

The Moderating Role of Institutional Ownership in the Relationship between Board of Directors' Characteristics and Financial Performance

Bitay Mashayekhi^{1✉} , Alireza Miri Ashtiani² , and Mohammadreza Amrolahi³ 

1. Corresponding author, Department of Accounting, School of Accounting & Financial Science, College of Management, University of Tehran, Iran. E-mail: mashayekhi@ut.ac.ir
2. Department of Accounting, School of Accounting & Financial Science, College of Management, University of Tehran, Iran. E-mail: alirezaamiriash1@gmail.com
3. Department of Accounting, School of Accounting & Financial Science, College of Management, University of Tehran, Iran. E-mail: m.amrolahi@ut.ac.ir

Article Info

Article type:
Research Article

Article history:

Received 29 January 2024
Received in revised form 27
March 2024
Accepted 15 June 2024
Available online 28 June 2025

Keywords:

corporate governance,
board of directors,
characteristics,
institutional ownership,
agency theory,
resource dependence theory

JEL classification:

G33, G34, G38, M10

ABSTRACT

Objective: The main purpose of this paper is to examine the relationship between some characteristics of the board of directors and the company's financial performance, considering the moderating role of institutional ownership.

Method: In this research, the data of 177 registered companies at the Tehran Stock Exchange between 2015 and 2015 were analyzed using the multiple regression method including industry and year-fixed effects.

Results: Regarding the board size variable, the values of the first, median, second, and third quartiles are equal, indicating that the majority of boards of directors in Iran consist of five members. This finding is also reflected in the data used in this study. The existence of a minimum value of 0.2 and a maximum value of 1 for the board independence variable suggests that in the selected sample (consistent with the systematic exclusion criteria mentioned earlier), each company had at least one non-executive member, while some companies had boards composed entirely of non-executive individuals.

Conclusions: The research results show a positive and significant relationship between one of the characteristics of the board of directors and the financial performance measures; however, the moderating role of institutional ownership in this relationship was not confirmed. The results of this research can cover the existing gap in the literature regarding the moderating role of institutional ownership in the relationship between the characteristics of the board of directors and financial performance and open a new avenue for future research. In addition, this research contributes to the literature in the field of corporate governance by considering agency and resource dependence theory.

Cite this article: Mashayekhi, B., Miri Ashtiani, A., & Amrolahi, M. (2025). The moderating role of institutional ownership in the relationship between board of directors' characteristics and financial performance. *Operational and Performance Research in Accounting and Auditing*, 5(2), 63-80.



Introduction

Corporate governance has become a major topic of global concern for researchers since the collapse of large companies such as Enron and WorldCom, which were attributed to poor corporate governance practices. Additionally, various financial crises, including the 2008 financial crisis and the Asian financial crisis of 1997, have highlighted the importance of effective corporate governance (Andoh et al., 2022; Detthamrong et al., 2017; Jones et al., 2015; Kakanda et al., 2016). It appears that sound corporate governance practices are essential for sustainable development and economic growth. In particular, countries that have implemented robust corporate governance frameworks have generally experienced strong private sector growth and, consequently, higher economic growth due to increased capital inflow (Sheikh & Wang, 2012). Overall, corporate governance is a system designed to direct and manage a company's business affairs in order to enhance business prosperity and corporate accountability. Its aim is to realize long-term shareholder value while simultaneously considering the interests of other stakeholders (Abor & Biekpe, 2007; Keasey et al., 1997).

Internal bodies, such as the board of directors, have supervisory duties and determine the strategic direction for management. In practice, the characteristics of the board can significantly influence the quality of performance in these duties. Additionally, external mechanisms, such as institutional ownership, provide incentives to gather information and monitor company performance. These two mechanisms can be effective simultaneously and can complement each other. However, the interaction between these two mechanisms and its effect on company performance has not yet been examined in detail. This study aims to address this research gap by exploring this relationship.

The main purpose of this paper is to examine the relationship between some characteristics of the board of directors and the company's financial performance, considering the moderating role of institutional ownership.

Method

This study is correlational in nature and practical in purpose. To formulate the research hypotheses, the theoretical foundations were derived from a review of existing literature. Subsequently, real data related to company information were utilized to test these hypotheses, indicating that this study employed deductive-inductive reasoning. Furthermore, since the data used in this study were collected based on historical and actual information, it can be classified as post-event research. To investigate the subject of this study, companies listed on the Tehran Stock Exchange were selected as the statistical population. The systematic elimination method was employed to determine the relevant information for analysis.

In this research, the data of 177 registered companies at the Tehran Stock Exchange between 2015 and 2015 were analyzed using the multiple regression method including industry and year-fixed effects.

Results

Regarding the board size variable, the values of the first, median, second, and third quartiles are equal, indicating that the majority of boards of directors in Iran consist of five members. This finding is also reflected in the data used in this study. The existence of a minimum value of 0.2 and a maximum value of 1 for the board independence variable suggests that in the selected sample (consistent with the systematic exclusion criteria mentioned earlier), each company had at least one non-executive member, while some companies had boards composed entirely of non-executive individuals.

Concerning the board of directors' education variable, the minimum value is 0, the maximum is 1, and the average is 0.62. This indicates that in the sample companies, there were instances where all board members lacked postgraduate education, as well as cases where all members held postgraduate degrees. Overall, more than half of the board members in the sample had postgraduate education.

With respect to the institutional ownership variable, a minimum value of 0 and a maximum value of 94.69 indicates a diverse range of companies within the studied sample. This includes companies without institutional shareholders as well as those where approximately 95 percent of their shares are owned by institutional investors.

The results indicate that the characteristics related to board size and board independence are insignificant. In contrast, the education of board members shows a positive and significant relationship with financial performance.

Conclusions

In recent decades, corporate governance has emerged as a crucial topic in economic research and corporate management. Studies indicate that effective corporate governance can significantly contribute to sustainable development and economic growth. Within the corporate governance literature, various theories, such as agency theory, resource dependency theory, and signaling theory, have been discussed. In this context, agency theory and resource dependency theory are recognized as two important approaches to corporate governance.

Agency theory emphasizes that the board of directors is responsible for monitoring managers to protect the interests of shareholders. This theory also highlights the importance of institutional ownership (institutional shareholders) as external monitoring entities for management. Conversely, resource dependency theory posits that the board of directors should provide the financial and business resources necessary for the company, asserting that the board plays a fundamental role in enhancing company performance. The research results show a positive and significant relationship between one of the characteristics of the board of directors and the financial performance measures, however, the moderating role of institutional ownership in this relationship was not confirmed.

The results of this research can cover the existing gap in the literature regarding the moderating role of institutional ownership in the relationship between the characteristics of the board of directors and financial performance and open a new avenue for future research.

In addition, this research contributes to the literature in the field of corporate governance by considering agency and resource dependence theory.

Author Contributions

All authors contributed equally to the conceptualization of the article and writing of the original and subsequent drafts.

Data Availability Statement

Data available on request from the authors.

Acknowledgements

The authors would like to thank anonymous reviewers.

Ethical Considerations

The authors avoided data fabrication, falsification, plagiarism, and misconduct.

Funding

This research did not receive any specific grant from funding agencies in the public, commercial, or not-for-profit sectors.

Conflict of Interest

The authors declare no conflict of interest.



بررسی نقش تعدیل‌گر مالکیت نهادی در ارتباط میان ویژگی‌های هیئت مدیره و عملکرد مالی

بینا مشایخی^۱✉، علیرضا میری آشتیانی^۲، و محمدرضا امرالهی^۳

۱. نویسنده مسئول، دانشیار گروه حسابداری، دانشکده حسابداری و علوم مالی، دانشکده‌گان مدیریت، دانشگاه تهران، تهران، ایران. رایانامه: mashaykhi@ut.ac.ir

۲. گروه حسابداری، دانشکده حسابداری و علوم مالی، دانشکده‌گان مدیریت، دانشگاه تهران، تهران، ایران. رایانامه: alirezaamiriash1@gmail.com

۳. گروه حسابداری، دانشکده حسابداری و علوم مالی، دانشکده‌گان مدیریت، دانشگاه تهران، تهران، ایران. رایانامه: m.amrolahi@ut.ac.ir

چکیده

اطلاعات مقاله

هدف: هدف اساسی این پژوهش بررسی رابطه میان برخی از مشخصات هیئت مدیره از قبیل اندازه، استقلال و تخصیلات هیئت مدیره بر عملکرد مالی شرکت‌ها با توجه به نقش تعدیلگری مالکیت نهادی است.

نوع مقاله:
مقاله پژوهشی

روش: در این پژوهش، داده‌های ۱۷۷ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در بازه سال‌های ۱۳۹۵ تا ۱۴۰۰، با استفاده از روش رگرسیون چندگانه با کنترل اثرات ثابت سال و صنعت مورد بررسی قرار گرفته‌اند.

تاریخ دریافت: ۱۴۰۲/۱۱/۰۹

نتایج: نتایج پژوهش، نشان‌دهنده ارتباط مثبت و معنادار بین مشخصه‌های هیئت مدیره با سنجه‌های عملکرد مالی مورد استفاده در این پژوهش است، اما نقش تعدیلگری مالکیت نهادی در این ارتباط تأیید نشد.

تاریخ بازنگری: ۱۴۰۳/۰۱/۰۸

تاریخ پذیرش: ۱۴۰۳/۰۳/۲۶

تاریخ انتشار: ۱۴۰۴/۰۴/۰۸

نتیجه‌گیری: به طور کلی، بر اساس یافته‌های پژوهش حاضر ارتباط میان اندازه هیئت مدیره و معیارهای عملکرد مالی معنادار نبودند. از نظر چارچوب مفهومی نیز این مورد با نظریه نمایندگی به طور خاص مطابقت دارد. همان‌طور که اشاره شد ممکن است هیئت مدیره کوچک‌تر از نظر پژوهشگران مطلوب‌تر باشد به دلیل اینکه هیئت مدیره‌های بزرگ‌تر اغلب مشکلات هماهنگی و تصمیم‌گیری دارند؛ اما از طرفی دیگر هیئت مدیره بزرگ در کنترل و مدیریت مدیران بهتر عمل می‌کنند؛ اما در پژوهش حاضر رابطه مثبت و مطابق با نظریه‌های وابستگی به منابع، سیگنال دهی و ذینفعان یافت نشد.

کلیدواژه‌ها:

حاکمیت شرکتی،
مشخصه‌های هیئت مدیره،
مالکیت نهادی،
نظریه نمایندگی،
نظریه وابستگی به منابع.

دانش افزایی: نتایج این پژوهش می‌تواند شکاف موجود در ادبیات در خصوص تأثیر نقش تعدیلگری مالکیت نهادی در ارتباط میان مشخصه‌های هیئت مدیره و عملکرد مالی را پوشش داده و پنجره جدیدی برای پژوهش‌های آتی بگشاید. همچنین این پژوهش با در لحاظ نمودن نظریه‌های نمایندگی و نظریه وابستگی به منابع، به کامل‌تر شدن ادبیات در حوزه حاکمیت شرکتی کمک می‌کند.

طبقه‌بندی موضوعی:

G33, G34,
G38, M10

استناد: مشایخی، بینا؛ میری آشتیانی، علیرضا؛ و امرالهی، امرالهی (۱۴۰۴). بررسی نقش تعدیل‌گر مالکیت نهادی در ارتباط میان ویژگی‌های هیئت مدیره و عملکرد

مالی. پژوهش‌های حسابداری و حسابرسی عملیاتی و عملکرد، ۵ (۲)، ۶۳-۸۰.



مقدمه

حاکمیت شرکتی از زمان فروپاشی شرکت‌های بزرگ مثل انرون و ورلدکام به دلیل وضعیت ضعیف حاکمیت شرکتی این شرکت‌ها و همچنین بحران‌های مالی مختلف مثل بحران اقتصادی ۲۰۰۸ و بحران مالی آسیا در سال ۱۹۹۷ به یک موضوع مهم و حائز اهمیت در سطح جهانی برای پژوهشگران تبدیل شده است (Andoh et al., 2022; Detthamrong et al., 2017; Jones et al., 2015; Kakanda et al., 2016) و اینطور به نظر می‌رسد که شیوه‌های صحیح حاکمیت شرکتی برای توسعه پایدار و رشد اقتصاد ضروری است. به طور خاص، کشورهایی که شیوه‌های حاکمیت شرکتی درستی را اجرا کرده‌اند، عموماً رشد شدید بخش خصوصی را تجربه کرده‌اند و با دریافت سرمایه بیشتر، رشد اقتصادی بیشتری داشتند (Sheikh & Wang, 2012). به طور کلی حاکمیت شرکتی سیستمی است که برای هدایت و مدیریت امور تجاری شرکت به سمت افزایش رونق کسب و کار و پاسخگویی شرکت که با هدف تحقق ارزش سهامداران بلندمدت و بطور همزمان با در نظر گرفتن منافع سایر ذینفعان استفاده می‌شود (Abor & Biekpe, 2007; Keasey et al., 1997).

به‌علاوه این‌طور به نظر می‌رسد که شیوه‌های صحیح حاکمیت شرکتی برای توسعه پایدار و رشد اقتصاد ضروری است. به طور خاص، کشورهایی که شیوه‌های حاکمیت شرکتی درستی را اجرا کرده‌اند، عموماً رشد شدید بخش خصوصی را تجربه کرده‌اند و با دریافت سرمایه بیشتر، رشد اقتصادی بیشتری داشتند (Sheikh & Wang, 2012).

با نگاهی بر ادبیات، نظریه نمایندگی هیئت مدیره را به عنوان یک سازوکار داخلی مهم حاکمیت شرکتی معرفی می‌کند که وظیفه نظارت بر مدیران و اقدامات آن‌ها را برعهده دارد (Fama & Jensen, 1983). وظیفه نظارت، برگرفته از تضاد منافع ناشی از جدایی مالکیت و کنترل در شرکت‌ها است (Jensen & Meckling, 2019). هیئت مدیره در کنار وظیفه نظارت، وظیفه ارائه منابع تجاری و ارزیابی را برعهده دارد که توسط نظریه وابستگی به منابع توضیح داده می‌شود (Pucheta-Martínez & Gallego-Álvarez, 2020). بدین صورت که هیئت مدیره با فراهم آوردن منابع مورد نیاز به شرکت‌ها کمک می‌کند تا عملکرد خود را با کاهش وابستگی به محیط خارجی و پیشامدهای غیرمترقبه بهبود بخشند (Pfeffer & Salancik, 2003). این نظریه بیان می‌کند که هیئت مدیره یک پیوند اساسی بین شرکت و منابع خارجی است که یک شرکت برای به حداکثر رساندن عملکرد خود به آن نیاز دارد (Pfeffer & Salancik, 2003). بر اساس این دو نظریه یک سیستم مؤثر حاکمیت شرکتی باعث جذب سرمایه‌ها به شرکت و در نتیجه بهبود عملکرد شرکت می‌شود (Pucheta-Martínez & Gallego-Álvarez, 2020).

بر اساس نظریه نمایندگی، مالکیت نهادی جزء مهمی از ساختار مالکیت است که به عنوان یک سازوکار نظارتی خارجی نقش کلیدی در به حداقل رساندن تضادهای نمایندگی ایفا می‌کند (Jensen & Meckling, 2019). بر اساس این دیدگاه سهامداران نهادی، از آنجایی که بخش‌های بزرگی از سهام شرکت را در اختیار دارند، انگیزه جمع‌آوری اطلاعات در مورد شرکت و نظارت فعال بر مدیریت را دارند (Pound, 1988). علاوه بر این مالکان نهادی وظیفه امانت‌داری و حفاظت از منافع سهامداران دارند، از این روی ترجیح می‌دهند در شرکت‌هایی با حاکمیت شرکتی قوی سرمایه‌گذاری کنند (Chung & Zhang, 2011). با در نظر گرفتن نقش کنترلی و نظارتی، در نهایت پژوهشگران استدلال کردند حضور مالکان نهادی تأثیر مثبتی بر عملکرد مالی (Cornett et al., 2007; Pound, 1988) و ارزش بازار شرکت دارد (Shleifer & Vishny, 1986).

ارکان داخلی همچون هیئت مدیره دارای وظایف نظارتی و تعیین جهت‌های راهبردی برای مدیریت هستند و عملاً مشخصه‌های هیئت مدیره به‌طور بالقوه نقش قابل ملاحظه‌ای در کیفیت ایفای وظایف اشاره دارند و سازوکارهای خارجی نظیر مالکان نهادی دارای انگیزه جمع‌آوری اطلاعات و نظارت بر عملکرد شرکت‌ها هستند و اساساً این دو سازوکار می‌توانند به صورت هم‌زمان و مکمل با یکدیگر تأثیرگذار باشند، اما از آنجا که تأثیر تعامل این دو سازوکار بر عملکرد شرکت‌ها هنوز به طور دقیق بررسی نشده است، در پژوهش حاضر سعی شده است با بررسی این ارتباط شکاف پژوهشی که در این خصوص وجود دارد، پوشش داده بشود.

در این پژوهش، ابتدا مروری بر مبانی نظری ارائه شده و فرضیه‌های پژوهش تبیین می‌شوند. در ادامه، روش پژوهش معرفی شده و نحوه گردآوری داده‌ها و تجزیه و تحلیل آن‌ها مورد بررسی قرار می‌گیرد. سپس، نتایج پژوهش و در پایان بحث و نتیجه‌گیری، شامل محدودیت‌ها و پیشنهادهایی برای پژوهش‌های آتی ارائه خواهد شد.

مبانی نظری

مشخصه‌های هیئت مدیره و عملکرد مالی

باور پژوهشگران بر این است که رابطه میان مشخصه‌های هیئت مدیره و عملکرد شرکت نه با استفاده از یک نظریه واحد بلکه با ادغام چندین نظریه برای به دست آوردن درک عمیق‌تر از نقش‌های مختلف هیئت مدیره بهتر توضیح داده می‌شود (Gaur et al., 2015; Waheed & Malik, 2019). با بررسی ادبیات و چارچوب نظری مطالعات حاکمیت شرکتی، پژوهش پیشرو پنج نظریه نمایندگی، نظریه مباشرت، نظریه وابستگی به منابع، نظریه ذی‌نفعان و نظریه سیگنال‌دهی را در نظر می‌گیرد و در این پژوهش فرض شده است که رابطه میان مشخصه‌های هیئت مدیره و عملکرد شرکت با چند نظریه توضیح داده می‌شود. بر اساس نظریه نمایندگی، از آنجایی که سهامداران از مدیران جدا هستند، نیاز به انتصاب هیئت مدیره‌ای برای نظارت بر فعالیت‌های مدیران و همسو کردن منافع آن‌ها با سهامداران وجود دارد (Fama & Jensen, 1983). از منظر نظریه نمایندگی، هیئت مدیره موظف است نقش نظارتی را ایفا کند تا اطمینان حاصل شود که مدیران در راستای منافع سهامداران عمل می‌کنند (Gaur et al., 2015; Macus, 2008; Mazzotta & Ferraro, 2020). با توجه به مطالعات تجربی، نقش نظارتی هیئت مدیره در ویژگی‌های خاصی که هیئت مدیره دارد مانند اندازه هیئت مدیره، ترکیب هیئت مدیره، دوگانگی مدیرعامل و تنوع جنسیتی هیئت مدیره نمایان است و با استقلال هیئت مدیره مرتبط است (Andoh et al., 2022; Gaur et al., 2015; Waheed & Malik, 2019).

اگرچه نظریه نمایندگی رویکردی پرتطرف‌دار برای بررسی رابطه ویژگی‌های هیئت مدیره بر عملکرد شرکت بوده اما اغلب دارای نتایج متناقض بوده است (Andoh et al., 2022). یکی از دلایلی که می‌توان برای این مسئله بیان کرد این است که مطالعات مبتنی بر نظریه نمایندگی فقط بر عملکرد نظارتی هیئت مدیره تمرکز کرده‌اند و منابعی را که هیئت مدیره در اختیار شرکت‌ها قرار می‌دهند که همان وظیفه دوم هیئت مدیره است، نادیده گرفته‌اند (Andoh et al., 2022). این موضوع پژوهش حاضر را به سمت بررسی یک نظریه دیگری که آن را نظریه وابستگی به منابع می‌نامند، سوق داده است. بر اساس این نظریه، هیئت مدیره در کنار نقش نظارتی خود با تسهیل دسترسی شرکت به منابعی که کلید موفقیت شرکت هستند، به شرکت کمک می‌کنند (Macus, 2008).

بسیاری از پژوهشگران نقش منابع هیئت مدیره و ارتباط آن با عملکرد شرکت را با استفاده از برخی مشخصه‌های هیئت مدیره مانند اندازه، ترکیب و همچنین تنوع اعضای هیئت مدیره توضیح داده‌اند. هیئت مدیره با اندازه‌های بزرگ‌تر به عنوان یک منبع استراتژیک برای شرکت در نظر گرفته می‌شود؛ زیرا اعتقاد بر این است که هیئت مدیره بزرگ‌تر از تعداد بیشتری از اعضای غیرموظف با مهارت‌ها و تخصص‌های متنوع تشکیل شده است و به همین دلیل توانایی فراهم آوردن منابع بالقوه بیشتری را برای شرکت دارا هستند (Kyereboah-Coleman & Biekpe, 2006).

بر خلاف نظریه نمایندگی، نظریه مباشرت بیان می‌کند که مدیران اجرایی مراقبان خوبی از دارایی‌های شرکت هستند و نیازی به ایجاد انگیزه برای همسو کردن منافع خود با سهامداران ندارند؛ بنابراین، نظریه مباشرت، مدیران را به عنوان افرادی وفادار و کوشا در انجام فعالیت‌های روزمره شرکت می‌داند (Donaldson & Davis, 1991). نظریه مباشرت از گنجاندن تعداد بیشتری از مدیران داخلی یا عضو هیئت مدیره موظف که بخشی از مدیریت ارشد در هیئت مدیره هستند (اندازه هیئت مدیره) و همچنین از انتصاب مدیران عاملی که به طور هم‌زمان به عنوان عضو هیئت مدیره شرکت‌ها دو وظیفه دارند (دوگانگی مدیرعامل)، حمایت می‌کند.

علاوه بر موارد اشاره شده، ترکیب هیئت مدیره یک شرکت و رابطه آن با عملکرد اغلب با نظریه سیگنال‌دهی مرتبط بوده و اعتقاد بر این است که تنوع اعضای هیئت مدیره سیگنال‌هایی را به ذی‌نفعان مختلف ارسال می‌کند که نشان می‌دهد شرکت به انطباق با قوانین جامعه‌ای که در آن فعالیت می‌کند، تمایل دارد و همچنین به ذی‌نفعان این اطمینان را می‌دهد که شرکت نیازهای همه کسانی که توسط عملیاتش تحت تأثیر قرار می‌گیرند یا می‌توانند تحت تأثیر قرار گیرند، را برآورده می‌کند (Certo et al., 2009; Miller & del Carmen Triana, 2009; Connelly et al., 2011; al., 2001). در ادامه به اختصار به بررسی ادبیات مربوط به هر یک از ویژگی‌های هیئت مدیره که در پژوهش حاضر مورد بررسی قرار خواهد گرفت و تدوین فرضیات پژوهش مبتنی بر آن ادبیات صورت خواهد پذیرفت.

اندازه هیئت مدیره

اندازه هیئت مدیره به تعداد کل اعضای اشاره دارد که می‌توانند بر رویه‌های حاکمیت شرکتی شرکت‌ها و در نتیجه عملکرد آن تأثیر بگذارند (Yermack, 1996). به‌طور کلی، ممکن است تصور شود که اندازه هیئت مدیره کوچک‌تر کافی و مؤثر است، زیرا این موضوع وظایف نظارتی را به حداقل رسانده و در نتیجه، تأثیر مثبتی بر کارایی، هماهنگی و ارتباطات بهتر بین اعضای هیئت مدیره می‌شود. درحالی‌که افزایش اندازه هیئت مدیره باعث تأخیر در تصمیم‌گیری و هماهنگی شده و ارتباطات را سخت‌تر می‌نماید که در نتیجه منجر به افزایش تضاد منافع و دشوارتر شدن دستیابی به توافقات می‌شود و از این رو بر عملکرد شرکت تأثیر منفی می‌گذارد (Jensen, 1993; Nanka-Bruce, 2011; Pucheta-Martínez & Gallego-Álvarez, 2020; Rouf & Abdur, 2011; Yermack, 1996). اما در مقابل، بر اساس نظریه نمایندگی (Jensen & Meckling, 2019)، هیئت مدیره با تعداد اعضا بالا، در اداره و کنترل مدیریت مؤثرتر هستند؛ بنابراین، از نظر مشکل نمایندگی، تعداد بیشتری از اعضای درگیر در فعالیتهای مدیریتی، هیئت مدیره را هوشیارتر می‌کند (Gul & Leung, 2004; Hutchinson & Gul, 2004; Jermias, 2007; Tsui et al., 2001).

علاوه بر نکات فوق، می‌توان این مورد را نیز در نظر گرفت که افزایش تعداد اعضا، ویژگی‌های فردی متفاوتی در هیئت مدیره را به ارمغان خواهد آورد که می‌تواند به پیوند سازمان با محیط بیرونی آن کمک کند و منابع حیاتی از جمله اعتبار و مشروعیت را تضمین کند و با تعداد اعضای بیشتر، افزایش ثروت، تنوع نظرات و تجربیات بیشتری فراهم می‌شود (Pucheta-Martínez & Gallego-Álvarez, 2020). نظریه وابستگی به منابع نیز بیان می‌دارد که هیئت مدیره‌های بزرگ و متنوع به احتمال زیاد به افزایش سرمایه دانشی شرکت به روشی عمیق‌تر کمک می‌کنند که در نتیجه این موضوع می‌تواند بر کیفیت تصمیم‌گیری استراتژیک در شرکت تأثیر بگذارد و در نتیجه تأثیر مثبتی بر روی عملکرد داشته باشد (Arosa et al., 2010).

برخلاف موارد اشاره شده تاکنون، دیدگاه‌های متناقضی نیز در ادبیات در خصوص تأثیر اندازه هیئت مدیره بر عملکرد شرکت وجود دارد به عنوان مثال (Mak & Kusnadi, 2005; Eisenberg et al., 1998; Jensen, 1993; Nanka-Bruce, 2011; Pucheta-Martínez & Gallego-Álvarez, 2020; Rouf & Abdur, 2011; Yermack, 1996). رابطه منفی بین اندازه هیئت مدیره و عملکرد شرکت در نمونه‌های مورد بررسی خود یافتند. به‌هرحال، با تکیه بر نظریه نمایندگی، نظریه وابستگی به منابع و نظریه سیگنال‌دهی فرض می‌شود که یک رابطه مثبت بین اندازه هیئت مدیره و عملکرد شرکت وجود دارد.

فرضیه اول - الف: ارتباط مثبت و معناداری میان اندازه هیئت مدیره و عملکرد مالی شرکت وجود دارد.

استقلال هیئت مدیره

اعضای مستقل افراد حرفه‌ای هستند که هیچ ارتباطی با مدیریت شرکت ندارند، بنابراین دور از انتظار است که نظرات شخصی مدیریت را در تصمیم‌گیری‌های شرکت دخالت دهند (Agrawal & Knoeber, 1996). یک عضو مستقل نقش مهمی در نظارت بر تیم مدیریت شرکت ایفا می‌کند. بنابراین، میزان استقلال هیئت مدیره ممکن است، بر میزان جذب سرمایه‌گذاران تأثیرگذار باشد (Muniandy & Hillier, 2015). وجود عضو مستقل یک سازوکار کنترلی مناسب برای شرکت‌ها هستند؛ زیرا آن‌ها تصمیمات بی‌طرفانه‌تری نسبت به مدیران و سهامداران می‌گیرند و به‌جای دیدگاه‌های سنتی که بیشتر بر مسائل مالی

متمرکز است دیدگاه‌های جدیدتری ارائه می‌دهند (Zahra & Stanton, 1988). نظریه نمایندگی بیان می‌کند که هیئت مدیره‌هایی با نسبت بالایی از اعضای مستقل در اداره، مدیریت و کنترل مدیریت مؤثرتر هستند (Fernández-Gago et al., 2014; Jensen & Meckling, 2019; Jizi et al., 2016). در همین راستا، ولونتی^۱ (۲۰۱۵) نشان می‌دهد که اعضای مستقل تعارضات نمایندگی را کاهش می‌دهند، زیرا آن‌ها به عنوان یک سازوکار نظارتی مؤثر برای هیئت مدیره عمل می‌کنند و به احتمال زیاد از منافع سهامداران محافظت می‌کنند. علاوه بر این، بر اساس نظریه وابستگی به منابع، اعضای مستقل می‌توانند تأثیر مثبت قابل توجهی بر فعالیت‌های ارزش‌آفرینی شرکت و در نتیجه بر عملکرد آن از طریق تصمیم‌گیری استراتژیک آن داشته باشند (Gabrielsson, 2007).

داهایا و مک کانل^۲ (2007) نیز که تأثیر استقلال هیئت مدیره بر عملکرد شرکت را برای نمونه‌ای از شرکت‌ها در بریتانیا بررسی کردند، بیان می‌کنند که شرکت‌هایی که دارای اعضای مستقل در هیئت مدیره خود هستند، بهبود قابل توجهی در عملکرد خود نشان می‌دهند. علاوه بر این، ویر و همکاران^۳ (2002) دریافتند که استقلال هیئت مدیره به طور مثبت بر عملکرد (اندازه‌گیری شده به وسیله کیو توبین) تأثیر می‌گذارد.

اما باید در نظر داشت نتایج متناقضی با موارد مطرح شده نیز در ادبیات موجود است به عنوان مثال آگراوال و نوبر^۴ (1996) دریافتند که استقلال هیئت مدیره تأثیر منفی بر ارزش شرکت (اندازه‌گیری شده با کیو توبین) دارد یا در کشور مالزی، هنیفا و هدایب^۵ (2006) دریافتند که استقلال هیئت مدیره بر عملکرد شرکت تأثیر نمی‌گذارد.

باین‌حال، با تکیه به نظریه نمایندگی، نظریه وابستگی به منابع و نظریه سیگنال‌دهی حضور بیشتر اعضای بیرونی یا مستقل می‌تواند منجر به بهبود کنترل داخلی شرکت، افشای بیشتر اطلاعات و همچنین جستجوی مؤثرتر برای اقدامات و تصمیماتی شود که منجر به حمایت از سهامداران و جذب آن‌ها می‌شود.

فرضیه اول - ب: ارتباط مثبت و معناداری میان استقلال هیئت مدیره و عملکرد مالی شرکت وجود دارد.

سطح تحصیلات اعضای هیئت مدیره

نظریه وابستگی به منابع بیان می‌دارد که هیئت مدیره‌های دارای مهارت‌های متنوع به عنوان یک منبع استراتژیک برای شرکت‌ها محسوب می‌شود. به عنوان مثال اوجنوا^۶ (2012) بیان می‌کنند که به‌طور کلی اعضای دارای مدارک تحصیلی عالی و به طور خاص، اعضای دارای صلاحیت‌های پژوهشی و تحلیلی مانند مدرک دکتری می‌توانند منبعی غنی از ایده‌های نوآورانه برای توسعه ابتکارات سیاستی و همچنین دیدگاه‌های منحصربه‌فردی در مورد مسائل استراتژیک ارائه دهند (Bathula, 2008; Westphal & Milton, 2000). از طرف دیگر پژوهش انجام شده توسط ویرسما و بانتل^۷ (1992) این واقعیت را نشان می‌دهد که هیئت مدیره با سطح آموزشی بالاتر، به دلیل بالاتر بودن سطح دانش از صلاحیت فکری بیشتری برخوردار بوده و می‌توانند به طور هدفمندتری در تصمیم‌گیری‌های استراتژیک مهم در یک سازمان مشارکت کنند.

اما در مقابل Bathula (2008) در پژوهش خود در استرالیا یافتند که رابطه منفی بین اعضای هیئت مدیره با مدارک تحصیلی بالاتر و عملکرد شرکت برقرار است و بیان می‌دارند که اساساً مدارک تحصیلی بالاتر ممکن است عامل تعیین‌کننده نباشد؛ بلکه باید مهارت‌های خاصی در حسابداری و امور مالی برای قضاوت موردتوجه قرار بگیرد.

با توجه به شواهد و نظریه وابستگی به منابع در این پژوهش فرض شده است که سطح تحصیلات رابطه مثبتی با عملکرد مالی شرکت داشته باشد.

فرضیه اول - ج: ارتباط مثبت و معناداری میان سطح تحصیلات هیئت مدیره و عملکرد مالی شرکت وجود دارد.

1. Volonté

2. Dahya & McConnell

3. Weir et al

4. Agrawal & Knoeber

5. Haniffa & Hudaib

6. Ujunwa

7. Wiersema & Bantel

نقش تعدیلگری مالکیت نهادی

سرمایه‌گذاران نهادی عمدتاً مؤسسات مالی (یعنی بانک‌ها، شرکت‌های بیمه، صندوق‌های بازنشستگی و غیره) تعریف می‌شوند که به طور جمعی از طرف سرمایه‌گذاران فردی به منظور به حداکثر رساندن بازده با توجه به مشخصات ریسک، معامله می‌کنند (Chung & Zhang, 2011). نظریه نمایندگی بیان می‌کند که مالکیت نهادی جزء مهمی از ساختار مالکیت است که نقش کلیدی در به حداقل رساندن تضادهای نمایندگی ایفا می‌کند. سرمایه‌گذاران نهادی می‌توانند به عنوان یک دستگاه نظارت عمل کنند و نیاز بازارهای سرمایه را به یک سیستم نظارت خارجی کاهش دهند (Jensen & Meckling, 2019). به عبارتی دیگر، سرمایه‌گذاران نهادی مسئولیت امانت‌داری برای نظارت فعالانه بر مدیریت دارند (Chung & Zhang, 2011) و با انجام این مسئولیت، مالکان نهادی به کاهش مشکلات نمایندگی بین مالکان و مدیران اجرایی کمک می‌کنند و در نتیجه، عملکرد مالی را بهبود می‌دهند (Shleifer & Vishny, 1986).

علاوه بر نقش نظارتی بر مدیریت، مالکان نهادی همچنین به عنوان یک سازوکار سیگنال‌دهی عمل می‌کنند که عدم تقارن اطلاعاتی ادراک شده توسط سهامداران خرد و سرمایه‌گذاران بالقوه را کاهش می‌دهند (Demiralp et al., 2011; Lin & Fu, 2017). مطابق با این دیدگاه‌ها و نظریه‌های نمایندگی و سیگنال‌دهی، چندین مطالعه اثر مثبت مالکیت نهادی را بر عملکرد مالی گزارش کردند (Gürbüz et al., 2010; Nashier & Gupta, 2016).

در همین زمینه، McConnell & Servaes (1990) رابطه معناداری بین کیو توبین و درصد سهام در اختیار سهامداران نهادی، پیدا کردند. به همین ترتیب، Lin & Fu (2017) این رابطه را با استفاده از شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار شانگهای بررسی کردند و دریافتند که یک ارتباط مثبت بین کیو توبین و درصد سهام متعلق به مالکان نهادی وجود دارد. در صنعت گردشگری نیز، Tsai & Gu (2007) با استفاده از نمونه‌ای از شرکت‌های رستورانی در ایالات متحده آمریکا، دریافتند که ارتباط مثبتی بین مالکیت نهادی و عملکرد شرکت (اندازه‌گیری شده با کیو توبین) در مدل‌های OLS و 2SLS وجود دارد.

علاوه بر نکات اشاره شده، سرمایه‌گذاران نهادی به واسطه قدرت رأی که دارند، با افزایش نسبت اعضای مستقل هیئت مدیره و همچنین با تقویت هیئت مدیره با تفکیک پست‌های رئیس هیئت مدیره و مدیرعامل، حاکمیت شرکتی را در یک شرکت بهبود می‌بخشد (Bansal & Thenmozhi, 2019; Bianco & Casavola, 1999; Waheed & Malik, 2019). علاوه بر این، سرمایه‌گذاران نهادی ترجیح می‌دهند در شرکت‌هایی سرمایه‌گذاری کنند که دارای نسبت بالاتری از اعضای مستقل هیئت مدیره و سمت‌های جداگانه مدیرعامل و رئیس هیئت مدیره هستند (Bansal & Thenmozhi, 2019; Bianco & Casavola, 1999; Waheed & Malik, 2019) و بر همین اساس انتظار می‌رود که اثر تعدیل‌کنندگی بر رابطه بین مشخصه‌های هیئت مدیره و عملکرد مالی واحد تجاری داشته باشد.

برخلاف مطالعاتی که تأثیر مثبت مالکیت نهادی بر عملکرد شرکت را گزارش می‌کنند، شواهدی نیز برای تأثیر منفی یا عدم تأثیر مالکیت نهادی بر عملکرد شرکت وجود دارد. برای مثال، Bhattacharya & Graham (2007)، نشان دادند که مالکان نهادی که دارای ارتباطات سرمایه‌گذاری و تجاری با شرکت‌های سرمایه‌گذاری شده خود هستند، اثرات منفی بر عملکرد شرکت دارند. Tsouknidis (2019) همچنین رابطه منفی بین مالکیت نهادی و عملکرد شرکت برای نمونه‌ای از شرکت‌های کشتیرانی پذیرفته شده در ایالات متحده یافت؛ بنابراین با توجه به نکات اشاره شده در خصوص پژوهش‌های پیشین این‌گونه می‌توان نتیجه گرفت که مالکان نهادی به دنبال تعیین اعضای هیئت مدیره با مشخصه‌های مناسبی هستند، پس می‌توان فرض نمود زمانی که سطح مالکیت نهادی بالا است، رابطه میان مشخصه‌های هیئت مدیره و عملکرد شرکت توسط مالکیت نهادی تعدیل می‌شود.

فرضیه دوم - درصد مالکیت نهادی رابطه میان مشخصه‌های هیئت مدیره و عملکرد مالی را به طور مثبت تعدیل می‌کند.

روشن‌شناسی

این مطالعه از نظر ماهیت از نوع همبستگی و از نظر هدف کاربردی است و با توجه به اینکه در این پژوهش ابتدا به‌منظور تدوین فرضیه‌های پژوهش، مبانی نظری پیشینه پژوهش از طریق بررسی کتابخانه‌های استخراج گردیده و پس از آن به‌منظور آزمون فرضیه‌های فوق، از داده‌های واقعی مربوط به اطلاعات شرکت‌ها استفاده گردیده است و به همین‌منظور می‌توان بیان داشت که پژوهش حاضر از استدلال‌های قیاسی - استقرایی استفاده نموده است. همچنین با توجه به اینکه داده‌های استفاده شده در پژوهش حاضر بر اساس اطلاعات تاریخی و واقعی گردآوری شده است، می‌توان پژوهش حاضر را در زمره پژوهش‌های پس‌رویدادی طبقه‌بندی کرد.

جامعه و نمونه آماری

برای بررسی موضوع پژوهش حاضر از شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران به عنوان جامعه آماری استفاده شده است. در این پژوهش از روش حذف سیستماتیک برای تعیین اطلاعات مورد بررسی استفاده شده است. براین‌اساس هر شرکتی که کلیه شرایط زیر را داشته باشد، اطلاعات آن مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفته است:

- به‌منظور ایجاد قابلیت مقایسه صحیح اطلاعات، سال مالی تمامی شرکت‌ها منتهی به ۱۲/۲۹ باشد.
- در دوره مورد مطالعه، ماهیت فعالیت و سال مالی شرکت موردنظر تغییری نکرده باشد.
- اطلاعات مرتبط با شرکت موردنظر در طول دوره مورد مطالعه باید دسترس باشند.
- به علت ماهیت عملیاتی خاص فعالیت برخی از شرکت‌ها، شرکت‌های مورد بررسی جزء شرکت‌های سرمایه‌گذاری، لیزینگ‌ها، واسطه‌گری مالی و بانک‌ها نباشد.

با در نظر گرفتن شرایط فوق، در مجموع اطلاعات مربوط به ۱۷۷ شرکت از بین شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در این پژوهش مورد بررسی قرار گرفته و بازه زمانی پژوهش نیز سال‌های ۱۳۹۵ تا ۱۴۰۰ (۶ سال) بوده، در نهایت تعداد مشاهدات سال-شرکت بررسی شده در این پژوهش برابر با ۱۰۶۲ مورد است.

متغیرها و مدل پژوهش

متغیرهای وابسته

عملکرد مالی: عملکرد شرکت به فرایندی اشاره دارد که در آن منابع محدود در اختیار یک سازمان، به‌منظور دستیابی به هدف کلی شرکت، با کارایی و اثربخشی مناسب، در راستای فرصت‌های حال و آینده به‌کار گرفته می‌شود (Marn & Romuald, 2012; Yasser et al., 2011). در این پژوهش برای سنجش عملکرد مالی از بازده دارایی‌ها (ROA) و بازده حقوق صاحبان سهام (ROE) به عنوان معیارهای کوتاه‌مدت و کیو توبین (Tobin Q) به عنوان معیار بلندمدت برای ارزیابی عملکرد مالی شرکت‌ها همسو با مطالعات پیشین استفاده شده است (Andoh et al., 2022; Ozdemir, 2020; Pucheta- (Martínez & Gallego-Álvarez, 2020). بازده دارایی‌ها به‌صورت نسبت سود خالص بر کل دارایی‌ها، بازده حقوق صاحبان سهام به‌صورت نسبت سود خالص به کل حقوق صاحبان سهام و کیو توبین با جمع ارزش بازار حقوق صاحبان سهام و ارزش دفتری بدهی‌ها تقسیم بر ارزش دفتری دارایی‌ها، محاسبه شده است.

متغیرهای مستقل

اندازه هیئت مدیره: اولین متغیر مستقل مورد استفاده در پژوهش حاضر اندازه هیئت مدیره است که در این پژوهش مطابق با مطالعات قبلی (Bhagat & Bolton, 2008; Detthamrong et al., 2017; P. Nguyen, 2011; Pucheta-Martínez & Gallego-Álvarez, 2020) و به‌وسیله تعداد کل اعضای هیئت مدیره اندازه‌گیری شده است. این متغیر با علامت (BSize) نشان داده شده است.

استقلال هیئت مدیره: دومین متغیر مستقل که با علامت (Bind) نشان داده شده است استقلال هیئت مدیره است. همسو با مطالعات پیشین (Bhagat & Bolton, 2008; Detthamrong et al., 2017; P. Nguyen, 2011; Pucheta-Martínez & Gallego-Álvarez, 2020) استقلال هیئت مدیره در پژوهش حاضر با نسبت تعداد اعضای غیرموظف به کل اعضای هیئت مدیره اندازه‌گیری شده است.

تحصیلات هیئت مدیره: در این پژوهش همسو با (Darmadi, 2013) تحصیلات تکمیلی اعضای هیئت مدیره مدنظر است. تحصیلات هیئت مدیره (BEdu) به صورت نسبت تعداد اعضای که دارای مدارک تحصیلات تکمیلی هستند بر کل اعضای هیئت مدیره به دست آمده است.

متغیر تعدیلگر

مالکیت نهادی: همسو با مطالعات قبلی، این پژوهش سرمایه‌گذاران نهادی را به عنوان سرمایه‌گذاران دارای سهام بزرگ از جمله بانک‌ها، شرکت‌های بیمه، صندوق‌های بازنشستگی، شرکت‌ها و صندوق‌های سرمایه‌گذاری (Ozdemir, 2020) و سازمان‌ها و نهادهای دولتی تعریف می‌کند (Li et al., 2006). در این پژوهش، مالکیت نهادی (InstOwn) به عنوان نسبت تعداد سهام تحت تملک مالکان نهادی به کل سهام موجود اندازه‌گیری شده است (Chung & Zhang, 2011; Lin & Fu, 2017; Nashier & Gupta, 2016).

متغیرهای کنترلی

اهرم مالی: همسو با مطالعات گذشته در این پژوهش از نسبت کل بدهی به کل دارایی‌ها به عنوان اهرم مالی (Lev) استفاده شده است (Detthamrong et al., 2017; Pucheta-Martínez & Gallego-Álvarez, 2020). انتظار می‌رود اهرم مالی رابطه منفی با عملکرد مالی شرکت داشته باشد به دلیل اینکه بر اساس ادبیات بین اهرم مالی مورد استفاده توسط شرکت با عملکرد مالی آن رابطه منفی برقرار است (Pucheta-Martínez & Gallego-Álvarez, 2020).

اندازه شرکت: همسو با ادبیات پیشین، اندازه شرکت (FSize) به وسیله لگاریتم طبیعی جمع دارایی‌ها اندازه‌گیری شده است (Detthamrong et al., 2017; García-Meca et al., 2015). با توجه به ادبیات انتظار می‌رود اندازه شرکت با عملکرد مالی شرکت رابطه مثبتی داشته باشد (Pucheta-Martínez & Gallego-Álvarez, 2020).

خلاصه اطلاعات مربوط به متغیرهای مورد استفاده در پژوهش حاضر و نحوه اندازه‌گیری هر یک از این متغیرها به شرح جدول ۱ ارائه می‌گردد.

جدول ۱. توصیف متغیرهای پژوهش

نام متغیر	نقش متغیر	نحوه اندازه‌گیری
بازده دارایی‌ها (ROA)	متغیر وابسته	حاصل تقسیم سود خالص بر جمع دارایی‌ها
بازده سرمایه (ROE)	متغیر وابسته	حاصل تقسیم سود خالص بر جمع حقوق صاحبان سهام
کیو توبین (Tobin Q)	متغیر وابسته	برابر است با جمع ارزش بازار حقوق صاحبان سهام و ارزش دفتری بدهی‌ها تقسیم بر ارزش دفتری دارایی‌ها
اندازه هیئت مدیره (BSize)	متغیر مستقل	برابر است با تعداد کل اعضای هیئت مدیره
استقلال هیئت مدیره (BInd)	متغیر مستقل	نسبت تعداد اعضای غیرموظف به تعداد کل اعضای هیئت مدیره
تحصیلات هیئت مدیره (BEdu)	متغیر مستقل	نسبت تعداد اعضای دارای مدارک تحصیلات تکمیلی به تعداد کل اعضای هیئت مدیره
میزان مالکیت نهادی (InstOwn)	متغیر تعدیلگر	درصد سهام تحت مالکیت مالکان نهادی
اهرم مالی (Lev)	متغیر کنترلی	نسبت بدهی‌ها به دارایی‌ها
اندازه شرکت (FSize)	متغیر کنترلی	لگاریتم طبیعی کل دارایی‌ها

برای سنجش موضوع این پژوهش از دو گروه معادله رگرسیونی استفاده شده است. در معادلات گروه اول رابطه میان مشخصه‌های هیئت مدیره (بدون در نظر گرفتن اثر تعاملی مالکیت نهادی) با عملکرد مالی مورد سنجش قرار می‌گیرد (AI- Matari et al., 2014; Ozdemir, 2020) و در گروه دوم با معرفی مالکیت نهادی به عنوان متغیر تعدیلگر به مدل، رابطه بین مشخصه‌های هیئت مدیره و عملکرد مالی شرکت‌ها با توجه به نقش تعدیلگری مالکیت نهادی سنجیده می‌شود.

$$(1) ROA = \beta_0 + \beta_1 BSize + \beta_2 BInd + \beta_3 BEdu + \beta_4 BExp + \beta_5 Lev + \beta_6 FSize + \varepsilon_1$$

$$(2) ROE = \beta_0 + \beta_1 BSize + \beta_2 BInd + \beta_3 BEdu + \beta_4 BExp + \beta_5 Lev + \beta_6 FSize + \varepsilon_1$$

$$(3) Tobin Q = \beta_0 + \beta_1 BSize + \beta_2 BInd + \beta_3 BEdu + \beta_4 BExp + \beta_5 Lev + \beta_6 FSize + \varepsilon_1$$

برای سنجش معیارهای عملکرد مالی سه مدل به صورت مجزا مورد بررسی قرار می‌گیرند. در معادلات بالا اندازه هیئت مدیره (BSize)، استقلال هیئت مدیره (BInd) و تحصیلات هیئت مدیره (BEdu) به عنوان متغیرهای مستقل، اهرم مالی (Lev) و اندازه شرکت (FSize) به عنوان متغیر کنترلی هستند.

$$(4) ROA = \beta_0 + \beta_1 BSize + \beta_2 BInd + \beta_3 BEdu + \beta_4 InstOwn + \beta_5 BSize * InstOwn + \beta_6 BInd * InstOwn + \beta_7 BEdu * InstOwn + \beta_8 Lev + \beta_9 FSize + \varepsilon_1$$

$$(5) ROE = \beta_0 + \beta_1 BSize + \beta_2 BInd + \beta_3 BEdu + \beta_4 InstOwn + \beta_5 BSize * InstOwn + \beta_6 BInd * InstOwn + \beta_7 BEdu * InstOwn + \beta_8 Lev + \beta_9 FSize + \varepsilon_1$$

$$(6) Tobin Q = \beta_0 + \beta_1 BSize + \beta_2 BInd + \beta_3 BEdu + \beta_4 InstOwn + \beta_5 BSize * InstOwn + \beta_6 BInd * InstOwn + \beta_7 BEdu * InstOwn + \beta_8 Lev + \beta_9 FSize + \varepsilon_1$$

در معادلات بالا ضریب β_5 بیانگر اثر تعاملی اندازه هیئت مدیره و مالکیت نهادی، ضریب β_6 بیانگر اثر تعاملی استقلال هیئت مدیره و مالکیت نهادی و ضریب β_7 بیانگر اثر تعاملی تحصیلات هیئت مدیره و مالکیت نهادی است (Al-Matari et al., 2014; Hayes, 2017; Jose, 2013). همچنین اندازه هیئت مدیره (BSize)، استقلال هیئت مدیره (BInd) و تحصیلات هیئت مدیره (BEdu) به عنوان متغیرهای مستقل می‌باشند؛ اهرم مالی (Lev) و اندازه شرکت (FSize) به عنوان متغیر کنترلی هستند.

یافته‌های پژوهش

توصیف متغیرهای پژوهش

در جدول ۲ اطلاعات مربوط به آمار توصیفی متغیرهای پژوهش به شرح زیر ارائه می‌شود.

جدول ۲. اطلاعات آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

میانگین	انحراف معیار	کمترین	چارک اول	میان	چارک سوم	بیشترین
۰/۱۷۵۴	۰/۱۶۵۴	-۰/۱۸۹۳	۰/۰۵۵۷	۰/۱۴۹۸	۰/۲۷۴۴	-۰/۶۴۶۲
۰/۳۴۷۱	۰/۳۲۳۳	-۰/۱۷۵۸	۰/۱۶۶۶	۰/۳۴۷۱	۰/۵۴۶۲	۱/۳۲۶۱
۲/۹۵۱۸	۳/۳۱۵۶	۰/۲۰۳۴	۰/۹۹۷۷	۲/۱۶۶۹	۳/۲۷۸۵	۲۳/۱۰۸۴
۴/۹۸۶۸	۰/۱۱۴۱	۴	۵	۵	۵	۵
۰/۶۶۱۵	۰/۱۸۲۳	۰/۲	۰/۶	۰/۶	۰/۸	۱
۰/۶۲۰۷	۰/۲۷۱۲	۰	۰/۴	۰/۶	۰/۸	۱
۴۰/۶۴۶۵	۳۳/۰۰۴۲	۰	۴/۵	۴۰/۳	۷۱/۵۹	۹۴/۶۹
۰/۵۱۸۷	۰/۲۰۸۵	۰/۰۶۶۲	۰/۳۸۱۱	۰/۵۱۸۷	۰/۶۵۴۸	۱/۱۲۶۹
۱۵/۴۳۶	۱/۶۸۹۷	۱۱/۶۸۱۳	۱۴/۳۲۵۱	۱۵/۳۳۵۴	۱۶/۲۴۸۷	۲۰/۱۸۳۴

همان‌گونه که در جدول فوق قابل مشاهده می‌باشد، در خصوص متغیر اندازه هیئت مدیره با توجه به برابر بودن مقادیر چارک اول، میان، چارک دوم و چارک سوم با یکدیگر، اینگونه می‌توان بیان نمود که اکثریت هیئت مدیره‌ها در کشور ایران دارای پنج

عضو بوده که همین موضوع در داده‌های مورد استفاده در پژوهش حاضر نیز منعکس گردیده است و وجود مقدار کمینه ۰٫۲ و مقدار بیشینه ۱ برای متغیر استقلال هیئت مدیره نیز نشان می‌دهد که در نمونه انتخاب شده (مطابق با شرایط حذف سیستماتیک که پیش‌تر بدان اشاره گردید) شرکت‌ها، حداقل دارای یک نفر عضو غیرموظف بوده‌اند و در برخی از شرکت‌ها کلیه اعضای هیئت مدیره را افراد غیرموظف تشکیل می‌دادند.

در خصوص متغیر تحصیلات اعضای هیئت مدیره نیز مقدار کمینه ۰، بیشینه ۱ و میانگین ۰٫۶۲ به این معنا می‌باشد که در شرکت‌های نمونه، برخی از شرکت‌ها یافت شده‌اند که کلیه اعضای هیئت مدیره آن‌ها فاقد تحصیلات تکمیلی یا در مواردی کلیه آنان دارای تحصیلات تکمیلی بوده‌اند، اما به‌طور کلی در نمونه مورد بررسی بیش از نیمی از اعضای هیئت مدیره دارای تحصیلات تکمیلی بوده‌اند. در مورد متغیر مالکیت نهادی نیز با توجه به مقدار کمینه ۰ و بیشینه ۹۴٫۶۹ می‌توان بیان نمود که این نشان‌دهنده وجود انواع مختلف شرکت‌ها در نمونه مورد بررسی پژوهش حاضر (شامل شرکت‌های فاقد سهامدار نهادی و شرکت‌هایی که در حدود ۹۵ درصد از سهام آن‌ها در تملک سرمایه‌گذاران نهادی می‌باشد) بوده است.

به علاوه طبق بررسی‌های به‌عمل‌آمده پژوهش‌های داخلی که از متغیرهای مشابه با این پژوهش استفاده کرده‌اند از جمله (Jamei & Koolivand, 2021; Sajjadi & Paryad & Balani, 2022; Ameri, 2019; Vahdani & Mohamadimehr, 2020)، مقادیر آمار توصیفی متغیرهای آن‌ها نزدیک با مقادیر محاسبه شده در پژوهش حاضر بوده است که این موضوع در جهت تأیید داده‌های گردآوری شده حائز اهمیت است.

آزمون فرضیه‌های پژوهش

یافته‌های حاصل از آزمون فرضیه‌های پژوهش به شرح زیر است:

جدول ۳. نتایج برآورد مدل رگرسیونی (۱)

ROA متغیر مستقل					
متغیر	نماد	ضریب	خطای استاندارد	t آماره	مقدار احتمال (p-value)
اندازه هیئت مدیره	BSize	-۰٫۰۳۰۱۴۸	۰٫۰۲۹۸۵۶	-۱٫۰۱	۰٫۳۱۳
استقلال هیئت مدیره	BInd	-۰٫۰۰۶۱۲۷	۰٫۰۱۹۶۰۷	۰٫۳۱	۰٫۷۵۵
تحصیلات هیئت مدیره	BEdu	-۰٫۰۳۲۸۸۳	۰٫۰۱۳۹۷۰	۲٫۳۵	۰٫۰۱۹
اهرم مالی	Lev	-۰٫۳۷۴۱۵۴	۰٫۰۱۷۹۳۷	-۲۰٫۸۷	۰٫۰۰۰
اندازه شرکت	FSize	-۰٫۰۱۱۴۳۳	۰٫۰۰۲۳۹۷	۴٫۷۷	۰٫۰۰۰
عرض از مبدأ	C	-۰٫۲۸۹۷۳۷	۰٫۱۵۲۷۵۳	۱٫۹۰	۰٫۰۵۸
آماره F	۷۲/۲۸	مقدار احتمال	۰٫۰۰۰	ضریب تعیین	۰٫۵۶۵۸

با توجه به اطلاعات ارائه شده در جدول شماره ۳، ضریب اندازه هیئت مدیره دارایی‌ها منفی است اما با توجه به مقدار احتمال آن (۰٫۳۱۳) نتیجه معنادار نیست؛ همچنین ضریب متغیر استقلال هیئت مدیره مثبت است ولی به دلیل مقدار احتمال ۰٫۷۵۵ نتیجه معنادار نمی‌باشد و بنابراین این نتایج مطابق با فرضیه اول - الف و فرضیه الف - ب نیست و این فرضیه‌ها پذیرفته نمی‌شوند. باین‌حال، ضریب تحصیلات هیئت مدیره ۰٫۰۳۲ است و به‌طور معنادار با بازده دارایی‌ها رابطه مثبت دارد و این نتیجه همسو با فرضیه اول - ج است و عملاً نتایج به‌دست آمده را می‌توان با استفاده از نظریه‌های نمایندگی، وابستگی به منابع، ذی‌نفعان، سیگنال‌دهی توضیح داد.

به علاوه با توجه به نتایج به‌دست‌آمده، اولین متغیر کنترلی یعنی اهرم مالی همسو با آنچه انتظار می‌رفت رابطه منفی و معناداری با بازده دارایی‌ها داشته، همچنین اندازه شرکت نیز رابطه مثبت و معناداری با بازده دارایی‌ها دارد. در مرحله بعد برای آزمون فرضیه دوم، مدل (۴) سنجیده شد که نتایج آن در جدول زیر قابل رؤیت است.

جدول ۴. نتایج برآورد مدل رگرسیونی (۴)

متغیر مستقل ROA					
متغیر	نماد	ضریب	خطای استاندارد	آماره t	مقدار احتمال (p-value)
اندازه هیئت مدیره	BSize	-۰/۰۸۴۹۴۴	۰/۰۳۷۸۵۷	-۲/۲۴	۰/۰۲۵
استقلال هیئت مدیره	BInd	۰/۰۱۵۴۶۴	۰/۰۳۰۱۹۱	۰/۵۱	۰/۶۰۹
تحصیلات هیئت مدیره	BEdu	۰/۰۳۲۸۷۹	۰/۰۱۹۶۴۴	۱/۶۷	۰/۰۹۴
مالکیت نهادی	InstOwn	-۰/۰۰۹۲۵۲	۰/۰۰۴۶۸۱	-۱/۹۸	۰/۰۴۸
اندازه هیئت مدیره*مالکیت نهادی	In_BSize	-۰/۰۰۹۲۵۲	۰/۰۰۴۶۸۱	-۱/۹۸	۰/۰۴۸
استقلال هیئت مدیره*مالکیت نهادی	In_BInd	-۰/۰۰۰۲۰۰	۰/۰۰۰۵۷۱	-۰/۳۵	۰/۷۲۷
تحصیلات هیئت مدیره*مالکیت نهادی	In_BEdu	-۰/۰۰۰۱۴۱	۰/۰۰۰۳۹۷	-۰/۳۶	۰/۷۲۲
اهرم مالی	Lev	-۰/۳۸۰۲۲۸	۰/۰۱۷۹۹۵	-۲۱/۱۳	۰/۰۰۰
اندازه شرکت	FSize	۰/۰۱۰۱۳۰	۰/۰۰۲۴۲۵	۴/۱۸	۰/۰۰۰
عرض از مبدأ	C	۰/۵۵۸۶۸۷	۰/۱۹۲۸۶۲	۲/۹۰	۰/۰۰۴
آماره F	۶۰/۸۱	مقدار احتمال	۰/۰۰۰	ضریب تعیین	۰/۵۷۴

با توجه به این اطلاعات ارائه شده در جدول فوق، اثر تعاملی مالکیت نهادی و اندازه هیئت مدیره با مقدار احتمال ۰/۰۳۵ به طور معکوس و معنادار است. با این حال اثر تعاملی سایر متغیرها هم به صورت معنادار نبوده، بنابراین به طور کلی نتایج معناداری برای رد یا قبول فرضیه دوم یافت نشد. شایان ذکر است با توجه به نتایج ارائه شده در دو جدول فوق، در مدل اول (بدون در نظر گرفتن نقش تعدیلگری متغیرهای مربوط به مشخصه‌های هیئت مدیره)، متغیرهای اندازه و استقلال هیئت مدیره معنادار شناسایی نشده است، اما از آنجا که مطابق با مبانی نظری بررسی شده، فرضیه مربوط به تأثیر تعدیلگری متغیرهای مستقل توسعه یافته بود، جهت کسب اطمینان از عدم تغییر نتایج مربوط به فرضیه شماره یک (عدم معناداری متغیرهای اشاره شده)، مدل با در نظر گرفتن اثر تعدیلی متغیرهای مذکور مجدداً مورد بررسی قرار گرفت که نتایج حاکی از آن است که با در نظر گرفتن اثر تعدیلگری متغیرهای اصلی نیز معنادار می‌شوند که علت این موضوع تغییر شدت رابطه اولیه با اعمال اثر تعدیلگری می‌باشد. اثر تعاملی تضعیف‌کننده بدین صورت قابل توضیح است که تأثیر مالکان نهادی در بهبود عملکرد در شرکت‌هایی که از نظر مشخصه‌های هیئت مدیره مطلوب نیستند، بیشتر خواهد بود و بالعکس در شرکت‌هایی که مشخصه‌های هیئت مدیره مطلوبی دارند، اثر کمتری دارد. در ادامه به منظور کسب اطمینان از اعتبار یافته‌ها، اطلاعات مربوط به آزمون‌های آماری انجام گرفته در خصوص سایر متغیرهای مربوط به عملکرد مالی در ادامه مورد بحث و بررسی قرار خواهد گرفت:

جدول ۵. نتایج برآورد مدل رگرسیونی (۲)

متغیر مستقل ROE					
متغیر	نماد	ضریب	خطای استاندارد	آماره t	مقدار احتمال (p-value)
اندازه هیئت مدیره	BSize	-۰/۰۸۹۲۶۵	۰/۰۷۶۲۸۴	-۱/۱۷	۰/۲۴۲
استقلال هیئت مدیره	BInd	۰/۰۵۹۳۹۴	۰/۰۵۰۰۹۶	۱/۱۹	۰/۲۳۶
تحصیلات هیئت مدیره	BEdu	۰/۰۹۰۳۰۴	۰/۰۳۵۶۹۵	۲/۵۳	۰/۰۱۲
اهرم مالی	Lev	-۰/۱۰۱۳۰۶	۰/۰۴۵۸۰۶	-۲/۲۱	۰/۰۲۷
اندازه شرکت	FSize	۰/۰۳۲۲۰۹	۰/۰۰۶۱۲۵	۵/۲۶	۰/۰۰۰
عرض از مبدأ	C	۰/۲۰۷۲۸۰	۰/۳۹۰۲۹۳	۰/۵۳	۰/۵۹۵
آماره F	۱۹/۵۳	مقدار احتمال	۰/۰۰۰	ضریب تعیین	۰/۲۶۲۶

برای بررسی نقش تعدیلگری نیز مدل (۵) سنجیده شد که نتایج آن در جدول ذیل قابل مشاهده است. این نتایج نیز مطابق با نتایج مدل (۴) است.

جدول ۶. نتایج برآورد مدل رگرسیونی (۵)

متغیر مستقل ROE					
متغیر	نماد	ضریب	خطای استاندارد	آماره t	مقدار احتمال (p-value)
اندازه هیئت مدیره	BSize	-۰,۲۳۵۷۳۸	۰,۰۹۷۰۱۵	-۲,۴۳	۰,۰۱۵
هیئت مدیره	BInd	۰,۰۲۱۲۵۸	۰,۰۷۷۳۶۸	۰,۲۷	۰,۷۸۴
تحصیلات هیئت مدیره	BEdu	۰,۱۰۲۰۹۱	۰,۰۵۰۳۴۱	۲,۰۳	۰,۰۴۳
مالکیت نهادی	InstOwn	-۰,۰۲۸۳۵۸	۰,۰۱۱۹۹۷	-۲,۳۶	۰,۰۱۸
اندازه هیئت مدیره*مالکیت نهادی	In_BSize	۰,۰۰۵۶۶۲	۰,۰۰۲۳۹۵	۲,۳۶	۰,۰۱۸
استقلال هیئت مدیره*مالکیت نهادی	In_BInd	۰,۰۰۰۸۷۶	۰,۰۰۱۴۶۴	۰,۶۰	۰,۵۵۰
تحصیلات هیئت مدیره*مالکیت نهادی	In_BEdu	-۰,۰۰۰۳۰۸	۰,۰۰۱۰۱۸	-۰,۳۰	۰,۷۶۲
اهرم مالی	Lev	-۰,۱۱۶۵۵۱	۰,۰۴۶۱۱۵	-۲,۵۳	۰,۰۱۲
اندازه شرکت	FSize	۰,۰۳۰۸۹۰	۰,۰۰۶۲۱۴	۴,۹۷	۰,۰۰۰
عرض از مبدا	C	۰,۹۶۳۷۵۹	۰,۴۹۴۲۳۸	۱,۹۵	۰,۰۵۱
آماره F	۱۶,۴۸	مقدار احتمال	۰,۰۰۰	ضریب تعیین	۰,۲۶۷۵

در ادامه، مدل‌های (۳) و (۶) مورد بررسی قرار گرفته‌اند. نتایج این مدل در جدول قابل مشاهده است و همانطور که ملاحظه می‌شود، نتایج مدل (۳) مجدداً تایید می‌کنند که نتایج مشخصه‌های مرتبط با اندازه هیئت مدیره و استقلال هیئت مدیره غیرمعنادار هستند. همچنین، تحصیلات اعضای هیئت مدیره با عملکرد مالی رابطه مثبت و معناداری دارد، که با نتایج مدل (۱) سازگار است. نتایج متغیرهای کنترلی نیز همانند نتایج مدل (۱) می‌باشند.

جدول ۷. نتایج برآورد مدل رگرسیونی (۳)

متغیر مستقل Tobin Q					
متغیر	نماد	ضریب	خطای استاندارد	آماره t	مقدار احتمال (p-value)
اندازه هیئت مدیره	BSize	۰,۰۳۷۰۸۲	۰,۰۷۰۵۱۵۲	۰,۰۵	۰,۹۵۸
استقلال هیئت مدیره	BInd	-۰,۳۴۱۵۴۰	۰,۴۶۳۰۸۰	-۰,۷۴	۰,۴۶۱
تحصیلات هیئت مدیره	BEdu	۰,۵۵۱۹۵۳	۰,۳۲۹۹۶۲	۱,۶۷	۰,۰۹۵
اهرم مالی	Lev	-۱,۶۰۶۸۱۰	۰,۴۲۳۴۱۹	-۳,۷۹	۰,۰۰۰
اندازه شرکت	FSize	-۰,۶۸۹۹۶۴	۰,۰۵۶۶۲۱	-۱۲,۱۹	۰,۰۰۰
عرض از مبدا	C	۱۳,۹۲۴۴۰۰	۳,۶۰۷۸۱۰	۳,۸۶	۰,۰۰۰
آماره F	۳۶,۷۱	مقدار احتمال	۰,۰۰۰	ضریب تعیین	۰,۴۰۱

در انتها، برای بررسی نقش تعدیلگری نیز مدل (۶) سنجیده شد که نتایج آن در جدول قابل مشاهده است. این نتایج نیز مطابق با نتایج مدل (۴) است.

جدول ۸. نتایج برآورد مدل رگرسیونی (۶)

متغیر مستقل Tobin Q					
متغیر	نماد	ضریب	خطای استاندارد	آماره t	مقدار احتمال (p-value)
اندازه هیئت مدیره	BSize	-۰,۵۵۵۹۵۶	۰,۸۹۶۵۱۳	۰,۶۲	۰,۵۲۵
هیئت مدیره	BInd	-۰,۰۹۷۴۸۲۱	۰,۷۱۴۹۶۲	-۱,۳۶	۰,۱۷۳
تحصیلات هیئت مدیره	BEdu	۰,۰۳۵۹۳۵	۰,۴۶۵۲۰۲	۰,۰۸	۰,۹۲۸
مالکیت نهادی	InstOwn	-۰,۱۶۴۳۵۱	۰,۱۱۰۸۶۱	-۱,۴۸	۰,۱۳۹
اندازه هیئت مدیره*مالکیت نهادی	In_BSize	۰,۰۲۷۸۷۴	۰,۰۲۲۱۳۰	۱,۲۶	۰,۲۰۸
استقلال هیئت مدیره*مالکیت نهادی	In_BInd	۰,۰۱۶۵۰۵	۰,۰۱۳۵۳۲	۱,۲۲	۰,۲۲۳
تحصیلات هیئت مدیره*مالکیت نهادی	In_BEdu	۰,۰۱۷۸۸۷	۰,۰۰۹۴۱۱	۱,۹۰	۰,۰۵۸
اهرم مالی	Lev	-۱,۶۵۵۱۷۳	۰,۴۲۶۱۴۷	-۳,۸۸	۰,۰۰۰
اندازه شرکت	FSize	-۰,۶۸۱۳۵۰	۰,۰۵۷۴۲۶	-۱۱,۸۶	۰,۰۰۰
عرض از مبدا	C	۱۲,۵۸۱۶۲۰	۴,۵۶۷۲۵۶	۳,۸۵	۰,۰۰۰
آماره F	۳۰,۷۶	مقدار احتمال	۰,۰۰۰	ضریب تعیین	۰,۴۰۵۳

بحث و نتیجه‌گیری

در دهه‌های اخیر حاکمیت شرکتی به یک موضوع بسیار مهم در پژوهش‌های اقتصادی و مدیریت شرکت‌ها بدل شده است، همچنین پژوهش‌ها نشان می‌دهند که حاکمیت شرکتی مؤثر می‌تواند به توسعه پایدار و رشد اقتصادی کمک کند. در ادبیات حاکمیت شرکتی به نظریه‌های متفاوتی مانند نظریه نمایندگی، نظریه وابستگی به منابع، نظریه سیگنال‌دهی و غیره اشاره شده است و در این زمینه، نظریه نمایندگی و نظریه وابستگی به منابع به عنوان دو رویکرد مهم در حاکمیت شرکتی معرفی می‌شوند. نظریه نمایندگی بر این اصل تأکید دارد که هیئت مدیره باید وظیفه نظارت بر مدیران را به منظور حفظ منافع سهامداران به عهده داشته باشد. این نظریه از اهمیت مالکیت نهادی (سهامداران نهادی) به عنوان نهادهای نظارتی خارجی بر مدیریت نیز سخن می‌گوید. نظریه وابستگی به منابع معتقد است که هیئت مدیره باید منابع مالی و منابع تجاری مورد نیاز شرکت را فراهم کند و معتقد است که هیئت مدیره نقش اساسی در بهبود عملکرد شرکت ایفا می‌کند.

با این حال، ادبیات حاکمیت شرکتی اغلب نتایج متناقضی در رابطه با ارتباط میان شاخص‌های حاکمیت شرکتی (مانند مشخصه‌های هیئت مدیره) و عملکرد مالی گزارش کرده است. بنابراین، پژوهش حاضر به منظور پرکردن شکاف پژوهشی در خصوص بررسی نقش مالکیت نهادی در ارتباط با سازوکارهای داخلی و خارجی حاکمیت شرکتی و تأثیر آن بر عملکرد مالی شرکت‌ها به انجام رسیده است.

به طور کلی، بر اساس یافته‌های پژوهش حاضر ارتباط میان اندازه هیئت مدیره و معیارهای عملکرد مالی معنادار نبودند. با این حال، نتایج غیرمعنادار مشابه با (Andoh et al., 2022; Detthamrong et al., 2017; H. Nguyen & Faff, 2007). است که آن‌ها نیز رابطه مشخصی بین اندازه هیئت مدیره و عملکرد مالی شرکت پیدا نکردند. دلیل این موضوع با توجه به (Andoh et al., 2022; H. Nguyen & Faff, 2007) می‌تواند به خاطر وجود رابطه غیرخطی میان اندازه هیئت مدیره و عملکرد مالی شرکت باشد. از نظر چارچوب مفهومی نیز این مورد با نظریه نمایندگی به طور خاص مطابقت دارد. همانطور که اشاره شد ممکن است هیئت مدیره کوچک‌تر از نظر پژوهشگران مطلوب‌تر باشد به دلیل اینکه هیئت مدیره‌های بزرگ‌تر اغلب مشکلات هماهنگی و تصمیم‌گیری دارند (Eisenberg et al., 1998; Yermack, 1996) اما از طرفی دیگر هیئت مدیره بزرگ در کنترل و مدیریت مدیران بهتر عمل می‌کنند (Pucheta-Martínez & Gallego-Álvarez, 2020). اما در پژوهش حاضر رابطه مثبت و مطابق با نظریه‌های وابستگی به منابع، سیگنال‌دهی و ذینفعان یافت نشد.

نتایج آزمون مدل‌ها مشخص کرد که استقلال هیئت مدیره با سنج‌های عملکرد مالی ارتباط مشخصی ندارد، هرچند در مدل (۲) این مشخصه با عملکرد مالی اندازه‌گیری شده توسط بازده حقوق مالکانه رابطه مثبت و ضعیفی دارد که این نتیجه با پژوهش‌های (Coles et al., 2001; Dahya & McConnell, 2007; Jackling & Johl, 2009; Pucheta-Martínez & Gallego-Álvarez, 2020) همسو است. رابطه مثبت استقلال هیئت مدیره و عملکرد مالی مطابق با نظریه‌های نمایندگی، وابستگی به منابع، ذینفعان، سیگنال‌دهی می‌باشد و مخالف با نظریه مباشرت است، اما در نهایت، در پژوهش حاضر فرضیه اول - ب مورد تأیید قرار نگرفت.

علاوه بر موارد فوق، نتایج پژوهش حاضر نشان‌دهنده وجود رابطه مثبت و معنادار تحصیلات هیئت مدیره و سه معیار عملکرد مالی استفاده شده در این پژوهش است، بنابراین این نتایج با فرضیه الف - ج تطابق دارد و با پژوهش‌های (Cheng et al., 2012; Ujunwa, 2012; Hambrick et al., 1996; Darmadi, 2013) همسو است. رابطه مثبت تحصیلات هیئت مدیره و عملکرد مالی مطابق با نظریه‌های نمایندگی، وابستگی به منابع، ذینفعان، سیگنال‌دهی است و نشان‌دهنده قابلیت توضیح‌دهندگی این نظریه‌ها می‌باشد.

به طور کلی نتایج مدل‌های (۴)، (۵) و (۶) حاکی از این بودند که اثر تعاملی مالکیت نهادی و متغیرهای مستقل معنادار نبودند؛ اما ضرایب گزارش شده معکوس بودند که این موضوع نشان‌دهنده این است که اثر تعاملی مالکیت نهادی به صورت کاهنده بوده که این نتیجه مطابق با پژوهش (Ozdemir, 2020; Waheed & Malik, 2021) است. اثر تعاملی کاهنده بدین صورت قابل

توضیح است که تأثیر مالکان نهادی در بهبود عملکرد در شرکت‌هایی که از نظر مشخصه‌های هیئت مدیره مطلوب نیستند، بیشتر خواهد بود و بالعکس در شرکت‌هایی که مشخصه‌های هیئت مدیره مطلوبی دارند، اثر کمتری دارد. البته باید توجه داشت که مطلوب بودن مشخصه‌های هیئت مدیره براساس دیدگاه و نظریه‌های مختلف به صورت متفاوت می‌باشد و در ادبیات حاکمیت شرکتی براساس نتایج مختلفی که برای مشخصه‌های مورد بررسی این پژوهش گزارش شده است، اتفاق نظری در این موضوع مشاهده نمی‌شود.

نتایج پژوهش حاضر در عمل می‌تواند توسط مالکان و مدیران و سیاست‌گذاران جهت شناسایی وضعیت تأثیرگذاری متغیرهای مورد بررسی در پژوهش حاضر در خصوص مشخصه‌های هیئت مدیره بر عملکرد مالی شرکت‌ها مورد استفاده قرار بگیرد.

محدودیت‌ها و پیشنهادها برای انجام پژوهش‌های آتی

پژوهش حاضر نیز مانند سایر پژوهش‌ها دارای محدودیت‌هایی بوده که مهم‌ترین آن‌ها مربوط به استفاده گزینشی از مشخصه‌های هیئت مدیره است. با توجه به ادبیات، مشخصه‌های متنوعی در رابطه با هیئت مدیره قابلیت بررسی دارند، اما به عنوان مثال در این پژوهش از ترکیب جنسیت هیئت مدیره به علت کمبود حضور زنان در هیئت مدیره‌ها در ایران، صرف‌نظر شده است؛ بنابراین پژوهش‌های آتی می‌توانند از سایر مشخصه‌های هیئت مدیره در ارتباط با عملکرد مالی شرکت استفاده کنند، همچنین پیشنهاد می‌شود با ترکیب این مشخصه‌ها از متغیر شاخصی استفاده شود تا تأثیر این مشخصه‌ها به صورت کلی مشخص شود.

علاوه بر مورد فوق، با توجه به اینکه در پژوهش حاضر صرفاً شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران مورد بررسی قرار گرفته‌اند، پژوهش‌های آتی می‌توانند با در نظر گرفتن شرکت‌های فرابورسی به بررسی جامع‌تری بپردازند تا نتایج پژوهش‌های قابل تعمیم به تمامی شرکت‌ها در بازار سرمایه ایران باشند.

ملاحظات اخلاقی

پیروی از اصول اخلاق پژوهش

نویسندگان اصول اخلاقی را در انجام و انتشار این پژوهش علمی رعایت نموده‌اند و این موضوع مورد تأیید همه آنهاست.

تعارض منافع

بنا بر اظهار نویسندگان این مقاله تعارض منافع ندارد.

سپاسگزاری

از داوران محترم به خاطر ارائه نظرهای ساختاری و علمی سپاسگزاری می‌شود.

References

- Agrawal, A., & Knoeber, C. R. (1996). Firm performance and mechanisms to control agency problems between managers and shareholders. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 31(3), 377–397.
- Al-Matari, E. M., Al Swidi, A. K., & Fadzil, F. H. B. (2014). The moderating effect of board diversity on the relationship between executive committee characteristics and firm performance in Oman: Empirical study. *Asian Social Science*, 10(12), 6–20.
- Ameri, H. (2019). Investigating the Impact of the Board of Directors on Disclosure of Corporate Sustainability Report. *Journal of Accounting and Social Interests*, 9(3), 185-202. [In Persian]
- Andoh, J. A. N., Abugri, B. A., & Anarfo, E. B. (2022). Board Characteristics and performance of listed firms in Ghana. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, ahead-of-print.
- Arosa, B., Iturralde, T., & Maseda, A. (2010). Outsiders on the board of directors and firm performance: Evidence from Spanish non-listed family firms. *Journal of Family Business Strategy*, 1(4), 236–245.
- Bansal, S., & Thenmozhi, M. (2019). Does Board Composition Matter to Institutional Investors? *Journal of Emerging Market Finance*, 18(2_suppl), S238–S266.
- Bathula, H. (2008). *Board characteristics and firm performance: Evidence from New Zealand*. (Doctoral dissertation, Auckland University of Technology).
- Bhagat, S., & Bolton, B. (2008). Corporate governance and firm performance. *Journal of Corporate Finance*, 14(3), 257–273.
- Bhattacharya, P. S., & Graham, M. (2007). *Institutional ownership and firm performance: Evidence from Finland*. Available at SSRN 1000092.
- Bianco, M., & Casavola, P. (1999). Italian corporate governance: Effects on financial structure and firm performance. *European Economic Review*, 43(4–6), 1057–1069.
- Certo, S. T., Daily, C. M., & Dalton, D. R. (2001). Signaling firm value through board structure: An investigation of initial public offerings. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 26(2), 33–50.
- Chung, K. H., & Zhang, H. (2011). Corporate governance and institutional ownership. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 46(1), 247–273.
- Coles, J. W., McWilliams, V. B., & Sen, N. (2001). An examination of the relationship of governance mechanisms to performance. *Journal of Management*, 27(1), 23–50.
- Connelly, B. L., Certo, S. T., Ireland, R. D., & Reutzel, C. R. (2011). Signaling theory: A review and assessment. *Journal of Management*, 37(1), 39–67.
- Cornett, M. M., Marcus, A. J., Saunders, A., & Tehranian, H. (2007). The impact of institutional ownership on corporate operating performance. *Journal of Banking & Finance*, 31(6), 1771–1794.
- Dahya, J., & McConnell, J. J. (2007). Board composition, corporate performance, and the Cadbury committee recommendation. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 42(3), 535–564.
- Demiralp, I., D’Mello, R., Schlingemann, F. P., & Subramaniam, V. (2011). Are there monitoring benefits to institutional ownership? Evidence from seasoned equity offerings. *Journal of Corporate Finance*, 17(5), 1340–1359.
- Detthamrong, U., Chancharat, N., & Vithessonthi, C. (2017). Corporate governance, capital structure and firm performance: Evidence from Thailand. *Research in International Business and Finance*, 42, 689–709.
- Donaldson, L., & Davis, J. H. (1991). Stewardship theory or agency theory: CEO governance and shareholder returns. *Australian Journal of Management*, 16(1), 49–64.
- Eisenberg, T., Sundgren, S., & Wells, M. T. (1998). Larger board size and decreasing firm value in small firms. *Journal of Financial Economics*, 48(1), 35–54.

- Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983). Separation of ownership and control. *The Journal of Law and Economics*, 26(2), 301–325.
- Fernández-Gago, R., Cabeza-García, L., & Nieto, M. (2016). Corporate social responsibility, board of directors, and firm performance: an analysis of their relationships. *Review of Managerial Science*, 10(1), 85–104.
- Gabrielsson, J. (2007). Correlates of board empowerment in small companies. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 31(5), 687–711.
- García-Meca, E., García-Sánchez, I.-M., & Martínez-Ferrero, J. (2015). Board diversity and its effects on bank performance: An international analysis. *Journal of Banking & Finance*, 53, 202–214.
- Gaur, S. S., Bathula, H., & Singh, D. (2015). Ownership concentration, board characteristics and firm performance: A contingency framework. *Management Decision*.
- Gul, F. A., & Leung, S. (2004). Board leadership, outside directors' expertise and voluntary corporate disclosures. *Journal of Accounting and Public Policy*, 23(5), 351–379.
- Gürbüz, A. O., Aybars, A., & Kutlu, Ö. (2010). Corporate Governance and Financial Performance with a Perspective on Institutional Ownership: Empirical Evidence from Turkey. *Journal of Applied Management Accounting Research*, 8(2).
- Haniffa, R., & Hudaib, M. (2006). Corporate governance structure and performance of Malaysian listed companies. *Journal of Business Finance & Accounting*, 33(7-8), 1034–1062.
- Hayes, A. F. (2017). *Introduction to mediation, moderation, and conditional process analysis: A regression-based approach*. Guilford publications.
- Hutchinson, M., & Gul, F. A. (2004). Investment opportunity set, corporate governance practices and firm performance. *Journal of Corporate Finance*, 10(4), 595–614.
- Jackling, B., & Johl, S. (2009). Board structure and firm performance: Evidence from India's top companies. *Corporate Governance: An International Review*, 17(4), 492–509.
- Jamei, R., & Koolivand, Z. (2021). Investigating the Relationship between Institutional Ownership and Audit Fees with Emphasizing Political Connections. *Journal of Accounting Knowledge*, 12(1), 159-172. [In Persian]
- Jensen, M. C. (1993). The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems. *The Journal of Finance*, 48(3), 831–880.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (2019). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. In *Corporate Governance* (pp. 77–132). Gower.
- Jermias, J. (2007). The effects of corporate governance on the relationship between innovative efforts and performance. *European Accounting Review*, 16(4), 827–854.
- Jizi, M. I., Salama, A., Dixon, R., & Stratling, R. (2014). Corporate governance and corporate social responsibility disclosure: Evidence from the US banking sector. *Journal of Business Ethics*, 125(4), 601–615.
- Jones, C. D., Li, M., & Cannella Jr, A. A. (2015). Responses to a governance mandate: The adoption of governance committees by NYSE firms. *Journal of Management*, 41(7), 1873–1897.
- Jose, P. E. (2013). *Doing statistical mediation and moderation*. Guilford Press.
- Kakanda, M., Salim, B., & Chandren, S. (2016). Review of the relationship between board attributes and firm performance. *Asian Journal of Finance & Accounting*, 8(1).
- Kyereboah-Coleman, A., & Biekpe, N. (2006). Do boards and CEOs matter for bank performance? A comparative analysis of banks in Ghana. *Journal of Corporate Ownership and Control*, 4(1), 119–126.

- Li, J., Lam, K., Qian, G., & Fang, Y. (2006). The effects of institutional ownership on corporate governance and performance: An empirical assessment in Hong Kong. *Management International Review*, 46, 259–276.
- Lin, Y. R., & Fu, X. M. (2017). Does institutional ownership influence firm performance? Evidence from China. *International Review of Economics & Finance*, 49, 17–57.
- Macus, M. (2008). Board capability; An interactions perspective on boards of directors and firm performance. *International Studies of Management & Organization*, 38(3), 98–116.
- Mak, Y. T., & Kusnadi, Y. (2005). Size really matters: Further evidence on the negative relationship between board size and firm value. *Pacific-Basin Finance Journal*, 13(3), 301–318.
- Marn, J. T. K., & Romuald, D. F. (2012). The impact of corporate governance mechanism and corporate performance: A study of listed companies in Malaysia. *Journal for the Advancement of Science & Arts*, 3(1), 31–45.
- Mazzotta, R., & Ferraro, O. (2020). Does the gender quota law affect bank performances? Evidence from Italy. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*.
- McConnell, J. J., & Servaes, H. (1990). Additional evidence on equity ownership and corporate value. *Journal of Financial Economics*, 27(2), 595–612.
- Miller, T., & del Carmen Triana, M. (2009). Demographic diversity in the boardroom: Mediators of the board diversity–firm performance relationship. *Journal of Management Studies*, 46(5), 755–786.
- Muniandy, B., & Hillier, J. (2015). Board independence, investment opportunity set and performance of South African firms. *Pacific-Basin Finance Journal*, 35, 108–124.
- Nanka-Bruce, D. (2011). Corporate governance mechanisms and firm efficiency. *International Journal of Business and Management*, 6(5), 28.
- Nashier, T., & Gupta, A. (2016). *The effect of institutional ownership on firm performance*. IUP Journal of Corporate Governance, 15(3).
- Nguyen, H., & Faff, R. (2007). Impact of board size and board diversity on firm value: Australian evidence. *Corporate Ownership and Control*, 4(2), 24–32.
- Nguyen, P. (2011). Corporate governance and risk-taking: Evidence from Japanese firms. *Pacific-Basin Finance Journal*, 19(3), 278–297.
- Ozdemir, O. (2020). Board diversity and firm performance in the US tourism sector: The effect of institutional ownership. *International Journal of Hospitality Management*, 91, 102693.
- Pfeffer, J., & Salancik, G. R. (2003). *The external control of organizations: A resource dependence perspective*. Stanford University Press.
- Pound, J. (1988). Proxy contests and the efficiency of shareholder oversight. *Journal of Financial Economics*, 20, 237–265.
- Pucheta-Martínez, M. C., & Gallego-Álvarez, I. (2020). Do board characteristics drive firm performance? An international perspective. *Review of Managerial Science*, 14(6), 1251–1297.
- Sajjadi, Z., Paryad, A., & Balani, A. (2022). Investigate the Effect of Board Characteristics on the Relationship between Ownership Structure and Classification Shifting. *Journal of Accounting Knowledge*, 13(1), 167-184. [In Persian]
- Schnatterly, K., & Johnson, S. G. (2014). Independent boards and the institutional investors that prefer them: Drivers of institutional investor heterogeneity in governance preferences. *Strategic Management Journal*, 35(10), 1552–1563.

- Sheikh, N. A., & Wang, Z. (2012). Effects of corporate governance on capital structure: empirical evidence from Pakistan. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*.
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1986). Large shareholders and corporate control. *Journal of Political Economy*, 94(3, Part 1), 461–488.
- Tsai, H., & Gu, Z. (2007). Institutional ownership and firm performance: empirical evidence from US-based publicly traded restaurant firms. *Journal of Hospitality & Tourism Research*, 31(1), 19–38.
- Tsui, J. S. L., Jaggi, B., & Gul, F. A. (2001). CEO domination, growth opportunities, and their impact on audit fees. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 16(3), 189–208.
- Ujunwa, A. (2012). Board characteristics and the financial performance of Nigerian quoted firms. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*.
- Vahdani, M., & Mohamadimehr, J. (2020). Effect of Board's Characteristics on Earnings Informativeness by Considering the Moderating Role of Investor Sentiment. *Financial Management Strategy*, 8(3), 87-118. [In Persian]
- Volonté, C. (2015). Boards: Independent and committed directors? *International Review of Law and Economics*, 41, 25–37.
- Waheed, A., & Malik, Q. A. (2019). Board characteristics, ownership concentration and firms' performance: A contingent theoretical based approach. *South Asian Journal of Business Studies*.
- Weir, C., Laing, D., & McKnight, P. J. (2002). Internal and external governance mechanisms: their impact on the performance of large UK public companies. *Journal of Business Finance & Accounting*, 29(5-6), 579–611.
- Westphal, J. D., & Milton, L. P. (2000). How experience and network ties affect the influence of demographic minorities on corporate boards. *Administrative Science Quarterly*, 45(2), 366–398.
- Wiersema, M. F., & Bantel, K. A. (1992). Top management team demography and corporate strategic change. *Academy of Management Journal*, 35(1), 91–121.
- Yasser, Q. R., Entebang, H. A., & Mansor, S. A. (2011). Corporate governance and firm performance in Pakistan: The case of Karachi Stock Exchange (KSE)-30. *Journal of Economics and International Finance*, 3(8), 482–491.
- Yermack, D. (1996). Higher market valuation of companies with a small board of directors. *Journal of Financial Economics*, 40(2), 185–211.
- Zahra, S. A., & Stanton, W. W. (1988). The implications of board of directors' composition for corporate strategy and performance. *International Journal of Management*, 5(2), 229–236.