچار مشکل می‌باشند. این موضوع نشان می‌دهد که شرکت‌هایی با عمر بیشتر در بورس اوراق بهادار تهران در ایجاد منابع مالی توسط خود دچار مشکل هستند. از سوی دیگر نتایج پژوهش در خصوص متغیرهای کنترلی نشان‌دهنده آن است که بین عمر شرکت، اندازه شرکت و اهرم مالی با روش تأمین مالی خارجی شرکت‌ها در بورس اوراق بهادار تهران رابطه مثبت معناداری وجود دارد. نتایج مربوط به اندازه و عمر شرکت با مبانی نظری پژوهش سازگاری کامل دارد. اما نتایج مربوط به اهرم مالی شرکت با مبانی نظری پژوهش سازگاری ندارد. به بیان دقیق‌تر

انتظار می‌رود با افزایش نسبت اهرم مالی، شرکت‌ها در تأمین مالی خارجی دچار محدودیت شوند، اما نتایج پژوهش بیانگر این موضوع نمی‌باشد. این شرایط ممکن است به دلیل عدم توجه اعتباردهندگان و سرمایه‌گذاران به میزان نسبت اهرم مالی شرکت‌ها باشد، همچنین می‌تواند ناشی از آن باشد که اعتباردهندگان و سرمایه‌گذاران در تخصیص منابع مالی خود به شرکت‌ها؛ اندازه و عمر شرکت یا به عبارتی اعتبار و شهرت شرکت‌ها را مورد توجه قرار می‌دهند.

پیشنهاد‌های ناشی از یافته‌های پژوهش

با توجه به اینکه رابطه منفی بین تأمین منابع خارجی با درصد اعضای غیر موظف و درصد مالکیت اعضای هیأت مدیره می‌تواند ناشی از ترجیح ندادن این مدیران به تأمین منابع خارجی با توجه به عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیران و سرمایه‌گذاران که موجب انتقال منافع سهامداران کنونی به سهامداران جدید را فراهم می‌کند باشد، می‌توان با ارائه اطلاعات کامل و شفاف برای کاهش عدم تقارن اطلاعاتی، تأمین منابع از طریق منابع حاصل از خارج از سازمان را بهبود بخشید. همچنین با توجه به نتایج پژوهش مبنی بر اینکه شرکت‌هایی با نسبت اهرم مالی بالاتر از تأمین منابع مالی خارجی بالاتری برخوردارند، به سازمان‌های تأمین‌کننده منابع مالی و سرمایه‌گذاران؛ پیشنهاد می‌شود، در تخصیص منابع خود اطلاعات مالی شرکت‌ها به طور دقیق‌تر مورد بررسی قرار دهند تا در دریافت اصل منابع تخصیص داده شده و همچنین دریافت منافع ناشی از این منابع دچار مشکل نشوند. از سوی دیگر با توجه به نتایج پژوهش مبنی بر اینکه شرکت‌های کوچک و با عمر کمتر، در تأمین منابع مالی خارجی دچار مشکل هستند، به دولت، سازمان‌ها و نهادهای تأمین‌کننده منابع مالی پیشنهاد می‌شود در خصوص افزایش رونق بازار سرمایه و رشد اقتصادی، در خصوص تأمین مالی این گونه شرکت‌ها اقدامات لازم را مبذول نمایند.

پیشنهاد‌هایی برای پژوهش‌های آینده

طی انجام هر پژوهش، ابعاد گسترده‌تر و تازه‌تری از موضوع نمایان می‌شود که می‌تواند نقطه آغازی برای پژوهش‌های بعدی باشد. بنابراین، با توجه به نتایج حاصل از پژوهش و محدودیت‌های آن، پیشنهاد‌های زیر برای پژوهش‌های بعدی پیشنهاد می‌شود:

۱- با توجه به مشخص شدن نوع روش تأمین مالی شرکت‌ها با توجه به ویژگی‌های هیأت مدیره آن‌ها به پژوهشگران آتی پیشنهاد می‌شود، تأثیر نوع روش‌های تأمین مالی را بر وضعیت و عملکرد مالی شرکت‌ها به طور جداگانه با توجه به ویژگی‌های هیأت مدیره این گونه شرکت‌ها، مورد بررسی قرار دهند.

۲- همچنین به پژوهشگران آتی پیشنهاد می‌شود، رابطه روش‌های تأمین مالی شرکت‌ها را با سایر عناصر مهم هیأت مدیره و ارکان راهبری شرکت‌ها، مورد بررسی قرار دهند.

محدودیت‌های پژوهش

۱- از آنجایی که برای محاسبه متغیرهای پژوهش از صورت‌های مالی تهیه شده بر مبنای بهای تمام شده تاریخی استفاده شده در صورت تغییر و تعدیل اطلاعات صورت‌های مالی بر مبنای ارزش جاری ممکن است نتایج پژوهش متفاوت از نتایج فعلی باشد.

۲- نبود داده‌های مورد نیاز و قابل اتکا برای محاسبه متغیرهای پژوهش در مورد برخی از شرکت‌ها و عدم سابقه زیاد شرکت‌های فعال در بورس اوراق بهادار تهران، منجر به محدودیت نمونه آماری گردیده که این امر بر امکان تعمیم نتایج به کل جامعه آماری تأثیر می‌گذارد. اگر این محدودیت نبود، امکان بررسی شرکت‌های بیشتری وجود داشت و با اطمینان بیشتری نتایج به کل جامعه قابل تعمیم بود.

۶. منابع

منابع

۱- ابزری، مهدی، دستگیر، محسن و قلی‌پور، علی، (۱۳۸۶)، "بررسی و تجزیه و تحلیل روش‌های تأمین مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، **فصلنامه**

بررسی‌های اقتصادی، دوره ۴، شماره ۴، صص ۷۳-۸۹

- ۲ - احمدپور، احمد، کاشانی پور، محمد، شجاعی، محمدرضا، (۱۳۹۱)، "بررسی تأثیر حاکمیت شرکتی بر هزینه تأمین مالی از طریق بدهی (استقراض)", **بررسی های حسابداری و حسابرسی**، شماره ۶۲، صص ۱۷-۶۲.
- ۳ - احمدپور، احمد، ملکیان، اسفندیار، زارع بهنمیری، محمدجواد و نادى، زینب، (۱۳۹۱)، "بررسی نقش ساختار هیأت مدیره بر سرمایه فکری شرکت ها با رویکرد فازی، مطالعه موردی شرکت های دارو سازی بورس اوراق بهادار تهران"، **دانش حسابداری**، شماره ۶۲، صص ۱۷-۶۲.
- ۴ - خواجهوی، شکراله و زارع، غلامحسین، (۱۳۹۱)، "بررسی رابطه ساز و کارهای راهبری شرکتی و انتخاب حسابرس در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، **تحقیقات حسابداری و حسابرسی**، انجمن حسابداری ایران، شماره ۱۴، صص ۳۸-۵۱.
- ۵ - کردستانی، غلامرضا و نجفی عمران، مظاهر، (۱۳۸۹)، "بررسی تأثیر روش های تأمین مالی بر بازده آتی سهام"، **مجله پیشرفت های حسابداری**، شماره ۵۹، صص ۷۵-۱۰۸.
- ۶ - نصرالهی، زهرا، عارف منش، زهره، رئیسی، مهین، (۱۳۹۰)، "بررسی ارتباط بین کیفیت حاکمیت شرکتی و عدم تقارن اطلاعات در بورس اوراق بهادار تهران"، **چشم-انداز مدیریت مالی و حسابداری**، شماره ۲، صص ۹-۲۹.

۷ - نمازی، محمد و منفرد مهارلوئی، محمد، (۱۳۹۰)، "بررسی تأثیر حدود عملیات شرکت بر ساختار هیأت مدیره (مورد مطالعه: شرکت‌های پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران)"، **دانش حسابداری**، سال دوم، شماره ۷، صص ۷-۲۵.

۸ - نوروش، ایرج، کرمی، غلامرضا و وافی نژاد، جلال، (۱۳۸۸)، "بررسی رابطه سازوکارهای نظام راهبردی شرکت و هزینه‌های نمایندگی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، **تحقیقات حسابداری و حسابرسی**، انجمن حسابداری ایران، شماره ۱، صص ۴-۲۷.

- 9- Anderson R. C., Mansi S. A. and Reeb D. M., (2004), "Board Characteristics, Accounting Report Integrity and the Cost of Debt", **Journal of Accounting and Economics**, Vol. 37, No. 3, PP. 315-342.
- 10- Arsalan, Ö., Florackis, C. and A. Ozkan, (2006), "The role of cash holdings in reducing investment-cash flow sensitivity", **Emerging Markets Review**, Vol. 7, No.4, PP. 320-338.
- 11- Chul, P. and Pincus, M., (2001), "Internal vs External Funding Sources and Earnings Response Coefficients", **Review of Quantitative Finance and Accounting**, Vol. 16, PP. 33-52.
- 12- Fazzari, S. M., Hubbard, R. G., Petersen, B. C., Blinder, A. S. and J. M. Poterba (1988), "Financing Constraints and

- Corporate Investment", **Brookings Papers on Economic Activity**, Vol. 1988, No. 1, PP. 141–206.
- 13- Fields, P., Fraser, D. and Subrahmanyam, A., (2010), "Board Quality and the Cost of Debt Capital: The Case of Bank Loans", **Journal of Banking and Finance**, Vol. 36, No. 5, PP. 1536-1547.
- 14- Frank, M. Z. and Goyal, V. K., (2003), "Testing the Pecking Order Theory of Capital Structure", **Journal of Financial Economics**, Vol. 67, No. 2, PP. 217–248.
- 15- Frank, M. Z. Frank and Goyal, V. K., (2009), "Capital structure Decisions: which Factors are Reliably Important", **Financial Management**, Vol. 38, No. 1, PP. 1-37.
- 16- 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>, Available Online: [26 Dec.2012].
- 17- Gompers, P., Joy, I. and Metrick, A., (2003), "Corporate Governance and Equity Prices", **Quarterly Journal of Economics**, Vol. 118, No. 1, PP. 107-155.
- 18- Gompers, P., Joy, I. and Metrick, A., (2003), "Corporate Governance and Equity Prices", **Quarterly Journal of Economics**, Vol. 118, No. 1, PP. 107-155.

- 19- Henry, D., (2010), "Agency costs, Ownership structure and corporate governance compliance: A private contracting perspective", **Pacific - Basin Finance Journal**, Vol. 18, No. 1, PP. 24 - 46.
- 20- Jensen, M. C. and Murphy, K. J., (1990), "Performance Pay and Top-Management Incentives", **Journal of Political Economy**, Vol. 98, No. 2, PP. 225- 264.
- 21- Jil, S. and Aris, S., (2005), **Corporate governance and accountability**, London, John Wiley and Sons, Ltd.
- 22- Leland, H. and Pyle, D., (1977), "Informational Asymmetries, Financial Structure and Financial Intermediation", **Journal of Finance**, Vol. 32, No. 2, PP. 371-387.
- 23- 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.
- 24- Modigliani, F. and Miller, M. H., (1958), "The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment", **American Economic Review**, Vol. 48, No. 3, PP. 261-297.
- 25- Morck, Randall, (2004), "Behavioral finance in corporate governance independent directors and non- executive

chairs", Available at: <http://www.nber.org/papers/w10644>.

Available Online: [26 Dec.2012].

26- Vafeas, N., (1999), "Board Meeting Frequency and Firm Performance", **Journal of Financial Economics**, Vol. 53, No. 1, PP. 113-142.