Arshive of SID

پژوهشنامهٔ بیمه/ سال سی‌و یکم / شمارهٔ ٤/ زمستان ۱۳۹۵/ شمارهٔ مسلسل ۱۲٤/ صفحات ۲۵تا٤۸
کد شناسایی دیجیتال(DOI): 10.22056/jir.2016.44366.1648

ارتباط حاکمیت شرکتی با عملکرد مالی و ریسک شرکتهای بیمهٔ پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران

تاریخ ارسال مقاله:۱۳۹٤/۰۹/۰۸
تاریخ پذیرش مقاله:۱۳۹۵/۱۰/۰٦

عسگر پاک مرام[۱]
بهرام لطفی[۲]

چکیده

حاکمیت ضعیف شرکتهایی نظیر انرون و ورلدکام و سقوط شگفت‌انگیز بازارهای سهام در آغاز قرن حاضر منجر به تجدیدنظر در بحث حاکمیت شرکتی شده است. منطق حاکمیت شرکتی عموماً دیدگاه جایگزینی را پیشنهاد می‌دهد و کانون توجه حاکمیت، ایجاد ارزش افزوده برای تعداد زیادی از ذی‌نفعان سازمانی است. از طرفی دیگر، ریسک یکی از شاخصهای مهم در ارزیابی واحد اقتصادی است که در بسیاری از تصمیمات مالی، الگوهای ارزش‌گذاری اوراق بهادار، روشهای ارزیابی طرحهای سرمایه‌ای و ...، نقش محوری دارد. این مطالعه، به بررسی رابطهٔ بین حاکمیت شرکتی با عملکرد و ریسک شرکتهای بیمه‌ای پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته است. در این تحقیق از ٤ شاخص حاکمیت شرکتی شامل اندازهٔ هیئت مدیره، ترکیب هیئت مدیره، دوگانگی وظیفهٔ مدیرعامل، و تمرکز مالکیت و همچنین از ۲ معیار ارزیابی عملکرد شامل نرخ بازدهٔ داراییها و حقوق صاحبان سهام و ۲ معیار ارزیابی ریسک شرکت شامل ریسک تجاری و مالی استفاده شده است. تحقیق حاضر از لحاظ هدف، کاربردی و از بعد روش‌شناسی از نوع تحقیقات همبستگیِ علی پس از وقوع است. جامعهٔ آماری تحقیق، شرکتهای بیمهٔ پذیرفته‌شده در بورس تهران هستند که با روش نمونه‌گیری حذف سیستماتیک، ۱۸ شرکت در طی ۷ سال (جمعاً ۸۸ سال- شرکت) در نمونهٔ آماری این تحقیق قرارگرفته‌اند. بازهٔ زمانی تحقیق شامل سالهای ۱۳۸٦ الی ۱۳۹۲است. برای آزمون فرضیه‌های صورت‌بندی‌شده از رگرسیون

---

۱. استادیار گروه حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی واحد بناب (نویسندهٔ مسئول)، Pakmaram@bonabiau.ac.ir
۲. کارشناس ارشد مدیریت اجرایی، Lotfibahram89@gmail.com

www.SID.ir

Arshive of SID

چندگانهٔ خطی و روش حداقل مربعات معمولی استفاده شده است. یافته‌های پژوهش نشان می‌دهد بین ترکیب هیئت مدیره و عملکرد مالی در هر دو بعد (نرخ بازدهٔ داراییها و حقوق صاحبان سهام) ارتباط مثبت و بین ترکیب هیئت مدیره و ریسک در هر دو بعد شامل (ریسک مالی و تجاری) ارتباط منفی و معنی‌داری وجود دارد. بین اندازهٔ هیئت مدیره و نرخ بازدهٔ داراییها نیز رابطهٔ منفی و معنی‌داری مشاهده می‌شود.

واژگان کلیدی: *حاکمیت شرکتی، ریسک تجاری، ریسک مالی، ارزیابی عملکرد، شرکتهای بیمه.*

۱. مقدمه و بیان مسئله

تشکیل شرکتهای بزرگ و به دنبال آن، مسائل مربوط به تفکیک مالکیت از مدیریت و پیامدهای خوشایند و ناخوشایند آن در اواخر سدهٔ نوزدهم و اوایل دههٔ بیستم در سطح جهانی مطرح شد، اما موضوع حاکمیت شرکتی به شکل کنونی، ابتدا در دههٔ ۱۹۹۰ در انگلستان، آمریکا و کانادا و در پاسخ به مشکلات مربوط به کارایی هیئت مدیرهٔ شرکتهای بزرگ مطرح شد. پس از اندک مدتی، بحرانهای مالی سالهای اخیر منجر به تأکید بیشتری به برقراری مکانیزمهای حاکمیت شرکتی در این کشورها و سایر کشورهای دنیا شده است. نظام حاکمیت شرکتی دربرگیرندهٔ مجموعهٔ روابط بین سهامداران، مدیران، حسابرسان، و سایر افراد ذی‌نفع است که متضمن برقراری نظام کنترلی به منظور رعایت حقوق سهامداران جزء و اجرای صحیح مصوبات مجمع و جلوگیری از سوءاستفاده‌های احتمالی است. وجود سازوکارهای حاکمیت شرکتی تضمین‌کنندهٔ منافع سرمایه‌گذاران، اعتباردهندگان، مشتریان، و سایر افراد ذی‌نفع است و زمینهٔ تحقق آن از طریق اتخاذ تصمیمات بهینه توسط هیئتهای اجرایی و تدوین قوانین و مقررات لازم‌الاجرا فراهم می‌شود. تمامی این موارد، تأمین‌کنندهٔ ٤ هدف اصلی ایفای مسئولیت پاسخگویی، شفافیت، عدالت (انصاف)، و رعایت حقوق ذی‌نفعان است (حساس‌یگانه و خیرالهی، ۱۳۸۷). مکانیزمهای حاکمیت شرکتی مانند کارایی هیئت مدیره، حضور سهامداران نهادی، کمیتهٔ حسابرسی و ...، انتخابهای حسابداری مدیران را در ۲ حالت محدود می‌کند: اول

www.SID.ir

Arshive of SID

اینکه، مکانیزمهای حاکمیت شرکتی احتمال سوءاستفاده‌های مدیران را به طور مستقیم از طریق نظارت بر فرایند گزارشگری مالی کاهش می‌دهد. سرمایه‌گذاران همیشه باید در تصمیمات سرمایه‌گذاری خود ریسک را در نظر داشته باشند. در این بین انتظار می‌رود پیاده‌سازی حاکمیت شرکتی مطلوب باعث جلوگیری از رفتارهای فرصت‌طلبانه شده و از این رو باعث شود تا نااطمینانی سرمایه‌گذاران کاهش و شکاف بین بازدهٔ واقعی و بازدهٔ مورد انتظار کاهش یابد. دوم، بررسی ارتباط حاکمیت شرکتی بر کاهش ریسک شرکتهاست. ریسک و بازده در سرمایه‌گذاری و تأمین مالی همیشه با هم تحلیل می‌شوند و نمی‌توان آنها را جدا از هم فرض کرد، چرا که تصمیمات مربوط به سرمایه‌گذاری همیشه بر اساس رابطهٔ میان ریسک و بازده صورت می‌گیرد. سرمایه‌گذاران همیشه باید در تصمیمات سرمایه‌گذاری خود ریسک را در نظر داشته باشند. در این بین انتظار می‌رود پیاده‌سازی حاکمیت شرکتی مطلوب باعث جلوگیری از رفتارهای فرصت‌طلبانه شده و از این رو باعث شود تا نااطمینانی سرمایه‌گذاران کاهش و شکاف بین بازدهٔ واقعی و بازدهٔ مورد انتظار کاهش یابد. حال با توجه به ٤ هدف اصلی حاکمیت شرکتی که پیشتر به آن اشاره شد، سؤال اصلی که این پژوهش در راستای پاسخ به آن است به این صورت است که رابطهٔ بین حاکمیت شرکتی و ریسک و بازدهٔ شرکتهای بیمه‌ای چگونه است؟

در ادامه با بیان خلاصه‌ای از مبانی نظری و پیشینهٔ تحقیق به آزمون فرضیه‌های پژوهش پرداخته شده و درنهایت یافته‌های تحقیق مورد بررسی و تفسیر قرار می‌گیرند.

۲. مبانی نظری و پیشینهٔ پژوهش

چند پایگاه نظری عمده و متفاوت برای تبیین رابطهٔ بین حاکمیت شرکتی با عملکرد و ریسک مطرح شده است. هر یک از آنها با واژه‌های متفاوت و از جنبه‌های گوناگون که ناشی از زمینهٔ علمی خاص هر گروه است به موضوع حاکمیت شرکتی

www.SID.ir

Arshive of SID

پرداخته‌اند. نظریهٔ نمایندگی ناشی از زمینهٔ مالی و اقتصادی، نظریهٔ هزینهٔ معاملات[1] ناشی از اقتصاد و نظریهٔ سازمانی و نظریهٔ ذی نفعان[2] ناشی از یک دیدگاه اجتماعی در مورد راهبری شرکت است (حساس‌یگانه، ۱۳۸٤). در ادامه توضیحاتی دربارهٔ هر یک از مبانی نظری راهبری شرکت ذکرشده (نظریهٔ نمایندگی، نظریهٔ هزینهٔ معاملات، نظریهٔ هزینه معاملات در برابر نظریهٔ نمایندگی، و نظریهٔ ذی‌نفعان) ارائه خواهد شد.

نظریهٔ نمایندگی: آغاز مالکیت شرکتی از طریق مالکیت سهام تأثیر چشمگیری بر روش کنترل شرکتها داشت و بدین ترتیب، مالکان، اداره شرکتها را به مدیران واگذار کردند. جدایی مدیریت از مالکیت (کنترل) منجر به یک مشکل سازمانی مشهور، به نام «مسئلهٔ نمایندگی[3]» شد. یکی از فرضیه‌های اصلی نظریهٔ نمایندگی این است که کارگمار و کارگزاران، تضاد منافع[4] دارند (حسین بابایی، ۱۳۸۹). بنابراین، انتظار این است که حاکمیت شرکتی با تدوین مکانیزمهای مؤثر به شکل مستقیم یا غیرمستیم تضاد منافع و مسئلهٔ نمایندگی به وجود آمده را تا حدودی رفع کند. از این رو، این دغدغه وجود دارد که آیا در شرکتهای بیمه‌ای پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران که پژوهشهای اندکی در زمینهٔ تبین شکاف بین مدیران و مالکان انجام شده، وضعیت و کیفیت حاکمیت شرکتی در زمینهٔ کاهش مسائل نمایندگی مؤثر بوده یا خیر؟

نظریهٔ هزینه معاملات: نظریهٔ هزینه معاملات، ترکیبی میان رشته‌ای بین اقتصاد و حقوق و سازمان است (ویلیامسون[5]، ۱۹۹٦). در این نظریه، شرکت نه تنها به‌عنوان یک واحد اقتصادی عمومی (سهامی عام)، بلکه به‌عنوان یک سازمان

1. Transaction Cost Theory
2. Stakeholder Theory
3. Agency Problem
4. Conflict of Interest
5. Williamson

www.SID.ir

Arshive of SID

متشکل از افراد با دیدگاه‌ها و اهداف مختلف است. نظریهٔ هزینهٔ معاملات بر اساس این واقعیت است که شرکتها آنقدر بزرگ شده‌اند که در تخصیص منابع جانشین بازار می‌شوند. در واقع شرکتها آنقدر بزرگ و پیچیده‌اند که نوسانات قیمت در بازار را تولید و هدایت کرده و بازار معاملات را متعادل می کنند (حساس‌یگانه، ۱۳۸٤).

نظریهٔ هزینه معاملات در برابر نظریهٔ نمایندگی: ویلیامسون (۱۹۹٦) با مقایسه این دو نظریه، به این نتیجه می‌رسد که یکی از تفاوتهای بین آنها استفاده از واژگان متفاوت برای توصیف مسائل و مشکلات یکسان است. برای مثال، نظریهٔ هزینه معاملات فرض می‌کند که افراد اغلب فرصت‌طلب هستند، در صورتی‌که نظریهٔ نمایندگی، خطر اخلاقی هزینه‌های نمایندگی را مورد بحث قرار می‌دهد. نظریهٔ نمایندگی فرض می‌کند مدیران به دنبال عایدی متفرقه هستند، در صورتی‌که در نظریهٔ هزینه معاملات، مدیران معاملات خود را به صورت فرصت‌طلبانه‌ای ترتیب می‌دهند. با این همه، هر دو نظریه به یک مشکل می‌پردازد: چگونه مدیر را متقاعد کنیم تا منافع سهامداران را به جای منافع شخصی خود دنبال کند؟ (حساس‌یگانه، ۱۳۸٤).

نظریهٔ ذی‌نفعان: نظریهٔ ذی‌نفعان، ترکیبی از نظریه‌های سازمانی و اجتماعی است. در واقع نظریهٔ مذکور بیشتر یک سنت پژوهشی گسترده است که فلسفه، اخلاق، نظریهٔ سیاسی، اقتصاد، حقوق، علوم سازمانی و اجتماعی را در هم می‌آمیزد. اساس نظریهٔ ذی‌نفعان این است که شرکتها بسیار بزرگ شده‌اند و تأثیر آنها بر جامعه آن‌چنان عمیق است که باید بجز سهامداران، به بخشهای بسیار بیشتری از جامعه توجه کرده و پاسخگو باشند.

در ادامه پس از مطرح‌شدن مبانی نظری پژوهش به طور خلاصه به برخی تحقیقهای خارجی و داخلی مرتبط انجام‌شده اخیر پرداخته می‌شود. یرماک[1] (۱۹۹٦) در پژوهشی نشان داد وقتی مدیرعامل و رئیس هیئت مدیره دو فرد مجزا

1. Yermack

www.SID.ir

Arshive of SID

باشند، شرکت ثروت بیشتری را ایجاد می‌کند. روزنشتاین و وایت[1] (۱۹۹۰) در تحقیقی شواهدی را به دست آوردند که نشان می‌داد که اگر اکثر اعضای هیئت مدیره غیرموظف باشند، این موضوع اثر مستقیمی بر ثروت سهامداران می‌گذارد.

عبدالسلام[2] و همکاران (۲۰۰۸)، رابطهٔ ترکیب اعضای هیأت مدیره، ساختار مالکیت و سیاست تقسیم سود در مصر را مورد بررسی قرار دادند. یافته‌های تحقیق آنها وجود یک رابطهٔ مثبت و معنی‌دار میان مالکیت حقوقی و عملکرد شرکت و هر دو مورد با سیاست تقسیم سود را تأیید کردند اما هیچ رابطه معنی‌دار میان ترکیب هیأت مدیره و سیاست تقسیم سود نشان داده نشده است.

ابراهیمی کردلر و همکاران (۱۳۸۹) در پژوهشی نتیجه گرفتند که ارتباط مثبت معنی‌دار بین مالکیت نهادی و عملکرد شرکت وجود دارد. یافته‌های این پژوهش عموماً بیانگر وجود رابطه مثبت معنی‌داری بین هر دو نوع مالکیت نهادی (اعم از فعال و منفعل) با عملکرد شرکت است. برادران حسن‌زاده و همکاران (۱۳۹۱) در پژوهشی با استفاده از ۸ مکانیزم راهبری شرکت شامل تفکیک وظایف مدیرعامل از رئیس هیئت مدیره، نسبت اعضای غیرموظف به کل اعضا هیئت مدیره، سهامداری نهادی، ساختار مالکیت، اصلی یا فرعی‌بودن شرکت، میزان نفوذ و مالکیت دولت، درصد سهام شناور آزاد، و مرجع حسابرسی شرکت، نشان داده‌اند که رابطهٔ مثبت بین میزان مالکیت نهادی، ساختار مالکیت هرمی و میزان سهام شناور آزاد و ارزش ایجادشده برای صاحبان سهام وجود دارد. همچنین نتایج نشانگر رابطهٔ معکوس بین میزان نفوذ و مالکیت دولت با (CSV[3]) است.

1. Rosenstein and Wyatt
2. Abdelsalam
3. Cash Surrender Value

www.SID.ir

Arshive of SID

۳. روش پژوهش، جامعه و نمونهٔ آماری

این پژوهش از جهت روش‌شناسی از نوع تحقیقهای علی پس رویدادی و در حوزهٔ پژوهشهای اثباتی حسابداری است که با اطلاعات واقعی انجام می‌شود و از لحاظ ماهیت و اهداف از نوع کاربردی است. جامعهٔ مطالعهٔ حاضر شرکتهای بیمهٔ پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران است. در این پژوهش کلیهٔ شرکتهای بیمه‌ای که دسترسی لازم به صورتهای مالی آنها میسر بوده، به گونه‌ای که بتوان اطلاعات متغیرهای تحقیق را استخراج کرد، به‌عنوان نمونهٔ تحقیق انتخاب شده‌اند. درنهایت، ۸۸ مشاهده (سال- شرکت) به شرح جدول ۱ به‌عنوان نمونهٔ این پژوهش انتخاب شده است.

٤. فرضیه‌های پژوهش

با توجه به مطالب فوق و سؤالات پژوهش، فرضیه‌های این تحقیق در قالب ۲ فرضیهٔ اصلی و هر یک در قالب ۲ فرضیهٔ فرعی به صورت زیر ارائه می‌شوند:

۱. بین مکانیزمهای حاکمیت شرکتی و عملکرد شرکتهای بیمه‌ای ارتباط وجود دارد.

۱-۱. بین مکانیزمهای حاکمیت شرکتی و نرخ بازدهٔ داراییها در شرکتهای بیمه‌ای ارتباط وجود دارد.

۱-۲. بین مکانیزمهای حاکمیت شرکتی و نرخ بازدهٔ حقوق صاحبان سهام در شرکتهای بیمه‌ای ارتباط وجود دارد.

۲. بین مکانیزمهای حاکمیت شرکتی و ریسک شرکتهای بیمه‌ای ارتباط وجود دارد.

۲-۱. بین مکانیزمهای حاکمیت شرکتی و ریسک تجاری شرکتهای بیمه‌ای ارتباط وجود دارد.

۲-۲. بین مکانیزمهای حاکمیت شرکتی و ریسک مالی شرکتهای بیمه‌ای ارتباط وجود دارد.

www.SID.ir

Arshive of SID

جدول ۱. نمونهٔ انتخاب‌شده در طی سالهای پژوهش

ردیف	نام شرکت	۸٦	۸۷	۸۸	۸۹	۹۰	۹۱	۹۲	جمع مشاهدات
۱	بیمهٔ آرمان	–	–	–	–	*	*	*	۳
۲	بیمهٔ آسیا	*	*	*	*	*	*	*	۷
۳	بیمهٔ اتکایی ایرانیان	–	–	–	*	*	*	*	٤
٤	بیمهٔ البرز	–	*	*	*	*	*	*	٦
٥	بیمهٔ پارسیان	*	*	*	*	*	*	*	۷
٦	بیمهٔ پاسارگاد	–	*	*	*	*	*	*	٦
۷	بیمهٔ تعاون	–	–	–	–	–	*	*	۲
۸	بیمهٔ دانا	–	–	*	*	*	*	*	٥
۹	بیمهٔ دی	*	*	*	*	*	*	*	۷
۱۰	بیمهٔ رازی	*	*	*	*	*	*	*	۷
۱۱	بیمهٔ سامان	*	*	*	*	*	*	*	۷
۱۲	بیمهٔ سرمد	–	–	–	–	–	–	*	۱
۱۳	بیمهٔ ما	–	–	–	–	*	*	*	۳
۱٤	بیمهٔ ملت	–	–	–	*	*	*	*	٤
۱٥	بیمهٔ میهن	–	*	*	*	*	*	*	٦
۱٦	بیمهٔ نوین	–	*	*	*	*	*	*	٦
۱۷	بیمهٔ کارآفرین	–	–	–	*	*	*	*	٤
۱۸	بیمهٔ کوثر	–	–	–	*	*	*	*	٤
جمع مشاهدات		٥	۹	۱۰	۱۳	۱٦	۱۷	۱۸	۸۸

٥. مدل پایه و نحوهٔ اندازه‌گیری متغیرهای پژوهش

در این تحقیق بر اساس تحقیقهای گومپرز[1] و همکاران (۲۰۰۳)، براون و کایلر[2] (۲۰۰٥)، دورنیو و کیم[3] (۲۰۰٥)، اوکانل و کرامر (۲۰۱۰)، و برادران حسن‌زاده و

1. Gompers
2. Brown and Caylor
3. Durnev and Kim

www.SID.ir

Arshive of SID

همکاران (۱۳۹۱) برای بررسی ارتباط مکانیزمهای حاکمیت شرکتی با عملکرد و ریسک شرکتهای بیمه‌ای پذیرفته‌شده در بورس تهران، از مدل رگرسیونی خطی چندگانهٔ

$$Atrrip_{i,t} = \alpha + \beta_1(CGM_{i,t}) + \beta_2(Size_{i,t}) + \beta_3(Lev_{i,t}) + \beta_4(GO_{i,t}) + \varepsilon_{i,t}$$

استفاده شده است، که در آن $Atrrip_{i,t}$ متغیرهای وابسته شامل عملکرد شرکت و ریسک، $CGM_{i,t}$ مکانیزمهای حاکمیت شرکتی، $Size_{i,t}$ اندازهٔ شرکت، $Lev_{i,t}$ اهرم مالی، $GO_{i,t}$ فرصتهای رشد و $\varepsilon_{i,t}$ جزء اخلال هستند.

۵-۱. نحوهٔ محاسبه عملکرد مالی

برای اندازه گیری عملکرد مالی از دو معیار به شرح زیر استفاده شده است.

۱. نرخ بازدهٔ داراییها (ROA): از طریق نسبت سود خالص به متوسط مجموع داراییها محاسبه می‌شود.

۲. نرخ بازدهٔ حقوق صاحبان سهام (ROE): از طریق نسبت سود خالص به متوسط حقوق صاحبان سهام محاسبه می‌شود.

۵-۲. نحوهٔ محاسبهٔ ریسک شرکت

۱. ریسک تجاری (OL)، درجهٔ اهرم عملیاتی بالا منجر به ایجاد ریسک تجاری می‌شود. اهرم عملیاتی تأثیر تغییرات فروش را بر سود عملیاتی بیان می‌کند. اگر شرکتی دارای درجهٔ اهرم عملیاتی بالایی باشد تغییرات جزئی در فروش تأثیر زیادی در سود عملیاتی خواهد داشت. اگر تغییرات در جهت افزایش فروش باشد این امر موجب افزایش سود به نحو قابل ملاحظه‌ای می‌شودد (احمدپور و یحیی فر، ۱۳۸۳). ولی اگر تغییرات در جهت کاهش فروش باشد سود عملیاتی ممکن است به کلی حذف و منجر به زیان شود. ریسک تجاری به صورت

$$\mathrm{OL} = \frac{\%\Delta \mathrm{EBIT}}{\%\Delta \mathrm{S}}$$

محاسبه می‌شود که در آن S فروش و EBIT سود قبل از بهره و مالیات است.

www.SID.ir

Arshive of SID

۲. ریسک مالی (FL)، ریسک مالی احتمال توقف فعالیتهای شرکت به خاطر نبودن وجوه کافی است که اهرم هزینه‌های بهره، شاخصی برای اندازه‌گیری آن است. اهرم هزینه‌های بهره معیاری است که میزان تغییرات سود عملیاتی و تأثیر آن بر سود قبل از کسر مالیات را مشخص می‌سازد و به عبارت دیگر این اهرم درصد تغییرات سود قبل از کسر مالیات را به ازاء درصد تغییرات در سود عملیاتی نشان می‌دهد (احمدپور و یحیی‌فر، ۱۳۸۳). ریسک مالی به صورت

$$FL=\frac{\%\Delta EBT}{\%\Delta EBIT}$$

محاسبه می‌شود که در آن EBT سود قبل مالیات و EBIT سود قبل از بهره و مالیات است.

۵-۳. نحوهٔ اندازه‌گیری مکانیزمهای حاکمیت شرکتی

برای اندازه‌گیری مکانیزمهای حاکمیت شرکتی، آیین‌نامهٔ حاکمیت شرکتی ایران و تحقیقهای ذکرشده در بخش مدل پایهٔ پژوهش مدنظر قرار می‌گیرد.

۱. اندازهٔ هیئت مدیره (BSIZE): از طریق لگاریتم طبیعی تعداد اعضاء هیئت مدیره اندازه‌گیری می‌شود.

۲. ترکیب هیئت مدیره (BIND): از طریق نسبت اعضاء غیرموظف هیئت مدیره به کل اعضاء هیئت مدیره اندازه‌گیری می‌شود.

۳. دوگانگی وظیفهٔ مدیرعامل (DUAL): اگر مدیرعامل شرکت هم‌زمان پستهای رئیس یا نائب رئیسی هیئت مدیره را در اختیار داشته باشد عدد یک و در غیر این صورت عدد صفر لحاظ می‌شود.

٤. تمرکز مالکیت (OCON): برای اندازه‌گیری این شاخص از مدل هرفیندال-هریشمن[1] استفاده می‌شود، که شاخصی اقتصادی است و برای سنجش میزان انحصار در بازار استفاده می‌شود. بدین ترتیب درصد سهام هر یک از مالکان نهادی

1. Herfindahl-Hirshman

www.SID.ir

Arshive of SID

به توان ۲ رسیده و با هم جمع می‌شوند، حاصل بین صفر و یک بوده و هر چقدر به یک نزدیکتر باشند، تمرکز مالکیت (هرمی) بیشتر است.

۵-٤. نحوهٔ اندازه‌گیری متغیرهای کنترلی

در این پژوهش از سه متغیر کنترلی مطابق تحقیقهای قبلی استفاده شده است که انتظار می‌رود بین آنها و عملکرد و ریسک شرکتهای بیمه‌ای رابطه وجود داشته باشد.

۱. اندازهٔ شرکت (Size): اندازهٔ شرکت یکی از عوامل مؤثر در سودآوری و ارزش شرکتها به شمارمی‌رود به این معنی که شرکتهای بزرگ با برخورداری از تنوع محصول، تصاحب سهم بیشتری از بازار، صرفه‌جویی در مقیاس و امکان تنوع‌بخشی به فعالیتهای تجاری خود، ریسک تجاری خود را کاهش داده و سودآوری خود را افزایش می‌دهند. در این پژوهش اندازه شرکتها از طریق لگاریتم مجموع داراییهای شرکتهای بیمه‌ای اندازه گیری می شود.

۲. اهرم مالی (LEV): این نسبت اطلاعاتی راجع به توانایی واحد تجاری در تحمل کاهش خالص داراییها بر اثر زیانهای وارده بدون به مخاطره افتادن منابع اعتباردهندگان را ارائه می‌کند، بالابودن این نسبت بیانگر ریسک بالای اعتباردهندگان بوده و موجب می‌شود تا آنها نظر مساعدی نسبت به تمدید اعتبار یا اعطای اعتبار جدید نداشته باشند. سطح مطلوب این نسبت بستگی به ثبات سودآوری در طی سالیان متفاوت دارد هر چه ثبات سودآوری تاریخی بیشتر باشد اعتباردهندگان و سرمایه‌گذاران نسبتهای بالاتری را تحمل خواهند کرد. اهرم مالی از تقسیم جمع کل بدهیها به جمع کل دارایی‌ها به دست می‌آید.

۳. فرصتهای رشد (GO): متغیرهای مبتنی بر بازار آینه‌ای از عملکرد و ریسک شرکتها هستند. بنابراین می‌توان از آنها به‌عنوان متغیرهای اساسی در برآورد ریسک و عملکرد شرکتها استفاده کرد. فرصتهای رشد از طریق نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری محاسبه می‌شود (مصطفایی،۱۳۹۰).

www.SID.ir

Arshive of SID

٦. یافته‌های پژوهش

٦-۱. تحلیل توصیفی متغیرهای پژوهش

نتایج حاصل از تحلیل توصیفی داده‌های تحقیق در جدول ۲ ارائه شده است.

جدول ۲. تحلیل توصیفی داده‌های پژوهش

متغیر	میانگین	چولگی	کشیدگی	انحراف معیار	کمترین	بیشترین	پی- مقدار آزمون کلموگروف- اسمیرنوف
اندازهٔ هیئت مدیره	۱/٦٤۷	۲/٤۷۷	٤/۲۳۲	۰/۱۰۷	۱/٦۱۰	۱/۹۵۰	۰/۰۰۰
ترکیب هیئت مدیره	۰/۵٤۵	-۰/۰٤۷	-۰/۷۰۳	۰/۲۱٦	۰/۲۰۰	۰/۸۰۰	۰/۰۰٤
تمرکز مالکیت	۰/۱۱۷	۱/٦۵۹	٤/۰۹۲	۰/۰۷۷	۰/۰۱۰	۰/۳۸۰	۰/۰۰۹
نرخ بازدهٔ داراییها	۰/۰۵٦	۰/٤۱۵	۲/۵۰۱	۰/۰٤۷	-۰/۰٤۰	۰/۲۲۰	۰/۰۹۱
نرخ بازدهٔ حقوق صاحبان سهام	۰/۱۸۱	۰/۳۱۰	۰/۷۹۱	۰/۱٤۲	-۰/٦۳۰	۰/۷٦۰	۰/۱۷۹
ریسک تجاری	۰/۱٤۵	-۱/۵۷۹	۰/٤۱٦	۳/٦۷۹	-۵/۵۳۰	۱۱/۷۸۰	۰/۱۲۳
ریسک مالی	۰/۱۸٤	-۱/۰۲۱	۰/۵۵۱	٤/۷۳۸	-۵/۷۸۰	۱۱/٦۹	۰/۰۹٤
فرصتهای رشد	۱/۹۱۰	۲/۰۲۵	٤/٤۱۵	۲/۵۰۰	-۷/۸۸۰	۸/۳۲۰	۰/۰۰۰
اهرم مالی	۰/٦۵۹	-۰/۲۸۳	۱/۷۵۹	۰/۲٤٤	۰/۰۱۰	۰/۹۷۰	۰/۱۹٦
اندازه شرکت	۱٤/۷٦۵	-۰/۳۰۳	-۰/٦٦۳	۱/۰۸۵	۱۲/۲۷۰	۱٦/۸۲۰	۰/۳٤۹
دوگانگی وظیفهٔ مدیرعامل	۰/۳۱۸	دارای دوگانگی وظیفه			۲۸	۳۱/۸ درصد	
		فاقد دوگانگی وظیفه			٦۰	٦۸/۲ درصد	

با توجه به نتایج تحلیل توصیفی، متوسط ترکیب هیئت مدیره در شرکتهای بیمه‌ای قرارگرفته در نمونه برابر با ۰/۵٤۵ بوده و نشان می‌دهد در ترکیب هیئت مدیره شرکتهای نمونه بیش از ۵۰ درصد اعضاء غیرموظف حضور دارند. همچنین متوسط لگاریتم طبیعی تعداد اعضاء هیئت مدیره برابر با ۱/٦٤۷ (معادل ۵/۲۲۷ نفر) بوده و حداقل تعداد برابر با ۵ و حداکثر اعضاء هیئت مدیره در شرکتهای بیمه‌ای قرارگرفته در نمونه برابر با ۷ نفر است که مربوط به شرکتهای بیمهٔ رازی و کارآفرین است. میانگین تمرکز مالیکت نیز برای کل نمونه در طول دورهٔ تحقیق

www.SID.ir

Arshive of SID

برابر با ۰/۱۱۷ بوده و نشان می‌دهد شرکتهای بیمه‌ای از ساختار نسبتاً پراکنده‌ای برخوردارند. متوسط نرخ بازدهٔ داراییها و حقوق صاحبان سهام نیز برابر با ۰/۰۵٦ و ۰/۱۸۱ است. میانگین ریسک تجاری نیز برای شرکتهای نمونه برابر با ۰/۱٤٥ بوده و نشان می‌دهد به ازای ۱۰۰ درصد تغییر در فروش سود عملیاتی ۱٤/٥ درصد تغییر مثبت پیدا می‌کند. متوسط ریسک مالی نیز برابر با ۰/۱۸٤ است و نشان می‌دهد به ازای ۱۰۰ درصد تغییر در سود عملیاتی، ۱۸/٤ درصد تغییر در سود قبل از کسر مالیات به شکل مثبت وجود دارد. متوسط فرصتهای رشد نیز برابر با ۱/۹۱۰ بوده و نشان می‌دهد که ارزش بازار شرکتهای نمونه تقریباً دوبرابر ارزش دفتری آنهاست. فرصتهای رشد منفی نیز نشان‌دهندهٔ شرکت با ارزش دفتری منفی است. همچنین، شرکتهای قرارگرفته در نمونه به طور میانگین از ٦٥/۹ درصد اهرم مالی استفاده می‌کنند. انحراف معیار پایین در همهٔ متغیرهای پژوهش نیز نشان می‌دهد توزیع متغیرهای پژوهش، نسبت به میانگین پراکندگی زیادی ندارند.

نتایج تحلیل کیفی متغیر دوگانگی وظیفهٔ مدیرعامل نیز نشان می‌دهد در ۲۸ مشاهده، معادل ۳۱/۸ درصد از کل مشاهدات مدیرعامل به شکل هم‌زمان دو پست مدیرعاملی و رئیس و یا نائب‌رئیس هیئت مدیره را بر عهده دارد و در بقیهٔ موارد (٦۰ مشاهده) دوگانگی وظیفه وجود ندارد.

در این پژوهش برای بررسی نحوهٔ توزیع داده‌های تحقیق از آزمون کولموگروف – اسمیرنوف استفاده شده است که نتایج در بخش آخر جدول ۲ ارائه شده است. با توجه به بالابودن پی- مقدار از سطح خطای مورد پذیرش (۵ درصد) برای متغیرهای کمی نرخ بازده داراییها، نرخ بازدهٔ حقوق صاحبان سهام، ریسک تجاری، ریسک مالی، اهرم مالی و اندازهٔ شرکت، توزیع متغیرهای ذکرشده از توزیع نرمال پیروی می‌کند.

www.SID.ir

Arshive of SID

٦-۲. آزمون فرضیه‌های پژوهش

٦-۲-۱. نتایج آزمون فرضیهٔ اول فرعی منتج از فرضیهٔ اصلی اول پژوهش

فرضیهٔ فرعی اول بیان می دارد که بین مکانیزمهای حاکمیت شرکتی و نرخ بازدهٔ داراییها در شرکتهای بیمه‌ای ارتباط وجود دارد. برای آزمون فرضیهٔ فوق مدل رگرسیونی

$$ROA_{i,t} = \alpha + \beta_1(BSIZE_{i,t}) + \beta_2(DUAL_{i,t}) + \beta_3(BIND_{i,t}) + \beta_4(OCON_{i,t}) + \beta_5(GO_{i,t}) + \beta_6(LEV_{i,t}) + \beta_7(SIZE_{i,t}) + \varepsilon_{i,t}$$

مورد استفاده قرار گرفته و نتایج در جدول ۳ ارائه شده است.

جدول ۳. نتایج آزمون فرضیهٔ اول فرعی

نام متغیر	نماد	ضریب (Beta)	آمارهٔ t	پی- مقدار	بررسی همخطی	
					مقادیر ویژه	شاخص وضعیت
مقدار ثابت	α	-	۱/۲۸۸	۰/۲۰۲	-	-
اندازه هیئت مدیره	BSIZE	-۰/۱۳۷	-۲/٥٦۸	۰/۰۱۳	۰/۸۷٦	۱/۱٤۲
دوگانگی وظیفهٔ مدیرعامل	DUAL	-۰/۰٥۰	-۰/٥۲۳	۰/٦۰۳	۰/۷٥۰	۱/۳۳۳
ترکیب هیئت مدیره	BIND	۰/٤۰۸	٤/٤٤۰	۰/۰۰۰	۰/۷۹۹	۱/۲٥۲
تمرکز مالکیت	OCON	-۰/۰۲۰	-۰/۲۲۲	۰/۸۲٥	۰/۷۹۲	۱/۲٦۲
فرصت های رشد	GO	۰/۱٤٤	۱/٦۷۷	۰/۰۹۷	۰/۹۱۷	۱/۰۹۱
اهرم مالی	LEV	-۰/٤۱٥	-۳/۳۹۱	۰/۰۰۱	۰/٤٥۱	۲/۲۲۰
اندازه شرکت	SIZE	۰/۰٥۷	۰/٤٦۱	۰/٦٤٦	۰/٤۳٦	۲/۲۹۲
کل مدل رگرسیون	آمارهٔ F	پی-مقدار	آمارهٔ دوربین- واتسون (D-W)	ضریب تعیین (ضریب تعیین تعدیل‌شده)		
	۹/۷۸۷	۰/۰۰۰	۱/٥٦٥	۰/٤٦۱ (۰/٤۱٤)		

با توجه به نتایج آزمون فرضیهٔ اول فرعی که در جدول ۳ ارائه شده است، پی- مقدارآماره F (۰/۰۰۰) کمتر از سطح خطای مورد پذیرش (۵ درصد) بوده و کل

www.SID.ir

Arshive of SID

مدل رگرسیونی معنی‌دار است. آمارهٔ دوربین واتسون (۱/۵۶۵) در فاصلهٔ بین ۱/۵ تا ۲/۵ قرار دارد بنابراین همبستگی بین اجزای خطای مدل وجود ندارد. بررسی همخطی بین متغیرهای مستقل نشان می‌دهد مقادیر ویژهٔ بزرگتر و نزدیک عدد یک و شاخص وضعیت برای متغیرهای واردشده در مدل کمتر از عدد ۱۵ است. هر چقدر شاخص وضعیت کمتر از عدد ۱۵، و هر چقدر مقدار ویژه بزرگتر و نزدیک یک باشد رگرسیون برای پیش‌بینی مناسب‌تر خواهد بود. با توجه به پایین‌بودن پی- مقدار آمارهٔ t از سطح خطای موردپذیرش برای ضریب β_1، نتایج آزمون نشان می‌دهد بین اندازهٔ هیئت مدیره و نرخ بازدهٔ داراییها ارتباط منفی و معناداری وجود دارد. همچنین باتوجه به بالابودن پی- مقدار آمارهٔ t از سطح خطای مورد پذیرش برای ضرایب β_2 و β_4، نتایج آزمون نشان می‌دهد بین متغیرهای دوگانگی وظیفهٔ مدیرعامل و تمرکز مالکیت با نرخ بازدهٔ داراییها رابطهٔ آماری معنی‌داری وجود ندارد. اما با توجه به پایین‌بودن پی- مقدار آمارهٔ t از سطح خطای مورد پذیرش برای ضریب β_3، نتایج نشان می‌دهد بین ترکیب هیئت مدیره و نرخ بازدهٔ داراییها رابطه مثبت و معنی‌داری وجود دارد. همچنین، نتایج پژوهش نشان می‌دهد از بین متغیرهای کنترلی واردشده در مدل، بین اهرم مالی و نرخ بازدهٔ داراییها رابطهٔ منفی و معنی‌داری مشاهده می‌شود. بین سایر متغیرهای کنترلی واردشده در مدل و متغیر وابسته رابطهٔ معنی‌داری مشاهده نمی‌شود. ضریب تعیین و ضریب تعیین تعدیل شده نیز نشان می‌دهد که متغیرهای مستقل و کنترلی وارد شده در رگرسیون توانسته‌اند ۴۶/۱٪ از تغییرات متغیر وابسته را توضیح دهند.

۶-۲-۲. نتایج آزمون فرضیهٔ دوم فرعی منتج از فرضیهٔ اصلی اول پژوهش

فرضیهٔ فرعی دوم بیان می‌دارد که بین مکانیزمهای حاکمیت شرکتی و نرخ بازدهٔ حقوق صاحبان سهام در شرکتهای بیمه‌ای ارتباط وجود دارد. برای آزمون فرضیهٔ فوق مدل رگرسیونی

$$ROE_{i,t} = \alpha + \beta_1(BSIZE_{i,t}) + \beta_2(DUAL_{i,t}) + \beta_3(BIND_{i,t}) + \beta_4(OCON_{i,t}) + \beta_5(GO_{i,t}) + \beta_6(LEV_{i,t}) + \beta_7(SIZE_{i,t}) + \varepsilon_{i,t}$$

www.SID.ir

Arshive of SID

مورد استفاده قرار گرفته و نتایج در جدول ٤ ارائه شده است.

جدول ٤. نتایج آزمون فرضیهٔ دوم فرعی

نام متغیر	نماد	ضریب (Beta)	آمارهٔ t	پی-مقدار	بررسی همخطی	
					مقادیر ویژه	شاخص وضعیت
مقدار ثابت	α	–	١/٤٣٧	٠/١٥٥	–	–
اندازهٔ هیئت مدیره	BSIZE	-٠/١٦٦	-١/٦٦١	٠/١٠١	٠/٨٧٦	١/١٤٢
دوگانگی وظیفهٔ مدیرعامل	DUAL	-٠/٠٢٩	-٠/٢٦٦	٠/٧٩١	٠/٧٥٠	١/٣٣٣
ترکیب هیئت مدیره	BIND	٠/٣٩٠	٣/٧١٨	٠/٠٠٠	٠/٧٩٩	١/٢٥٢
تمرکز مالکیت	OCON	-٠/٠٣٣	-٠/٣١١	٠/٧٥٧	٠/٧٩٢	١/٢٦٢
فرصتهای رشد	GO	٠/٢٦٨	٢/٧٣٨	٠/٠٠٨	٠/٩١٧	١/٠٩١
اهرم مالی	LEV	٠/٣٨٢	٢/٧٣٥	٠/٠٠٨	٠/٤٥١	٢/٢٢٠
اندازهٔ شرکت	SIZE	-٠/١٢٠	-٠/٨٤٩	٠/٣٩٨	٠/٤٣٦	٢/٢٩٢
کل مدل رگرسیون	آماره F	پی-مقدار	آمارهٔ دوربین-واتسون (D-W)	ضریب تعیین (ضریب تعیین تعدیل‌شده)		
	٤/٨٣٦	٠/٠٠٠	١/٨١٨	٠/٢٩٧(٠/٢٣٦)		

با توجه به نتایج آزمون فرضیهٔ دوم فرعی که در جدول ٤ ارائه شده است، پی-مقدار آمارهٔ F (٠/٠٠٠) کمتر از سطح خطای مورد پذیرش (٥ درصد) بوده و کل مدل رگرسیونی معنی‌دار است. آمارهٔ دوربین واتسون (١/٨١٨) در فاصلهٔ بین ١/٥ تا ٢/٥ قرار دارد بنابراین همبستگی بین اجزای خطای مدل وجود ندارد. بررسی همخطی بین متغیرهای مستقل نشان می‌دهد مقادیر ویژه بزرگتر و نزدیک عدد یک و شاخص وضعیت برای متغیرهای واردشده در مدل کمتر از عدد ١٥ است. با توجه به پایین‌بودن پی- مقدار آمارهٔ t از سطح خطای مورد پذیرش برای ضریب β_3، نتایج آزمون نشان می‌دهد که بین مکانیزم ترکیب هیئت مدیره و نرخ بازدهٔ حقوق صاحبان سهام رابطهٔ مثبت و معنی‌داری وجود دارد. همچنین با توجه به بالابودن پی- مقدار آمارهٔ t از سطح خطای مورد پذیرش برای ضرایب β_1، β_2 و β_4، نتایج آزمون نشان می‌دهد که بین مکانیزمهای حاکمیت شرکتی اندازهٔ هیئت مدیره،

www.SID.ir

Arshive of SID

دوگانگی وظیفهٔ مدیرعامل و تمرکز مالکیت و نرخ بازدهٔ حقوق صاحبان سهام رابطهٔ آماری معنی‌داری وجود ندارد. همچنین، نتایج پژوهش نشان می‌دهد، از بین متغیرهای کنترلی واردشده در مدل، بین اهرم مالی و فرصتهای رشد با نرخ بازدهٔ حقوق صاحبان سهام رابطهٔ مثبت و معنی‌داری وجود دارد. ضریب تعیین و ضریب تعیین تعدیل‌شده نیز نشان می‌دهد که متغیرهای مستقل و کنترلی واردشده در رگرسیون توانسته‌اند ۲۹/۷٪ از تغییرات متغیر وابسته را توضیح دهند.

۶-۲-۳. نتایج آزمون فرضیهٔ سوم فرعی منتج از فرضیهٔ اصلی دوم پژوهش

فرضیهٔ فرعی سوم بیان می‌دارد که بین مکانیزمهای حاکمیت شرکتی و ریسک تجاری در شرکتهای بیمه‌ای ارتباط وجود دارد. برای آزمون فرضیهٔ فوق مدل رگرسیونی

$$OL_{i,t} = \alpha + \beta_1(BSIZE_{i,t}) + \beta_2(DUAL_{i,t}) + \beta_3(BIND_{i,t}) + \beta_4(OCON_{i,t}) + \beta_5(GO_{i,t}) + \beta_6(LEV_{i,t}) + \beta_7(SIZE_{i,t}) + \varepsilon_{i,t}$$

مورد استفاده قرار گرفته و نتایج در جدول ۵ ارائه شده است.

جدول ۵. نتایج آزمون فرضیهٔ سوم فرعی

نام متغیر	نماد	ضریب (Beta)	آمارهٔ t	پی-مقدار	بررسی همخطی	
					مقادیر ویژه	شاخص وضعیت
مقدار ثابت	α	–	۰/۶۱۷	۰/۵۳۹	–	–
اندازهٔ هیئت مدیره	BSIZE	۰/۰۰۰	-۰/۰۰۵	۰/۹۹۶	۰/۸۷۶	۱/۱۴۲
دوگانگی وظیفهٔ مدیرعامل	DUAL	-۰/۰۲۳	-۰/۱۹۴	۰/۸۴۷	۰/۷۵۰	۱/۳۳۳
ترکیب هیئت مدیره	BIND	-۰/۴۱۴	-۳/۶۲۲	۰/۰۰۱	۰/۷۹۹	۱/۲۵۲
تمرکز مالکیت	OCON	۰/۰۲۱	۰/۱۸۴	۰/۸۵۴	۰/۷۹۲	۱/۲۶۲
فرصتهای رشد	GO	-۰/۰۱۰	-۰/۰۹۶	۰/۹۲۴	۰/۹۱۷	۱/۰۹۱
اهرم مالی	LEV	-۰/۱۴۶	-۰/۹۵۸	۰/۳۴۱	۰/۴۵۱	۲/۲۲۰
اندازهٔ شرکت	SIZE	-۰/۰۰۵	-۰/۰۳۵	۰/۹۷۲	۰/۴۳۶	۲/۲۹۲
کل مدل رگرسیون	آمارهٔ F	پی-مقدار	آماره دوربینواتسون (D-W)	ضریب تعیین (ضریب تعیین تعدیل‌شده)		
	۲/۲۴۱	۰/۰۳۹	۱/۷۹۴	۰/۱۶۴ (۰/۰۹۱)		

www.SID.ir

Arshive of SID

با توجه به نتایج آزمون فرضیهٔ سوم فرعی که در جدول ٥ ارائه شده است، پی- مقدار آمارهٔ F (٠/٠٣٩) کمتر از سطح خطای مورد پذیرش (٥ درصد) بوده و کل مدل رگرسیونی معنی‌دار است. آمارهٔ دوربین واتسون (١/٧٩٤) در فاصلهٔ بین ١/٥ تا ٢/٥ قرار دارد بنابراین همبستگی بین اجزای خطای مدل وجود ندارد. بررسی همخطی بین متغیرهای مستقل نشان می دهد مقادیر ویژه بزرگ و نزدیک عدد یک و شاخص وضعیت برای متغیرهای واردشده در مدل کمتر از عدد ١٥ است. با توجه به پایین‌بودن پی- مقدار آمارهٔ t از سطح خطای مورد پذیرش برای ضریب β_3، نتایج آزمون نشان می‌دهد بین ترکیب هیئت مدیره و ریسک تجاری رابطهٔ منفی و به لحاظ آماری معنی‌داری وجود دارد. همچنین، با توجه به بالابودن پی-مقدار آمارهٔ t از سطح خطای مورد پذیرش برای ضرایب β_1، β_2 و β_4، نتایج نشان می دهد بین مکانیزمهای اندازهٔ هیئت مدیره، دوگانگی وظیفهٔ مدیرعامل و تمرکز مالکیت و ریسک تجاری رابطهٔ آماری معنی‌داری وجود ندارد. از سویی دیگر نتایج پژوهش نشان می‌دهد هیچ یک از متغیرهای کنترلی واردشده در مدل رابطه آماری معنی‌داری با ریسک تجاری ندارند. ضریب تعیین و ضریب تعیین تعدیل‌شده نیز نشان می دهد که متغیرهای مستقل و کنترلی واردشده در رگرسیون توانسته‌اند ١٦/٤٪ از تغییرات متغیر وابسته را توضیح دهند.

٦-٢-٤. نتایج آزمون فرضیهٔ چهارم فرعی منتج از فرضیهٔ اصلی دوم پژوهش

فرضیهٔ فرعی چهارم بیان می‌دارد که بین مکانیزمهای حاکمیت شرکتی و ریسک مالی در شرکتهای بیمه‌ای ارتباط وجود دارد. برای آزمون فرضیهٔ فوق مدل رگرسیونی

$$FL_{i,t} = \alpha + \beta_1(BSIZE_{i,t}) + \beta_2(DUAL_{i,t}) + \beta_3(BIND_{i,t}) + \beta_4(OCON_{i,t}) + \beta_5(GO_{i,t}) + \beta_6(LEV_{i,t}) + \beta_7(SIZE_{i,t}) + \varepsilon_{i,t}$$

مورد استفاده قرار گرفته و نتایج در جدول ٦ ارائه شده است.

www.SID.ir

Arshive of SID

جدول ٦. نتایج آزمون فرضیهٔ چهارم فرعی

نام متغیر	نماد	ضریب (Beta)	آمارهٔ t	پی- مقدار	بررسی همخطی	
					مقادیر ویژه	شاخص وضعیت
مقدار ثابت	α	-	۰/۳۲۵	۰/۷٤٦	-	-
اندازهٔ هیئت مدیره	BSIZE	-۰/۰۱۱	-۰/۱۰۰	۰/۹۲۰	۰/۸۷٦	۱/۱٤۲
دوگانگی وظیفهٔ مدیرعامل	DUAL	۰/۱۵۵	۱/۳۵۵	۰/۱۷۹	۰/۷۵۰	۱/۳۳۳
ترکیب هیئت مدیره	BIND	-۰/٤٦۵	-٤/۱۸٤	۰/۰۰۰	۰/۷۹۹	۱/۲۵۲
تمرکز مالکیت	OCON	-۰/۰٦۳	-۰/۵٦۸	۰/۵۷۲	۰/۷۹۲	۱/۲٦۲
فرصتهای رشد	GO	-۰/۱۰۵	-۱/۰۱٤	۰/۳۱۳	۰/۹۱۷	۱/۰۹۱
اهرم مالی	LEV	-۰/۱٤٦	-۰/۹۸۵	۰/۳۲۸	۰/٤۵۱	۲/۲۲۰
اندازه شرکت	SIZE	۰/۰۷۷	۰/۵۱۱	۰/٦۱۱	۰/٤۳٦	۲/۲۹۲
کل مدل رگرسیون	آمارهٔ F	پی - مقدار	آمارهٔ دوربین- واتسون (D-W)	ضریب تعیین (ضریب تعیین تعدیل‌شده)		
	۳/۰۲۸	۰/۰۰۷	۱/۲٤٦	۰/۲۰۹ (۰/۱٤۰)		

با توجه به نتایج آزمون فرضیهٔ فرعی چهارم که در جدول ٦ ارائه شده است، پی- مقدار آمارهٔ F (۰/۰۰۷) کمتر از سطح خطای مورد پذیرش (۵ درصد) بوده و کل مدل رگرسیونی معنی‌دار است. آمارهٔ دوربین واتسون (۲/۲٤٦) در فاصلهٔ بین ۱/۵ تا ۲/۵ قرار دارد، بنابراین همبستگی بین اجزای خطای مدل وجود ندارد. بررسی همخطی بین متغیرهای مستقل نشان می‌دهد مقادیر ویژه بزرگ و نزدیک عدد یک و شاخص وضعیت برای متغیرهای واردشده در مدل کمتر از عدد ۱۵ است. با توجه به پایین‌بودن پی-مقدار آمارهٔ t از سطح خطای مورد پذیرش برای ضریب β_3، نتایج آزمون نشان می‌دهد بین مکانیزم حاکمیت شرکتی ترکیب هیئت مدیره و ریسک مالی ارتباط منفی و معنی‌داری وجود دارد. همچنین، با توجه به بالابودن پی-مقدار آمارهٔ t از سطح خطای موردپذیرش برای ضرایب β_1، β_2 و β_4، نتایج آزمون نشان می‌دهد بین مکانیزمهای اندازهٔ هیئت مدیره، دوگانگی وظیفهٔ مدیرعامل

www.SID.ir

Arshive of SID

و تمرکز مالکیت و ریسک مالی ارتباط معنی‌داری وجود ندارد. نتایج نشان می‌دهد بین هیچ‌یک از متغیرهای کنترلی و ریسک مالی ارتباط معنی‌داری مشاهده نمی‌شود. ضریب تعیین و ضریب تعیین تعدیل‌شده نیز نشان می‌دهد که متغیرهای مستقل و کنترلی واردشده در رگرسیون توانسته‌اند ٢٠/٩٪ از تغییرات متغیر وابسته را توضیح دهند.

٦-٢-٥. خلاصهٔ آزمون فرضیه‌ها

خلاصه نتایج آزمون فرضیه‌های تحقیق در جدول ٧ ارائه شده است.

جدول ٧. خلاصهٔ نتایج آزمون فرضیه‌ها

فرضیه		شرح		نتیجهٔ آزمون	
				رد نمی‌شود	رد می‌شود
اصلی اول	فرعی اول ROA	بین حاکمیت شرکتی و عملکرد شرکتهای بیمه‌ای رابطه وجود دارد.	اندازهٔ هیئت مدیره	ارتباط منفی	
			دوگانگی وظیفهٔ مدیرعامل		**
			ترکیب هیئت مدیره	ارتباط مثبت	**
			تمرکز مالکیت		
	فرعی دوم ROE		اندازهٔ هیئت مدیره		**
			دوگانگی وظیفهٔ مدیرعامل		**
			ترکیب هیئت مدیره	ارتباط مثبت	
			تمرکز مالکیت		**
اصلی دوم	فرعی سوم OL	بین حاکمیت شرکتی و ریسک شرکتهای بیمه‌ای رابطه وجود دارد.	اندازهٔ هیئت مدیره		**
			دوگانگی وظیفه مدیرعامل		**
			ترکیب هیئت مدیره	ارتباط منفی	
			تمرکز مالکیت		**
	فرعی چهارم FL		اندازهٔ هیئت مدیره		**
			دوگانگی وظیفهٔ مدیرعامل		**
			ترکیب هیئت مدیره	ارتباط منفی	
			تمرکز مالکیت		**

www.SID.ir

Arshive of SID

۷. بحث و نتیجه‌گیری و ارائهٔ پیشنهادها

در این تحقیق، ارتباط حاکمیت شرکتی با عملکرد و ریسک شرکتهای بیمه‌ای پذیرفته‌شدهٔ بورس اوراق بهادار تهران بررسی شد. نتایج آزمون فرضیهٔ اول فرعی تحقیق نشان می‌دهد که از بین مکانیزمهای حاکمیت شرکتی بین اندازهٔ هیئت مدیره و نرخ بازدهٔ داراییها ارتباط منفی و معنی‌داری وجود دارد. طبق مبانی نظری تحقیق هیئت مدیرهٔ بزرگتر نمی‌تواند وظایف خود را با همان اثربخشی هیئت مدیرهٔ کوچکتر انجام دهد. در ارتباط با این نگرش، یرماک نشان می‌دهد شرکتهایی که دارای هیئت مدیرهٔ کوچکتر هستند توسط بازار به میزان بالاتری ارزش‌گذاری می‌شوند (یعنی نسبت Q توبین[1] بالاتری دارند). از این رو، می‌توان نتیجه گرفت افزایش تعداد اعضاء هیئت مدیره می‌تواند منجر به تضعیف عملکرد شرکتهای بیمه‌ای شود. بنابراین، نتایج این تحقیق مطابق ادبیات پژوهش است.

همچنین، بین مکانیزم ترکیب هیئت مدیره و دو شاخص عملکرد مالی شامل (نرخ بازدهٔ داراییها و نرخ بازدهٔ حقوق صاحبان سهام) ارتباط مثبت و دو بعد ریسک شامل (ریسک تجاری و مالی) ارتباط منفی و معنی‌داری مشاهده می‌شود. درنتیجه می‌توان دریافت که حضور اعضای غیرموظف در ترکیب هیئت مدیره باعث ارتقای عملکرد و کاهش ریسک شرکتهای بیمه‌ای می‌شود. طبق دیدگاه نظریهٔ نمایندگی، حضور مدیران غیرموظف مستقل در هیئت مدیره شرکتها و عملکرد نظارتی آنان به‌عنوان افرادی مستقل به کاهش تضاد منافع موجود میان سهامداران و مدیران شرکت در جلسات هیئت مدیره کمک شایانی می‌کند. البته باید توجه داشت که مدیران اجرایی شرکت، نقش مهمی را در ایجاد، ترکیب مناسبی از مدیران موظف و غیرموظف، در میان اعضای هیأت مدیره ایفا می کنند. وجود چنین ترکیبی از عناصر اصلی یک هیئت مدیره کارا و مؤثر محسوب می‌شود، زیرا در حالی که مدیران موظف، اطلاعات ارزشمندی درباره فعالیتهای شرکت ارائه

1. Tobin's Q Ratio

www.SID.ir

Arshive of SID

می‌کنند، مدیران غیرموطف با دیدگاهی حرفه‌ای و بی‌طرفانه، در مورد تصمیمهای مدیران مذکور به قضاوت می‌نشینند و بدین ترتیب، هیئت مدیره شرکت با دارابودن تخصص، استقلال و قدرت قانونی لازم، یک ساز و کار بالقوهٔ توانمند حاکمیت شرکتی به حساب می‌آید (Byrd and Hickman, 1992). بنابراین، با تطبیق یافته‌ها و مبانی نظری تحقیق می‌توان دریافت علی‌رغم سایر صنایع که در تحقیقهای قبلی مورد بررسی قرار گرفته‌اند، شرکتهای حاضر در صنعت بیمه توانسته‌اند با استفاده از اعضای غیرموظف آشنا به وظایف، سطح عملکرد مالی را افزایش و ریسک مالی و تجاری شرکت خود را در کل کاهش دهند.

نتایج این تحقیق با نتایج تحقیقهای دیلی و دالتون[1] (١٩٩٧)، روزنشتاین و ویات (١٩٩٠)، گومپرز و همکاران (٢٠٠٣) و اوکانل و کرامر (٢٠١٠) همسو و با نتایج تحقیق ابراهیمی کردلر و همکاران (١٣٨٩) و برادارن حسن‌زاده و همکاران (١٣٩١) همسو نیست. درنهایت و با توجه به نتایج آزمون فرضیه‌ها پیشنهادهای زیر ارائه می‌شوند:

- با توجه به نتایج حاصل از تحقیق، به سرمایه‌گذاران پیشنهاد می‌شود که هنگام دریافت اطلاعات برای تحلیل جهت خرید سهام شرکتهای بیمه‌ای به رابطهٔ منفی اندازهٔ هیئت مدیره با نرخ بازدهٔ داراییها توجه کنند.
- به سرمایه‌گذاران در هنگام تصمیم به سرمایه‌گذاری در شرکتهای بیمه‌ای پیشنهاد می‌شود به ارتباط مثبت ترکیب هیئت مدیره و معیارهای ارزیابی عملکرد (ROA و ROE) و رابطهٔ منفی ترکیب هیئت مدیره و ریسک تجاری و مالی شرکتهای بیمه‌ای توجه کنند.
- به هیئت مدیرهٔ شرکتهای بیمه‌ای پیشنهاد می‌شود با مؤثرکردن سایر مکانیزمهای حاکمیت شرکتی، زمینهٔ ارزش‌آفرینی را برای سهامداران در صنعت بیمه فرآهم آورند.

1. Daily and Dalton

www.SID.ir

Arshive of SID

منابع

۱. ابراهیمی کردلر، ع.، مرادی، م. و اسکندر، ه.، ۱۳۸۹. تأثیر نوع مالکیت نهادی بر عملکرد شرکتهای پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران ۱۳۸۵ تا ۱۳۷۷. *تحقیقات حسابداری و حسابرسی*، سال دوم، شمارهٔ ۸، صص ۱۰٤-۱۱۹.

۲. احمدپور، ا. و یحیی‌زاده‌فر، م.، ۱۳۸۳. *مدیریت مالی*. جلد اول. انتشارات دانشگاه مازندران.

۳. برادران حسن‌زاده، ر.، بادآور نهندی، ی. و حسین بابایی، ق.، ۱۳۹۱. بررسی رابطهٔ برخی مکانیزمهای حاکمیت شرکتی بر ارزش ایجادشده برای صاحبان سهام و ارزش افزودهٔ اقتصادی. *فصلنامهٔ بررسیهای حسابداری و حسابرسی*، شمارهٔ ٦٨، صص ۱-۱٦.

٤. حساس یگانه، ی.، ۱۳۸٤. سیستمهای حاکمیت شرکتی. *مجلهٔ حسابدار*، شمارهٔ ۱٦۹.

۵. حساس‌یگانه، ی. و خیرالهی، م.، ۱۳۸۷. حاکمیت شرکتی و شفافیت، *مجلهٔ حسابدار*، شمارهٔ ۲۰۳.

٦. حسین بابایی، ق. ۱۳۸۹. بررسی رابطهٔ بین نظام راهبری شرکت و ارزش ایجادشده و ارزش افزودهٔ اقتصادی. *پایان‌نامهٔ کارشناسی ارشد*، دانشگاه آزاد اسلامی تبریز.

۷. مصطفایی، ا.، ۱۳۹۰). *بررسی رابطهٔ بین برخی مکانیزمهای راهبری شرکت با شفافیت اطلاعات مالی*. پایان‌نامهٔ کارشناسی ارشد. دانشگاه آزاد اسلامی واحد تبریز.

8. Abdelsalam O., EL-Masry, A. and Elsegini, S., 2008. Board composition, ownership structure and dividend policies in an emerging market further evidence from CASE 50. *Managerial Finance*, Vol. 12, pp.953-964.

9. Brown, L.D. and Caylor, M.L., 2005. Corporate governance and firm performance. *The Accounting Review*, 80(2), pp.423-40.

10. Byrd J.W.. and Hickman, K.A., 1992. Do outside directors monitor managers?. *Journal of Financial Economics*, No.32.

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

www.SID.ir

Arshive of SID

12. Durnev, A. and Kim, E.H., 2005. To steal or not to steal? Firm attributes, legal environment, and valuation. *Journal of Finance*, 60(3), pp.61-94.

13. Fama, E.F., 1980. Agency problem and the theory of firm. *journal of political Economy*, 88(2), pp.288-307.

14. Gompers, P., Ishii, J. and Metrick, A., 2003. Corporate governance and equity prices. *The Quarterly Journal of Economics*, 118(1), pp.107-155.

15. O' Cannell, V. and Cramer, N., 2010. The relationship between firm performance and board characteristics in Ireland. *European management journal*. doi: 10.1016/j.emj.2009.11.002.

16. Rosenstein, S. and Wyatt, J.G., 1990. Outside directors, board independence and shareholder wealth. *Journal of Financial Economics*, Vol.26, pp.175-91.

17. Williamson, O.E., 1996. *The mechanisms of governance*. New York: Oxford University Press.

18.Yermack, D., 1996. Higher market valuation of companies with a small board of directors. *Journal of Financial Economics*, Vol.40, pp.185-211.

www.SID.ir