Financial Accounting Research

Financial Accounting Research
E-ISSN: 2322-3405
Vol. 14, Issue 2, No.52, Summer 2022, P:153-178
Received: 08.09.2022 Accepted: 10.03.2023

Research Article

The Effect of Corporate Governance on the Firms` Financial Performance Using Meta-Analysis Approach

Saeed Fathi*: Associate Professor, Department of Management, Faculty of Administrative Sciences and Economics, University of Isfahan, Isfahan, Iran
s.fathi@ase.ui.ac.ir

Hamid Abootalebi: M.A. Graduated, Department of Management, Faculty of Administrative Sciences and Economics, University of Isfahan, Isfahan, Iran
aboutalebi.hamid1@gmail.com

Abstract

Managers can maximize shareholders' wealth by managing variables in the financial structure (such as capital structure, dividend, and investment). Using corporate governance mechanisms, shareholders try to guide managers in this direction. The sample of this research is the statistical tests in past experimental studies that experimentally tested the research hypotheses. In this research, with the meta-analysis approach (in seven stages), the influence of the aforementioned variables on corporate governance and their effect on financial performance is tested. Due to the presence of three intermediate variables, three hypotheses about the effect of corporate governance on the mentioned variables and three hypotheses about the effect of intermediate variables on financial performance, and one hypothesis on the direct effect of corporate governance on financial performance were designed and 64 studies including a total of 260 effect size (r type) that their publication dates were between 1993 and 2019 were meta-analyzed. In the groups of the sample where the effect sizes were divergent, the random effects method, and for the convergent cases, the fixed effects method was used to calculate the cumulative effect size. Based on the results, corporate governance affects financial performance, capital structure, dividends, and investment. In addition, all three variables of capital structure, dividend, and investment have a significant influence on financial performance. For each hypothesis, after determining the size of the joint effect, a robustness test has been performed and analyzed on the results.

Keywords: Dividends, Corporate Governance, Capital Structure, Investment, Financial Performance.

Introduction

In many past studies, the impact of corporate governance on the company's financial performance has been measured directly (Che et al., 2008). It is expected that corporate governance will lead to the improvement of financial performance not directly but through the impact on some structural variables of the company. If these variables do not have a favorable

* Corresponding author
2322-3405 / © The author(s) Publisher: University of Isfahan

This is an open access article under the CC-BY-NC 4.0 License

10.22108/FAR.2023.135066.1921 20.1001.1.23223405.1401.14.2.7.5

impact on corporate governance or on performance, the impact of corporate governance on performance will be distorted. In this research, the effect of corporate governance on mediating variables and the effect of mediating variables on financial performance are tested with a meta-analysis approach. After meta-analyzing about 110 studies searched with the keywords of corporate governance and financial performance, the mediating variables identified are capital structure (Hussainey and Aljifri, 2012), dividend (Elmagrhi, et al. 2017), and investment (Sharma, 2012). Optimal capital structure as a structure for which the wealth of shareholders is maximized is one of the mediators of corporate governance and performance. While the dividend is one of the important factors studied by previous studies in maximizing shareholders' wealth. Opportunistic managers use the extra cash for their self-serving. With the effective implementation of corporate governance mechanisms, dividend policy works to overcome agency problems (Ogden, et al., 2003). Does corporate governance influence management actions? Do companies with different degrees of governance experience different managerial practices? Do management practices facilitate the achievement of the goal of maximizing shareholders` wealth? And in general, has the development of corporate governance directly or indirectly affected the company's financial performance? These are the questions that the authors were motivated to find answer to solve the functional paradox of corporate governance and performance.

Methods & Material

The meta-analysis of this research has been implemented in seven stages. In the first stage, corporate governance as an independent variable, financial performance as a dependent variable, and capital structure, dividend, and investment as intermediate variables were defined. In the second stage, three main steps, including determining keywords, determining databases, and searching for studies, were implemented. Indexing databases include Science Direct, Emerald, Google Scholar, SSRN, ResearchGate, Jstor, and Semantic Scholar and keywords include "*Corporate governance, Board of directors, Board independence, Ownership, Concentration, Institutional ownership, Performance, Financial performance, ROE, ROS, ROA, Tobin's Q, EVA, Return on equity, Return on Sales, Return on assets, Economic value added, Capital expenditure, Corporate investment, Positive NPV projects, Dividend, DPS, Capital structure, Debt ratio, and Leverage ratio"*. In the third stage, after applying the conditions: 1) the subject of the research is following one of the hypotheses of this meta-analysis, 2) the information necessary to calculate the effect size is reported, and 3) the study is correlational. 64 published studies including 260 empirical tests (the sample of this research) were meta-analyzed between 1993 and 2019. In the fourth stage, general information, information related to the effect size, and information necessary for the reliability test were extracted, sorted in the form of an Excel spreadsheet, and entered into the CMA software for the next steps. In the fifth step, the effect size was calculated for each member of the sample (each test). In cases where the correlation coefficient between the independent and dependent variable has been calculated, the correlation coefficient has been recorded as the r effect size. In cases where the regression analysis method was used, the t statistic corresponding to each regression coefficient was converted into the effect size r with the following formula (Rosenthal, 2001).

$$r = \sqrt{\frac{t^2}{t^2 + (n-2)}}$$

where "t" is the value of the test statistic, and n is the number of observations in the empirical test in the field study. In the sixth step, the cumulative effect size was calculated for each hypothesis. After testing the hypotheses using the significance of the cumulative effect size, it has been tried to check the robustness of the results by changing the research conditions.

Findings

In all hypotheses, the common effect size is divergent, that is, it is related to a group of different effect sizes with high deviation, and the random effects method is used for calculating the cumulative effect size. The results indicate the rejection of the null hypothesis related to all hypotheses. In other words, the effect of corporate governance on financial performance and all three mediating variables and the effect of all three mediating variables on financial performance are confirmed. Therefore, based on the meta-analysis of past studies, capital structure, dividends, and investment play a mediating role between corporate governance and financial performance. To robustness check the results, the answer to this question is considered: Does the relationship between corporate governance and financial performance change with changing the research conditions? The conditions that are the basis of the robustness check include the country's development, the corporate governance index, and the time of the study. That is, it is checked that when the tests are separated based on the development of the countries, the time of the empirical study, and the indicators of corporate governance, do the results remain the same? The robustness check results show that in developed countries the results of hypothesis 1 remain stable, but the impact of investment and dividends on financial performance is not. The time of empirical studies was categorized into three subperiods (2005-2009), (2010-2014), and (2015-2019). The direct relationship between corporate governance and financial performance and capital structure, even though it was positive and significant in the whole sample and the past, in recent years, has become insignificant. The impact of dividends and investment on financial performance and the impact of corporate governance on investment in recent years, i.e., from 2015 to 2019, has been positive and significant. In other words, these five relationships have changed from a negative state in the past years to a significant positive state in recent years.

Conclusions and Results

During the first hypothesis test, the existence of a positive relationship between corporate governance and financial performance and the repetition of this relationship in developing and developed countries have shown the success of shareholders in directing management and governance policies to protect their wealth. This effect on the level of financial performance indicators due to the positive and significant impact on asset return, equity return, and Q-tubin shows that the corporate governance system has been able to align the accounting and market indicators of financial performance. Since the independence of the board of directors and the audit committee has the greatest impact on financial performance (Buallay, et al., 2017; Kajola, 2008; Merendino & Melville, 2019), it is appropriate for shareholders to try to ensure that the board of directors is not empty of independent directors and that internal audit and a strong internal control system are under the supervision of independent members of the board.

The positive relationship between corporate governance and capital structure, and dividends, as well as its significant relationship with financial performance (especially return on equity and return on assets) and the strengthening of both relationships in the last five years, allow this index to be one of the mediators of performance. Shareholders have managed to direct the company's financial policies to improve financial performance through corporate governance. This and the effective role of many corporate governance indicators show the effectiveness of the corporate governance system in this regard. Investment is the last mediating variable between corporate governance and financial performance. The positive relationship of this variable with corporate governance and financial performance (especially return on assets and Q-Tobin) has made it accepted as one of the mediators of these two variables in this research. It means that the shareholders have been able to control the investment policies of the management and improve the financial performance criteria through that.

پژوهش‌های حسابداری مالی
سال چهاردهم، شماره دوم، پیاپی (۵۲)، تابستان ۱۴۰۱، ص: ۱۷۸-۱۵۳
تاریخ وصول: ۱۴۰۱/۰۶/۱۷ تاریخ پذیرش:۱۴۰۱/۱۲/۱۹

مقاله پژوهشی

تاثیر حاکمیت شرکتی بر عملکرد مالی شرکت‌ها با استفاده از روش فراتحلیل

سعید فتحی*: دانشیار، گروه مدیریت، دانشکده علوم اداری و اقتصاد، دانشگاه اصفهان، اصفهان، ایران
s.fathi@ase.ui.ac.ir
حمید ابوطالبی: کارشناس ارشد، گروه مدیریت، دانشکده علوم اداری و اقتصاد، دانشگاه اصفهان، اصفهان، ایران
aboutalebi.hamid1@gmail.com

چکیده

مدیران از طریق مدیریت برخی متغیرها در ساختار مالی بنگاه (نظیر ساختار سرمایه، تقسیم سود و سرمایه‌گذاری) می‌توانند هدف حداکثرسازی ثروت سهامداران را دنبال کنند. سهامداران با به کارگیری ابزارهای حاکمیت شرکتی، تلاش می‌کنند مدیران را به اصلاح این متغیرها در راستای حداکثر ثروت، هدایت کنند. جامعه آماری این پژوهش آزمون‌های آماری در مطالعات تجربی گذشته است که فرضیه‌های این پژوهش را به روش تجربی آزمون کرده‌اند. در این پژوهش، با رویکرد فراتحلیل (در هفت مرحله) تأثیرپذیری متغیرهای مذکور از حاکمیت شرکتی و تأثیر آن‌ها بر عملکرد مالی آزمون شده است. به دلیل وجود سه متغیر واسطه‌ای، سه فرضیه در مورد تاثیر حاکمیت شرکتی بر متغیرهای مذکور و سه فرضیه در مورد تاثیر متغیرهای واسطه‌ای بر عملکرد مالی و یک فرضیه در مورد تاثیر مستقیم حاکمیت شرکتی بر عملکرد مالی طراحی و ٦٤ مقاله شامل مجموعاً ٢٦٠ اندازه اثر (از نوع r) که تاریخ انتشار آنها بین سال‌های ۱۹۹۳ تا ۲۰۱۹ بوده فراتحلیل شد. برای محاسبه اندازه اثر در مورد طبقاتی که اندازه اثر در آن واگرا بوده است از روش اثرات تصادفی و برای طبقات با اندازه اثر همگرا، از روش اثرات ثابت استفاده شد. بر اساس نتایج به دست آمده حاکمیت شرکتی بر عملکرد مالی، ساختار سرمایه، تقسیم سود و سرمایه‌گذاری تاثیر دارد. ضمناً هر سه متغیر ساختار سرمایه، تقسیم سود و سرمایه‌گذاری بر عملکرد مالی تاثیر دارد. به ازای هر فرضیه پس از تعیین اندازه اثر مشترک، آزمون پایایی روی نتایج انجام و تحلیل شده است.

واژه‌های کلیدی: تقسیم سود، حاکمیت شرکتی، ساختار سرمایه، سرمایه‌گذاری، عملکرد مالی.

---

۱. نویسندهٔ مسئول

2322-3405 / © The author(s) Publisher: University of Isfahan
This is an open access article under the CC-BY-NC 4.0 License

10.22108/FAR.2023.135066.1921 20.1001.1.23223405.1401.14.2.7.5

مقدمه

حاکمیت شرکتی در دیدگاه محدود خود (Tricker، 1984)، به معنای روابط مدیریت با سهامداران، بعد از بحران‌های مالی پایان دهه ۱۹۹۰ در روسیه، آسیا و برزیل، رسوایی‌های مالی در ورشکستگی شرکت‌هایی نظیر انرون و ورلدکام و تقلبات کشف شده در بازار سرمایه آمریکا (2011، Sharma) بروز و ظهور راهبردی، عملیاتی و حقوقی پیدا کرد، اکنون درگیر پارادوکس اثربخشی است؛ به نحوی که برخی تاثیر آن بر عملکرد مالی را مثبت (Srivastava et al.، 2019 ؛ Al-، 2012 ؛ Matari et al. ؛ Merendino & Melville، 2019 ؛ Assenga et al.، 2018)، برخی غیر معنادار (2018، Assenga er al. ؛ Jackling & Johl، 2009 ؛ Che Haat et al.، 2008 ؛ Leng & Abu، 2005 ؛ Mansor ؛ Coskun & Sayilir، 2012) و برخی منفی (Srivastava et al.، 2019 ؛ Al-، 2012 ؛ Matari et al. ؛ Obradovich & Amarjit، 2012 ؛ Farhan et al.، 2017 ؛ Lappalainen & ، 2012 ؛ Niskanen ؛ Arora & Sharma، 2016 ؛ 2019، Saidat et al. ؛ Buallay et al.، 2017) ارزیابی می‌کنند. به عبارتی با وجود اینکه هدف نهایی حاکمیت شرکتی دستیابی به انصاف، شفافیت، پاسخ گویی و رعایت حقوق صاحبان سهام در بنگاه‌های اقتصادی است، در مورد میزان موفقیت آن در دستیابی به اهداف مذکور شک و تردید وجود دارد (Mohammadi et al.، 2019). محمدی و همکاران (۲۰۱۹) نشان دادند که در طول زمان مساله نمایندگی در عملکرد راهبردی بنگاه‌ها، منجر به عمیق‌تر شدن شکاف بین منافع سهامداران و مدیران شده و این مشکل در گذر تاریخ تشدید شده است (Mohammadi et al.، 2019). انگیزه نویسندگان برای انجام این پژوهش، وجود پارادوکس مذکور است که باعث شک و تردید در بازیگران بازار سرمایه برای استقرار سازوکارهای حاکمیت شرکتی می‌شود. دستیابی به دلایل و حوزه‌های تضاد در تاثیر حاکمیت شرکتی بر عملکرد مالی می‌تواند کمک کند تا تلاش سهامداران و بازیگران بازار سرمایه برای حاکمیت بر نظام مدیریتی بنگاه به صورت هدفمند دنبال شود.

در بسیاری مطالعات گذشته، تاثیر حاکمیت شرکتی بر عملکرد مالی بنگاه به صورت مستقیم سنجیده شده است (Che Haat et al.، 2008 ؛ Saidat et al.، 2019 ؛ Mardnly، 2018). انتظار می‌رود حاکمیت شرکتی نه به طور مستقیم بلکه از طریق تاثیر بر برخی متغیرهای ساختاری بنگاه، منجر به بهبود عملکرد مالی شود. اگر این متغیرها در تاثیرپذیری از حاکمیت شرکتی یا تاثیرگذاری بر عملکرد روابط مطلوبی نداشته باشند، تاثیر حاکمیت شرکتی بر عملکرد مخدوش می‌شود. در این پژوهش تاثیر حاکمیت شرکتی بر متغیرهای واسطه‌ای و تاثیر متغیرهای واسطه‌ای بر عملکرد مالی با رویکرد فراتحلیل آزمون شده است. پس از بررسی حدود ۱۱۰ مقاله جستجو شده با کلید واژه حاکمیت شرکتی و عملکرد مالی، متغیرهای واسطه‌ای شناسایی شده عبارت است از: ساختار سرمایه (Hussainey & Aljifri، 2012، 2014 ؛ Dawar ؛ Farhan et al.، 2017)، تقسیم سود (Elmagrhi et al.، 2017 ؛ Mancinelli & ، 2006 ؛ Ozkan ؛ Hermalin & Weisbach، 1991) و سرمایه‌گذاری (Shrama، 2011 ؛ Te-، 2017 ؛ Kuang ؛ Lee، 2015). ساختار سرمایه بهینه به

عنوان ساختاری که به ازای آن ثروت صاحبان سهام حداکثر می‌شود یکی از واسطه‌های حاکمیت شرکتی و عملکرد است. منابع حاصل از بدهی ضمن افزایش هزینه ثابت موجب افزایش اهرم و در نتیجه افزایش ریسک غیرسیستماتیک می‌شود. از طرفی مدیران انگیزه کافی برای کاهش اهرم مالی دارند تا به این طریق با کاهش ریسک درامد خود ثروت خویش را افزایش دهند (Ogden et al.، 2003). بنابراین انتظار می‌رود یکی از رویکردهای سهامداران در بهره‌گیری از مکانیسم‌های حاکمیت شرکتی تلاش برای کنترل و هدایت ساختار سرمایه به سمت ساختار بهینه باشد (Claessens et al.، 2002). در حالی که تقسیم سود یکی از عوامل مهم و مورد مطالعه پژوهش‌های قبلی در حداکثر سازی ثروت سهامداران است. مدیران فرصت طلب از وجوه نقد حاصل از عدم تقسیم سود برای منفعت طلبی خود استفاده می‌کنند. با اجرای مؤثر سازوکارهای حاکمیت شرکتی، سیاست تقسیم سود در راستای غلبه بر مشکلات نمایندگی عمل می‌کند (Ogden et al.، 2003).

با گذشت زمان، ارزیابی قابلیت‌های حاکمیت شرکتی در دستیابی به اهدافی که برای آن پیش‌بینی شده است، جامعه علمی را به سمت مطالعات میدانی متعددی در رابطه با تاثیر حاکمیت شرکتی بر عملکرد بنگاه سوق داده است (Assenga et al.، 2018؛ Buallay et al.، 2017؛ Che Haat et al.، 2008؛ Farhan et al.، 2017). در مواردی تاثیر حاکمیت شرکتی بر اقدامات مدیریتی (Bokpin & Arko، 2009؛ Mehdi et al.، 2017؛ Shahzad et al.، 2018) و در برخی مطالعات نیز تأثیر اقدامات مدیریتی بر عملکرد مالی (Biza-Khupe & Themba، 2016؛ Dawar، 2014؛ Ramadani et al.) بررسی شده است.

آیا حاکمیت شرکتی توانسته است بر اقدامات مدیریتی تاثیر گذارد؟ آیا شرکت‌هایی که از درجات متفاوتی از نظارت حاکمیتی برخوردارند اقدامات مدیریتی متفاوتی تجربه می‌کنند؟ آیا تغییر در اقدامات مدیریتی توانسته است دستیابی به هدف حداکثر ثروت صاحبان سهام را تسهیل کند؟ و به طور کلی آیا توسعه حاکمیت شرکتی توانسته است به طور مستقیم یا غیر مستقیم عملکرد مالی بنگاه را تحت تاثیر قرار دهد؟ اینها سوالاتی است که دستیابی به پاسخ آن برای حل پارادوکس عملکردی حاکمیت شرکتی انگیزه نویسندگان بوده است.

در این پژوهش متفاوت از مطالعات گذشته سعی می‌شود با رویکرد فراتحلیل، تأثیر حاکمیت شرکتی بر متغیرهای واسطه‌ای و تأثیر متغیرهای واسطه‌ای بر عملکرد مالی و از این طریق تأثیر مستقیم و غیرمستقیم حاکمیت شرکتی بر عملکرد مالی تحلیل شود.

مبانی نظری و پیشینه پژوهش

برای دستیابی به تعریفی جامع و کامل از نظام حاکمیت شرکتی لازم است به فرآیند طرح و تکوین این مفهوم پرداخته شود. بررسی متون متعدد و معتبر نشان می‌دهد اولین و قدیمی‌ترین مفهوم عبارت حاکمیت شرکتی، از واژه لاتین (Gubenare) به معنای هدایت کردن گرفته‌شده است که معمولاً در مورد هدایت کشتی به کار می‌رود و دلالت بر این دارد که اولین تعریف حاکمیت شرکتی بیشتر بر راهبری تمرکز دارد تا کنترل. تعریف‌های مختلفی از حاکمیت شرکتی

وجود دارد؛ از تعریف‌های محدود و متمرکز بر شرکت‌ها و سهامداران آن‌ها گرفته تا تعریف‌های جامع دربرگیرنده پاسخگویی شرکت‌ها در قبال گروه متعددی از ذینفعان.

در سال‌های اخیر، بحث حاکمیت شرکتی به یکی از موضوعات مورد توجه حرفه‌ای‌ها و پژوهش‌گران تبدیل شده است (Buallay et al., 2017؛ Desiree & Kengne, 2016؛ Assenga et al., 2018). سهامداران استفاده کاراتر از مکانیسم‌های حاکمیت شرکتی را راه حلی برای غلبه بر فرصت‌طلبی، اهمال یا ناتوانی‌های مدیران در اداره بنگاه می‌دانند (Ogden et al., 2003) که به کمک آن می‌توان اقدامات مدیران نظیر سیاست‌گذاری تقسیم سود، ساختار سرمایه، سرمایه‌گذاری و مواردی از این دست را به سمت و سوی حداکثرسازی ثروت صاحبان سهام سوق داد. ذیلاً پیشینه نظری و تجربی مرتبط با هر فرضیه ذکر و بعد از آن فرضیه مربوطه بیان شده است.

پیشینه نظری و تجربی تضاد در رابطه حاکمیت شرکتی و عملکرد مالی

بخشی از شاخص‌های عملکرد سازمانی، شاخص‌های مالی است که جهت اندازه‌گیری عملکرد مالی مورد استفاده قرار می‌گیرد. بنابراین در تعریف عملکرد مالی لازم است شناختی از اهداف مالی شرکت‌های تجاری به دست داد. عقیده بر آن است که انگیزه صاحبان سهام از سرمایه‌گذاری در شرکت‌ها کسب منافع مالی حاصل از آن است و افزایش ثروت مادی سهامداران از مهم‌ترین این منافع به حساب می‌آید. لکن در رابطه با چگونگی دستیابی به این منافع، سهامداران اختیارات را به هیات مدیره و مدیر عامل تفویض می‌کنند. اهداف مالی شرکت را معمولاً مدیر عامل شرکت تعیین و دنبال می‌کند و تا زمانی که عملکرد سازمان طبق شاخص‌های مرتبط با اهداف مالی رضایت‌بخش است، سهامداران اجازه ادامه فعالیت مدیر شرکت را می‌دهند. از دیدگاه عملکرد مالی، موفقیت سازمان عمدتاً برحسب شاخص‌های حسابداری مانند جریان‌های نقدی و سودآوری و شاخص‌های بازار مالی مانند ارزش سرمایه‌گذار تعریف و سنجیده می شود. از دیدگاه حسابداری، جریان‌های نقدی ناشی از سود متفاوت هستند، از این حیث که معیارهای حسابداری سود به سیاست های سازمان نسبت به تعیین درآمد و تخصیص هزینه‌ها وابسته است؛ در حالی که جریان‌های نقدی، جمع ورودی ها و خروجی های نقد از سازمان است. کارآیی به عنوان مبنایی برای جریان‌های نقدی و سودآوری می تواند شاخص مهم حسابداری از عملکرد مالی بوده و عمدتا به صورت معیارهایی از نوع سود تصور می شود که سود و جریان نقدی را به عنوان نسبت سرمایه به کار گرفته شده یا درآمد فروش سازمان بیان می کند.

از آنجا که در این پژوهش رویکرد محدود حاکمیت شرکتی یعنی رابطه سهامدار با مدیریت استفاده می‌شود تمرکز اصلی در ارزیابی عملکرد، درجه دستیابی به اهداف مالی بنگاه در راستای حداکثرسازی ثروت صاحبان سهام است (Ogden et al., 2003). با توجه به تنوع معیارهای عملکرد مالی، انتظار می‌رود حاکمیت شرکتی از طریق اقدامات مدیریتی تاثیر متفاوتی بر معیارهای متفاوت عملکردی داشته باشد. کما اینکه بوآلی و همکاران

(۲۰۱۷) به رابطه معناداری بین کیفیت حاکمیت شرکتی با معیارهای ROA و ROE دست نیافتند در حالی که تاثیر حاکمیت شرکتی بر Tubin-Q را مثبت و معنادار ارزیابی می‌کنند (Buallay et al.، 2017). چه هات و همکاران (۲۰۰۸) نیز رابطه معناداری بین ساز و کارهای حاکمیت شرکتی و عملکرد مالی نیافتند (Che Haat et al.، 2008). نتایج آنها با نتایج لنگ و ابومنصور (۲۰۰۵) که تاثیر مثبت حاکمیت شرکتی بر عملکرد را گزارش کرده‌اند، در تضاد است (Leng & Abu Mansor، 2005). طبق نظریه نمایندگی انتظار می‌رود هر چه تعداد اعضای مستقل و غیراجرایی در هیئت مدیره بیشتر باشد، نظارت و کنترل فعالیت‌های مدیران داخلی بیشتر شود (Fama & Jensen، 1983 ؛ Pearce & Zahra، 1992 ؛ Che Haat et al.، 2008). آرورا و شارما (۲۰۱۶) نیز رابطه اندازه هیئت مدیره با کارآیی تصمیم‌گیری و نتیجتاً عملکرد شرکت را مثبت گزارش می‌کنند (Arora & Sharma، 2016). لکن مطالعات تجربی در زمینه ارتباط استقلال هیئت مدیره و عملکرد مالی شرکت نتایج متفاوتی به همراه داشته است. برخی این رابطه را مثبت (Daily & Dalton، 1994 ؛ Kao et al.، 2018) و برخی غیر معنادار (Hermalin & Weisbach، 1991 ؛ Mardnly، 2018) ارزیابی می‌کنند. ماردنلی و همکاران (۲۰۱۸) در بررسی رابطه میان حاکمیت شرکتی و عملکرد مالی شرکت‌های سوریه به این نتیجه دست یافتند به غیر از ساختار مالکیت سایر معیارهای حاکمیت شرکتی بر عملکرد مالی تاثیر ندارد (Mardnly et al.، 2018). به عنوان شاهدی دیگر، آلم (۲۰۱۸) به این نتیجه دست یافت که هیئت مدیره بزرگتر هزینه‌های نمایندگی را کاهش می‌دهد و موجب افزایش ارزش شرکت می‌شود (Allam، 2018).

پیشینه نظری و تجربی در مورد متغیرهای واسطه‌ای تاثیر حاکمیت شرکتی بر عملکرد مالی

ساختار سرمایه

ساختار سرمایه یکی از عوامل مهمی است که به صورت لحظه‌ای بر وضعیت، ارزش و نحوه انعکاس شرکت‌ها در بازار سرمایه اثر می‌گذارد. درصورتی‌که بتوان عواملی را یافت که بر ساختار سرمایه هدف (بهینه) مؤثر باشند می‌توان مدیران مالی شرکت‌ها را که در شرایط متفاوتی فعالیت می‌کنند در حرکت به سمت ساختار سرمایه هدف یاری رساند. هدف اصلی از ساختار سرمایه پویا ایجاد ترکیبی مناسب از وجوه بلندمدت، به منظور حداقل‌سازی هزینه سرمایه شرکت، و از آن طریق حداکثر کردن ارزش بازار شرکت است. تصمیمات مربوط به ساختار سرمایه قویاً تحت تاثیر مسائل نمایندگی قرار دارد و به همین دلیل ریسک و عملکرد مالی شرکت را تحت تاثیر قرار می‌دهد (Jensen & Meckling، 1976). مطالعات در حوزه بررسی رابطه حاکمیت شرکتی و ساختار سرمایه اصولاً با استفاده از تئوری نمایندگی به توضیح تصمیمات مالی شرکت می‌پردازند (Friend & Lang، 1988 ؛ Wen et al.، 2002). کلائسنس و همکاران (۲۰۰۲) معتقدند ساز و کارهای مناسب حاکمیت شرکتی موجب دسترسی بیشتر شرکت به منابع مالی، کاهش هزینه سرمایه، عملکرد مالی بهتر و رفتار بهتر تمام ذی‌نفعان می‌گردد (Claessens et al.، 2002). آتاناسووا و همکاران (۲۰۱۶) نیز دریافتند که میان ساختار سرمایه شرکت‌های

کوچک با اعمال سیاست‌های حاکمیت شرکتی در آنها رابطه قوی وجود دارد. شرکت‌های با سرمایه کم با ظرفیت بدهی کم از سهامداران خود حمایت می‌کنند تا زمان تامین مالی از طریق اوراق مالکیت روند تامین مالی تسریع یابد (Atanasova et al., 2016).

از زمان چاپ مقاله مودیلیانی و میلر (۱۹۵۸) پژوهش‌های بسیاری به بررسی تاثیر ساختار سرمایه بر عملکرد مالی پرداخته‌اند (Modigiliani & Miller, 1958) (Rpden & Lewellen, 1995 ؛ Champion, 1999 ؛ Ghosh et al., 2000 ؛ Rao et al., 2007 ؛ Ebaid, 2009 ؛ Margaritis & Psillaki, 2010؛ Sadeghian et al., 2012). پژوهش‌های تجربی نتایج ضد و نقیضی نسبت به اینکه افزایش نسبت بدهی موجب افزایش ارزش شرکت می‌شود یا نه، داشته‌اند. خودخواهی مدیران در کاهش نسبت بدهی می‌تواند باعث کاهش ثروت سهامدار از وضعیت حداکثری بشود (Ogden et al., 2003). به لحاظ تجربی نیز هادلاک و جیمز (۲۰۰۲)، گراسمن و هارت (۱۹۸۲)، و ویلیامز (۱۹۸۷) دریافتند که اهرم بالا هزینه‌های نمایندگی را کاهش داده و با تشویق مدیران به عمل در جهت منافع سهامدان موجب افزایش ارزش شرکت می‌گردد (Hadlock & James, 2002 ؛ Grossman & Hart, 1982 ؛ Williams, 1987). البته در مقابل این مطالعات برخی شواهد نیز دال بر تاثیر منفی نسبت بدهی بر عملکرد مالی است (Kester, 1986 ؛ Raghuram & Zingales, 1995 ؛ Dawar, 2014).

تقسیم سود

انتظار نقش واسطه‌ای تقسیم سود بین حاکمیت شرکتی و عملکرد مالی از نقش آن در منابع در دسترس مدیران، تاثیر بر ساختار سرمایه و سیگنال کاهش عدم تقارن اطلاعاتی ناشی می‌شود. (Bhattacharya, 1979 ؛ Ogden et al., 2003) رابطه میان حاکمیت شرکتی و پرداخت سود نقدی مبتنی بر دو نظریه است. یکی نظریه عملکرد[1] و دیگری نظریه جایگزینی[2]. بنابر نظریه عملکرد، پرداخت سود نقدی ناشی از ساختار حاکمیت شرکتی است (Laporta et al., 2000). بنابر نظریه جایگزینی، شرکت‌هایی که ساختار حاکمیت شرکتی قوی ندارند تمایل دارند سود نقدی بیشتری پرداخت کنند تا چهره مثبتی از خود به سهامداران نشان دهند (Laporta et al., 2000). به لحاظ تجربی نیز لمبرت و همکاران (۱۹۸۹) رابطه منفی میان تغییر در سطح پرداخت سود نقدی و پذیرش اوراق اختیار معامله سهام و فن و لیانگ (۲۰۰۱) به رابطه منفی میان پرداخت سود نقدی و تمایل مدیران به منظور مالکیت در شرکت (داشتن سهم بیشتر از شرکت) دست پیدا کردند و آمیدو و آبور (۲۰۰۶)، و شورت و همکاران (۲۰۰۲) در بررسی رابطه میان سیاست تقسیم سود و مالکیت نهادی به یک رابطه مثبت میان آنها دست یافتند (Lambert et al., 2001 ؛ Fen & Liang, 2006 ؛ Amidu & Abor, 2002 ؛ Short et al., 2002).

از آنجایی که عملکرد مالی به توانایی شرکت در افزایش سود خالص بر می‌گردد، سیاست تقسیم سود می‌تواند بر ارزش شرکت و به دنبال آن ثروت سهامداران اثر گذار باشد (Baker et al., 2001). طبق مودیلیانی و میلر (۱۹۵۸) در بازار سرمایه کامل، سیاست تقسیم سود شرکت با ارزش بازاری سهام آن ارتباطی ندارد (Modigliani & Miller, 1958). اما طبق تئوری نمایندگی، سیاست تقسیم

سود با توجه به هزینه‌های نمایندگی ناشی از متفاوت بودن مالکیت و کنترل شرکت تعیین می‌شود (Deangelo et al.، 2006). طبق تئوری سیگنال‌دهی سیاست تقسیم سود می‌تواند نشان دهنده چشم‌انداز آتی شرکت به سرمایه‌گذاران باشد. سرمایه‌گذاران ممکن است از این اطلاعات در جهت ارزیابی ارزش سهم شرکت استفاده نمایند. بنابراین مطابق با این تئوری سیاست تقسیم سود و ارزش شرکت با یکدیگر مرتبط هستند (Al-Kuwari، 2010).

سرمایه‌گذاری

کارایی تخصیص منابع به منظور سرمایه‌گذاری یکی از مهمترین موضوعاتی است که موجب رشد، بهره‌وری و نهایتاً سودآوری شرکت‌ها می‌گردد. کارایی سرمایه‌گذاری[۳] به زبان ساده عبارت است از نحوه‌ای که شرکت‌ها در دارایی‌ها سرمایه‌گذاری می‌کنند. پس کارایی سرمایه‌گذاری به معنی کارایی در استفاده از دارایی‌ها و در نهایت عملکرد بهتر شرکت است.

سرمایه‌گذاری با NPV مثبت در مقابل مازاد سرمایه‌گذاری تاثیر مثبت این متغیر در عملکرد مالی را نشان می‌دهد. یکی از نتایج عدم تقارن اطلاعاتی، این است که منابع خارجی برای مدیران گرانتر از منابع داخلی است. بنابراین با توجه به محدودیت منابع داخلی شرکت، مخارج سرمایه‌ای کمتر از حد مطلوب خواهد بود. از سوی دیگر بنابر نظریه نمایندگی در شرکت‌های با سیستم ضعیف حاکمیت شرکتی مخارج سرمایه‌ای ممکن است بیشتر از حد مطلوب صورت گیرد زیرا که موجب ایجاد منافعی برای مدیران می‌گردد. گرینر و گوردن (۱۹۹۵) نیز رابطه‌ای بین مخارج سرمایه‌ای و مالکیت مدیران در شرکت پیدا نمی‌کنند. به نظر آنها مخارج سرمایه‌ای انجام شده توسط مدیران در جهت حداکثر سازی ارزش شرکت است (Griner & Gordon، 1995).

مرور ادبیات در رابطه بین سرمایه گذاری و عملکرد مالی دو نتیجه متضاد را ارائه کرده است. دسته اول مطالعات چان و همکاران (۱۹۹۰) و مک کانل و ماسکارلا (۱۹۸۵) است که رابطه میان مخارج سرمایه‌ای و عملکرد مالی شرکت را یک رابطه مستقیم می‌دانند (Chan et al.، 1990 ؛ McConnell & Muscarella، 1985). دسته دیگر یافته‌های پژوهش‌های آباربنل و بوش (۱۹۹۸)، تیتمان و همکاران (۲۰۰٤)، چن و همکاران (۲۰۱۱) و کوپر و همکاران (۲۰۰۸) است که به رابطه‌ای معکوس میان مخارج سرمایه‌ای و عملکرد مالی شرکت دست یافته‌اند (Abarbanell & Bushee، 1998 ؛ Titman et al.، 2004 ؛ Chen et al.، 2011 ؛ Cooper et al.، 2008).

فرضیه‌های پژوهش

فرضیه (۱): حاکمیت شرکتی بر عملکرد مالی بنگاه‌های اقتصادی تأثیر دارد.

فرضیه (۲): حاکمیت شرکتی بر ساختار سرمایه بنگاه‌های اقتصادی تأثیر دارد.

فرضیه (۳): ساختار سرمایه بر عملکرد مالی بنگاه‌های اقتصادی تأثیر دارد.

فرضیه (٤): حاکمیت شرکتی بر تقسیم سود بنگاه‌های اقتصادی تأثیر دارد.

فرضیه (۵): تقسیم سود بر عملکرد مالی بنگاه‌های اقتصادی تأثیر دارد.

فرضیه (٦): حاکمیت شرکتی بر سرمایه‌گذاری بنگاه‌های اقتصادی تأثیر دارد.

فرضیه (۷): سرمایه‌گذاری بر عملکرد مالی بنگاه‌های اقتصادی تأثیر دارد.

روش پژوهش

پس از بررسی منابع علمی هفت مرحله برای فراتحلیل این پژوهش انتخاب شد (Rosenthal ، 2001؛ Glass et al. ، 1981؛ Kohli & Devaraj ، 2003؛ Hunter & Schmidt ، 2004). **اولین مرحله** فراتحلیل تعیین چارچوب موضوعی آن است. در این پژوهش متغیر مستقل حاکمیت شرکتی، متغیر وابسته عملکرد مالی و متغیرهای واسطه‌ای شامل ساختار سرمایه، تقسیم سود و سرمایه‌گذاری است. البته به طور جداگانه ابتدا تاثیر حاکمیت شرکتی بر متغیرهای واسطه‌ای و سپس تاثیر متغیرهای واسطه‌ای بر عملکرد مالی فرضیه شده و هر فرضیه تعیین کننده دو متغیری است که رابطه آنها قرار است فراتحلیل شود. **مرحله دوم** شامل سه گام اصلی یعنی تعیین کلیدواژه‌ها، تعیین پایگاه‌های داده و جستجوی مطالعات است. همه مطالعات گذشته که در این پژوهش مورد استفاده قرار گرفته است از پایگاه‌های نمایه‌سازی Science Direct، Emerald، Scholar Google، SSRN، ResearchGate، Jstor و Semantic Scholar به دست آمده که در مجموع تعداد آنها ۱۵۰ مقاله است. برای جستجو از کلید واژه‌های زیر یا ترکیبات مختلف آن استفاده شده است:

Corporate governance, Board of directors, Board independence, Ownership, Concentration, Institutional ownership, Performance, Financial performance, ROE, ROS, ROA, Q-Tubin, EVA, Return on equity, Return on sales, Return on assets, Economic value added, Capital expenditure, Corporate investment, Positive NPV projects, Dividend, DPS, Capital structure, Debt ratio, Leverage ratio

در **مرحله سوم**، مقالات مرحله قبل بر اساس سه معیار غربال شده‌اند: ۱) موضوع پژوهش باید مطابق یکی از فرضیه‌های این فراتحلیل باشد، ۲) اطلاعات لازم برای محاسبه اندازه اثر گزارش شده باشد، و ۳) مطالعه از جنس همبستگی باشد. در این فراتحلیل پس از اعمال شرایط لازم، از تعداد ٦٤ مطالعه منتشر شده بین سال‌های ۱۹۹۳ تا ۲۰۱۹ استفاده گردیده است. **مرحله چهارم** شامل اطلاعات عمومی(عنوان مقاله، نام نویسنده(ها)، سال انتشار و عنوان نشریه)، اطلاعات مرتبط با اندازه اثر (تعداد نمونه، ضریب رگرسیون هریک از متغیرهای مستقل، خطای استاندارد، آماره آزمون t و سطح معناداری) و اطلاعات لازم برای آزمون پایایی[٤] (زمان مطالعه، کشوری که مطالعه در آن انجام شده است، نوع متغیرهای مستقل و نوع متغیر وابسته) بوده است. به دلیل اینکه زمان گردآوری داده‌ها در مطالعات تجربی معمولاً یک بازه زمانی را در بر می‌گیرد، از سال انتشار به عنوان پراکسی زمان مطالعه استفاده شده است. داده‌های مذکور ابتدا در قالب صفحه گسترده اکسل مرتب‌سازی شد. تعداد نمونه این پژوهش با توجه به آزمون‌های مختلفی که در هر مطالعه صورت گرفت، ۲٦۰ مورد است. در این مرحله علاوه بر گردآوری داده های هریک از آزمون‌ها، داده‌های لازم برای آزمون پایایی کدبندی شده و برای مراحل بعدی در نرم افزار سی‌ام‌ای[٥] وارد شد. این متغیرها که شامل شاخص‌های حاکمیت شرکتی، شاخص‌های عملکرد مالی، سال انتشار مقاله و نوع کشور مورد

مطالعه است، به صورتی کـه در نگـاره شـماره (۱) گزارش شده است، کدگذاری شد.

نگاره ۱: کدبندی متغیرهای آزمون پایایی

متغیر	طبقه‌بندی	کد	متغیر	طبقه‌بندی	کد	متغیر	طبقه‌بندی	کد
شاخص حاکمیت شرکتی	استقلال هیئت مدیره	۱	شاخص عملکرد مالی	بازده دارایی	۱	سال انتشار	۲۰۱۵-۲۰۱۹	۱
	تمرکز مالکیت	۲		Return on Equity	۲		۲۰۱۰-۲۰۱٤	۲
	دوگانگی مدیر عامل	۳		Q tobin	۳		۲۰۰۵-۲۰۰۹	۳
	اندازه هیئت مدیره	٤		سود هر سهم	٤		۲۰۰۰-۲۰۰٤	٤
	کمیته حسابرسی	٥		ارزش افزوده اقتصادی	٥		۱۹۹۵-۱۹۹۹	٥
	تعداد جلسات هیئت	٦		PM	٦		۱۹۹۰-۱۹۹٤	٦
	تنوع جنسیتی هیئت	۷					۱۹۸۵-۱۹۸۹	۷
	سایر	۸	نوع کشور	در حال توسعه	۱			
				توسعه یافته	۲			

در **مرحله پنجم** برای هر کدام از اعضای نمونـه (هر آزمون) اندازه اثر محاسبه شد. اندازه اثر معیار استانداردی است که قوت اثر یا ارتباط بین دو متغیر را نشان می‌دهد. مقیاس و آماره این معیار، مستقل از مطالعات صورت گرفته بوده و می‌تواند برای ترکیب نتایج مطالعات و مقایسه آنها با یکدیگر استفاده شود (Shawn et al. 2003، بـه نقـل از Cohen, 1977). اندازه اثر محاسـبه شـده بـرای هـر آزمـون در ایـن پژوهش از نوع اندازه اثـر r (همبسـتگی) اسـت. در مواردی که ضریب همبستگی بین متغیـر مسـتقل و وابسته محاسبه شده باشد، عیناً ضریب همبستگی به عنوان اندازه اثر r ثبت شده اسـت. در مـواردی کـه روش تجزیه و تحلیل رگرسیون بوده است، آمـاره t مربوط به هر ضریب رگرسیون با فرمول زیر تبـدیل به اندازه اثر r شده است (Rosenthal ،2001).

فرمول ۱)
$$r = \sqrt{\frac{t^2}{t^2 + (n-2)}}$$

کـه در آن t مقـدار آمـاره آزمـون و n تعـداد مشاهدات در آزمـون مسـتخرج از مطالعـه میـدانی است. قابل ذکر است چون از نرم افزار CMA برای محاسبه اندازه اثر اسـتفاده شـده اسـت، لازم اسـت مقدار آماره آزمون t به همراه تعداد نمونه وارد نـرم افزار شود. لذا در مورد مطالعاتی که مقـدار ضـریب همبستگی را گزارش کرده بودند، ابتدا با اسـتفاده از فرمول ۲ مقدار آن به آماره t تبدیل شد.

فرمول ۲)
$$t = \frac{r}{\sqrt{\frac{1-r^2}{n-2}}}$$

که در آن r ضریب همبستگی مربوط بـه آزمـون تجربی در مطالعات گذشته است. در مورد مطالعاتی که مقدار ضریب رگرسیون و خطا را گزارش کـرده بودند، از تقسیم ضریب بر انحراف معیـار ضـریب، مقـدار آمـاره آزمـون t بـه دسـت آمـد. در مـورد مطالعاتی که P-value را گزارش کرده بودند، آمـاره t متناظر آن از نگاره توزیـع اسـتاندارد z اسـتخراج شد. در نهایت برای هر آزمون یک مقدار برای آماره

آزمون t به دست آمد و مقدار آن بـه همـراه حجـم نمونه وارد نرم افزار شد. در **مرحله ششم** اندازه اثـر مشترک برای هر فرضیه محاسبه شد. به عنوان مثـال برای فرضیه (۲) همه آزمون‌هایی که متغیـر مسـتقل آنها حاکمیت شرکتی و متغیر وابسته ساختار سرمایه بوده است، به عنوان یک گروه آزمون در نظر گرفته شده و برای آن اندازه اثر مشترک از طریق میـانگین وزنی اندازه اثرهای داخل گروه محاسـبه شـد. وزن هر اندازه اثر برابر یک به خطای نمونه‌گیری تعریف شده است. اندازه اثـر محاسـبه شـده، تعیـین کننـده قوت رابطـه حاکمیـت شـرکتی و سـاختار سـرمایه است. برای هر انـدازه اثـر مشـترک (کـه بـرای هـر فرضـیه محاسـبه شـد) آمـاره آزمـون z و سـطح معناداری نیز به دست آمدکه نشان دهنده معنـاداری تفاوت اندازه اثر مشترک با صفر اسـت. بـر اسـاس این آماره آزمون هر کـدام از فرضـیه‌هـای پـژوهش آزمون شده است. در **مرحله هفتم**، همگنـی انـدازه اثر برای هر فرضیه (هـر گـروه از انـدازه‌اثرهـا) بـا استفاده از فرمول ۳ محاسبه شد.

فرمول ۳) $$Q = \frac{k\hat{\sigma}_r^2}{\hat{\sigma}_e^2}$$

که در آن Q آماره آزمون ناهمگونی اندازه اثرها، k درجـه آزادی بعـلاوه ۱ ، $\hat{\sigma}_r^2$ واریـانس مقـادیر اندازه‌اثر داخل هر گروه است که با فرمـول شـماره (٤) محاسبه شده است و $\hat{\sigma}_e^2$ میانگین وزنی خطـای نمونه‌گیری اندازه‌اثرهای داخل گـروه اسـت کـه بـا فرمول (۵) محاسبه شده است.

فرمول ٤) $$\hat{\sigma}_r^2 = \frac{\sum_i w_i (r_i - \bar{r})^2}{\sum_i w_i}$$

فرمول ۵) $$\hat{\sigma}_e^2 = \frac{\sum_{i=1}^{k} w_i \hat{\sigma}_{e_i}^2}{\sum_{i=1}^{k} w_i} = \frac{k}{\sum_{i=1}^{k} \frac{1}{\hat{\sigma}_{e_i}^2}}$$

آماره آزمون Q و سطح معناداری آن نشان دهنده رد یا عدم رد فرضیه صفر مبنی بر صفر بودن مقدار واریانس بین انـدازه‌اثرهاسـت. اگـر انـدازه اثرهـای داخل گروه همگرا باشد به ایـن معناسـت کـه یـک اندازه اثر مشترک وجود دارد که همـه آزمـون‌هـای نمونه، آن را اندازه‌گیری کرده‌انـد. و بـرای محاسـبه اندازه اثـر مشـترک از روش اثـرات ثابـت اسـتفاده می‌شود. اگر اندازه اثرهای داخل گروه واگرا باشـند به این معناست که انـدازه اثرهـای متفـاوتی وجـود دارد که در هـر نمونـه از آزمـون‌هـا، یکـی از آنهـا محاسـبه شـده اسـت؛ و بـرای محاسـبه انـدازه اثـر مشترک از روش اثرات تصادفی اسـتفاده مـی‌شـود. پس از آزمون فرضیه‌ها با استفاده از معناداری اندازه اثر مشترک مرتبط با هر فرضیه، سعی شده است بـا تغییر در شرایط پژوهش، پایداری نتـایج حاصـل از آزمون فرضـیه‌هـا بررسـی شـود. در بخـش بعـدی یافته‌های حاصل از آزمـون فرضـیه‌هـای فراتحلیـل ارائه شده است.

یافته‌ها

در این بخش آزمون های آماری صورت گرفتـه برای بررسی مصـادیق فرضـیه‌هـا و اظهـار نظـر در مـورد رد یـا عـدم رد فرضـیه خنثـی هـر یـک از فرضیه‌های پـژوهش ارائـه شـده اسـت (نگـاره ۲).

نگاره ۲: نتایج آزمون فرضیه‌های ۷ گانه پژوهش، اندازه اثر مشترک و واگرایی آن

متغیر مستقل	مدل	اندازه اثر مشترک	فاصله اطمینان ۹۵/ ۰		آزمون فرض صفر		آزمون ناهمگنی		وضعیت فرضیه خنثی
			حد پایین	حد بالا	مقدار آماره آزمون Z	سطح معناداری	مقدار آماره آزمون Q	سطح معناداری	
ح-ع ف۱	اثرات ثابت	۰/۰۲۱	۰/۰۱۹	۰/۰۲٤	۱۵/٦٦٦	۰/۰۰۰	۱۷۱۸/٤۱۹	۰/۰۰۰	رد
	اثرات تصادفی	۰/۰۲۱	۰/۰۱۳	۰/۰۳۰	٤/۹۲۱	۰/۰۰۰			
ح-ساخ ف ۲	اثرات ثابت	-۰/۰۰۱	-۰/۰۰۷	۰/۰۰٦	-۰/۱٦۸	۰/۸٦۷	۳۹۹/۳٦۷	۰/۰۰۰	رد
	اثرات تصادفی	۰/۰٤۸	۰/۰۲٦	۰/۰۷۰	٤/۲۰۲	۰/۰۰۰			
ساخ-ع ف ۳	اثرات ثابت	-۰/۰٦۰	-۰/۰٦۷	-۰/۰۵۳	-۱۵/۷۷۷	۰/۰۰۰	۱۰۵۵/۳۷۲	۰/۰۰۰	رد
	اثرات تصادفی	-۰/۰۵۱	-۰/۰۹۲	-۰/۰۱۱	-۲/٤۸۹	۰/۰۱۳			
ح-تق ف ٤	اثرات ثابت	۰/۰۲٦	۰/۰۱۹	۰/۰۳٤	٦/۹۱۸	۰/۰۰۰	۹٤۸/۱۳۵	۰/۰۰۰	رد
	اثرات تصادفی	۰/۰۳٦	۰/۰۰۷	۰/۰٦۵	۲/٤٤۸	۰/۰۱٤			
تق-ع ف ۵	اثرات ثابت	۰/۲۸۵	۰/۲۷۵	۰/۲۹٤	۵۷/٦۷۹	۰/۰۰۰	۱۰٤٦/۵٤٦	۰/۰۰۰	رد
	اثرات تصادفی	۰/۲۰۳	۰/۱۳۷	۰/۲٦۸	۵/۹٤۰	۰/۰۰۰			
ح-سرم ف ٦	اثرات ثابت	۰/۰۳۰	۰/۰۲٤	۰/۰۳٦	۱۰/۳۲۵	۰/۰۰۰	۵۰۸۹/۰۹۹	۰/۰۰۰	رد
	اثرات تصادفی	۰/۱۱۹	۰/۰٤۲	۰/۱۹۵	۳/۰۰۷	۰/۰۰۳			
سرم-ع ف ۷	اثرات ثابت	۰/۰۳۸	۰/۰۳۲	۰/۰٤۳	۱۳/۹۵۳	۰/۰۰۰	۱۳۰۷/۸۱۲	۰/۰۰۰	رد
	اثرات تصادفی	۰/۰۸۷	۰/۰٤۹	۰/۱۲٤	٤/٤٤۵	۰/۰۰۰			

منبع: یافته‌های پژوهش

در نگاره فوق، ستون سمت راست، متغیر مستقل و وابسته (یا به عبارتی یکی از فرضیه‌ها)، ستون سوم اندازه اثر مشترک هر فرضیه، ستون ششم و هفتم به ترتیب آماره آزمون Z و سطح معناداری مرتبط با آن و ستون هشتم و نهم به ترتیب آماره آزمون و سطح معناداری مربوط به واگرایی نتایج هر فرضیه را نشان می‌دهد. در تمامی‌فرضیه‌ها اندازه اثر مشترک واگراست یعنی مربوط به گروهی از اندازه‌اثرهای متفاوت و با انحراف زیاد است و روش اثرات تصادفی مبنای محاسبه اندازه اثر مشترک است. نتایج نگاره (۲) حاکی از رد فرضیه صفر مربوط به همه فرضیه‌ها است. به عبارت دیگر تاثیر حاکمیت شرکتی بر عملکرد مالی و هر سه متغیر وابسته و تاثیر هر سه متغیر وابسته بر عملکرد مالی تایید می‌شود و بر اساس فراتحلیل مطالعات گذشته، ساختار سرمایه، تقسیم سود و سرمایه‌گذاری نقش واسطه بین حاکمیت شرکتی و عملکرد مالی بازی می‌کند.

آزمون استحکام

به منظور سنجش پایایی نتایج، پاسخ به این سوال مد نظر است که آیا با تغییر در شرایط پژوهش رابطه حاکمیت شرکتی و عملکرد مالی تغییر می‌کند؟ شرایطی که مبنای پایایی سنجی قرار گرفته است شامل نوع کشور، شاخص حاکمیت شرکتی و زمان انجام مطالعه است. یعنی بررسی شده است که وقتی آزمون‌های صورت گرفته بر مبنای توسعه یافتگی کشورها، زمان پژوهش‌های مورد مطالعه و شاخص‌ها تفکیک شده است، آیا نتایج ثابت می‌ماند؟

نگاره ۳: پایایی سنجی نتایج

		فرضیه (۱) میانگین وزنی آماره t	فرضیه (۲) میانگین وزنی آماره t	فرضیه (۳) میانگین وزنی آماره t	فرضیه (٤) میانگین وزنی آماره t	فرضیه (٥) میانگین وزنی آماره t	فرضیه (٦) میانگین وزنی آماره t	فرضیه (۷) میانگین وزنی آماره t
درجه توسعه یافتگی	توسعه یافته	۰/۰۲۲ ۲/۲۷٦	-۰/۰۱۲ -۰/۷۱۰	-۰/۰۲۱ -۰/٤٦۳	۰/۰٤۰ ۱/۸٤٦	-۰/۱۲٦ -۱/۰٥۹	-۰/۰٦۹ -۳/٦۱٥	-۰/۱٥۷ ۱/٦۷٤
	در حال توسعه	۰/۰۲۲ ٤/۳۷۰	۰/۰٦٤۰ ٤/۹٥٥	-۰/۱۰۱ -٥/٦٦۱	۰/۲۸۰ ۲/۰۰۱	۰/۲۳٥ ٦/۷۸۸	۰/۲۲۹ ٤/۲۹۲	۰/۰٦٤ ۳/۷۱۷
دوره زمانی	۲۰۰۵-۲۰۰۹	۰/۰۱٦ ۰/۹٦٤	۰/۲۳۲ ۳/٥٦۲	-۰/۳٤۷ -۱/٦٥۹	-۰/۱۸٦ -۳/۱۳۸	۰/۰۱۲ ۰/۰۹٤	NA	۰/۰۰۹ ۰/۲۰۹
	۲۰۱۰-۲۰۱٤	۰/۰۱۹ ۱/۲۱۹	۰/۰۳۲ ۲/٥۲٤	-۰/۰۲٦ -۱/۰۰٥	۰/۰۲٥ ۲/۰۷٦	۰/۲۰۰ ۱/۲٤۹	-۰/۰۲۷ -۳/۱۲٥	-۰/۰۸۷ -۰/۹٤۷
	۲۰۱٥-۲۰۱۹	۰/۰۲٥ ٥/٤٥٦	-۰/۰۱۲ -۰/۹۱٥	-۰/۰۹٥ -۲/٤۰۷	۰/۱٥۱ ۱/۲۳۸	۰/۲٥٦ ۸/٤٦٦	۰/۱۳۹ ۳/۱٥٤	۰/۰۷۹ ٤/۰٤۹
پراکسی های حاکمیت شرکتی	استقلال هیئت مدیره	۰/۰۳۳ ۳/۹٦٤	۰/۰٦۱ ۲/۲۷۹		-۰/۰۰۱ -۰/۰۳۲		۰/۰۲۰ ۰/۷۹۲	
	تمرکز مالکیت	۰/۰۲۱ ۱/۰۷۱	۰/۰٤۲ ۱/٦۷۰		۰/۰٦۰ ۱/۸٦۲		-۰/۰۲۲ -۲/٤٥۱	
	دوگانگی مدیرعامل	-۰/۰۰۹ -۱/۰۱۸	-۰/۰٤۳ ۱/٤۹۱		۰/۰٦٥ ۱/۷۰٤		-۰/۰۱٦ -۰/٦٥٦	
	اندازه هیئت مدیره	۰/۰۰۸ ۰/۹۰٦	۰/۰۸۷ ۲/۹۳۷		۰/۲٥۲ ۳/۱۸٦		۰/۰۰٥ ۰/٦۱۰	
	کمیته حسابرسی	۰/۰٥۱ ۲/۱۷٥	۰/۰۱٦ ۰/٤۹۸		۰/٤۷۸ ۱۰/۳۳۲		۰/۰۱۹ ۰/۷٥۸	
	تعداد جلسات هیئت مدیره	۰/۰۰٦ ۱/۲۰٦	-۰/۰۱۱ -۰/۳۷۹		-۰/۱۰۷ -۱/۹۳۳		-۰/۰۷۹ -۰/۷۳۷	
	تنوع جنسیتی هیئت مدیره	۰/۰٦۳ ۲/٥۱٦	NA[a]		NA		-۰/۰۷۰ -۰/٥٥٦	
معیارهای عملکرد مالی	ROA	۰/۰۲۲ ۳/۱۰۷		-۰/۲۱۳ -٥/۹۰۳	۰/۱٤۱ ۲/۰٤۱			۰/۰٤۳ ۲/۰۲۰
	ROE	۰/۰۳۰ ۲/۷٦٥		۰/۰۸٤ ۲/۹۷۹	۰/۲۲۱ ۳/٤۹٥			۰/۰۲٦ ۱/۲۰۱
	Q tobin	۰/۰۱۹ ۲/٤۹٥		۰/۰۳۱ ۰/۳۷۳	-۰/۰۰۸ -۰/۰۸۷			۰/۱۲۸ ۲/۹٥۲
	EPS	۰/۰٦۳ ۱/۰۷۳		-۰/۱۰٦ -۱/۷۹۰	۰/۱۸٥ ۰/۸۸۲			NA
	EVA	۰/۰۱۰ ۰/٥۱٥		NA	NA			NA
	PM	۰/۰۰۲ ۰/۱۹٦		NA	۰/٦٦۷ ۲/۰٦٦			-۰/۰۰۸ -۱/۱٦۲

a. تعداد نمونه در این طبقه از ۵ مورد کمتر بوده است. منبع: یافته‌های پژوهش

آزمون پایایی سنجی در فرضیه (۱) نشان می‌دهد تأثیر حاکمیت شرکتی بر عملکرد مالی در کشورهای توسعه یافته در سطح ۵٪ معنادار و مثبت است. این تأثیر برای کشورهای در حال توسعه در سطح ۱٪ معنادار و مثبت است. این آزمون نشان دهنده تأثیر معنادار و مثبت حاکمیت شرکتی بر عملکرد مالی در فاصله سال های ۲۰۱۹-۲۰۱۵ و در سطح ۱٪ است. تأثیر معنادار در سایر سال های مورد مطالعه مشاهده نگردید. شاخص های حاکمیت شرکتی بر عملکرد مالی تأثیرگذار است. شاخص استقلال هیئت مدیره در سطح ۱٪ دارای تأثیر معنادار و مثبت بر عملکرد مالی و شاخص کمیته حسابرسی و تنوع جنسیتی هیئت مدیره در سطح ۵٪ دارای تأثیر معنادار و مثبت بر عملکرد مالی است. در شاخص های تمرکز مالکیت، دوگانگی مدیرعامل، اندازه هیئت مدیره و تعداد جلسات هیئت مدیره ، تأثیر معناداری مشاهده نشد. آزمون پایایی تأثیر حاکمیت شرکتی بر شاخص های عملکرد مالی را نشان می دهد. نتایج نشان دهنده تأثیر معنادار و مثبت حاکمیت شرکتی بر ROA و ROE در سطح ۱٪ و Q tobin در سطح ۵٪ بر عملکرد مالی است. در سایر شاخص‌ها تأثیر معناداری مشاهده نگردید.

آزمون پایایی در فرضیه (۲) نشان دهنده عدم تأثیر حاکمیت شرکتی بر ساختار سرمایه در کشورهای توسعه یافته است. در کشورهای در حال توسعه رابطه مثبت و معنادار در سطح ۱٪ بین حاکمیت شرکتی و ساختار سرمایه وجود دارد. فاصله زمانی ۲۰۱۹-۲۰۱۵ هیچگونه تأثیری معناداری بین حاکمیت شرکتی و ساختار سرمایه وجود ندارد. در فاصله سال های ۲۰۱٤-۲۰۱۰ در سطح ۵٪ و در فاصله سال های ۲۰۰۹-۲۰۰۵ در سطح ۱٪ رابطه معنادار و مثبتی بین حاکمیت شرکتی و ساختار سرمایه وجود دارد. آزمون نشان می دهد که هیچ رابطه معناداری بین شاخص های نقش دوگانه مدیرعامل و ساختار سرمایه وجود ندارد. شاخص استقلال هیئت مدیره در سطح ۵٪ و شاخص اندازه هیئت مدیره در سطح ۱٪ دارای تأثیر مثبت و معنادار بر روی ساختار سرمایه است. شاخص های تمرکز مالکیت، کمیته حسابرسی و تعداد جلسات هیئت مدیره به علت آن که تعداد نمونه آن کمتر از ۵ است در نظر گرفته نمی‌شود.

در پایایی سنجی فرضیه (۳) تأثیر معناداری در کشورهای توسعه یافته نشان داده نمی‌شود در حالی که تأثیر معنادار و منفی در سطح ۵٪ در کشورهای در حال توسعه بین ساختار سرمایه و عملکرد مالی مشاهده می‌گردد. در فاصله زمانی ۲۰۱۹-۲۰۱۵ تأثیر معنادار و منفی در سطح ۵٪ بین ساختار سرمایه و عملکرد مالی وجود دارد ولی در فاصله سال های ۲۰۱٤-۲۰۱۰ تأثیر معناداری مشاهده نشد. بین ROA و ROE و ساختار سرمایه تأثیر معنادار و منفی در سطح ۱٪ وجود دارد. در سطح ۱۰٪ نیز رابطه معنادار و منفی بین EPS و ساختار سرمایه وجود دارد. هیچ تأثیر معنادار بین ساختار سرمایه و Q tobin دیده نشد.

آزمون پایایی سنجی در فرضیه (٤) نشان دهنده تأثیر معنادار و مثبت حاکمیت شرکتی بر تقسیم سود در کشورهای توسعه یافته در سطح ۱۰٪ در در کشورهای در حال توسعه در سطح ۵٪ است. در فاصله زمانی ۲۰۱۹-۲۰۱۵ هیچگونه تأثیری معناداری بین حاکمیت شرکتی و تقسیم سود وجود ندارد. در فاصله سال های ۲۰۱٤-۲۰۱۰ در سطح

۵٪ تأثیر معنادار و مثبت بین حاکمیت شرکتی و تقسیم سود وجود دارد. نتایج نشان می دهد که هیچ رابطه معناداری بین شاخص‌های استقلال هیئت مدیره و تقسیم سود وجود ندارد. شاخص تمرکز مالکیت و نقش دوگانه مدیرعامل در سطح ۱۰٪ ، شاخص اندازه هیئت مدیره در سطح ۱٪ و شاخص تعداد جلسات هیئت مدیره در سطح ۵٪ دارای تأثیر مثبت و معنادار بر روی تقسیم سود است. شاخص تمرکز کمیته حسابرسی به علت آن که تعداد نمونه آن کمتر از ۵ است در نظر گرفته نمی شود.

پایایی سنجی فرضیه (۵) نشان دهنده تأثیر معنادار و مثبت در سطح ۱٪ در کشورهای در حال توسعه و عدم تأثیر معنادار در کشورهای توسعه یافته بین تقسیم سود و عملکرد مالی است. در فاصله زمانی ۲۰۱۹-۲۰۱۵ تأثیر معنادار و مثبت در سطح ۱٪ بین تقسیم سود و عملکرد مالی وجود دارد ولی در سایر فواصل زمانی تأثیر معناداری مشاهده نشد.

به علاوه تأثیری معنادار و مثبتی بین تقسیم سود و ROA در سطح ۵٪ و ROE در سطح ۱٪ مشاهده شده است. هیچ تأثیر معناداری بین تقسیم سود و Q tobin دیده نشد. نتایج شاخص PM به علت آن که تعداد نمونه آن از ۵ کمتر است در نظر گرفته نمی‌شود.

انجام آزمون پایایی در فرضیه (٦) نشان دهنده تأثیر معنادار و مثبت حاکمیت شرکتی بر سرمایه گذاری در کشورهای توسعه یافته و در حال توسعه و در سطح ۱٪ است. در فاصله زمانی ۲۰۱۹-۲۰۱۵ تأثیر معنادار و مثبت بین حاکمیت شرکتی و سرمایه گذاری در سطح ۱٪ وجود دارد. نتایج نشان می دهد که هیچ رابطه معناداری بین شاخص های مختلف حاکمیت شرکتی و سرمایه گذاری وجود ندارد. شاخص های تمرکز مالکیت، نقش دوگانه مدیرعامل، اندازه هیئت مدیره، تعداد جلسات هیئت مدیره و تنوع جنسیتی در هیئت مدیره به علت آن که تعداد نمونه آن کمتر از ۵ است در نظر گرفته نمی‌شود.

پایایی سنجی فرضیه (۷) نشان دهنده تأثیر معنادار و مثبت در سطح ۱۰٪ در کشورهای توسعه یافته و در سطح ۱٪ در کشورهای در حال توسعه بین سرمایه گذاری و عملکرد مالی است. در فاصله زمانی ۲۰۱۹-۲۰۱۵ تأثیر معنادار و مثبت در سطح ۱٪ بین سرمایه گذاری و عملکرد مالی وجود دارد. تأثیری معنادار و مثبتی بین سرمایه گذاری و ROA در سطح ۵٪ و Q tobin در سطح ۱٪ مشاهد شده است. نتایج شاخص PM و ROE به علت آن که تعداد نمونه آن از ۵ کمتر است در نظر گرفته نمی‌شود.

بحث و نتیجه گیری

هدف اصلی از انجام این پژوهش فرا تحلیل تأثیر مستقیم و غیر مستقیم حاکمیت شرکتی بر عملکرد مالی شرکت‌ها است. این هدف با مطالعه ادبیات موضوع در قالب هفت فرضیه اصلی در نظر گرفته شد.

طی آزمون **فرضیه (۱)** وجود رابطه مثبت بین حاکمیت شرکتی و عملکرد مالی و تکرار این رابطه در کشورهای درحال توسعه و توسعه یافته نشان از موفقیت سهامداران در هدایت مدیریت و سیاست‌گذاری حاکمیتی جهت حفظ حقوق مادی خود شده‌اند. این تأثیر درسطح شاخص‌های

عملکرد مالی به دلیل تاثیر مثبت و معنادار بر بازده دارایی ، بازده حقوق صاحبان سهام و Q-tubin نشان می‌دهد نظام حاکمیت شرکتی توانسته است شاخص‌های حسابداری و بازاری عملکرد مالی را همسوسازد. به عبارتی در پی ارتقای سود حسابداری بنگاه، ثروت سهامداران نیز بهبود پیدا کرده است. از آنجایی که استقلال هیئت مدیره و کمیته حسابرسی بیشترین تأثیر را بر عملکرد مالی داشته (Buallay et al. ،2017 ؛ Kajola ،2008 ؛ Merendino & Melville ،2019) مناسب است که سهامداران تلاش کنند هیات مدیره از مدیران مستقل، خالی نباشد و حسابرسی داخلی و نظام کنترل داخلی قوی تحت نظارت اعضای مستقل هیات مدیره عمل کند تا بیشترین اثربخشی از نظام حاکمیت شرکتی در راستای جلوگیری از خودخواهی مدیریتی و تامین منافع سهامداران ایجاد شود. البته در مورد اثربخشی هیات مدیره مستقل انتقاداتی نیز توسط برخی پژوهشگران شده است نظیر بی‌اطلاعی مدیران غیر موظف از مسائل عملیاتی داخل بنگاه (Lappalainen & ،2012 Niskanen) اما در مجموع این تاثیر در طول زمان و در پهنه جغرافیایی مثبت ارزیابی شده است. زمانی موضوع اهمیت بیشتری پیدا می‌کند که توجه شود در گذشته این روابط ضعیف‌تر و در پنج سال اخیر به شدت تقویت شده است. از طرفی رابطه منفی بین استقلال هیئت مدیره و عملکرد مالی شرکت در برخی پژوهش ها را می توان به این واقعیت نسبت داد که مفهوم استقلال هیئت مدیره یک پدیده جدید در کشورهای در حال توسعه است و از این رو ، ممکن است چند سال طول بکشد تا تأثیر مهمی در عملکرد مالی شرکت بگذارد (Arora & ،2016 Sharma). در این رابطه تمرکز مالکیت، اندازه هیات مدیره و تفکیک پست رییس هیات مدیره از مدیرعامل نتوانسته است نقشی جدی در بهبود عملکرد مالی بازی کند. در **فرضیه (۲) و (۳)** ساختار سرمایه برای واسطه‌گری بین حاکمیت شرکتی و عملکرد مالی به بوته آزمایش گذاشته شد. رابطه مثبت حاکمیت شرکتی و ساختار سرمایه، و **تقسیم سود** و نیز رابطه معنادار آن با عملکرد مالی (بخصوص شاخص‌های بازده حقوق صاحبان سهام و بازده دارایی‌ها) و تقویت هر دو رابطه در پنج سال اخیر اجازه می‌دهد که این شاخص به عنوان یکی از واسطه‌های عملکرد مالی و حاکمیت شرکتی پذیرفته شود. بنابراین سهامداران موفق شده اند از طریق حاکمیت شرکتی سیاست‌های مالی شرکت را به سمت ارتقای عملکرد مالی هدایت کنند. این امر و نقش موثر بسیاری شاخص‌های حاکمیت شرکتی نشان از اثربخشی نظام حاکمیت شرکتی در این رابطه دارد. **سرمایه‌گذاری** آخرین متغیر واسطه بین حاکمیت شرکتی و عملکرد مالی است. رابطه مثبت این متغیر با حاکمیت شرکتی و عملکرد مالی (به خصوص بازده دارایی‌ها و Q-tubin) باعث شده است در این پژوهش به عنوان یکی از واسطه‌های این دو متغیر پذیرفته شود. یعنی سهامداران توانسته اند سیاست‌های سرمایه‌گذاری مدیریت را به کنترل خود در آورده و از طریق آن معیارهای عملکرد مالی را ارتقا بخشند. سرمایه‌گذاری به لحاظ افزایش اندازه بنگاه به نفع مدیران و به لحاظ خروج از کسر سرمایه‌گذاری، ورود به پروژه‌های بلندمدت با NPV مثبت و کاهش وجه نقد در اختیار مدیران به نفع سهامداران است. گرایش به اینگونه پروژه‌ها ارمغانی است که نظام حاکمیت شرکتی بخصوص

در سالهای اخیر برای سهامداران به دنبال آورده است.

نتایج پایایی سنجی بر مبنای **درجه توسعه یافتگی** نشان می‌دهد که در کشورهای توسعه یافته نتایج فرضیه (۱) همچنان پایا باقی می‌ماند. به عبارتی تاثیر حاکمیت شرکتی برعملکرد مالی همان‌طور که در کل مثبت و معنادار است، در کشورهای توسعه یافته نیز مثبت و معنادار باقی مانده است. در حالی که تاثیر سرمایه‌گذاری و تقسیم سود بر عملکرد مالی در کل نمونه مثبت و معنادار است، تاثیر این سه متغیر در کشورهای توسعه یافته غیر معنادار حاصل شده است. به این معنا که در کشورهای توسعه یافته سرمایه‌گذاری بیشتر یا تغییر در تقسیم سود، منجر به بهبود عملکرد مالی نشده است؛ در حالی که در کل نمونه این اتفاق افتاده است. شاید به دلیل کارآیی بالای بازار در این کشورها، شفافیت و به دلیل رفتار کارشناسانه مدیران تقسیم سود و سرمایه‌گذاری در حد بهینه اعمال شده است. در حالی که در کل نمونه به طور معناداری حاکمیت شرکتی منجر به افزایش تقسیم سود شده است، در کشورهای توسعه یافته این رابطه غیر معنادار است. به عبارتی سهامداران به شکل جدی به دنبال تغییر تقسیم سود نیستند و شرایط جاری برای آنها قابل قبول تلقی می‌شود. تاثیر ساختار سرمایه بر عملکرد مالی نیز یکی دیگر از فرضیه‌هاست که در کشورهای توسعه یافته نتایج متفاوتی از کل نمونه به تصویر کشانده است. با وجود رابطه مثبت و معنادار بین حاکمیت شرکتی و سرمایه گذاری در کل نمونه، در کشورهای توسعه یافته این رابطه منفی و معنادار است. به عبارتی در کشورهای توسعه یافته توسعه نظام حاکمیت شرکتی باعث کاهش سرمایه‌گذاری شده است. در طبقه کشورهای در حال توسعه، یافته‌ها تماماً متناسب با کل نمونه حاصل شده است. یعنی در تمام فرضیه‌ها نتایجی که در کل نمونه حاصل شده است در کشورهای در حال توسعه نیز تایید شده است. لذا، فراتر از تحلیل‌هایی که برای کل نمونه ارائه شد، تحلیل خاصی در این بخش لازم نیست ارائه شود. در **طول زمان** جامعه بشری در حوزه‌های مختلفی نظیر جهانی شدن، توسعه فناوری اطلاعات و توسعه علم و تکنولوژی رو به بهبود و توسعه داشته است. لذا، مقایسه نتایج حاصل از پژوهش در دوره‌های زمانی مختلف نیز انتظار می‌رود تحلیل دقیق‌تری نسبت به کل نمونه ایجاد کند. برای این منظور دوره زمانی انجام آزمون‌های نمونه به سه طبقه (۲۰۰۹-۲۰۰۵)، (۲۰۱۴-۲۰۱۰) و (۲۰۱۹-۲۰۱۵) تقسیم و نمونه‌ها بر این اساس به گروه تقسیم شد. طبق نتایج نگاره ۲ رابطه مستقیم حاکمیت شرکتی و عملکرد مالی و ساختار سرمایه با وجود اینکه در کل نمونه و در گذشته مثبت و معنادار بوده است در سال‌های اخیر یعنی به حالت غیر معنادار درآمده است. یعنی اخیراً حاکمیت شرکتی تاثیر مستقیم خود بر عملکرد مالی و ساختار سرمایه را از دست داده است. تاثیر تقسیم سود و سرمایه‌گذاری بر عملکرد مالی و تاثیر حاکمیت شرکتی بر سرمایه‌گذاری در سال‌های اخیر یعنی ۲۰۱۵ تا ۲۰۱۹ مثبت و معنادار بوده است. به عبارتی این پنج رابطه از حالت غیر مثبت در سالهای گذشته به حالت مثبت معنادار در سال‌های اخیر تغییر حالت داده است. تاثیر ساختار سرمایه بر عملکرد در سال‌های اخیر از حالت غیر معنادار سال‌های گذشته به حالت منفی و معنادار

تغییر شکل داده است. یعنی رابطه منفی بین این دو متغیر در کل نمونه ناشی از رابطه منفی آن در سال‌های اخیر است. به عبارتی با گذشت زمان افزایش نسبت بدهی باعث کاهش عملکرد مالی بنگاه‌ها شده است. تاثیر حاکمیت شرکتی بر تقسیم سود نیز در طول زمان از حالت منفی به غیر معنادار تغییر جهت داده است. اینکه چه پراکسی برای اندازه‌گیری حاکمیت شرکتی در هریک از آزمون‌های نمونه استفاده شده باشد، طبیعتاً بر رابطه حاکمیت شرکتی و عملکرد مالی اثر دارد. در مکانیسم استقلال هیات مدیره فرضیه (۱) و (۲)، در مکانیسم اندازه هیات مدیره فرضیه (٤)، در مکانیسم کمیته حسابرسی فرضیه (۱) و (٤)، و در مکانیسم تنوع جنسیتی فرضیه (۱) با کل نمونه سازگار است. در مورد تقسیم سود و سرمایه‌گذاری، استقلال هیات مدیره تاثیر معناداری ندارد در حالی که تاثیر کلیت حاکمیت شرکتی (کل نمونه) بر آن مثبت و معنادار بوده است. تمرکز مالکیت صرفاً با سرمایه‌گذاری رابطه معنادار دارد که آن هم منفی است. یعنی در طول تاریخ هر کجا که تمرکز مالکیت زیاد شده، سرمایه‌گذاری بنگاه‌ها کاهش یافته است. اندازه هیات مدیره با تقسیم سود رابطه مثبت داشته است. به این معنا که در شرکت‌های با هیات مدیره بزرگتر سود بیشتری تقسیم شده است. اما با سایر متغیرهای واسطه‌ای ارتباط معناداری کشف نشد. کمیته حسابرسی با عملکرد مالی ارتباط مستقیم دارد و بر عملکرد مالی تاثیر می‌گذارد. به علاوه این مکانیسم باعث افزایش تقسیم سود می‌شود. هر کجا که کمیته حسابرسی تقویت شده است، تقسیم سود نیز افزایش یافته است. تعداد جلسات هیات مدیره نه بر عملکرد مالی و نه بر هیچ کدام از متغیرهای واسطه‌ای تاثیر معناداری نداشته است. در نهایت تنوع جنسیتی در هیات مدیره عملکرد مالی را به طور مستقیم تقویت می‌کند. طبق نتایج نگاره اثر مستقیم حاکمیت شرکتی بر معیارهای عملکرد مالی در سه معیار بازده دارایی‌ها، بازده حقوق صاحبان سهام و Q-tubin نظیر کل نمونه آماری مثبت و معنادار است. به عبارتی با ارتقای نظام حاکمیت شرکتی معیارهای فوق افزایش می‌یابد اما تاثیری بر PM، سود هرسهم و ارزش افزوده اقتصادی ندارد. تقسیم سود نیز منجر به افزایش بازده حقوق صاحبان سهام و بازده دارایی‌ها می‌شود. ساختار سرمایه بر بازده دارایی‌ها اثر منفی و بر بازده حقوق صاحبان سهام اثر مثبت به جای می‌گذارد و در نهایت سرمایه‌گذاری منجر به بهبود بازده دارایی‌ها و Q-tubin می‌شود. به طور کلی ارزش افزوده اقتصادی، سود هر سهم و PM از هیچ کدام از متغیرهای مستقل و یا حتی حاکمیت شرکتی تاثیر نمی‌پذیرد. بازده دارایی‌ها از ساختار سرمایه تاثیر منفی، و از سایر متغیرهای واسطه‌ای تاثیر مثبت دریافت می‌کند. بازده حقوق صاحبان سهام از معیارهای حاکمیت شرکتی، ساختار سرمایه و تقسیم سود تاثیر مثبت می‌پذیرد. بازده هرسهم، ارزش افزوده اقتصادی و PM نیز از هیچ کدام از متغیرها تاثیر نمی‌پذیرند.

نتایج فوق نظیر هر پژوهش دیگری به دلیل دسترسی محدود پژوهش‌گران به تمامی‌مقالات منتشر شده، محدودیت زمانی مطالعه مقالات گذشته و نگاه گذشته نگر به آن، ماهیت فراتحلیلی این مطالعه و وابستگی نتایج فراتحلیل به مطالعات تجربی گذشته ممکن است مورد انتقاد باشد. اما به

دلیل گستردگی بنگاه‌هایی که پشتوانه نتایج هستند، اعتبار مطالعات تجربی گردآوری شده و پایایی سنجی انجام شده به اندازه کافی قابل اتکاست که بتواند مبنای تصمیم‌گیری و سیاست‌گذاری برای مدیران، سیاست‌گذاران و سرمایه‌گذاران باشد. بنابراین به سهامداران پیشنهاد می‌شود ۱) برای ارتقای عملکرد مالی بر استقلال هیات مدیره و کمیته حسابرسی تاکید داشته باشند، ۲) از طریق شاخص کمیته حسابرسی، مدیریت سود را کنترل کرده و زمینه ارتقاء عملکرد مالی را فراهم کنند، ۳) از طریق شاخص های استقلال هیئت مدیره، دوگانگی مدیرعامل و کمیته حسابرسی، زمینه افزایش شفافیت شرکت و در نتیجه ارتقاء عملکرد مالی را ایجاد کنند، ٤) از طریق شاخص های استقلال و اندازه هیئت مدیره، ساختار سرمایه شرکت را بهینه نموده و عملکرد مالی شرکت را بهبود بخشند، ۵) به تمرکز مالکیت، دوگانگی مدیرعامل، اندازه هیئت مدیره و تعداد جلسات هیئت مدیره در توسعه نظام حاکمیت شرکتی دقت کافی بکنند جرا که زمینه خوبی برای بهینه سازی تقسیم سود، و بهبود عملکرد مالی است. به پژوهشگران آتی نیز پیشنهاد می‌شود، ۱) به بررسی فراتحلیلی تأثیر انواع مالکیت بر عملکرد مالی از طریق متغیرهای واسطه ای ذکر شده بپردازند تا بهترین ساختار مالکیت در شرایط مختلف را کشف کنند، ۲) به بررسی فراتحلیل تأثیر استفاده از روش ها و تکنیک های مختلف آماری در موضوع پژوهش بپردازند تا معلوم شود نتایج تا چه اندازه تابع روش و رویکرد تحلیل تجربی قرار می‌گیرد، ۳) با بررسی فراتحلیل نوع صنعت و نوع بخش اقتصادی در حوزه این پژوهش زمینه کاربردی تر شدن نتایج آن را فراهم کنند و ٤) دلیل تفاوت‌های کشورهای در حال توسعه و توسعه یافته و تفاوت نتایج دوره‌های زمانی مختلف را مورد واکاوی تجربی قرار دهند و ۵) فرضیه‌ها و الگوی حاصل از این پژوهش را به صورت تجربی در شرکت‌های ایرانی آزمون کنند.

یادداشت‌ها

1 Outcome Hypothesis
2 Substitution Hypothesis
3 Investment Efficiency
4 Robusteness Check
5 CMA

Refrences

Abarbanell, J. S. & Bushee, B. J. (1998). Abnormal Returns to a Fundamental Analysis Strategy. *The Accounting Review*, 73(1), 19-45.

Allam, B. S. (2018). The impact of board characteristics and ownership identity on agency costs and firm performance: UK evidence. *Corporate Governance*, 18(6), 1147-1176

Al-Kuwari, D. (2010). To pay or not to pay: Using emerging panel data to identify factors influencing corporate dividend payout decisions. *International Research Journal of Finance and Economics*, 42, 19-36.

Al-Matari, Y. A., Al-Swidi, A. K., Fadzil, F. H. B. & Al-Matari, E. M. (2012). Board of Directors, Audit Committee Characteristics and Performance of Saudi Arabia Listed Companies. *International Review of Management and Marketing*, 2(4), 241-251.

Amidu, M. & Abor, J. (2006). Determinants of dividend payout ratios in Ghana. *Journal of Risk Finance*, 7(2), 136-45.

Arora, A. & Sharma, C. (2016). Corporate governance and firm performance in developing countries: evidence from India. *Corporate governance*, 16(2), 420-436.

Assenga, M.P., Aly, D. & Hussainey, K. (2018). The impact of board characteristics on the financial

the incentive and entrenchment effects of large shareholding. *Journal of Finance*, 57(6), 2741–2771.

Cooper, M., Gulen, H. & Schill, M. (2008). Asset growth and the cross-section of stock returns. *Journal of Finance*, 63(4), 1609-1651.

Coskun, M. & Sayilir, Ö. (2012). Relationship between Corporate Governance and Financial Performance of Turkish Companies. *International Journal of Business and Social Science*, 3(14), 59–64.

Daily, C.M. & Dalton, D.R. (1994). Corporate governance and the bankrupt firm: an empirical assessment. *Strategic Management Journal*, 15(6), 643-56.

Dawar, V. (2014). Agency theory, capital structure and firm performance: some Indian evidence. *Managerial Finance*, 40(12), 1190-1206.

DeAngelo, H., DeAngelo, L. & Stulz, R.M. (2006). Dividend Policy and the Earned/Contributed Capital Mix: A Test of the Life-Cycle Theory. *Journal of Financial Economics*, 81(2), 227-254.

Desiree, B. & Kengne, S. (2016). Mixed-gender ownership and financial performance of SMEs in South Africa: A multidisciplinary analysis. *International Journal of Gender and Entrepreneurship*, 8(2), 117-136.

Ebaid, I. E. (2009). The impact of capital-structure choice on firm performance: empirical evidence from Egypt. *Journal of Risk Finance*, 10(5), 477-487.

Elmagrhi, M. H., Ntim, C. G., Crossley, R. M., Malagila, J. K., Fosu, S. & Vu, T. V. (2017). Corporate governance and dividend pay-out policy in UK listed SMEs. *International Journal of Accounting & Information Management*, 25(4), 459-483.

Fama E. F. & Jensen M. C. (1983). Separation of ownership and control. *Journal of Law and Economics*, 26(2), 301-326.

Farhan, A., Obaid, S. N. & Azlan, H. (2017). Corporate governance effect on firms'performance – evidence from the UAE. *Journal of Economic and Administrative Sciences*, 33(1), 66-80.

Fenn, G. W. & Liang, N. (2001). Corporate payout policy and managerial stock performance of Tanzanian firms. *Corporate Governance*, 18(6), 1089-1106.

Atanasova, C., Gatev, E. & Shapiro D. (2016). The corporate governance and financing of small-cap firms in Canada. *Managerial Finance. Emerald Group Publishing*, 42(3), 244-269.

Baker, H.K., Veit, E.T. & Powell, G.E. (2001). Factors influencing dividend policy decisions ofNASDAQ firms. *Financial Review*, 36(3), 19-38.

Bhattacharya, S. (1979). Imperfect Information, Dividend Policy, and "The Bird in the Hand" Fallacy. *The Bell Journal of Economics*, 10, 259-270.

Biza-Khupe, S. & Themba, A. (2016). The Relationship between Dividend Payout and Firm Financial Performance: A Study of Botswana Listed Companies. *Society for Science and Education*, 3(4), 33-40.

Bokpin, G.A. & Arko, A.C. (2009). Ownership structure, corporate governance and capital structure decisions of firms Empirical evidence from Ghana. *Studies in Economics and Finance*, 26(4), 246-256.

Buallay, A., Allam H. & Qasim, Z. (2017). Corporate Governance and Firm Performance: Evidence from Saudi Arabia. *Australasian Accounting, Business and Finance Journal*, 11(1), 78-98.

Chan, S. H., Martin, J. D. & Kensinger, J. W. (1990). Corporate research and development expenditures and share value. *Journal of Financial Economics*, 26(2), 255-276.

Champion, D. (1999). Finance: the joy of leverage. *Harvard Business Review*, 77, 19-22.

Chen, S., Yao, T., Yu, T. & Zhang, T. (2011). Asset growth and stock returns: Evidence from the Pacific-basin markets. *Pacific-Basin Finance Journal*, 19(1), 115-139

Che Haat, M. H., Abdul Rahman, R. & Mahenthiran, S. (2008). Corporate governance, transparency and performance of Malaysian companies. *Managerial Auditing Journal*, 23(8), 744-778.

Claessens, S., Djankov, S., Fan, J. P. H. & Lang, L. H. P. (2002). Disentangling

Kajola, S. O. (2008). Corporate governance and firm performance: The case of Nigerian listed firms. *European journal of economics, finance and administrative sciences*, 14(14), 16-28.

Kao, M. F., Hodgkinson, L. & Jaafar, A. (2018). Ownership structure, board of directors and firm performance: evidence from Taiwan. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 19(1), 189-216.

Kester, C.W. (1986). Capital and Ownership Structure: A Comparison of United States and Japanese Manufacturing Corporations. *Financial Management*, 15, 97-113.

Kohli, R. & Devaraj, S. (2003). Measuring information technology payoff: a meta-analysis of structural variables in firm-level empirical research. *Information Systems Research*, 14(2), 127-219.

Lambert R. A., Lanen W. N. & Larcker D. F. (1989). Executive stock option plans and corporate dividend policy. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 24(1), 409-425.

Lappalainen, J. & Niskanen, M. (2012). Financial performance of SMEs: impact of ownership structure and board composition. *Management Research Review*, 35(11), 1088-1108.

Laporta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. & Vishny, R. W. (2000). Agency Problems and Dividend Policies Around the World. *Journal of Finance*, 55 (1), 1-33.

Lee, M. (2015). Impact of Corporate Governance on Research and Development Investment in the Pharmaceutical Industry in South Korea. *Osong Public Health Res Perspect*, 6(4), 249-255.

Leng, A.C.A. & Abu Mansor, S. (2005). Can good corporate governance practices contribute to firms' financial performance? Evidence from Malaysian companies. *International Journal of Business Governance and Ethics*, 1(4), 350-62.

Mancinelli, L. & Ozkan, A. (2006). Ownership structure and dividend policy: Evidence from Italian firms. *The European Journal of Finance*, 12(3), 265-282.

incentives. *Journal of Financial Economics*, 60(1), 45–72.

Friend, I. & LANG, L. H. P. (1988). An Empirical Test of the Impact of Managerial Self-Interest on Corporate Capital Structure. *The journal of finance*, 43(2), 271-281.

Ghosh, C., Nag, R. & Sirmans, C. (2000). The pricing of seasoned equity offerings: evidence from REITs. *Real Estate Economics*, 28(3), 363-84.

Glass G. V., McGaw, B. & Smith M. L. (1981). *Meta-analysis in social research*. Beverly Hill, CA: Sage.

Griner, E. H. & Gordon, L. A. (1995). Internal cash flow, insider ownership, and capital expenditure. *Journal of Business Finance and Accounting*, 22(1), 179-199.

Grossman, S.J. & Hart, O.D. (1982). *Corporate Financial Structure and Managerial Incentives. In: The Economics of Information and Uncertainty*. University of Chicago Press, Chicago, 107-140.

Hadlock, C.J. & James, C.M. (2002). Do Banks Provide Financial Slack?. *the Journal of Finance*, 57(3), 1383-1419.

Hermalin, B. E. & Weisbach M. S. (1991). The effects of board composition and direct incentives on firm performance. *Financial Management*, 20(4), 101-112.

Hunter J. E. & Schmidt F. L. (2004). *Methods of meta-analysis: correcting error and bias in research findings*, Sage Publications.

Hussainey, K. & Aljifri, K. (2012). Corporate governance mechanisms and capital structure in UAE. *Journal of Applied Accounting Research*, 13(2), 145-160.

Jackling, B. & Johl, S. (2009). Board structure and firm performance: Evidence from India's top companies. *Corporate Governance: An International Review*, 17(4), 492-505.

Jensen, M. C. & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.

Jiang, C., Chen, H. & Huang, Y. (2006). Capital expenditures and corporate earnings: Evidence from the Taiwan Stock Exchange. *Managerial Finance*, 32(11), 853-861.

Entrepreneurship and Management Journal, 13(1), 299-325.

Raghuram, G. R. & Zingales, L. (1995). What Do We Know about Capital Structure? Some Evidence from International Data. *The journal of Finance*, 50(5), 1421-1460.

Rao, N. V., Al-Yahyaee, K. H. M. & Syed, L. A. (2007). Capital structure and financial performance: Evidence from Oman. *Indian Journal of Economics and Business*, 6(1), 1-14.

Roden, D. M. & Lewellen, W.G. (1995). Corporate Capital Structure Decisions: Evidence from Leveraged Buyouts. *Financial Management*, 24(2), 76-87.

Rosenthal, J. A. (2001). *Statistics and data interpretation for the helping professions*. Belmont, CA: Brooks/Cole Thomson Learning.

Sadeghian, N. S., Latifi, M. M., Soroush, S., & Aghabagher, Z. T. (2012). Debt Policy and Corporate Performance: Empirical Evidence from Tehran Stock Exchange Companies. *International Journal of Economics and Finance*, 4(11), 217-224.

Saidat, Z., Silva, M. & Seaman, C. (2019). The relationship between corporate governance and financial performance: Evidence from Jordanian family and nonfamily firms. *Journal of Family Business Management*, 9(1), 54-78.

Shahzad, F., Rehman, I. U., Colombage, S., & Nawaz, F. (2018). Financial reporting quality, family ownership, and investment efficiency. *Managerial Finance*, 45(4), 513-535.

Sharma, A. (2011). Corporate Governance and Board Effectiveness. *International Journal of* Computational *Engineering & management*, 13(1), 116-124

Short, H., Zhang, H. & Keasey, K. (2002). The link between dividend policy and institutional ownership. *Journal of Corporate Finance*, 8(2), 105-122.

Srivastava, V., Das, N. & Pattanayak, J. K. (2019). Impact of corporate governance attributes on cost of equity Evidence from an emerging economy. *Managerial Auditing Journal*, 34(2), 142–161

Te-Kuang, C. (2017). The Effects of Board Characteristics and Ownership Structure on R&D Investment. *Proceedings of 8th Global Business Research Conference 13*

Mardnly, Z., Mouselli, S. & Abdulraouf, R. (2018). Corporate governance and firm performance: an empirical evidence from Syria. *International Journal of Islamic and Middle Eastern Finance and Management*, 11(4), 591-607.

Margaritis, D. & Psillaki, M. (2010). Capital structure, equity ownership and firm performance. *Journal of Banking & Finance*, 34(3), 621-632.

McConnell, J.J. & Muscarella, C.J. (1985). Corporate Capital Expenditure Decisions and the Market Value of the Firm. *Journal of Financial Economics*, 14, 399-422.

Mehdi, M., Sahut, J.-M. & Teulon, F. (2017). Do corporate governance and ownership structure impact dividend policy in emerging market during financial crisis?. *Journal of Applied Accounting Research*, 18(3), 274-297.

Merendino, A. & Melville, R. (2019). The Board of Directors and Firm Performance: Empirical Evidence from Listed Companies. *Corporate Governance*, 19(3), 508-551.

Modigliani, F. & Miller, M. H. (1958). The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. *The American Economic Review*, 48(3), 261-297

Mohammadi, P., Fathi, S. & Kazemi, A. (2019). Differentiation and Financial Performance: A Meta-analysis. *Competitiveness Review: An international Business Journal*, 29(5), 573-591.

Obradovich, J. & Amarjit, G. (2012). The Impact of Corporate Governance and Financial Leverage on the Value of American Firms. *International Research Journal of Finance and Economics*, 91, 1-14.

Ogden, J.P., Jen, F.C. & O'Connor, P. F. (2003). *Advance Corporate Finance, Policy Strategies*. New Jersey: Prentice Hall.

Pearce, J. & Zahra, S. (1992). Board composition from a strategic contingency perspective. *Journal of Management Studies*, 29(4), 411-438.

Ramadani, V., Abazi, H., Dana, L.P., Rexhepi, G. & Ibraimi, S. (2016). The impact of knowledge spillovers and innovation on firm-performance: findings from the Balkans countries. *International*

- *14 July 2017*, LIUC-Universita Cattaneo, Milan, Italy.

Titman, S., Wei, K. C. J. & Xie, F. (2004). Capital Investments And Stock Returns. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 39(4), 677-700.

Tricker, R. I. (1984). *Corporate Governance: Practices, Procedures and Powers in British Companies and their Boards Directors*, Gower Publishing

Wen, Y., Rwegasira, K. & Bilderbeek, J. (2002). Corporate governance and capital structure decisions of the Chinese listed firms. *Corporate Governance: An International Review*, 10(2), 75-83.

Williams, D. (1987). Generalised linear model diagnostics using the deviance and single case deletions. *Appl. Stat*, 36, 181–191.