

اثر مالکیت بانکی بر عملکرد مالی شرکت های بیمه

وحید محمودی^۱

تاریخ دریافت: ۱۳۹۱/۱۱/۲۳

سارا خمسه^۲

تاریخ پذیرش: ۱۳۹۲/۱۱/۰۷

چکیده

از موضوعات مطرح در حوزه مالی چگونگی رابطه بین ساختار مالکیت شرکت ها با عملکرد آنهاست. افزایش شاخص های عملکرد از یک سو موجب جلب رضایت سهام داران گردیده و از سوی دیگر به منزله فرصتی جهت بالابردن ظرفیت های پذیرش ریسک شرکت ها به شمار می آید. در تحقیق حاضر به بررسی نقش نوع مالکیت سهام داران عمده (مالکیت بانکی و غیربانکی) بر عملکرد شرکت های بیمه در ایران پرداخته شده است. جهت اندازه گیری عملکرد از دو معیار بازده دارایی های شرکت و بازده حقوق صاحبان سهام به عنوان متغیرهای وابسته استفاده شده است. داده های مورد نیاز از صورت های مالی ۱۶ شرکت بیمه طی دوره زمانی ۱۳۸۳ تا ۱۳۹۰ استخراج گردیده است.

یافته های تحقیق حاکی از وجود رابطه خطی مثبت و معنادار بین مالکیت عمده بانکی و عملکرد شرکت های بیمه است که در تأیید فرضیه نظارتی است. همچنین شرکت های بیمه می توانند از ظرفیت های فنی خود در حوزه های فناوری و مالی بهره برده و در مواقع بحرانی از پشتیبانی یک نهاد قوی مالی نیز برخوردار باشند. از سوی دیگر نتایج آزمون ها حاکی از عدم وجود رابطه معنادار بین مالکیت عمده غیر بانکی و معیارهای عملکرد است.

واژگان کلیدی: مالکیت بانکی، عملکرد مالی، اهرم مالی، اندازه شرکت، عمر شرکت

vmahmodi@ut.ac.ir

۱. استاد دانشگاه تهران

s_khamseh@alumni.ut.ac.ir

۲. کارشناس ارشد مدیریت مالی، دانشگاه تهران (نویسنده مسئول)

۱. مقدمه

شرکت‌های بیمه و در مجموع صنعت بیمه در هر کشور، از مهم‌ترین نهادهای مالی فعال در بازارهای مالی هستند که علاوه بر تأمین امنیت فعالیت‌های اقتصادی، می‌توانند از طریق ارائه خدمات بیمه‌ای، نقش اساسی و تعیین‌کننده‌ای در تحرک و پویایی بازارهای مالی و تأمین وجوه قابل سرمایه‌گذاری در فعالیت‌های اقتصادی داشته باشند. اهمیت توجه به صنعت بیمه از بعد اقتصادی را می‌توان با بیان نقش بیمه عنوان کرد؛ زیرا از یک سو، با ایجاد امنیت و اطمینان، زمینه گسترش فعالیت‌های تولیدی و خدماتی را فراهم می‌آورد و از سوی دیگر، نهادی مالی است که در تقویت بنیه اقتصادی جامعه نقشی اساسی دارد و سبب افزایش رشد اقتصادی می‌شود. مؤسسات بیمه‌ای از محل خالص حق‌بیمه‌های دریافتی اقدام به سرمایه‌گذاری می‌کنند. لذا، چنین صنعتی از همان ابتدا قادر به انجام سرمایه‌گذاری از محل حق‌بیمه دریافتی است و موجب افزایش و رشد سرمایه و در نهایت، تولید ملی می‌شود (کریمی، ۱۳۹۰). همچنین موضوع عملکرد مالی همواره از جمله موضوعات مطرح در حوزه ادبیات مالی بوده است و موجب نگرانی اصلی دست‌اندرکاران کسب‌وکار در همه نوع سازمانی نیز است؛ زیرا عملکرد مالی دلالت بر سلامت سازمانی داشته و سرانجام موجب بقای آن است. عملکرد بالا منعکس‌کننده اثربخشی و کارایی بالای مدیریت در استفاده از منابع شرکت است و این به نوبه خود در سطح وسیع به اقتصاد کشور کمک می‌کند (Almajali et al., 2012). از آنجایی که اقتصاد ایران یک اقتصاد بانک پایه است و بعد از خصوصی‌سازی، بسیاری از بانک‌ها شرکت‌های بیمه تأسیس نموده‌اند، یکی از مهم‌ترین نکاتی که در مورد شرکت‌های بیمه با مالکیت بانکی وجود دارد بحث خودبیمه‌گری است. مفهوم خودبیمه‌گری به این معناست که بانک‌ها به عنوان سهام‌دار اصلی، تمایل و امکان دارند که کل پرتفوی بیمه خود را به شرکت بیمه‌ای سرمایه‌پذیر خود واگذار نمایند. این مطلب از منظر شرکت بیمه یک فرصت است و بانک در نقش یک

مشتری دائمی می‌باشد که تضمین‌کننده حداقل‌ها برای تداوم حیات شرکت در مواقع بحرانی است. از سوی دیگر عمل خودبیمه‌گری و پرداخت وام به مشتریانی که تحت بیمه همان مجموعه هستند باعث می‌شود که ریسک یک مجموعه در خود آن مجموعه نگه‌داری شود و در مواقع بروز خسارت، آن را از منابع داخلی خود جبران نماید. البته برخی صاحب‌نظران در عرصه بیمه و بانک معتقدند که در شرکت‌هایی که متعلق به بانک هستند، پرتفویی که شرکت به واسطه بانک صاحب سهام جذب می‌کند، بخش اندکی از اموال بانک را شامل می‌شود و قسمت عمده فعالیت شرکت بیمه بر مبنای فعالیت‌های بانک است. صاحبان سپرده و دریافت‌کنندگان تسهیلات، اموال بانک محسوب نمی‌شوند و در واقع افرادی هستند که با بانک کار می‌کنند، بنابراین پوشش بیمه‌ای آنها به معنای خودبیمه‌گری نیست. هدف اصلی در تحقیق حاضر بررسی تأثیر نوع مالکیت عمده شرکت‌ها به تفکیک بانکی و غیر بانکی بر عملکرد شرکت‌های بیمه است و از آن جهت دارای اهمیت است که به مدیران، سرمایه‌گذاران و سایر تصمیم‌گیرندگان نشان می‌دهد که متفاوت بودن ساختار مالکیت به واسطه نقشی که می‌تواند در نظارت و کنترل داشته باشد به این معنا که از یک سو با افزایش دسترسی به سرمایه بانک و نظارت بیشتر موجب بهبود عملکرد می‌گردد و از سوی دیگر، با افزایش هزینه سرمایه و تضاد منافع اثر سوء دارد، باید در تصمیمات سرمایه‌گذاری و مالی مورد توجه قرار گیرد. بدین گونه می‌توان به این درک رسید که آیا لازم است جهت افزایش کارایی و بازدهی شرکت‌های بیمه تغییراتی در ساختار مالکیت آنها ایجاد نمود یا حتی محدودیت‌هایی برای سرمایه‌گذاری طبقات خاصی از سهام‌داران در نظر گرفت؟

۲. مبانی نظری

نظام حاکمیت شرکت‌ها، چهارچوبی را برای هدایت و اداره مؤثر، کارآمد و صحیح بنگاه‌های اقتصادی و در جهت حداکثرسازی منافع سهام‌داران ایجاد می‌نماید. ساختار مالکیت در حاکمیت شرکتی دارای یک جایگاه هسته‌ای و مشخص است.

تعیین نوع ساختار مالکیت و ترکیب سهام‌داران شرکت یک ابزار کنترل و اعمال حکمرانی در شرکت‌هاست. این بعد از حاکمیت در قالب ابعاد مختلف تعیین‌کننده نوع مالکیت شرکت نظیر توزیع مالکیت، تمرکز مالکیت، وجود سهام‌داران اقلیت و عمده در ترکیب مالکیت شرکت و درصد مالکیت آنها قابل بررسی است. طبق آیین‌نامه اصول راهبری شرکت‌ها در بورس اوراق بهادار ایران که متن اطلاعاتی نهایی آن در اسفند ماه سال ۱۳۸۴ پذیرفته شد، سهام‌دار عمده و سهام‌دار جزء بدین‌گونه تعریف شده است:

- **سهام‌دار عمده:** سهام‌داری است که به طور مستقل بتواند حداقل یک عضو هیئت‌مدیره یا بیش از یک عضو هیئت‌مدیره را به طور مستقل منصوب کند و دارای بیشترین کنترل بر هیئت‌مدیره است.

- **سهام‌دار جزء:** سهام‌داری است که به طور مستقل نمی‌تواند یک عضو هیئت‌مدیره را منصوب نماید و دارای کمترین قدرت نفوذ و کنترل بر شرکت و هیئت‌مدیره است. فرمول زیر نشان می‌دهد که هر سهام‌داری برای اینکه بتواند یک نماینده در هیئت‌مدیره داشته باشد، حداقل دارای چند حق رأی می‌باشد:

$$r = \frac{d \times n}{b + 1} + 1$$

- **r:** تعداد سهام لازم برای انتخاب **d** نماینده در هیئت‌مدیره؛

- **d:** تعداد مدیرانی که سهام‌دار به عنوان نماینده انتخاب می‌کند؛

- **n:** تعداد کل سهام شرکت‌کننده در مجمع؛

- **b:** تعداد اعضای لازم برای هیئت‌مدیره.

بنابراین با لحاظ نمودن مدل مذکور، حالات ذیل رخ می‌دهد:

- در شرکت‌هایی که دارای ۵ عضو هیئت‌مدیره می‌باشند، سهام‌داری عمده محسوب می‌شود که مالکیت حداقل ۱۷/۶٪ از سهام منتشرشده توسط شرکت را داشته باشد.

- در شرکت‌هایی که دارای ۶ عضو هیئت مدیره می‌باشند، سهام‌داری عمده محسوب می‌شود که مالکیت حداقل ۱۵/۳٪ از سهام منتشرشده توسط شرکت را داشته باشد (بابایی و احمدوند، ۱۳۸۷).

در تحقیق حاضر قصد داریم تأثیر مالکیت بانک‌ها را بر عملکرد شرکت‌های بیمه بررسی نماییم. عملکرد هم در تعریف و هم در اندازه‌گیری مفهومی پیچیده دارد. عملکرد یک سازمان یعنی توانایی یک سازمان برای به‌دست‌آوردن و مدیریت منابع به روش‌های مختلف برای توسعه مزیت رقابتی (Iswatia and Anshoria, 2007).

زمانی که به رابطه بین ساختار سهام‌داران و عملکرد شرکت‌ها توجه می‌شود، در می‌یابیم که اثرات و عملکردهای مختلفی در باب حضور انواع سهام‌داران بانکی در ساختار مالکیتی شرکت ذکر شده است که به طور خلاصه به شرح ذیل می‌باشد:

بانک‌ها نقش مهمی در امور مالی دارند. با تعیین قابلیت شرکت برای استفاده از وام و نرخ بهره وام‌ها، بانک‌ها می‌توانند ساختار سرمایه و هزینه سرمایه شرکت‌ها را تعیین نمایند. به‌علاوه بانک‌ها بر شرکت‌هایی که به آنها وام می‌دهند نظارت می‌کنند، در نتیجه نظارت کنترلی مهمی بر شرکت‌های وام‌گیرنده ارائه می‌گردد. در بسیاری از کشورها، بانک‌ها حتی در تلاش بیشتری برای نفوذ در تصمیم‌گیری‌ها از طریق داشتن سهام شرکت مالک به طور مستقیم و انتصاب مدیران هستند (Bris et al., 2006). مالکیت بانک به طور واضح دسترسی شرکت را به سرمایه بانک افزایش می‌دهد، که این امر می‌تواند هنگام آشفته‌گی‌های بازار بسیار با ارزش باشد. به‌علاوه، در حالی که برخی استدلال می‌کنند که مالکیت بانک ممکن است منجر به تضاد منافع شود (Mahrt-Smith, 2006). بسیاری از مطالعات از این مفهوم حمایت می‌کنند که در اقتصادهای توسعه‌یافته، بانک‌ها به طور مؤثر می‌توانند بر وام‌گیرندگان نظارت داشته باشند و بدین ترتیب عملکرد شرکت‌ها را بهبود بخشند. با این حال، به دلیل تفاوت‌های زیاد در چشم‌انداز فرهنگی و حقوقی در بازارهای نوظهور و بازارهای توسعه‌یافته، ممکن است

بانک‌ها قادر نباشند به عنوان یک واحد نظارتی مؤثر مانند بازارهای توسعه‌یافته، نقش خود را ایفا کنند (Barth et al., 2006).

در مجموع یافته‌های سایر کشورهای توسعه‌یافته نشان می‌دهند، اینکه یک رابطه بانکی می‌تواند باعث افزایش ارزش شرکت شود به شدت به پس‌زمینه‌های نهادی و چهارچوب حاکمیت شرکتی آن بانک‌ها و شرکت‌هایی که در آنها مستقر شده‌اند، بستگی دارد. همانطور که بانک‌ها ممکن است اطلاعات با ارزشی را از طریق دخالتشان در اعطای وام به شرکت‌ها به دست آورند و از فعالیت وام‌دهی‌شان به عنوان یک ابزار اضافی برای مدیریت منظم استفاده کنند، در مقابل، روابط بانکی با مالکیت در بازارهای نوظهور که در آن مسائل نمایندگی به مراتب شدیدتر و نقش نظارتی بانک توسط مسائل حقوقی از بین رفته است، می‌تواند ارزش را از بین ببرد. همچنین ممکن است بانک‌ها در یک رابطه وام‌دهندگی محدود شوند که باعث تضعیف آنها در نفوذ بر مدیریت شرکت گردد. علاوه بر این اگر یک سهام‌دار بانکی در درجه اول علاقه‌مند به تضمین وام پرداخت شده‌اش باشد این امر با منافع سهام‌داران در تضاد است (Beart and Vennet, 2009).

۳. پیشینه تحقیق

شواهد در ارتباط با رابطه بین مالکیت بانکی و عملکرد شرکت‌ها متفاوت است. از جمله تحقیقات انجام شده می‌توان به این موارد اشاره نمود: لین و همکاران^۱ تحقیقی جهت بررسی آنکه آیا مالکیت بانکی ارزش شرکت‌ها را افزایش می‌دهد یا خیر؟ در چین انجام دادند. نتایج آنها با این باور که مالکیت بانکی و دسترسی بهتر به وام‌های بانکی کمک می‌کند که شرکت‌ها در فرصت‌های سودآور سرمایه‌گذاری کنند در تضاد بود و نشان داد که مالکیت بانکی مستقیم به عملکرد شرکت صدمه می‌زند. این موضوع ممکن است به دلیل استقراض و سرمایه‌گذاری ناکارآمد باشد.

1. Lin et al., 2009

برت و ونت^۱ تحقیقی در مورد مالکیت بانکی، ارزش شرکت و ساختار سرمایه شرکت در اروپا انجام دادند. آنها بین بانک‌ها و سایر سرمایه‌گذاران نهادی به عنوان سهام‌داران تمایز قائل شدند و به طور تجربی رابطه بین مالکیت نهادهای مالی، اهرم مالی شرکت و عملکرد شرکت‌هایی که در آنها سهم دارند را بین دوره ۱۹۹۷ تا ۲۰۰۶ آزمون کردند. آنها یک رابطه منفی بین مالکیت نهادهای مالی و ارزش بازار شرکت‌ها - که با Q توبین^۲ اندازه‌گیری کردند - یافتند. این یافته آنها در تضاد با فرضیه نظارت می‌باشد و آنها هیچ شواهدی نیافتند که بانک‌ها می‌توانند از بدهی و حقوق صاحبان سهام به عنوان ابزار نظارت بالقوه استفاده کنند. مورک و همکارانش^۳ یک رابطه غیرخطی بین Q توبین و سهام‌داری بانک‌ها پیدا کردند. آنها بیان کردند که در سطوح پایین مالکیت بانک‌ها، نسبت Q شرکت‌ها با افزایش مالکیت بانکی، کاهش می‌یابد. در سطوح بالاتر مالکیت بانکی، این رابطه کمتر شده و در برخی موارد حتی معکوس می‌گردد.

کردستانی (۱۳۹۰) در تحقیقی دریافت که بین سرمایه‌گذاران نهادی و عملکرد مالی شرکت‌های بیمه رابطه وجود دارد. وی شرکت‌های بیمه را در این تحقیق به دو گروه تقسیم کرده است: شرکت‌های بیمه‌ای که در ساختار مالکیت آنها سهام‌داران نهادی بیشتر از ۵۰٪ مالکیت را در اختیار دارند و شرکت‌هایی که سهام‌داران نهادی کمتر از ۵۰٪ مالکیت را در اختیار دارند. در کل با توجه به نتایج به‌دست‌آمده از تجزیه و تحلیل فرضیه‌ها این‌گونه استدلال شده است که شرکت‌های بیمه‌ای که سرمایه‌گذاران نهادی آنها سهم بیشتری از ساختار مالکیت را در اختیار دارند در مقایسه با شرکت‌هایی که این سهم کمتر است، عملکرد مالی بهتری دارند. عملکرد مالی در این تحقیق با سنج‌های نرخ بازده حقوق صاحبان سهام، نرخ بازده دارایی‌ها و درصد رشد سود، سنجیده شد. شجاعیان (۱۳۸۸) به بررسی رابطه بین

1. Beart and Vennet, 2009
2. Tobin's Q
3. Morck et al., 2000

حاکمیت شرکتی و عملکرد بانک‌ها و بیمه‌های خصوصی پرداخته است. وی در تحقیق خود به دنبال بررسی رابطه بین شاخص‌های حاکمیت شرکتی شامل ترکیب هیئت مدیره، ساختار مالکیت، حساسی داخلی با عملکرد بانک‌ها و بیمه‌های خصوصی کشور در طی یک دوره زمانی چهارساله از سال ۱۳۸۴ تا ۱۳۸۷ بوده است. یافته‌های تحقیق نشان می‌دهد که در شرکت‌های بیمه خصوصی تنها بین اندازه هیئت مدیره و عملکرد مالی رابطه معنی‌داری وجود دارد و بین سایر شاخص‌های حاکمیت شرکتی شامل ترکیب هیئت مدیره، ساختار مالکیت، حساسی داخلی و عملکرد مالی آنها ارتباط معنی‌داری یافت نشد.

۴. روش‌شناسی تحقیق

این تحقیق براساس هدف، از نوع کاربردی بوده و از لحاظ روش گردآوری اطلاعات، از نوع تحقیقات توصیفی و همبستگی است و هدف اصلی آن تعیین وجود و نوع رابطه بین متغیرهای مورد آزمون است. بر مبنای تحلیل مبانی نظری و تحقیقات انجام شده، در این تحقیق به دنبال آن هستیم که دریابیم آیا بین مالکیت عمده بانکی و عملکرد و از سوی دیگر بین مالکیت عمده غیر بانکی و عملکرد شرکت‌های بیمه رابطه معناداری وجود دارد یا خیر؟ لازم به ذکر است که در این تحقیق جهت آزمون عملکرد از دو معیار بازده دارایی‌ها^۱ و بازده حقوق صاحبان سهام^۲ استفاده شده است.

۴-۱. جامعه آماری تحقیق

جامعه آماری تحقیق، شامل همگی شرکت‌های فعال در سطح بازار بیمه است که تحت نظارت بیمه مرکزی ج.ا. در یک دوره ۸ ساله از سال ۱۳۸۳ تا سال ۱۳۹۰ فعالیت کرده‌اند. تعداد نمونه مورد مطالعه در این تحقیق ۱۶ شرکت بیمه و به عبارتی ۱۲۸ (سال-شرکت) است.

1. Return on Assets (ROA)
2. Return on Equity (ROE)

۲-۴. جمع‌آوری و پردازش داده‌ها

با استفاده از منابع کتابخانه‌ای و اینترنتی شامل مقالات و پایان‌نامه‌های فارسی و لاتین، سایت‌ها و نشریه‌های معتبر علمی، داده‌ها و اطلاعات مورد نیاز جهت تدوین مبانی نظری جمع‌آوری گردید. اطلاعات مالی مورد نیاز جهت آزمون مدل تحقیق و فرضیات مربوطه با همکاری پژوهشگرده بیمه و از طریق صورت‌های مالی شرکت‌های بیمه جمع‌آوری گردیده، سپس داده‌ها از طریق برنامه صفحه گسترده Excel تلخیص و طبقه‌بندی شدند و در نهایت با استفاده از بسته نرم‌افزار آماری Eviews و SPSS مورد پردازش قرار گرفتند.

جهت بررسی نرمال بودن متغیرهای وابسته از آزمون کولموگوروف-اسمیرنوف^۱ استفاده گردیده است که براساس جدول ۱ پیوست نتایج این آزمون حاکی از نرمال بودن هر دو متغیر است. به منظور اطمینان از نتایج تحقیق و ساختگی نبودن روابط موجود در رگرسیون و معنادار بودن متغیرها، اقدام به انجام آزمون مانایی و محاسبه ریشه واحد^۲ متغیرهای تحقیق در مدل حداقل مربعات تعمیم یافته برآوردی^۳ گردید. آزمون مزبور با استفاده از Eviews6 و روش آزمون لوین، لین و چو^۴ انجام گردید. نتایج آزمون مانایی همانطور که در جدول ۲ پیوست آمده است، نشان می‌دهد که متغیرهای تحقیق مانا بوده و لذا فرضیه صفر مبنی بر ریشه واحد داشتن متغیرها رد می‌شود.

در این تحقیق از روش داده‌های پانلی^۵ استفاده گردیده است. در نتیجه ترکیب مشاهدات سری زمانی و مقطعی و استفاده از اطلاعات گسترده‌تر در روش داده‌های تلفیقی در مقایسه با روش‌های دیگر، ناهمسانی واریانس در مؤسسات محدود شده،

1. Kolmogorov-Smirnov Test (KS)
2. Unit Root Test
3. Estimated Generalized Least Squares (EGLS)
4. Levin, Lin and Chu (LLC)
5. Panel Data

هم‌خطی بین متغیرها کاهش یافته و به واسطه افزایش درجه آزادی، برآوردی کاراتر انجام می‌شود. همچنین، برای بررسی همسانی واریانس باقی‌مانده‌های مدل‌ها از آزمون وایت^۱ استفاده شده است. نتایج آزمون وایت نشان‌دهنده عدم همسانی واریانس‌هاست و به منظور رفع این مشکل، از روش حداقل مربعات تعمیم‌یافته برآوردی به جای روش حداقل مربعات معمولی استفاده گردیده است. در تحقیق حاضر برای مطالعه اثر نوع مالکیت بر عملکرد از روش داده‌های تلفیقی ایستا^۲ استفاده شده است. در روش داده‌های تلفیقی ایستا پس از انجام آزمون هاسمن^۳ و F لیمر^۴ و انتخاب روش اثرات ثابت اقدام به برآورد ضرایب مدل با استفاده از روش حداقل مربعات تعمیم‌یافته برآوردی گردید (شیرین‌بخش و خوانساری، ۱۳۸۴).

۳-۴. تعریف عملیاتی مفاهیم و متغیرهای تحقیق

۳-۴-۱. متغیر مستقل: متغیر تعیین‌کننده ساختار مالکیت شامل:

- نوع مالکیت عمده: نوع مالکیت عمده برحسب ماهیت مالکیت سهام‌دار عمده‌ای که دارای بیشترین درصد مالکیت در ترکیب مالکیت شرکت است، تعریف می‌گردد. البته لازم به ذکر است که سهام‌دار عمده به سهام‌داری گفته می‌شود که بتواند حداقل یک عضو هیئت مدیره یا بیش از یک عضو هیئت مدیره را به طور مستقل منصوب کند. متغیر مالکیت برای هر یک از شرکت‌های استفاده شده در نمونه تحقیق به طور سالیانه و در پایان هر یک از هشت سال دوره تحقیق اندازه‌گیری شده است. متغیر مزبور در این تحقیق به دو طبقه شامل مالکیت عمده بانکی (Fb) و مالکیت عمده غیربانکی (Fc) تقسیم شده است.

- مالکیت بانکی: میزان درصد سهام متعلق به سهام‌دار عمده بانکی یا شرکت‌های وابسته به بانک؛

1. White Test
2. Static Panel Data Method
3. Hausman Test
4. F Test

- مالکیت غیربانکی: میزان درصد سهام متعلق به سهام‌دار عمده غیر بانکی.

۲-۳-۴. متغیرهای وابسته

شامل متغیرهای تعیین‌کننده عملکرد مالی شرکت به شرح ذیل می‌باشند:

- **بازده دارایی‌ها:** نسبت بازده دارایی‌ها معیاری است که نشان می‌دهد شرکت از دارایی‌هایی که در اختیار داشته است، چه میزان عایدی کسب کرده یا به عبارت دیگر بازده حاصل از منابع سرمایه‌گذاری شده به چه میزان بوده است. بازده دارایی‌ها نسبتی است که این امکان را فراهم می‌آورد تا دریابیم که منابع شرکت با چه میزان کارایی مصرف شده‌اند و مدیریت تا چه حد توانسته از منابع محدود به شکل بهینه استفاده کند. این شاخص از تقسیم سود خالص پس از کسر مالیات به مجموع دارایی‌ها محاسبه می‌شود. هر چه این نسبت بالاتر باشد، عملکرد شرکت بهتر است (شانظریان، ۱۳۸۹).

$$\text{بازده دارایی‌ها} = \frac{\text{سود خالص}}{\text{کل دارایی‌ها}}$$

- **بازده حقوق صاحبان سهام:** این نسبت بیانگر بازده سهام متعلق به سهام‌داران شرکت است. این نسبت بر پایه سود خالص سالانه پس از کسر مالیات به جمع حقوق صاحبان سهام عادی در پایان سال مالی محاسبه شده است. مقدار بالاتر این نسبت بیانگر عملکرد بهتر است (تهرانی، ۱۳۸۷).

$$\text{بازده حقوق صاحبان سهام} = \frac{\text{سود خالص}}{\text{حقوق صاحبان سهام}}$$

۳-۳-۴. متغیرهای کنترل

در یک تحقیق اثر تمام متغیرها را بر یکدیگر نمی‌توان به طور هم‌زمان مورد مطالعه قرار داد. بنابراین محقق اثر برخی متغیرها را کنترل و آنها را خنثی می‌کند. این نوع متغیرها، متغیرهای کنترل نامیده می‌شوند. یکی از روش‌های کنترل متغیرها، کنترل‌های تحقیقی است. کنترل‌های تحقیقی از نتایج تحقیقات قبلی شناسایی

می‌شوند. در این نوع کنترل، برخی متغیرهای اثرگذار بر متغیرهای مستقل و وابسته مورد نظر قرار گرفته و کنترل می‌شوند (سرمد و همکاران، ۱۳۸۶). طبق تحقیقات ذکر شده در پیشینه تحقیق، اندازه شرکت، اهرم مالی و عمر شرکت برای کنترل سایر عوامل مؤثر بر عملکرد شرکت در نظر گرفته شده است:

- **اهرم مالی^۱**: در این بخش از نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام^۲ استفاده شده است که از تقسیم کل بدهی به حقوق صاحبان سهام در پایان دوره به دست آمده است. نتایج پژوهش مک کونل و سرواس^۳ نشان داد که افزایش بدهی و پیرو آن افزایش هزینه‌های مالی باعث می‌شود تا مدیران، پاداش کمتری دریافت کنند و در نتیجه، این موضوع مدیران را وادار می‌کند تا عملکرد شرکت را بهبود ببخشند و از ورشکستگی آن جلوگیری کنند، در مقابل این عقیده وجود دارد که مدیران شرکت‌ها به دلیل مزایای تأمین مالی از طریق بدهی، تمایل دارند از این طریق نیازهای مالی شرکت را تأمین کنند، اما تأمین مالی از طریق بدهی، هزینه بهره را در پی دارد و این موضوع باعث خواهد شد که شرکت‌ها بخشی از درآمدهای خود را در سال‌های آینده صرف پرداخت هزینه‌های تأمین مالی کنند. در نتیجه، سودآوری آینده آنها کاهش خواهد یافت (سیدنژاد فهیم و آقایی، ۱۳۸۱).

- **اندازه شرکت^۴**: از آنجاکه تمامی شرکت‌های بیمه در بورس اوراق بهادار پذیرفته نشده‌اند، کشف قیمت در مورد سهام آنها صورت نگرفته است. لذا نمی‌توان از شاخص ارزش بازار شرکت که از حاصل ضرب قیمت در تعداد سهام حاصل می‌شود، استفاده نمود در نتیجه برای محاسبه این متغیر از لگاریتم طبیعی مجموع دارایی‌های شرکت در پایان دوره استفاده شده است. برخی از مطالعات بیان می‌دارند که شرکت‌های بزرگ می‌توانند از صرفه‌جویی‌های حاصل از مقیاس استفاده نمایند و بنابراین می‌توانند در

-
1. Financial Leverage
 2. Total Debt to Total Equity (TD/TE)
 3. McConnell and Servaes, 1995
 4. Size

مقایسه با شرکت‌های کوچک‌تر کارآمدتر باشند. به علاوه، ممکن است شرکت‌های کوچک نسبت به شرکت‌های بزرگ قدرت کمتری داشته باشند، بنابراین ممکن است در رقابت با شرکت‌های بزرگ مخصوصاً در بازارهای رقابتی بزرگ دچار مشکل شوند. از طرفی، ممکن است هر چه شرکت‌ها بزرگ‌تر می‌شوند از ناکارآمدی رنج برده که منجر به عملکرد بد می‌شود. بنابراین رابطه بین اندازه و عملکرد متغیر است (Majumdar, 1997).

- **عمر شرکت:** در تحقیق حاضر برای محاسبه این متغیر همچون مطالعات Zeitun و Tian^۲ و Malik^۳ از لگاریتم طبیعی سال‌های عمر شرکت از زمان تأسیس استفاده شده است. مطالعات متعددی بیان می‌کنند که عمر شرکت بر عملکرد آن اثر دارد. سورنسن و استارت^۴ بیان می‌کنند لختی سازمانی^۵ در شرکت‌های قدیمی، باعث می‌شود که آنها انعطاف‌ناپذیر شوند و از درک تغییرات محیط عاجز بمانند. شرکت‌های جدیدتر و کوچک‌تر، با وجود معایبی مانند کمبود سرمایه، نام‌های تجاری غیر معروف و شهرت کمتر در مقایسه با شرکت‌های قدیمی‌تر، سهم بیشتری از بازار دارند. از سویی با توجه به عمر شرکت‌ها، شرکت‌های قدیمی‌تر تجربه بیشتری دارند، از مزایای یادگیری بهره‌مند بوده‌اند، مجبور به قبول تعهدات به خاطر تازه‌کار بودن نیستند و بنابراین می‌توانند از عملکرد بهتری برخوردار باشند. شرکت‌های قدیمی‌تر ممکن است از اثرات شهرت بهره‌مند شوند، که به آنها اجازه می‌دهد که حاشیه فروش بالاتری را به‌دست‌آورند. از سوی دیگر، شرکت‌های قدیمی مستعد اینرسی^۶ و کاغذبازی هستند که با افزایش قدمت، این مشکلات بیشتر می‌شود. در این شرکت‌ها ممکن است رویه‌هایی توسعه داده شود که از درک

1. Age

2. Zeitun and Tian, 2007

3. Malik, 2011

4. Sorensen and Stuart, 2000

5. Organizational Inertia

6. Inertia

تغییرات بازار به دور باشد که در این صورت یک رابطه معکوس بین عمر و سودآوری یا رشد را می‌توان ملاحظه نمود (Almajali et al., 2012).

– تبیین مدل

برای آزمون فرضیه‌های این تحقیق به ترتیب از مدل‌های (۱) و (۲) استفاده شده است:

مدل (۱)

$$Performance = \beta_0 + \beta_1(Fb) + \beta_2(TD / TE) + \beta_3(Size) + \beta_4(Age) + \varepsilon_{it}$$

که در آن Fb بیانگر مالکیت عمده بانکی و متغیر مستقل اصلی می‌باشد و سه متغیر مستقل دیگر به عنوان متغیرهای کنترل در مدل در نظر گرفته شده‌اند و عملکرد نیز با دو معیار ROA و ROE سنجیده شده است.

مدل (۲)

$$Performance = \beta_0 + \beta_1(Fc) + \beta_2(TD / TE) + \beta_3(Size) + \beta_4(Age) + \varepsilon_{it}$$

که در آن Fc بیانگر مالکیت عمده غیر بانکی و متغیر مستقل اصلی می‌باشد و سه متغیر مستقل دیگر به عنوان متغیرهای کنترل در مدل در نظر گرفته شده‌اند و عملکرد نیز با دو معیار ROA و ROE سنجیده شده است.

۵. یافته‌های تحقیق

۵-۱. آمار توصیفی داده‌ها

جهت بررسی مشخصات عمومی و پایه‌ای متغیرها جهت برآورد مدل و تجزیه و تحلیل دقیق آنها، آشنایی با متغیرهای آماره‌های توصیفی متغیرها لازم است. آمار توصیفی داده‌ها شامل پارامترهای مرکزی (شامل میانگین^۱ و میانه^۲)، پارامترهای پراکندگی (شامل انحراف معیار)، پارامترهای تعیین انحراف از قرینگی (ضریب چولگی) و پارامترهای تعیین انحراف از کشیدگی محاسبه شده و در جدول ۱ ارائه گردیده است.

1. Mean
2. Median

جدول ۱. آمار توصیفی داده‌های تحقیق

متغیرها	تعداد مشاهدات	میانگین	میانه	حداکثر	حداقل	انحراف معیار	چولگی	کشیدگی
درصد مالکیت بانکی	۱۲۸	۵/۲۲	۰	۲۱/۶۲	۰	۸/۳۵	۱/۰۷	۲/۳
درصد مالکیت غیربانکی	۱۲۸	۴۱/۵۵	۲۱/۸	۱۰۰	۰	۳۶/۷۴	۰/۵۶	۱/۶۹
بازده دارایی‌ها	۱۲۷	۵/۴۴	۵/۰۹	۲۰/۱۷	-۱۶/۸۵	۵/۰۲	-۰/۰۵	۶/۳۷
بازده حقوق صاحبان سهام	۱۲۷	۱۷/۴۴	۱۷/۵۶	۵۹	-۴۷/۴۴	۱۳/۳۸	-۰/۳۵	۷/۶۸
اندازه شرکت	۱۲۸	۲۷/۶۴	۲۸/۰۱	۳۱/۴۸	۲۳/۵۹	۱/۸۱	-۰/۲۶	۲/۲۶
نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام	۱۲۸	۴/۱۰	۲/۳۸	۴۷/۶۳	۰/۰۱	۶/۹۱	۴/۳	۲۳/۰۷
عمر شرکت	۱۲۷	۲/۲۴	۱/۹۵	۴/۳	۰/۰۰	۱/۱	۰/۵۲	۲/۲

در یک نمای کلی، چنانکه مشاهده می‌شود ضریب چولگی در رابطه با تمام ضرایب به جز بازده، اندازه شرکت مثبت است. این موضوع حاکی از وجود چوله به راست است. در توزیع‌هایی که چولگی مثبت است، $M_x > M_d$ است. از سوی دیگر تمام ضرایب کشیدگی مثبت می‌باشند؛ به این معنا که توزیع متغیرها از توزیع نرمال بلندترند؛ یعنی از اوج بیشتری برخوردارند. علت اوج گرفتن توزیع آن است که داده‌ها حول میانگین متمرکزتر شده‌اند. به عبارت دیگر از پراکندگی داده‌ها کاسته شده است. در خصوص درصد مالکیت بانکی، یکسان بودن میانه با حداقل داده‌ها حاکی از درصد پایین مالکیت بانکی در بسیاری از شرکت‌های بیمه‌ای است. همچنین انحراف معیار نسبتاً بالای این متغیر از تنوع میزان درصد مالکیت بانکی در شرکت‌های مختلف حکایت می‌کند. درصد مالکیت غیربانکی نیز از انحراف معیار قابل توجهی برخوردار است. اما نزدیک بودن نسبی میانگین و میانه نشان از همگن بودن فعالیت مالکان غیربانکی در برخورداری از سهام شرکت‌های بیمه‌ای در زمان‌های

مختلف دارد. بازده دارایی‌ها، اندازه شرکت و عمر هر یک نیز، با انحراف معیارهای نسبتاً پایین تری حکایت از ثبات و عدم تغییر در طول زمان دارند. در حالی که بازده حقوق صاحبان سهام و تا حدودی نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام تغییرات قابل ملاحظه‌ای داشته است. بازده حقوق صاحبان سهام نیز با حداقل ۴۷/۴۴- و حداکثر ۵۹، به علت داشتن میانگین و میانه بسیار نزدیک به هم، نشان‌دهنده یک روال منطقی و نسبتاً منظم در چگونگی کم یا زیاد شدن آن می‌باشد. این مطلب برای بازده دارایی‌ها، اندازه شرکت و عمر شرکت نیز صادق است.

۲-۵. تجزیه و تحلیل آماری

۱-۲-۵. ماتریس همبستگی

اغلب هم‌حرکتی یا هم‌خطی میان متغیرهای مستقل وجود دارد. اما اگر این هم‌خطی زیاد باشد، مدل مناسب نخواهد بود. یکی از روش‌های آزمون هم‌خطی، محاسبه ماتریس همبستگی است. در این ماتریس، ضریب همبستگی بین هر زوج از متغیرهای مستقل محاسبه می‌شود. عدم همبستگی متغیرهای مستقل به معنای این است که ضریب همبستگی بین هر زوج از متغیرهای مستقل مساوی صفر است. اما در عمل به دست آوردن ضریب همبستگی صفر ممکن نیست؛ براساس یک قاعده کلی براساس مقادیر زیر می‌توان درباره میزان همبستگی متغیرها قضاوت کرد. این مقادیر یک قانون ثابت نیستند و به صورت تجربی به دست آمده است. همین تفسیر برای مقادیر منفی نیز قابل استفاده است:

جدول ۲. ماتریس همبستگی

تفسیر	ضریب همبستگی
اندک	$ r \leq 0.5$
متوسط	$0.5 \leq r \leq 0.7$
زیاد	$ r > 0.7$

جداول ۳ و ۴ پیوست نشان می‌دهند که هر زوج از متغیرهای مستقل دارای هم‌خطی حاد نیستند.

۲-۵. نتایج آزمون فرضیه‌های تحقیق

نتایج حاصل از آزمون‌های تعیین مدل تخمین مناسب فرضیه اول در جدول ۳ و نتایج آزمون فرضیه اول با متغیرهای وابسته بازده دارایی‌ها و بازده حقوق صاحبان سهام در جدول ۴ ارائه گردیده است.

جدول ۳. نتایج حاصل از آزمون‌های تعیین مدل تخمین مناسب

آزمون F لیمر		آزمون هاسمن		آزمون
معناداری	آماره آزمون	معناداری	آماره آزمون	متغیر وابسته
۰/۰۰۰۰	۱۵/۹۳۸۶	۰/۰۲۱۳	۱۱/۵۲۵۳	بازده دارایی‌ها
۰/۰۰۰۰	۴/۷۶۰۶	۰/۰۰۰۰	۴۷/۰۱۰۵	بازده حقوق صاحبان سهام

جدول ۴. رابطه بین مالکیت بانکی و بازده

$Performance = \beta_0 + \beta_1(Fb) + \beta_2(TD/TE) + \beta_3(Size) + \beta_4(Age) + \varepsilon_{it}$						
متغیر وابسته						متغیرهای مستقل
بازده حقوق صاحبان سهام			بازده دارایی‌ها			
معناداری	آماره F	ضریب متغیر	معناداری	آماره F	ضریب متغیر	
۰/۶۹۶۶	۰/۳۹۱	۱۶/۲۲۴۱	۰/۰۰۴	۲/۹۴۰۵	۳۱/۸۸۶۵	مقدار ثابت
۰/۰۱۶۵	۲/۴۳۶۲	۰/۱۰۶۴	۰/۰۲۶۱	۲/۲۵۵۷	۰/۰۷۵	مالکیت بانکی
۰/۷۹۴۳	-۰/۲۶۱۵	-۰/۴۳۰۵	۰/۰۱۹۲	-۲/۳۷۸۹	-۱/۰۱۷۳	اندازه شرکت
۰/۰۰۰۰	۶/۶۶	۱/۳۳۳۷	۰/۰۰۲۲	۳/۱۴۰۹	۰/۱۶۴۲	بدهی به حقوق صاحبان سهام
۰/۰۸۸۳	۱/۷۲۰۳	۳/۱۶۳۶	۰/۵۲۴۴	۰/۶۳۸۶	۰/۲۹۵۲	عمر شرکت
۸/۱۳۶۵			۲۸/۳۳۸۷			آماره F
۰/۰۰۰۰			۰/۰۰۰۰			احتمال آماره F
۰/۵۹۳۲			۰/۸۳۵۵			ضریب تعیین
۰/۵۲۰۳			۰/۸۰۶			ضریب تعیین تعدیل شده
۱/۶۴			۱/۶۲			آماره دوربین - واتسون

همانطور که در جدول ۴ ملاحظه می‌گردد در تمامی مدل‌ها مقدار آماره F در سطح خطای آلفا برابر ۱٪ و میزان اطمینان ۹۹٪، معنی‌دار بوده و فرض خطی بودن مدل و

معنی‌دار بودن آن تأیید می‌شود. از آزمون دوربین - واتسون^۱ جهت بررسی استقلال خطاها استفاده می‌شود. چنانچه این آماره در بازه ۱/۵ تا ۲/۵ قرار گیرد به معنای استقلال خطاهاست، همانطور که ملاحظه می‌گردد مقادیر دوربین - واتسون در هر دو مدل، در این بازه بوده و عدم همبستگی بین خطاها را نشان می‌دهد. طبق آنچه در جدول ۴ ارائه شده است، بین بازده دارایی‌ها و متغیر مالکیت بانکی از یک سو و از سوی دیگر بین بازده حقوق صاحبان سهام و متغیر مالکیت بانکی در سطح اطمینان ۹۹٪ رابطه معنی‌دار و مثبتی وجود دارد. بررسی مقدار ضریب تعیین تعدیل‌شده برای مدل مزبور با متغیر وابسته بازده دارایی‌ها (۰/۸۰)، نشان‌دهنده توان بالای توضیح‌دهندگی مدل به منظور پیش‌بینی متغیر وابسته است. در مدل مزبور متغیرهای مستقل استفاده‌شده در تحقیق تقریباً ۵۲٪ رفتار متغیر وابسته بازده حقوق صاحبان سهام را توضیح می‌دهند. وجود رابطه خطی مستقیم بین این دو معیار عملکرد با مالکیت بانکی نشان‌دهنده این مطلب است که با افزایش این نوع مالکیت، عملکرد شرکت‌ها بهبود یافته است و فرضیه اول پذیرفته می‌شود. نتیجه آزمون فرضیه اول همچنین نشان داد که یکی از متغیرهایی که بیشترین اهمیت را در توضیح معیارهای عملکرد دارد متغیر اهرم مالی می‌باشد. وجود اهرم مالی در ساختار سرمایه شرکت به دلیل اثر صرفه‌جویی مالیاتی که برای شرکت به همراه دارد و در نتیجه ROE شرکت را افزایش می‌دهد و همچنین می‌تواند انگیزه‌های مدیریتی را بهبود بخشیده و آنها را وادار به سرمایه‌گذاری‌های مطلوب نماید، بر عملکرد اثر مثبت دارد.

نتایج حاصل از آزمون‌های تعیین مدل تخمین مناسب فرضیه دوم در جدول ۵ و نتایج آزمون فرضیه دوم با متغیرهای وابسته بازده دارایی‌ها و بازده حقوق صاحبان سهام در جدول ۶ ارائه گردیده است.

1. Durbin-Watson Test

جدول ۵. نتایج حاصل از آزمون‌های تعیین مدل تخمین مناسب

آزمون F لیمر		آزمون هاسمن		آزمون
معناداری	آماره آزمون	معناداری	آماره آزمون	متغیر وابسته
۰/۰۰۰۰	۱۴/۴۹۵۲	۰/۰۰۵۹	۱۴/۴۹۵۰	بازده دارایی‌ها
۰/۰۰۰۰	۳/۹۷۳۵	۰/۰۰۴۸	۱۴/۹۵۲۹	بازده حقوق صاحبان سهام

جدول ۶. رابطه بین مالکیت غیربانکی و بازده

$Performance = \beta_0 + \beta_1(Fc) + \beta_2(TD/TE) + \beta_3(Size) + \beta_4(Age) + \varepsilon_{it}$						
متغیر وابسته						متغیرهای مستقل
بازده حقوق صاحبان سهام			بازده دارایی‌ها			
معناداری	آماره t	ضریب متغیر	معناداری	آماره t	ضریب متغیر	
۰/۷۲۶۱	۰/۳۵۱۲	۱۲/۳۷۳۶	۰/۰۵۸۳	۱/۹۱۴۴	۳۷/۶۴۷۹	مقدار ثابت
۰/۱۲۷۹	-۱/۵۳۴۶	-۰/۰۸۱	۰/۲۹۹۳	-۱/۰۴۳۱	-۰/۰۰۹۱	مالکیت غیر بانکی
۰/۹۴۲۹	-۰/۰۷۱۸	-۰/۱۰۱۴	۰/۱۶۰۲	-۱/۴۱۴۴	-۰/۸۰۷۶	اندازه شرکت
۰/۰۶۴۹	۱/۸۶۵۱	۰/۹۰۱۸	۰/۲۵۵۳	۱/۱۴۳۸	۰/۱۱۹۵	بدهی به حقوق صاحبان سهام
۰/۰۷۹۷	۱/۷۶۹۳	۳/۳۵۱۵	۰/۹۷۴۱	۰/۰۳۲۵	۰/۰۲۱۶۷	عمر شرکت
۸/۰۹۳			۲۲/۶۱۸۶			آماره F
۰/۰۰۰۰			۰/۰۰۰۰			احتمال آماره F
۰/۵۹۱۹			۰/۸۰۲۱			ضریب تعیین
۰/۵۱۸۸			۰/۷۶۶۷			ضریب تعیین تعدیل شده
۱/۶۲			۱/۵۵			آماره دورین - واتسون

همانطور که در جدول مزبور ملاحظه می‌گردد تمامی مدل‌های برازش شده در سطح اطمینان ۹۹٪ معنی دار بوده و فرض خطی بودن مدل و معنی دار بودن آن تأیید می‌شود. همینطور مقادیر دورین - واتسون در تمامی مدل‌ها، عدم همبستگی بین خطاها را نشان می‌دهد. بررسی اثر متغیرهای تحقیق بر بازده دارایی‌ها حاکی از این مطلب است که در مدل مذکور، بین مالکیت غیر بانکی و عملکرد شرکت رابطه معناداری یافت نشده است. بررسی اثر متغیرهای تحقیق بر بازده حقوق صاحبان سهام نیز نتایج مشابهی را نشان می‌دهد. بدین ترتیب با توجه به نتایج به دست آمده

فرضیه دوم مبنی بر وجود رابطه معنی دار بین نسبت مالکیت غیر بانکی و عملکرد را نمی توان پذیرفت.

با توجه به نتایج دو فرضیه فوق، بین مالکیت بانکی و عملکرد رابطه مثبت و معناداری وجود دارد، در حالی که رابطه معناداری میان مالکیت غیر بانکی و عملکرد یافت نگردید.

۶. نتیجه گیری و پیشنهادها

طبق نتایج تحقیق، مالکیت بانکی با دو معیار بازده دارایی ها و بازده حقوق صاحبان سهام دارای رابطه معنادار و مثبت است و مالکیت غیر بانکی با دو معیار بازده دارایی ها و بازده حقوق صاحبان سهام دارای رابطه معناداری نمی باشد. نتایج به دست آمده ممکن است به این علت باشد که بانک ها می توانند یک نقش خاص در حاکمیت شرکتی شرکت ها ایفا کنند؛ زیرا آنها می توانند ترکیبی از بدهی و سهام را در شرکت داشته باشند. بانک هایی که به شرکت ها وام می دهند ممکن است دارای انگیزه بیشتری برای نظارت بر شرکت ها باشند. به علاوه، بانک ها ممکن است اطلاعات با ارزشی را از طریق دخالتشان در اعطای وام به شرکت ها به دست آورند، اطلاعاتی که آنها می توانند در نقش نظارتی خود به عنوان سهام دار از آن استفاده کنند و کنترل بهتری بر شرکت داشته باشند و همچنین از سوی دیگر روابط بانکی دسترسی به سرمایه بانک را افزایش می دهد و دسترسی بهتر به وام های بانکی کمک می کند که شرکت ها در فرصت های سودآور سرمایه گذاری کنند.

این نتایج در عین مطابقت با یافته های گورتن و اشمیت^۱، برخلاف نتیجه مطالعات لین و همکاران^۲، برت و ونت^۳، چرینکو و الستن^۴ است. نتایج این تحقیق درباره

1. Gorton and Schmid, 2000
2. Lin et al., 2009
3. Beart and Vennet, 2009
4. Chirinko and Elston, 2006

متغیر کنترلی عمر شرکت نیز مشابه نتایج تحقیق مالیک^۱ و مخالف نتایج المجالی و همکاران^۲ بوده و اهرم مالی نیز در مدل اول دارای رابطه مثبت و معنادار با متغیرهای وابسته بوده که مطابق با نتایج زیتون و تیان^۳ و المجالی و همکاران است. بر اساس یافته‌های تحقیق پیشنهاد می‌گردد:

- به نقش سرمایه‌گذاران بانکی در بدو تأسیس شرکت‌های بیمه اهمیت داده شود و بر حضور سهام‌داران بانکی در ترکیب سهام‌داران این شرکت‌ها تأکید شود.
- با توجه به تأثیر مثبت ساختار مالکیت بانکی بر عملکرد شرکت‌های بیمه و با توجه به ورود شرکت‌های بیمه به بورس اوراق بهادار، به سرمایه‌گذاران توصیه می‌شود در تصمیمات سرمایه‌گذاری خود به عامل ترکیب مالکیت شرکت‌های سرمایه‌پذیر توجه نمایند.

1. Malik, 2011
2. Almajali et al., 2012
3. Zeitun and Tian, 2007

منابع

۱. بابایی، م.ع. و احمدوند، ژ.، ۱۳۸۷. بررسی تأثیر ساختار مالکیت بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار. نشریه تحقیقات مالی، (۲۶)، ۱۰، ص ۶۰-۴۱.
۲. تهرانی، ر.، ۱۳۸۷. مدیریت مالی، انتشارات نگاه دانش.
۳. سرمد، ز.، بازرگان، ع. و حجازی، الف.، ۱۳۸۶. روش‌های تحقیق در علوم رفتاری، تهران: انتشارات آگاه، چ ۱۴.
۴. سیدنژاد فهیم، ر. و آقایی، م.ع.، ۱۳۸۱. نقش استقراض در سودآوری شرکت‌ها. پایان‌نامه کارشناسی ارشد حسابداری، دانشگاه تربیت مدرس.
۵. شانظریان، س.، ۱۳۸۹. بررسی رابطه مالکیت نهادی و مالکیت عمده به عنوان جنبه‌هایی از حاکمیت شرکتی با عملکرد شرکت در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. پایان‌نامه کارشناسی ارشد دانشگاه شهید بهشتی، دانشکده مدیریت و حسابداری.
۶. شجاعیان، م.، ۱۳۸۸. حاکمیت شرکتی و عملکرد بانک‌ها و بیمه‌های خصوصی. پایان‌نامه کارشناسی ارشد بانکداری، مؤسسه عالی بانکداری ایران.
۷. شیرین‌بخش، ش.الف. و خوانساری، ز.، ۱۳۸۴. کاربرد *Eviews* در اقتصادسنجی، انتشارات پژوهشکده امور اقتصادی.
۸. کردستانی، ن.، ۱۳۹۰. رابطه ساختار مالکیت و عملکرد مالی شرکت‌های بیمه. پایان‌نامه کارشناسی ارشد مدیریت بازرگانی، دانشگاه علامه طباطبائی، دانشکده حسابداری و مدیریت.
۹. کریمی، م.، ۱۳۹۰. تأثیر متغیرهای اندازه شرکت، نسبت بدهی، ریسک تجاری و تنوع بیمه‌گری بر سودآوری شرکت‌های بیمه در ایران. پایان‌نامه کارشناسی ارشد مدیریت بازرگانی، گرایش مالی، دانشگاه تهران.
10. Almajali, A., Alamro, S. and Al-Soub, Y., 2012. Factors affecting the financial performance of Jordanian insurance companies listed at Amman stock exchange. *Journal of Management Research*, 4(2), pp. 266-289.
11. Barth, J., Caprio, G. and Levine, R., 2006. *Rethinking bank regulation, till angels govern*. New York: Cambridge University Press, NY.
12. Beart L., and Vennet, R., 2009. Bank ownership, firm value and firm capital structure in Europe". Working Paper, FINES.

13. Bris, A., Welch, I. and Zhu, N., 2006. The cost of bankruptcy. Chapter 7 Liquidation vs. Chapter 13 Reorganization. *Journal of Finance*, 56(2), pp.1253-1303.
14. Chirinko, R. and Elston, J., 2006. Finance, control and profitability: the influence of German banks. *Journal of Economic Behavior and Organization*. 59(1), pp.69-88.
15. Gorton, G. and Schmid F., 2000. Universal banking and the performance of German firms. *Journal of Financial Economics*. 58, pp. 28-80.
16. Iswatia, S. and Anshoria, M., 2007. The influence of intellectual capital to financial performance at insurance companies in Jakarta stock exchange. *Proceedings of the 13th Asia Pacific Management Conference*, Melbourne, Australia.
17. Lin, X., Zhang, Y. and Zhu, N. 2009. Does bank ownership increase firm value? Evidence from China. *Journal of Financial Economics*, 28(4), pp.720-737.
18. Mahrt-Smith, J., 2006. Should banks own equity stakes in their borrowers? A contractual solution to hold-up problems. *Journal of Banking and Finance*. 30, pp. 2911-2929.
19. Majumdar, S., 1997. The impact of size and age on firm-level performance: Some evidence from India. *Review of Industrial Organization*, 12, pp. 231-241.
20. Malik, H., 2011. Determinations of insurance companies' profitability: An analysis of insurance sector of Pakistan. *Academic Research International*, 1(3), pp.720-737.
21. McConnell, J. and Servaes, H., 1995. Equity ownership and the Faces of debt. *Journal of Financial Economics*, 27, pp.595-613.
22. Morck, R., Nakamura, M. and Shivdasani, A., 2000. Banks, ownership structure, and firm value in Japan. *Journal of Business*. 73, pp. 539-567.
23. Sorensen, J.B. and Stuart, T.E., 2000. Age, obsolescence, and organizational innovation. *Administrative Science Quarterly*, 45(1), pp. 81-112.
24. Zeitun, R. and Tian, G.G., 2007. Does ownership affect a firm's performance and default risk in Jordan?. *Corporate Governance*, 7(1), pp. 66-82.

پیوست

جدول ۱. آزمون کولموگوروف-اسمیرنوف

نتیجه گیری	سطح معنی داری	متغیر
نرمال است	۰/۱	بازده دارایی‌ها
نرمال است	۰/۳	بازده حقوق صاحبان سهام

جدول ۲. آزمون ریشه واحد LLC

متغیر	آماره آزمون	احتمال	متغیر	آماره آزمون	احتمال
بازده دارایی‌ها	-۱۵/۷۲	۰/۰۰	اهرم مالی	-۲/۵۱۳۷	۰/۰۰
بازده حقوق صاحبان سهام	-۴/۴۳۸	۰/۰۲	اندازه شرکت	-۶/۲۶۳۸	۰/۰۰
درصد مالکیت بانکی	-۰/۸۶۲۱	۰/۱۹	عمر شرکت	-۳۷/۷۷۵۴	۰/۰۰
درصد مالکیت غیر بانکی	-۱/۱۲۹۲	۰/۱۲			

جدول ۳. ضریب همبستگی پیرسون

متغیرها	اندازه شرکت	عمر شرکت	اهرم مالی	مالکیت غیر بانکی
مالکیت غیر بانکی	۰/۲۱	-۰/۱۴	۰/۰۷	۱
اهرم مالی	۰/۲۳	۰/۳۰	۱	
عمر شرکت	۰/۵۷	۱		
اندازه شرکت	۱			

جدول ۴. ضریب همبستگی پیرسون

متغیرها	اندازه شرکت	عمر شرکت	اهرم مالی	مالکیت غیر بانکی
مالکیت غیر بانکی	-۰/۱۷	۰/۳۸	۰/۰۶	۱
اهرم مالی	۰/۲۳	۰/۳۰	۱	
عمر شرکت	۰/۵۷	۱		
اندازه شرکت	۱			