

## ارتباط حاکمیت شرکتی با عملکرد مالی و ریسک شرکتهای بیمه

### پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

عسگر پاک مرام<sup>۱</sup>

تاریخ ارسال مقاله: ۱۳۹۴/۰۹/۰۸

بهرام لطفی<sup>۲</sup>

تاریخ پذیرش مقاله: ۱۳۹۵/۱۰/۰۶

#### 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، گوهای ارزش‌گذاری اوراق بهادار، روشهای ارزیابی طرحهای سرمایه‌ای و ... نقش محوری دارد. این مطالعه، به بررسی رابطه بین حاکمیت شرکتی با عملکرد و ریسک شرکتهای بیمه‌ای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته است. در این تحقیق از شاخص حاکمیت شرکتی شامل اندازه هیئت مدیره، ترکیب هیئت مدیره، دوگانگی وظیفه مدیرعامل، و تمرکز مالکیت و همچنین از ۲ معیار ارزیابی عملکرد شامل نرخ بازده 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 همبستگی علی پس از وقوع است. جامعه آماری تحقیق، شرکتهای بیمه پذیرفته شده در بورس تهران هستند که با روش نمونه‌گیری حذف سیستماتیک، ۱۸ شرکت در طی ۷ سال (جمعاً ۸۸ سال - شرکت) در نمونه آماری این تحقیق قرار گرفته‌اند. بازه زمانی تحقیق شامل سالهای ۱۳۸۶ الی ۱۳۹۲ است. برای آزمون فرضیه‌های صورت‌بندی شده از رگرسیون

۱. استادیار گروه حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی واحد بناب (نویسنده مسئول)،

Pakmaram@bonabiau.ac.ir

۲. کارشناس ارشد مدیریت اجرایی، Lotfibaahram89@gmail.com

چندگانه 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 بازده 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 اندازه هیئت مدیره و نرخ بازده داراییها نیز رابطه 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 سده نوزدهم و اوایل دهه بیستم در سطح جهانی مطرح شد، اما موضوع حاکمیت شرکتی به شکل کنونی، ابتدا در دهه ۱۹۹۰ در انگلستان، آمریکا و کانادا و در پاسخ به مشکلات مربوط به کارایی هیئت مدیره 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 دربرگیرنده مجموعه روابط بین سهامداران، مدیران، حساب‌برسان، 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 تضمین‌کننده منافع سرمایه‌گذاران، اعتباردهندگان، مشتریان، و سایر افراد ذی‌نفع است و زمینه تحقق آن از طریق اتخاذ تصمیمات بهینه توسط هیئت‌های اجرایی و تدوین قوانین و مقررات لازم‌الاجرا فراهم می‌شود. تمامی این موارد، تأمین‌کننده ۴ هدف اصلی ایفای مسئولیت پاسخگویی، شفافیت، عدالت (انصاف)، رعایت حقوق ذی‌نفعان است (حساس‌یگانه و خیرالهی، ۱۳۸۷). مکانیزمهای حاکمیت شرکتی مانند کارایی هیئت مدیره، حضور سهامداران نهادی، کمیته حسابرسی و ...، انتخابهای حسابداری مدیران را در ۲ حالت محدود می‌کند: اول

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 بازده واقعی و بازده 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 رابطه 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 بازده واقعی و بازده مورد انتظار کاهش یابد. حال با توجه به 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 رابطه بین حاکمیت شرکتی و ریسک و بازده شرکتهای بیمه‌ای چگونه است؟

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

## ۲. مبانی نظری و پیشینه پژوهش

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

پرداخته‌اند. نظریه نمایندگی ناشی از زمینه مالی و اقتصادی، نظریه هزینه معاملات<sup>۱</sup> ناشی از اقتصاد و نظریه سازمانی و نظریه ذی نفعان<sup>۲</sup> ناشی از یک دیدگاه اجتماعی در مورد راهبری شرکت است (حساس‌یگانه، ۱۳۸۴). در ادامه توضیحاتی درباره هر یک از مبانی نظری راهبری شرکت ذکر شده (نظریه نمایندگی، نظریه هزینه معاملات، نظریه هزینه معاملات در برابر نظریه نمایندگی، و نظریه ذی نفعان) ارائه خواهد شد.

**نظریه 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 «مسئله نمایندگی»<sup>۳</sup> شد. یکی از فرضیه‌های اصلی نظریه نمایندگی این است که کارگزاران و کارگزاران، تضاد منافع<sup>۴</sup> دارند (حسین بابایی، ۱۳۸۹). بنابراین، انتظار این است که حاکمیت شرکتی با تدوین مکانیزمهای مؤثر به شکل مستقیم یا غیرمستقیم تضاد منافع و مسئله نمایندگی به وجود آمده را تا حدودی رفع کند. از این رو، این دغدغه وجود دارد که آیا در شرکتهای بیمه‌ای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران که پژوهشهای اندکی در زمینه تبیین شکاف بین مدیران و مالکان انجام شده، وضعیت و کیفیت حاکمیت شرکتی در زمینه کاهش مسائل نمایندگی مؤثر بوده یا خیر؟

**نظریه هزینه معاملات:** نظریه هزینه معاملات، ترکیبی میان رشته‌ای بین اقتصاد و حقوق و سازمان است (ویلیامسون<sup>۵</sup>، ۱۹۹۶). 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

متشکل از افراد با دیدگاه‌ها و اهداف مختلف است. نظریه هزینه معاملات بر اساس این واقعیت است که شرکتهای آنقدر بزرگ شده‌اند که در تخصیص منابع جانشین بازار می‌شوند. در واقع شرکتهای آنقدر بزرگ و پیچیده‌اند که نوسانات قیمت در بازار را تولید و هدایت کرده و بازار معاملات را متعادل می‌کنند (حساس‌یگانه، ۱۳۸۴).

**نظریه هزینه معاملات در برابر نظریه نمایندگی:** ویلیامسون (۱۹۹۶) 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، نظریه هزینه معاملات فرض می‌کند که افراد اغلب فرصت طلب هستند، در صورتی که نظریه نمایندگی، خطر اخلاقی هزینه‌های نمایندگی را مورد بحث قرار می‌دهد. نظریه نمایندگی فرض می‌کند مدیران به دنبال عایدی متفرقه هستند، در صورتی که در نظریه هزینه معاملات، مدیران معاملات خود را به صورت فرصت طلبانه‌ای 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، ۱۳۸۴).

**نظریه ذی‌نفعان:** نظریه ذی‌نفعان، ترکیبی از نظریه‌های سازمانی و اجتماعی است. در واقع نظریه مذکور بیشتر یک سنت پژوهشی گسترده است که فلسفه، اخلاق، نظریه سیاسی، اقتصاد، حقوق، علوم سازمانی و اجتماعی را در هم می‌آمیزد. اساس نظریه ذی‌نفعان این است که شرکتهای 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 تحقیقات خارجی و داخلی مرتبط انجام‌شده اخیر پرداخته می‌شود. یرماک<sup>۱</sup> (۱۹۹۶) در پژوهشی نشان داد وقتی مدیرعامل و رئیس هیئت مدیره دو فرد مجزا

باشند، شرکت ثروت بیشتری را ایجاد می‌کند. روزنشتاین و وایت<sup>۱</sup> (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<sup>۲</sup> و همکاران (۲۰۰۸)، رابطه ترکیب اعضای هیأت مدیره، ساختار مالکیت و سیاست تقسیم سود در مصر را مورد بررسی قرار دادند. یافته‌های تحقیق آنها وجود یک رابطه 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 فرعی بودن شرکت، میزان نفوذ و مالکیت دولت، درصد سهام شناور آزاد، و مرجع حسابرسی شرکت، نشان داده‌اند که رابطه مثبت بین میزان مالکیت نهادی، ساختار مالکیت هرمی و میزان سهام شناور آزاد و ارزش ایجادشده برای صاحبان سهام وجود دارد. همچنین نتایج نشانگر رابطه معکوس بین میزان نفوذ و مالکیت دولت با (CSV)<sup>۳</sup> است.

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

### ۳. روش پژوهش، جامعه و نمونه آماری

این پژوهش از جهت روش شناسی از نوع تحقیقهای علی پس رویدادی و در حوزه پژوهشهای اثباتی حسابداری است که با اطلاعات واقعی انجام می شود و از لحاظ ماهیت و اهداف از نوع کاربردی است. جامعه مطالعه حاضر شرکتهای بیمه پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. در این پژوهش کلیه شرکتهای بیمه ای که دسترسی لازم به صورتهای مالی آنها میسر بوده، به گونه ای که بتوان اطلاعات متغیرهای تحقیق را استخراج کرد، به عنوان نمونه تحقیق انتخاب شده اند. در نهایت، ۸۸ مشاهده (سال- شرکت) به شرح جدول ۱ به عنوان نمونه این پژوهش انتخاب شده است.

### ۴. فرضیه های پژوهش

با توجه به مطالب فوق و سؤالات پژوهش، فرضیه های این تحقیق در قالب ۲ فرضیه اصلی و هر یک در قالب ۲ فرضیه فرعی به صورت زیر ارائه می شوند:

۱. بین مکانیزمهای حاکمیت شرکتی و عملکرد شرکتهای بیمه ای ارتباط وجود دارد.  
۱-۱. بین مکانیزمهای حاکمیت شرکتی و نرخ بازده داراییها در شرکتهای بیمه ای ارتباط وجود دارد.

۲-۱. بین مکانیزمهای حاکمیت شرکتی و نرخ بازده حقوق صاحبان سهام در شرکتهای بیمه ای ارتباط وجود دارد.

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

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

جدول ۱. نمونه انتخاب شده در طی سالهای پژوهش

ردیف	نام شرکت	۸۶	۸۷	۸۸	۸۹	۹۰	۹۱	۹۲	جمع مشاهدات
۱	بیمه آرمان	-	-	-	-	*	*	*	۳
۲	بیمه آسیا	*	*	*	*	*	*	*	۷
۳	بیمه اتکایی ایرانیان	-	-	-	*	*	*	*	۴
۴	بیمه البرز	-	*	*	*	*	*	*	۶
۵	بیمه پارسیان	*	*	*	*	*	*	*	۷
۶	بیمه پاسارگاد	-	*	*	*	*	*	*	۶
۷	بیمه تعاون	-	-	-	-	-	*	*	۲
۸	بیمه دانا	-	-	*	*	*	*	*	۵
۹	بیمه دی	*	*	*	*	*	*	*	۷
۱۰	بیمه رازی	*	*	*	*	*	*	*	۷
۱۱	بیمه سامان	*	*	*	*	*	*	*	۷
۱۲	بیمه سرمد	-	-	-	-	-	-	*	۱
۱۳	بیمه ما	-	-	-	-	*	*	*	۳
۱۴	بیمه ملت	-	-	-	*	*	*	*	۴
۱۵	بیمه مبین	-	*	*	*	*	*	*	۶
۱۶	بیمه نوین	-	*	*	*	*	*	*	۶
۱۷	بیمه کارآفرین	-	-	-	*	*	*	*	۴
۱۸	بیمه کوثر	-	-	-	*	*	*	*	۴
	جمع مشاهدات	۵	۹	۱۰	۱۳	۱۶	۱۷	۱۸	۸۸

### ۵. مدل پایه و نحوه اندازه گیری متغیرهای پژوهش

در این تحقیق بر اساس تحقیقهای گومپرز<sup>۱</sup> و همکاران (۲۰۰۳)، براون و کایلر<sup>۲</sup> (۲۰۰۵)، دورنیو و کیم<sup>۳</sup> (۲۰۰۵)، اوکانل و کرامر (۲۰۱۰)، و برادران حسن زاده و

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



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

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

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

#### ۱-۵. نحوه محاسبه عملکرد مالی

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

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

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

#### ۲-۵. نحوه محاسبه ریسک شرکت

۱. ریسک تجاری (OL)، درجه اهرم عملیاتی بالا منجر به ایجاد ریسک تجاری می‌شود. اهرم عملیاتی تأثیر تغییرات فروش را بر سود عملیاتی بیان می‌کند. اگر شرکتی دارای درجه 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 می‌شود (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

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

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

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.

### ۳-۵. نحوه اندازه‌گیری مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی

برای اندازه‌گیری مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی، آیین‌نامه حاکمیت شرکتی ایران و تحقیقات ذکر شده در بخش مدل پایه پژوهش مدنظر قرار می‌گیرد.

۱. اندازه هیئت مدیره (BSIZE): از طریق لگاریتم طبیعی تعداد اعضای هیئت مدیره اندازه‌گیری می‌شود.

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

۳. دوگانگی وظیفه 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.

۴. تمرکز مالکیت (OCON): برای اندازه‌گیری این شاخص از مدل هرفیندال-هریسمن<sup>۱</sup> استفاده می‌شود، که شاخصی اقتصادی است و برای سنجش میزان انحصار در بازار استفاده می‌شود. بدین ترتیب درصد سهام هر یک از مالکان نهادی

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.

#### ۴-۵. نحوه 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. اندازه شرکت (Size): اندازه شرکت یکی از عوامل مؤثر در سودآوری و ارزش شرکتها به شمار می‌رود 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 اندازه‌گیری می‌شود.

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، بالا بودن 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).

## ۶. یافته‌های پژوهش

### ۶-۱. 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
اندازه هیئت مدیره	۱/۶۴۷	۲/۴۷۷	۴/۲۳۲	۰/۱۰۷	۱/۶۱۰	۱/۹۵۰	۰/۰۰۰
ترکیب هیئت مدیره	۰/۵۴۵	-۰/۰۴۷	-۰/۷۰۳	۰/۲۱۶	۰/۲۰۰	۰/۸۰۰	۰/۰۰۴
تمرکز مالکیت	۰/۱۱۷	۱/۶۵۹	۴/۰۹۲	۰/۰۷۷	۰/۰۱۰	۰/۳۸۰	۰/۰۰۹
نرخ بازده داراییها	۰/۰۵۶	۰/۴۱۵	۲/۵۰۱	۰/۰۴۷	-۰/۰۴۰	۰/۲۲۰	۰/۰۹۱
نرخ بازده حقوق صاحبان سهام	۰/۱۸۱	۰/۳۱۰	۰/۷۹۱	۰/۱۴۲	-۰/۶۳۰	۰/۷۶۰	۰/۱۷۹
ریسک تجاری	۰/۱۴۵	-۱/۵۷۹	۰/۴۱۶	۳/۶۷۹	-۵/۵۳۰	۱۱/۷۸۰	۰/۱۲۳
ریسک مالی	۰/۱۸۴	-۱/۰۲۱	۰/۵۵۱	۴/۷۳۸	-۵/۷۸۰	۱۱/۶۹	۰/۰۹۴
فرصت‌های رشد	۱/۹۱۰	۲/۰۲۵	۴/۴۱۵	۲/۵۰۰	-۷/۸۸۰	۸/۳۲۰	۰/۰۰۰
اهرم مالی	۰/۶۵۹	-۰/۲۸۳	۱/۷۵۹	۰/۲۴۴	۰/۰۱۰	۰/۹۷۰	۰/۱۹۶
اندازه شرکت	۱۴/۷۶۵	-۰/۳۰۳	-۰/۶۶۳	۱/۰۸۵	۱۲/۲۷۰	۱۶/۸۲۰	۰/۳۴۹
دوگانگی وظیفه مدیرعامل	۰/۳۱۸	دارای دوگانگی وظیفه		۲۸	۳۱/۸ درصد		
		فاقد دوگانگی وظیفه		۶۰	۶۷/۲ درصد		

با توجه به نتایج تحلیل توصیفی، متوسط ترکیب هیئت مدیره در شرکت‌های بیمه‌ای قرار گرفته در نمونه برابر با ۰/۵۴۵ 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 ۱/۶۴۷ (معادل ۵/۲۲۷ نفر) بوده و حداقل تعداد برابر با ۵ و حداکثر اعضاء هیئت مدیره در شرکت‌های بیمه‌ای قرار گرفته در نمونه برابر با ۷ نفر است که مربوط به شرکت‌های بیمه رازی و کارآفرین است. میانگین تمرکز مالکیت نیز برای کل نمونه در طول دوره تحقیق

برابر با ۰/۱۱۷ بوده و نشان می‌دهد شرکتهای بیمه‌ای از ساختار نسبتاً پراکنده‌ای برخوردارند. متوسط نرخ بازده داراییها و حقوق صاحبان سهام نیز برابر با ۰/۰۵۶ و ۰/۱۸۱ است. میانگین ریسک تجاری نیز برای شرکتهای نمونه برابر با ۰/۱۴۵ بوده و نشان می‌دهد به ازای ۱۰۰ درصد تغییر در فروش سود عملیاتی ۱۴/۵ درصد تغییر مثبت پیدا می‌کند. متوسط ریسک مالی نیز برابر با ۰/۱۸۴ است و نشان می‌دهد به ازای ۱۰۰ درصد تغییر در سود عملیاتی، ۱۸/۴ 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 نشان‌دهنده شرکت با ارزش دفتری منفی است. همچنین، شرکتهای قرارگرفته در نمونه به طور میانگین از ۶۵/۹ درصد اهرم مالی استفاده می‌کنند. انحراف معیار پایین در همه متغیرهای پژوهش نیز نشان می‌دهد توزیع متغیرهای پژوهش، نسبت به میانگین پراکندگی زیادی ندارند.

نتایج تحلیل کیفی متغیر دوگانگی وظیفه 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 نایب‌رئیس هیئت مدیره را بر عهده دارد و در بقیه موارد (۶۰ مشاهده) دوگانگی وظیفه وجود ندارد.

در این پژوهش برای بررسی نحوه 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 بازده حقوق صاحبان سهام، ریسک تجاری، ریسک مالی، اهرم مالی و اندازه شرکت، توزیع متغیرهای ذکر شده از توزیع نرمال پیروی می‌کند.

## ۶-۲. آزمون فرضیه‌های پژوهش

### ۶-۲-۱. نتایج آزمون فرضیه اول فرعی منتج از فرضیه اصلی اول پژوهش

فرضیه فرعی اول بیان می‌دارد که بین مکانیزمهای حاکمیت شرکتی و نرخ بازده داراییها در شرکتهای بیمه‌ای ارتباط وجود دارد. برای آزمون فرضیه 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 فرضیه اول فرعی

نام متغیر	نماد	ضریب (Beta)	آماره t	پی-مقدار	بررسی همخطی	
					مقادیر شاخص وضعیت	ویژه
مقدار ثابت	$\alpha$	-	۱/۲۸۸	۰/۲۰۲	-	-
اندازه هیئت مدیره	BFSIZE	-۰/۱۳۷	-۲/۵۶۸	۰/۰۱۳	۰/۸۷۶	۱/۱۴۲
دوگانگی وظیفه مدیرعامل	DUAL	-۰/۰۵۰	-۰/۵۲۳	۰/۶۰۳	۰/۷۵۰	۱/۳۳۳
ترکیب هیئت مدیره	BIND	۰/۴۰۸	۴/۴۴۰	۰/۰۰۰	۰/۷۹۹	۱/۲۵۲
تمرکز مالکیت	OCON	-۰/۰۲۰	-۰/۲۲۲	۰/۸۲۵	۰/۷۹۲	۱/۲۶۲
فرصت های رشد	GO	۰/۱۴۴	۱/۶۷۷	۰/۰۹۷	۰/۹۱۷	۱/۰۹۱
اهرم مالی	LEV	-۰/۴۱۵	-۳/۳۹۱	۰/۰۰۱	۰/۴۵۱	۲/۲۲۰
اندازه شرکت	SIZE	۰/۰۵۷	۰/۴۶۱	۰/۶۴۶	۰/۴۳۶	۲/۲۹۲
کل مدل رگرسیون	آماره F	پی-مقدار	آماره دوربین - واتسون (D-W)	ضریب تعیین (ضریب تعیین تعدیل شده)		
				۹/۷۸۷	۰/۰۰۰	۱/۵۶۵

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

مدل رگرسیونی معنی‌دار است. آماره دوربین واتسون (۱/۵۶۵) در فاصله 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 بزرگتر و نزدیک عدد یک و شاخص وضعیت برای متغیرهای وارد شده 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 پایین بودن پی-مقدار آماره  $t$  از سطح خطای مورد پذیرش برای ضریب  $\beta_1$ ، نتایج آزمون نشان می‌دهد بین اندازه هیئت مدیره و نرخ بازده داراییها ارتباط منفی و معناداری وجود دارد. همچنین با توجه به بالای بودن پی-مقدار آماره  $t$  از سطح خطای مورد پذیرش برای ضرایب  $\beta_2$  و  $\beta_4$ ، نتایج آزمون نشان می‌دهد بین متغیرهای دوگانگی وظیفه مدیرعامل و تمرکز مالکیت با نرخ بازده داراییها رابطه آماری معنی‌داری وجود ندارد. اما با توجه به پایین بودن پی-مقدار آماره  $t$  از سطح خطای مورد پذیرش برای ضریب  $\beta_3$ ، نتایج نشان می‌دهد بین ترکیب هیئت مدیره و نرخ بازده داراییها رابطه مثبت و معنی‌داری وجود دارد. همچنین، نتایج پژوهش نشان می‌دهد از بین متغیرهای کنترلی وارد شده در مدل، بین اهرم مالی و نرخ بازده داراییها رابطه منفی و معنی‌داری مشاهده می‌شود. بین سایر متغیرهای کنترلی وارد شده در مدل و متغیر وابسته رابطه معنی‌داری مشاهده نمی‌شود. ضریب تعیین و ضریب تعیین تعدیل شده نیز نشان می‌دهد که متغیرهای مستقل و کنترلی وارد شده در رگرسیون توانسته‌اند ۴۶٪ از تغییرات متغیر وابسته را توضیح دهند.

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

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

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

مورد استفاده قرار گرفته و نتایج در جدول ۴ ارائه شده است.

جدول ۴. نتایج آزمون فرضیه دوم فرعی

نام متغیر	نماد	ضریب (Beta)	آماره t	پی-مقدار	بررسی همخطی	
					مقادیر ویژه	شاخص وضعیت
مقدار ثابت	$\alpha$	-	۱/۴۳۷	۰/۱۵۵	-	-
اندازه هیئت مدیره	BSIZE	-۰/۱۶۶	-۱/۶۶۱	۰/۱۰۱	۰/۸۷۶	۱/۱۴۲
دوگانگی وظیفه مدیرعامل	DUAL	-۰/۰۲۹	-۰/۲۶۶	۰/۷۹۱	۰/۷۵۰	۱/۳۳۳
ترکیب هیئت مدیره	BIND	۰/۳۹۰	۳/۷۱۸	۰/۰۰۰	۰/۷۹۹	۱/۲۵۲
تمرکز مالکیت	OCON	-۰/۰۳۳	-۰/۳۱۱	۰/۷۵۷	۰/۷۹۲	۱/۲۶۲
فرصتهای رشد	GO	۰/۲۶۸	۲/۷۳۸	۰/۰۰۸	۰/۹۱۷	۱/۰۹۱
اهرم مالی	LEV	۰/۳۸۲	۲/۷۳۵	۰/۰۰۸	۰/۴۵۱	۲/۲۲۰
اندازه شرکت	SIZE	-۰/۱۲۰	-۰/۸۴۹	۰/۳۹۸	۰/۴۳۶	۲/۲۹۲
کل مدل رگرسیون	آماره F	پی-مقدار	آماره دوربین-واتسون (D-W)	ضریب تعیین (ضریب تعیین تعدیل شده)	ضریب تعیین	
					(۰/۲۳۶)۰/۲۹۷	
			۱/۸۱۸	۰/۰۰۰	۴/۸۳۶	

با توجه به نتایج آزمون فرضیه دوم فرعی که در جدول ۴ ارائه شده است، پی-مقدار آماره F (۰/۰۰۰) کمتر از سطح خطای مورد پذیرش (۵ درصد) بوده و کل مدل رگرسیونی معنی دار است. آماره دوربین و واتسون (۱/۸۱۸) در فاصله 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 بزرگتر و نزدیک عدد یک و شاخص وضعیت برای متغیرهای وارد شده در مدل کمتر از عدد ۱۵ است. با توجه به پایین بودن پی-مقدار آماره t از سطح خطای مورد پذیرش برای ضریب  $\beta_3$ ، نتایج آزمون نشان می‌دهد که بین مکانیزم ترکیب هیئت مدیره و نرخ بازده حقوق صاحبان سهام رابطه مثبت و معنی داری وجود دارد. همچنین با توجه به بالابودن پی-مقدار آماره t از سطح خطای مورد پذیرش برای ضرایب  $\beta_1$ ،  $\beta_2$  و  $\beta_4$ ، نتایج آزمون نشان می‌دهد که بین مکانیزمهای حاکمیت شرکتی اندازه هیئت مدیره،



دوگانگی وظیفه مدیرعامل و تمرکز مالکیت و نرخ بازده حقوق صاحبان سهام رابطه آماری معنی داری وجود ندارد. همچنین، نتایج پژوهش نشان می دهد، از بین متغیرهای کنترلی وارد شده در مدل، بین اهرم مالی و فرصتهای رشد با نرخ بازده حقوق صاحبان سهام رابطه مثبت و معنی داری وجود دارد. ضریب تعیین و ضریب تعیین تعدیل شده نیز نشان می دهد که متغیرهای مستقل و کنترلی وارد شده در رگرسیون توانسته اند ۲۹/۷٪ از تغییرات متغیر وابسته را توضیح دهند.

### ۲-۳. نتایج آزمون فرضیه سوم فرعی منتج از فرضیه اصلی دوم پژوهش

فرضیه فرعی سوم بیان می دارد که بین مکانیزمهای حاکمیت شرکتی و ریسک تجاری در شرکتهای بیمه ای ارتباط وجود دارد. برای آزمون فرضیه 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 فرضیه سوم فرعی

نام متغیر	نماد	ضریب (Beta)	آماره t	بررسی همخطی	
				پی-مقدار	مقادیر شاخص وضعیت ویژه
مقدار ثابت	$\alpha$	-	۰/۶۱۷	۰/۵۳۹	-
اندازه هیئت مدیره	BFSIZE	۰/۰۰۰	-۰/۰۰۵	۰/۹۹۶	۰/۸۷۶
دوگانگی وظیفه مدیرعامل	DUAL	-۰/۰۲۳	-۰/۱۹۴	۰/۸۴۷	۰/۷۵۰
ترکیب هیئت مدیره	BIND	-۰/۴۱۴	-۳/۶۲۲	۰/۰۰۱	۰/۷۹۹
تمرکز مالکیت	OCON	۰/۰۲۱	۰/۱۸۴	۰/۸۵۴	۰/۷۹۲
فرصتهای رشد	GO	-۰/۰۱۰	-۰/۰۹۶	۰/۹۲۴	۰/۹۱۷
اهرم مالی	LEV	-۰/۱۴۶	-۰/۹۵۸	۰/۳۴۱	۰/۴۵۱
اندازه شرکت	SIZE	-۰/۰۰۵	-۰/۰۳۵	۰/۹۷۲	۰/۴۳۶
کل مدل رگرسیون	آماره F	پی-مقدار	آماره دوربینواتسون (D-W)	ضریب تعیین (ضریب تعیین تعدیل شده)	
				۲/۲۴۱	۰/۰۳۹

با توجه به نتایج آزمون فرضیه سوم فرعی که در جدول ۵ ارائه شده است، پی- مقدار آماره  $F(0/039)$  کمتر از سطح خطای مورد پذیرش (۵ درصد) بوده و کل مدل رگرسیونی معنی دار است. آماره دوربین واتسون (۱/۷۹۴) در فاصله بین ۱/۵ تا ۲/۵ 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 وارد شده در مدل کمتر از عدد ۱۵ است. با توجه به پایین بودن پی- مقدار آماره  $t$  از سطح خطای مورد پذیرش برای ضریب  $\beta_2$ ، نتایج آزمون نشان می دهد بین ترکیب هیئت مدیره و ریسک تجاری رابطه منفی و به لحاظ آماری معنی داری وجود دارد. همچنین، با توجه به بالابودن پی- مقدار آماره  $t$  از سطح خطای مورد پذیرش برای ضرایب  $\beta_1$ ،  $\beta_2$  و  $\beta_4$ ، نتایج نشان می دهد بین مکانیزمهای اندازه هیئت مدیره، دوگانگی و وظیفه مدیرعامل و تمرکز مالکیت و ریسک تجاری رابطه آماری معنی داری وجود ندارد. از سویی دیگر نتایج پژوهش نشان می دهد هیچ یک از متغیرهای کنترلی وارد شده در مدل رابطه آماری معنی داری با ریسک تجاری ندارند. ضریب تعیین و ضریب تعیین تعدیل شده نیز نشان می دهد که متغیرهای مستقل و کنترلی وارد شده در رگرسیون توانسته اند ۱۶/۴٪ از تغییرات متغیر وابسته را توضیح دهند.

#### ۶-۲-۴. نتایج آزمون فرضیه چهارم فرعی منتج از فرضیه اصلی دوم پژوهش

فرضیه فرعی چهارم بیان می دارد که بین مکانیزمهای حاکمیت شرکتی و ریسک مالی در شرکتهای بیمه ای ارتباط وجود دارد. برای آزمون فرضیه 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 ۶ ارائه شده است.

جدول ۶. نتایج آزمون فرضیه چهارم فرعی

نام متغیر	نماد	ضریب (Beta)	آماره t	پی - مقدار	بررسی همخطی	
					مقادیر ویژه	شاخص وضعیت
مقدار ثابت	$\alpha$	-	۰/۳۲۵	۰/۷۴۶	-	-
اندازه هیئت مدیره	BSIZE	-۰/۰۱۱	-۰/۱۰۰	۰/۹۲۰	۰/۸۷۶	۱/۱۴۲
دوگانگی وظیفه مدیرعامل	DUAL	۰/۱۵۵	۱/۳۵۵	۰/۱۷۹	۰/۷۵۰	۱/۳۳۳
ترکیب هیئت مدیره	BIND	-۰/۴۶۵	-۴/۱۸۴	۰/۰۰۰	۰/۷۹۹	۱/۲۵۲
تمرکز مالکیت	OCON	-۰/۰۶۳	-۰/۵۶۸	۰/۵۷۲	۰/۷۹۲	۱/۲۶۲
فرصتهای رشد	GO	-۰/۱۰۵	-۱/۰۱۴	۰/۳۱۳	۰/۹۱۷	۱/۰۹۱
اهرم مالی	LEV	-۰/۱۴۶	-۰/۹۸۵	۰/۳۲۸	۰/۴۵۱	۲/۲۲۰
اندازه شرکت	SIZE	۰/۰۷۷	۰/۵۱۱	۰/۶۱۱	۰/۴۳۶	۲/۲۹۲
کل مدل رگرسیون	آماره F	پی - مقدار	آماره دوربین - واتسون (D-W)	ضریب تعیین (ضریب تعیین تعدیل شده)		
				۳/۰۲۸	۰/۰۰۷	۱/۲۴۶

با توجه به نتایج آزمون فرضیه فرعی چهارم که در جدول ۶ ارائه شده است، پی - مقدار آماره F (۰/۰۰۷) کمتر از سطح خطای مورد پذیرش (۵ درصد) بوده و کل مدل رگرسیونی معنی دار است. آماره دوربین واتسون (۲/۲۴۶) در فاصله بین ۱/۵ تا ۲/۵ 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 وارد شده در مدل کمتر از عدد ۱۵ است. با توجه به پایین بودن پی - مقدار آماره t از سطح خطای مورد پذیرش برای ضریب  $\beta_3$ ، نتایج آزمون نشان می دهد بین مکانیزم حاکمیت شرکتی ترکیب هیئت مدیره و ریسک مالی ارتباط منفی و معنی داری وجود دارد. همچنین، با توجه به بالای بودن پی - مقدار آماره t از سطح خطای مورد پذیرش برای ضرایب  $\beta_1$ ،  $\beta_2$  و  $\beta_4$ ، نتایج آزمون نشان می دهد بین مکانیزمهای اندازه هیئت مدیره، دوگانگی وظیفه مدیرعامل

و تمرکز مالکیت و ریسک مالی ارتباط معنی داری وجود ندارد. نتایج نشان می دهد بین هیچ یک از متغیرهای کنترلی و ریسک مالی ارتباط معنی داری مشاهده نمی شود. ضریب تعیین و ضریب تعیین تعدیل شده نیز نشان می دهد که متغیرهای مستقل و کنترلی وارد شده در رگرسیون توانسته اند ۲۰/۹٪ از تغییرات متغیر وابسته را توضیح دهند.

### ۶-۲-۵. خلاصه آزمون فرضیه ها

خلاصه نتایج آزمون فرضیه های تحقیق در جدول ۷ ارائه شده است.

جدول ۷. خلاصه نتایج آزمون فرضیه ها

نتیجه آزمون		شرح	فرضیه	
رد می شود	رد نمی شود			
	ارتباط منفی	اندازه هیئت مدیره	فرعی اول ROA	اصلی اول
**		دوگانگی وظیفه مدیرعامل		
**	ارتباط مثبت	ترکیب هیئت مدیره		
		تمرکز مالکیت		
**		اندازه هیئت مدیره	فرعی دوم ROE	
**		دوگانگی وظیفه مدیرعامل		
	ارتباط مثبت	ترکیب هیئت مدیره		
**		تمرکز مالکیت		
**		اندازه هیئت مدیره	فرعی سوم OL	اصلی دوم
**		دوگانگی وظیفه مدیرعامل		
	ارتباط منفی	ترکیب هیئت مدیره		
**		تمرکز مالکیت		
**		اندازه هیئت مدیره	فرعی چهارم FL	
**		دوگانگی وظیفه مدیرعامل		
	ارتباط منفی	ترکیب هیئت مدیره		
**		تمرکز مالکیت		

## ۷. بحث و نتیجه‌گیری و ارائه پیشنهادها

در این تحقیق، ارتباط حاکمیت شرکتی با عملکرد و ریسک شرکتهای بیمه‌ای پذیرفته‌شده بورس اوراق بهادار تهران بررسی شد. نتایج آزمون فرضیه اول فرعی تحقیق نشان می‌دهد که از بین مکانیزمهای حاکمیت شرکتی بین اندازه هیئت مدیره و نرخ بازده داراییها ارتباط منفی و معنی‌داری وجود دارد. طبق مبانی نظری تحقیق هیئت مدیره بزرگتر نمی‌تواند وظایف خود را با همان اثربخشی هیئت مدیره کوچکتر انجام دهد. در ارتباط با این نگرش، یرماک نشان می‌دهد شرکتهایی که دارای هیئت مدیره کوچکتر هستند توسط بازار به میزان بالاتری ارزش‌گذاری می‌شوند (یعنی نسبت Q توبین<sup>۱</sup> 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 بازده داراییها و نرخ بازده حقوق صاحبان سهام) ارتباط مثبت و دو بعد ریسک شامل (ریسک تجاری و مالی) ارتباط منفی و معنی‌داری مشاهده می‌شود. در نتیجه می‌توان دریافت که حضور اعضای غیرموظف در ترکیب هیئت مدیره باعث ارتقای عملکرد و کاهش ریسک شرکتهای بیمه‌ای می‌شود. طبق دیدگاه نظریه نمایندگی، حضور مدیران غیرموظف مستقل در هیئت مدیره شرکتهای 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 می‌کنند. 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

می‌کنند، مدیران غیرموظف با دیدگاهی حرفه‌ای و بی طرفانه، در مورد تصمیمهای مدیران مذکور به قضاوت می‌نشینند و بدین ترتیب، هیئت مدیره شرکت با دارا بودن تخصص، استقلال و قدرت قانونی لازم، یک ساز و کار بالقوه 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<sup>۱</sup> (۱۹۹۷)، روزنشتاین و ویات (۱۹۹۰)، گومپرز و همکاران (۲۰۰۳) و اوکانل و کرامر (۲۰۱۰) همسو و با نتایج تحقیق ابراهیمی کردلر و همکاران (۱۳۸۹) و برادارن حسن‌زاده و همکاران (۱۳۹۱) 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 رابطه منفی اندازه هیئت مدیره با نرخ بازده 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 رابطه منفی ترکیب هیئت مدیره و ریسک تجاری و مالی شرکت‌های بیمه‌ای توجه کنند.
- به هیئت مدیره شرکت‌های بیمه‌ای پیشنهاد می‌شود با مؤثرکردن سایر مکانیزمهای حاکمیت شرکتی، زمینه ارزش‌آفرینی را برای سهامداران در صنعت بیمه فراهم آورند.

## منابع

۱. ابراهیمی کردلر، ع.، مرادی، م. و اسکندر، ه.، ۱۳۸۹. تأثیر نوع مالکیت نهادی بر عملکرد شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران ۱۳۸۵ تا ۱۳۷۷. *تحقیقات حسابداری و حسابرسی*، سال دوم، شماره ۸، صص ۱۰۴-۱۱۹.
۲. احمدپور، ا. و یحیی زاده، م.، ۱۳۸۳. *مدیریت مالی*. جلد اول. انتشارات دانشگاه مازندران.
۳. برادران حسن زاده، ر.، بادآور نهندی، ی. و حسین بابایی، ق.، ۱۳۹۱. بررسی رابطه برخی مکانیزمهای حاکمیت شرکتی بر ارزش ایجادشده برای صاحبان سهام و ارزش افزوده اقتصادی. *فصلنامه بررسیهای حسابداری و حسابرسی*، شماره ۶۸، صص ۱-۱۶.
۴. حساس یگانه، ی.، ۱۳۸۴. سیستمهای حاکمیت شرکتی. *مجله حسابداری*، شماره ۱۶۹.
۵. حساس یگانه، ی. و خیرالهی، م.، ۱۳۸۷. حاکمیت شرکتی و شفافیت، *مجله حسابداری*، شماره ۲۰۳.
۶. حسین بابایی، ق.، ۱۳۸۹. بررسی رابطه بین نظام راهبری شرکت و ارزش ایجادشده و ارزش افزوده اقتصادی. *پایان نامه کارشناسی ارشد*. دانشگاه آزاد اسلامی تبریز.
۷. مصطفایی، ا.، ۱۳۹۰. *بررسی رابطه بین برخی مکانیزمهای راهبری شرکت با شفافیت اطلاعات مالی*. پایان نامه 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.

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.