

بررسی تأثیر مالکیت نهادی بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

محمدرضا نیکبخت^۱ / جواد رحمانی‌نیا^۲

چکیده

هدف این پژوهش بررسی تأثیر میزان مالکیت نهادی بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می باشد. برای اندازه‌گیری عملکرد شرکت‌ها از معیارهای بازده حقوق صاحبان سهام (ROE) و Q توبین بعنوان متغیرهای وابسته تحقیق استفاده شده است. همچنین میزان مالکیت نهادی بعنوان متغیر مستقل این تحقیق و متغیرهای اهرم مالی، مخارج سرمایه‌ای، ریسک بازار و اندازه شرکت بعنوان متغیرهای کنترل در نظر گرفته شده‌اند. داده‌های مورد نیاز از صورت‌های مالی ۷۸ شرکت بورس اوراق بهادار تهران طی سالهای ۱۳۸۱ الی ۱۳۸۶ استخراج گردیده است. در این پژوهش از یک مدل رگرسیون چندگانه استفاده گردیده است.

به طور کلی نتایج تحقیق بیانگر وجود رابطه مثبت و معنی دار بین مالکیت نهادی و عملکرد شرکتها (بر اساس شاخص‌های بازده حقوق صاحبان سهام (ROE) و Q توبین) است. همچنین بازده حقوق صاحبان سهام و اهرم مالی دارای رابطه معنی دار می‌باشند، حال آنکه نتایج تحقیق بیانگر نبود ارتباط خطی معنی دار بین سایر متغیرهای کنترل با عملکرد شرکت‌ها می‌باشد.

واژگان کلیدی: میزان مالکیت نهادی، عملکرد شرکتها، بازده حقوق صاحبان سهام (ROE) و Q توبین.

طبقه‌بندی موضوعی: G32, G34

۱. استادیار دانشگاه تهران

۲. کارشناس ارشد حسابداری

مقدمه

قبل از پیدایش شرکت‌های بسیار بزرگ و در اواخر قرن هجدهم، مالکان، مدیر و مدیران مالک بودند؛ اما با جدایی مالکیت از مدیریت، پیدایش بازارهای اوراق بهادار و گروه‌های مدیران حرفه‌ای، رویکرد جدیدی تحت عنوان شرکت سهامی به عنوان پدیده‌ای اجتماعی مطرح گردید. این امر موجب پیدایش تضاد منافع بین مدیران و مالکان گردید. ترکیب سهامداران در کشورهای مختلف ممکن است متفاوت باشد؛ لیکن سهامداران نقش اساسی در نظام راهبری شرکت می‌توانند داشته باشند، لذا ترکیب مختلف آنها در شرکتها می‌تواند اثرهای متفاوتی را بر عملکرد شرکتها، همچنین نحوه انعکاس اطلاعات شرکت در بازار و تقارن اطلاعات شرکت داشته باشد. بنابراین با توجه به نوع مالکیت، نحوه نظارت بر عملکرد مدیریت شرکتها نیز می‌تواند متفاوت باشد. در این میان آنچه که بیشتر جلب توجه می‌کند حضور روزافزون سرمایه‌گذاران نهادی در دایره مالکین شرکت‌های سهامی عام و تأثیری است که حضور فعال این گروه بر نحوه حاکمیت در سازمان‌ها و همچنین عملکرد آنها می‌تواند داشته باشد. سهامداران نهادی دارای توان بالقوه تأثیرگذاری بر فعالیتهای مدیران به طور مستقیم از طریق مالکیت و به طور غیرمستقیم از طریق مبادله سهام خود می‌باشند و تأثیر مستقیم یا غیر مستقیم سهامداران نهادی می‌تواند بسیار با اهمیت باشد.

از طرف دیگر محصول نهایی فرایند حسابداری، ارائه اطلاعات به استفاده کنندگان مختلف، اعم از استفاده کنندگان داخلی و استفاده کنندگان خارج از شرکت، در قالب گزارش‌های حسابداری است. اقلام مندرج در صورتهای مالی در تصمیم‌گیری استفاده کنندگان صورتهای مالی تأثیر به سزایی دارد و توجه زیادی را معطوف خود ساخته است. یکی از گروه‌های اصلی استفاده کنندگان از صورتهای مالی، سهامداران می‌باشند. در این میان سرمایه‌گذاران نهادی (شامل سرمایه‌گذاران بزرگ نظیر بانک‌ها، شرکت‌های بیمه، شرکت‌های سرمایه‌گذاری، صندوق‌های بازنشستگی و ...) با توجه به مالکیت بخش قابل توجهی از سهام شرکتها، از نفوذ قابل ملاحظه‌ای در شرکتهای سرمایه‌پذیر برخوردار بوده و می‌توانند رویه‌های آنها را تحت تأثیر قرار دهند. از طرفی این نوع سرمایه‌گذاران، سهامداران حرفه‌ای تلقی شده و دارای تحلیل گران‌قوی می‌باشند که اطلاعات حسابداری را تحلیل می‌کنند و بنابراین توانایی استفاده از این اطلاعات را دارا می‌باشند. سرمایه‌گذاران نهادی چندین محرک برای نظارت بر گزارش‌گری مالی و بهبود عملکرد شرکتها را دارند. از جمله

این محرک‌ها می‌توان به این موضوع اشاره کرد که صورت‌های مالی منبع مهمی از اطلاعات در مورد شرکت می‌باشند، یا اینکه این سرمایه‌گذاران در تجزیه و تحلیل اطلاعات حسابداری نسبت به سرمایه‌گذاران انفرادی توانا تر هستند. بنابراین انتظار می‌رود بین میزان مالکیت این گروه از سرمایه‌گذاران و عملکرد شرکتها رابطه‌ای منطقی وجود داشته باشد.

در این تحقیق ارتباط بین میزان مالکیت نهادی موجود در ساختار شرکتها و عملکرد آن‌ها بررسی می‌شود. مطابق با تعریف بوش (Bushee, 1998) سرمایه‌گذاران نهادی، سرمایه‌گذاران بزرگ نظیر بانک‌ها، شرکت‌های بیمه، شرکت‌های سرمایه‌گذاری، مؤسسه‌های بازنشستگی و ... هستند. عموماً این گونه تصور می‌شود که حضور سرمایه‌گذاران نهادی ممکن است به تغییر رفتار شرکتها منجر شود. این امر از فعالیتهای نظارتی که این سرمایه‌گذاران انجام می‌دهند، نشأت می‌گیرد (Velury et al., 2006).

ادبیات و پیشینه پژوهش

در خصوص چگونگی تأثیر سرمایه‌گذاران نهادی بر عملکرد شرکتها دیدگاه‌های مختلفی وجود دارد. تحت فرضیه نظارت فعال به دلیل حجم ثروت سرمایه‌گذاری شده، نهادها احتمالاً سرمایه‌گذاری خود را به طور فعال مدیریت می‌کنند. بر اساس این نگرش سرمایه‌گذاران نهادی، سهامدارانی متبحر هستند که دارای مزیت نسبی در جمع‌آوری و پردازش اطلاعات می‌باشند. عموماً تحقیقات صورت گرفته این فرضیه را تأیید می‌کند. در نتیجه این استدلال یک رابطه مثبت بین میزان مالکیت نهادی و عملکرد شرکت رami توان پیش‌بینی کرد. همچنین این گزاره تنها رابطه سرمایه‌گذاری را بین سهامداران نهادی و شرکت فرض می‌کند (Bushee, 1998).

در مقابل فرضیه نظارت فعال، طرفداران فرضیه منافع شخصی معتقدند سرمایه‌گذاران نهادی بزرگ به اطلاعات خصوصی که جهت اهداف تجاری استخراج شده‌اند، دسترسی دارند (Kim, 1993). هر چه مالکیت متمرکز شود، احتمال دسترسی سهامداران بزرگ به اطلاعات خصوصی بیشتر می‌شود. در چنین شرایطی، سهامداران بزرگ ممکن است تمایل کمتری به تشویق مدیریت برای بهبود عملکرد داشته باشند. همچنین ممکن است؛ نظریه روابط تجاری سودآور (مفید) با شرکت سرمایه‌پذیر، سرمایه‌گذاران نهادی در رای دادن ناگزیر بطرف مدیریت حرکت می‌کنند. برای مثال یک شرکت بیمه‌ای ممکن است که قسمت قابل توجهی از سهام شرکتی را نگهداری نماید و همزمان بیمه‌گرا صلی آن شرکت نیز باشد. رای مخالف با مدیریت ممکن است تأثیر مهمی در روابط تجاری با شرکت و شاید

دیگران بگذارد. لذا طبق این فرضیه، مدیران و مالکان نهادی بطور متقابل از نوعی همیاری و تعاون بهره می برند. بطور کلی این همیاری آثار سودمند نظارت توسط سهامداران بزرگ بر عملکرد شرکت را کاهش می دهد، (Bushee, 1998). اگر چنین امری صحت داشته باشد، فرضیه منافع شخصی مدعی یک رابطه منفی بین میزان مالکیت نهادی و عملکرد شرکتها است. علیرغم شواهد موجود ارتباط بین میزان مالکیت نهادی و عملکرد شرکت نسبتاً مبهم و ناشناخته است؛ از حیث تئوری نهادها ممکن است انگیزه هایی برای نظارت فعال بر مدیریت و به تبع آن ارتقاء و بهبود عملکرد داشته باشد (Shleifer et al., 1997) و (Pound, 1988).

بوش (Bushee, 1998) نیز بیان میدارد: در مقابل هنوز اندیشمندانی وجود دارند که معتقدند نهادها بطور موثر بر شرکت نظارت نمی کنند، چرا که آنها از تجربه کافی برخوردار نیستند و یا از سواری مجانی سایر سهامداران (سهامدارانی که بدون تحمل هزینه های نظارت بر شرکت سرمایه پذیر از مزایای آن برخوردار می شوند، چرا که سهامداران دیگر از قبیل سهامداران نهادی این هزینه ها را متقبل می شوند) ناخشنودند یا ممکن است سیاستمدارانه با مدیران کنار بیایند.

نتایج تحقیق بروس و کینی (Brous et al., 1994) بیانگر آن است که بین قیمت سهام، سودآوری شرکت و بهبود عملیات با میزان مالکیت نهادی یک رابطه مثبت وجود دارد. گراهام و باتاچاریا (Bhattacharya et al., 2007) در تحقیق خود به این نتیجه رسیدند که احتمالاً میزان مالکیت سرمایه گذاران نهادی که هم رابطه تجاری و هم رابطه سرمایه گذاری با شرکت سرمایه پذیر دارند اثر منفی بر عملکرد شرکت خواهد گذاشت. براساس تحقیق پوند (Pound, 1988) با توجه به فرضیه نظارت کارآمد بین عملکرد و سرمایه گذاری بیشتر سرمایه گذاران نهادی رابطه مثبت وجود دارد.

تسای و گو (Tsaia & Gu, 2007) ارتباط بین مالکیت نهادی و عملکرد شرکت در صنعت کازینو برای سالهای ۱۹۹۹ تا ۲۰۰۳ را مورد پژوهش قرار دارند. مالکیت نهادی برابر درصد سهام نگهداری شده توسط شرکتهای دولتی از کل سهام سرمایه می باشد. و این شرکتها شامل شرکتهای بیمه، موسسات مالی، بانکها، شرکتهای دولتی و دیگر اجزای دولت می باشند. آنها نشان دادند که سرمایه گذاران نهادی در کازینوها ممکن است به سرمایه گذاران این صنعت کمک کنند تا مسائل نمایندگی حاصله از تفکیک مدیریت و مالکیت را کاهش دهند.

کرنِت و سایرین (Cornett et al., 2007)؛ در تحقیق خود مالکان نهادی را به دو دسته حساس نسبت به فشار (افرادى که تمایل کمتری برای چالش با مدیریت دارند) و غیر حساس نسبت به فشار

(افرادی که انگیزه بیشتری برای نظارت بر مدیریت و کنترل او دارند) تقسیم نموده و ارتباط آنها را با عملکرد شرکت مورد مطالعه قرار دادند. آنها به این نتیجه رسیدند که میزان مالکیت نهادی غیر حساس (ناظر) رابطه مثبت با عملکرد شرکت دارد و مالکیت حساس ارتباطی با عملکرد شرکت ندارد. همچنین تحقیق بروس و کینی (Brous&kini, 1994) نشان داد، بین قیمت سهام، سودآوری شرکت و بهبود عملیات با میزان مالکیت نهادی یک رابطه مثبت وجود دارد.

گراهام و باتاچاریا (Bhattacharya et al., 2007) به بررسی رابطه بین میزان مالکیت نهادی و عملکرد شرکتها در صنایع مختلف و تقسیم بندی سهامداران نهادی به دو گروه حساس به فشار و مقاوم به فشار در کشور فنلاند پرداختند. نتایج این پژوهش نشان داد که بازخورد دو طرفه و قابل توجه بین میزان مالکیت نهادی و عملکرد شرکتها وجود دارد لیکن این رابطه متقارن و هم اندازه نیست. همچنین در این مقاله نتیجه گیری می شود، سرمایه گذاران نهادی که با شرکتها علاوه بر رابطه سرمایه گذاری، دارای رابطه تجاری نیز می باشند، تاثیر منفی بر عملکرد شرکتها دارند و این اثر در مقایسه با تاثیر منفی عملکرد شرکتها بر میزان مالکیت نهادی خیلی عمده تر است.

کاپوپولس و لازاری تو (Kapopoulos et al., 2007) تاثیر ساختار مالکیت بر عملکرد شرکت را با استفاده از اطلاعات ۱۷۵ شرکت یونانی مورد بررسی قرار دادند، یافته های تحقیق آنها نشان می دهد که؛ ساختار مالکیت متمرکزتر به گونه مثبت با سودآوری بالاتر شرکت ارتباط دارد و برای کسب سودآوری بالاتر به مالکیت با پراکندگی کمتر نیاز است.

چاگانتی و دامانپور (Chaganti et al., 1991) شواهد کمی از همبستگی میزان مالکیت نهادی و عملکرد شرکت را یافتند. مک کونل و سرواس (McConnell et al., 1990) در پژوهش خود گزارش نمودند که رابطه مثبت بین ارزش شرکت و مالکیت توسط سرمایه گذاران نهادی وجود دارد. مطالعه شيفرت و گرنس و رایت ارتباط پایداری در خصوص میزان مالکیت نهادی و عملکرد شرکت ها را در میان کشورهای مختلف مورد تحقیق، نیافتند آنها اینطور استنتاج نمودند که نتایج متناقض بدست آمده در کشورهای گوناگون ممکن است بازتاب این امر باشد که تاثیر سرمایه گذاران نهادی در عملکرد شرکت ها ناشی از خصوصیات محلی هر کشور است.

البته طبق استدلال نظری شلیفر و ویشنی (Shleifer et al., 1997) سهامداران نهادی را می توان در گروهها و فهرست های مختلف مورد بررسی قرار داد. جنسن و مک لینگ (Jensen et al., 1976) در تحقیق خود نشان دادند که مالکیت سرمایه توسط گروه های مختلف آثار متفاوتی را در عملکرد شرکت دارد، بنابراین بررسی تاثیر میزان مالکیت نهادی در عملکرد شرکتها درخور توجه است.

هانسن وهیل (Hansen et al., 1991) در پژوهش خود اینگونه استدلال نمودند که روابط تجاری دوطرفه و سرمایه گذاری می تواند تضاد منافع را برای نهادها ایجاد کند.

برکلی، لیز و اسمیت (Brickley et al., 1988)؛ سهامداران نهادی را در دو گروه طبقه بندی نموده اند شامل سرمایه گذاران نهادی حساس به فشار و سرمایه گذاران نهادی مقاوم به فشار (ناظر). سهامداران مقاوم به فشار آنهایی هستند که تنها یک رابطه سرمایه گذاری با شرکت مورد نظر دارند که شامل صندوق های بازنشستگی، تامین مالی، موقوفات و موسسات خیریه هستند. از طرف دیگر سرمایه گذاران نهادی حساس به فشار آنهایی هستند که احتمالاً "هر دو رابطه سرمایه گذاری و تجاری را با شرکتی که در آن مالکیت دارند، توأماً" با هم دارند. این سهامداران شامل سرمایه گذارانی مانند بیمه ها، بانک ها و غیره هستند. بررسی های تجربی نشان می دهد که میزان مالکیت نهادی حساس به فشار اثر منفی بر عملکرد شرکت دارد.

شلیفرو ویشنی (Shleifer et al., 1997) در پژوهش خود بیان نمودند که وجود سرمایه گذاران نهادی بزرگ، به دلیل افزایش نظارت موثر، اثر مثبت بر عملکرد و ارزش شرکت خواهد داشت. ماگ (Maug, 1998) در تحقیق خود به این نتیجه رسیدند که استفاده سرمایه گذاران نهادی از توانایی ها- نشان برای نظارت بر مدیریت و عملکرد شرکت، تابعی از میزان سرمایه گذاری آنها است. هرچه میزان مالکیت نهادی بیشتر باشد، نظارت بر مدیریت بهتر انجام می شود و این یک ارتباط مستقیم است.

بارتو و سایرین (Bartov et al., 2000) معتقدند که مالکان نهادی سرمایه گذاران حرفه ای بوده و دارای تمرکز بلند مدت هستند. با توجه به حجم سرمایه گذاری و خبره بودن مالکان نهادی، حضور آنها موجب نظارت بر مدیریت می شود. این موضوع می تواند به جای تمرکز بر اهداف کوتاه مدت سودآوری موجب توجه به حداکثرسازی ارزش بلندمدت شرکت شود. نویسی و نایکر (Navissi et al., 2006) در تحقیقی با استفاده از نظریه های پوند (Pound, 1988) به بررسی رابطه بین میزان مالکیت نهادی و عملکرد شرکت در نیوزلند پرداختند. یافته های تحقیق آنها حاکی از این است که سرمایه گذاران نهادی انگیزه های بیشتری برای نظارت بر مدیریت دارند و بنابراین حضورشان تاثیر مثبت بر عملکرد شرکت خواهد داشت ولی در سطوح بالای مالکیت، سرمایه گذاری نهادی ممکن است هیأت مدیره را به اخذ تصمیمات غیر بهینه ترغیب کنند. به عبارت دیگر تملک سهام از طریق سرمایه گذاران نهادی در سطوح پایین تر مالکیت، رابطه مثبتی با ارزش شرکت دارد که این یافته با فرضیه نظارت کارآمد سازگار است. با این وجود با افزایش مالکیت سهام، تاثیر آن بر عملکرد شرکت منفی می شود که این یافته نیز مطابق با فرضیه همگرایی منافع است. در نتیجه ارتباط بین سطح

مالکیت نهادی و عملکرد شرکت تا یک سطح مشخص تملک سهام رابطه مثبت بر ارزش شرکت دارد و مالکیت سهام فراتر از آن سطح تأثیر منفی بر عملکرد شرکت خواهد داشت.

نوروش و ابراهیمی کردلر (۱۳۸۴) در مطالعه‌ای به بررسی رابطه بین سهامداران نهادی و تقارن اطلاعات پرداختند. یافته‌های تحقیق آنها نشان می‌دهد که در شرکت‌هایی که مالکیت نهادی بیشتری دارند در مقایسه با شرکت‌هایی که مالکیت نهادی کمتری دارند، قیمت‌های سهام اطلاعات سودهای آتی را بیشتر دربر می‌گیرد. این نتیجه را ایشان به حرفه‌ای بودن سهامداران نهادی ربط دادند که دارای توانایی و مزیت نسبی در پردازش اطلاعات هستند. از این رو قیمت‌های سهام شرکت‌های با مالکیت نهادی باید بخش بیشتری از اطلاعات مرتبط با سودهای آتی را منعکس کنند.

حساس یگانه و دیگران (۱۳۸۷) در مطالعه‌ای به بررسی رابطه بین سرمایه‌گذاران نهادی و ارزش شرکت پرداختند، یافته‌های تحقیق آنها نشان می‌دهد که یک رابطه مثبت بین سطح سرمایه‌گذاران نهادی و ارزش شرکت وجود دارد که این موضوع مویده فرضیه نظارت کارآمد است. با این وجود، نتایج تحقیق بیانگر عدم وجود ارتباط معنی‌دار بین تمرکز مالکیت نهادی و ارزش شرکت بوده، لذا فرضیه همگرایی منافع را تایید نمی‌کند.

مرفوع (۱۳۸۵) به بررسی تأثیر سرمایه‌گذاران نهادی و اعضای غیرموظف هیات مدیره بر ویژگی پیش‌بینی سود شرکت‌ها (دقت، سوءگیری، به موقع بودن و دفعات تجدیدنظر) پرداخت. یافته‌های وی بیانگر نقش بسیار ضعیف سرمایه‌گذاران نهادی در اثرگذاری بر ویژگی‌های پیش‌بینی سود است البته درخصوص سرمایه‌گذاران نهادی رابطه مستقیم معنی‌داری درخصوص شرکت‌هایی که درصد مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی در آنها بیش از پنجاه درصد است مشاهده گردیده است. همچنین نتایج این پژوهش بیانگر موثر نبودن اعضای غیرموظف هیات مدیره و سرمایه‌گذاران نهادی در کاهش خطای پیش‌بینی‌های سود شرکت‌ها می‌باشد.

بطور خلاصه می‌توان گفت سرمایه‌گذاران نهادی محرک‌هایی برای بهبود عملکرد دارند. علاوه بر آن توان تنبیه مدیرانی را که در جهت منافعشان حرکت نمی‌کنند را دارا می‌باشند. شواهد تجربی عمدتاً از این فرضیه دفاع می‌کنند. (حساس یگانه و دیگران، ۱۳۸۷)

فرضیه‌های تحقیق

باتوجه به مبانی نظری مطروحه در ارتباط با تأثیر میزان مالکیت نهادی در عملکرد شرکت‌ها، بشرح زیر طراحی می‌گردد:

فرضیه اصلی: بین میزان مالکیت نهادی و عملکرد شرکتها رابطه معنی‌دار وجود دارد.

فرضیه فرعی ۱: بین میزان مالکیت نهادی و شاخص کیوتوبین رابطه معنی دار وجود دارد.

فرضیه فرعی ۲: بین میزان مالکیت نهادی و نرخ بازده حقوق صاحبان سهام رابطه معنی دار وجود دارد.

روش پژوهش

تحقیق حاضر با توجه به شیوه جمع آوری داده ها، توصیفی از نوع همبستگی است. همچنین از حیث هدف کاربردی است و نتایج حاصل از این تحقیق می تواند برای طیف گسترده‌ای از سهامداران، مسئولین بورس اوراق بهادار تهران و تدوین کنندگان استانداردهای حسابداری و سایر محققین مفید واقع شود.

قلمرو پژوهش

قلمرو موضوعی این پژوهش عملکرد شرکتها و معیارهای اندازه گیری آن شامل Q توبین و ROE، و همچنین تأثیر میزان مالکیت نهادی بر عملکرد شرکتهای بورس اوراق بهادار تهران در این تحقیق مورد بررسی قرار می گیرد. قلمرو زمانی تحقیق شامل یک دوره زمانی شش ساله براساس صورتهای مالی سالهای ۱۳۸۱ تا ۱۳۸۶ شرکت های نمونه است.

جامعه و نمونه آماری

شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران جامعه آماری این تحقیق را تشکیل می دهند. تعداد شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تا تاریخ ۸۶/۱۲/۲۹، ۴۳۰ شرکت می باشد که در صنایع مختلف فعالیت می کردند. از بین شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، شرکت های سرمایه گذاری و بانکها به سبب ماهیت خاص فعالیتشان حذف شده اند. در این تحقیق شرکت هایی مد نظر قرار خواهند گرفت که:

۱. از سال ۱۳۸۱ تا ۱۳۸۶ در بورس حضور داشته باشند.

۲. سال مالی آنها به پایان اسفند ختم شود.

۳. شرکت بین سالهای ۱۳۸۱ تا ۱۳۸۶ تغییر سال مالی نداده باشد.

۴. شرکت بین سالهای ۱۳۸۱ تا ۱۳۸۶ فعالیت مستمر داشته باشد.

۵. شرکت حداقل در هر سال ۷۰ روز معاملاتی داشته باشد.

۶. جزء شرکت های سرمایه گذاری و بانکها نباشد.

۷. شرکت بین سالهای ۱۳۸۱ تا ۱۳۸۶ سود ده باشد.

با توجه به پیش فرضهای فوق برخی از شرکت‌ها از جامعه آماری حذف شده‌اند. بدین ترتیب باعنایت به محدودیت‌های اعمال شده تعداد ۷۸ شرکت باقیمانده جهت انجام تحقیق انتخاب شدند.

روش‌های تجزیه و تحلیل داده‌ها

برای تجزیه و تحلیل اطلاعات و آزمون فرضیه‌ها از تحلیل رگرسیون استفاده می‌شود. برای این منظور، متغیرهای مستقل و وابسته از دو جنبه متفاوت مورد بررسی قرار می‌گیرند. از یک سو، این متغیرها در میان شرکت‌های مختلف و از سوی دیگر، در دوره زمانی تحقیق، آزمون می‌شوند (روش داده‌های ترکیبی). برای تعیین رگرسیون از رابطه زیر استفاده گردید:

$$Y_{it} = A + B_1 \text{SHARE}_{it} + B_2 \text{KEXP}_{it} + B_3 \text{LEV}_{it} + B_4 \text{MKTRISK}_{it} + B_5 \text{LN (SIZE)}_{it} + e$$

که در این مدل:

Y: شامل معیارهای ارزیابی عملکرد (ROE و TOBINS'Q) بعنوان متغیرهای وابسته تحقیق می‌باشد. در تعریف ارزیابی عملکرد می‌توان گفت که عبارتست از، فرآیند سنجش و اندازه‌گیری و مقایسه و نحوه دستیابی به وضعیت مطلوب و مورد نظر (نوروش (۱۳۸۳)). در رابطه با تعیین بهترین معیار ارزیابی عملکرد تا کنون تحقیقات فراوانی انجام شده است، اما یک شاخص مطلق و ایده آل برای سنجش عملکرد شرکت‌ها معرفی نشده است. در این تحقیق بمنظور ارزیابی عملکرد از دو معیار بازده حقوق صاحبان سهام و نسبت کیوتوین استفاده می‌شود.

ROE: نرخ بازده حقوق صاحبان سهام شرکت **i** در پایان سال **t** که از طریق تقسیم سود قبل از مالیات بر حقوق صاحبان سهام بدست می‌آید.

Tobins'Q: (ارزش بازار سهام عادی + ارزش دفتری کل بدهی‌ها) تقسیم بر ارزش دفتری کل داراییهای شرکت **i** در پایان سال **t**

Share: نسبت سهام عادی در اختیار سرمایه‌گذاران نهادی شرکت **i** در پایان سال **t** بعنوان متغیر مستقل تحقیق می‌باشد.

متغیرهای کنترل: تحقیقات قبلی چند عامل که بر عملکرد شرکت اثر می‌گذارند را شناسایی کرده‌اند. از آن جمله می‌توان به اندازه شرکت، اهرم مالی و ریسک بازار و مخارج سرمایه‌ای اشاره کرد (Bhattacharya et al., 2007).

Kexp: مخارج سرمایه‌ای (اضافات دارایی ثابت در طی سال به کل داراییها) شرکت **i** در پایان سال **t**

Levg: اهرم مالی (کل بدهی‌ها تقسیم بر کل دارایی‌ها) شرکت **i** در پایان سال **t**

Mktrisk: ریسک بازار (انحراف معیار بازده سالانه سهام) شرکت i در پایان سال t

Ln(size): اندازه شرکت (لگاریتم طبیعی مجموع داراییها) شرکت i در پایان سال t

e : خطای ناشناخته

در این مدل معنادار بودن ضریب β_1 مثبت (یا منفی) بیانگر آن است که با افزایش مالکیت نهادی عملکرد شرکت افزایش (یا کاهش) می‌یابد. در ضمن ضرایب β_2 ، β_3 ، β_4 و β_5 به ترتیب مربوط به معنی‌داری مخارج سرمایه‌ای، اهم مالی، ریسک بازار و اندازه شرکت است.

در این تحقیق برای معنی‌داری هر یک از ضرایب جزیی رگرسیون از آزمون t استیودنت و برای معنی‌داری مدل رگرسیونی از آماره فشر (F) در سطح ۹۵ درصد اطمینان استفاده شده است. لازم به ذکر است که از نرم افزار آماره SPSS نسخه ۱۶ برای این منظور استفاده شده است.

تحلیل آماری:

جهت بررسی نرمال بودن متغیرها از آزمون کولموگوروف - اسمیرنوف (K-S) استفاده می‌شود.

فرضیه های این آزمون بصورت زیر می باشند:

$H_0: Sig \geq 5\%$ داده ها نرمال است (داده ها از جامعه نرمال آمده اند) **H0:**

$H_1: Sig < 5\%$ داده ها نرمال نیست (داده ها از جامعه نرمال نیامده اند) **H1:**

جدول (۱): نتیجه آزمون K-S برای متغیرهای تحقیق

متغیر	سطح معنی داری	نتیجه گیری
کیو توین	۰,۴۱۱	نرمال است
بازده حقوق صاحبان سهام	۰,۰۸۳	نرمال است
میزان مالکیت نهادی	۰,۰۶۳	نرمال است
ریسک بازار	۰,۰۸۱	نرمال است
اندازه شرکت	۰,۰۹۴	نرمال است
مخارج سرمایه ای	۰,۰۵۲	نرمال است
اهرم مالی	۰,۱۴۸	نرمال است

براساس جدول (۱)، همانگونه که از آزمون نرمال بودن کولموگوروف - اسمیرنوف استنباط می

شود سطح معنی داری برای همه متغیرهای تحقیق بیشتر از مقدار خطا (۵٪) می باشد، پس فرض صفر را

نتیجه می‌گیریم یعنی متغیرها نرمال می‌باشند. بنابراین برای آزمودن متغیرها از روشهای پارامتری استفاده می‌نمائیم.

جدول شماره (۲) نتایج حاصل از مدل رگرسیونی خطی چند گانه برای فرضیه فرعی اول را نشان می‌دهند:

جدول (۲): نتایج حاصل از مدل رگرسیون خطی چند گانه (فرضیه فرعی اول)

TOBIN'S Q = ۲,۲۶۱+۰,۰۱۲SHARE+۰,۰۳۱ KEXP+۰,۴۸۶LEV- ۳,۸۱۸ MKTRISK- ۰,۰۸۲ LN (SIZE)				
ضریب غیر استاندارد	ضریب استاندارد	آماره t	سطح معنی داری	مقدار ثابت
۲,۲۶۱	-	۲,۷۸۱	۰,۰۰۶	
۰,۰۱۲	۰,۲۴۰	۵,۲۹۳	۰,۰۰۰	میزان مالکیت نهادی
- ۰,۰۰۰۰۰۳	- ۰,۰۰۰۷	-۰,۱۶۵	۰,۸۶۹	ریسک بازار
- ۰,۰۰۸۲	- ۰,۰۶۴	-۱,۴۰۷	۰,۱۶۰	اندازه شرکت
۰,۰۳۱	۰,۰۴۹	۱,۰۹۲	۰,۲۷۵	مخارج سرمایه ای
۰,۴۸۶	۰,۰۴۲	۰,۹۱۴	۰,۳۶۱	اهرم مالی
آماره دوربین واتسون=۱,۷۴۸	R ² =۰,۵۵۹		آماره F=۶,۲۶۱	
ضریب همبستگی چند گانه=۰,۷۷۴	R ² تعدیل شده = ۰,۵۸۷		سطح معنی داری F=۰,۰۰۰	

همانطور که از نتایج جدول (۲) مشخص است ضریب همبستگی چند گانه (Multiple R) بزرگتر از صفر می‌باشد، عبارتی $\rho \neq 0$ بوده، بنابراین بین متغیرهای مستقل و متغیر وابسته همبستگی چند گانه وجود دارد.

ضریب همبستگی ۰,۷۷۴ می‌باشد و ضریب تعیین که مجذور ضریب همبستگی می‌باشد برابر ۰,۵۵۹ می‌باشد. که می‌گوید میزان تغییرات در متغیرهای مستقل باعث ۵۵,۹ درصد تغییرات در متغیر وابسته می‌شود. لذا می‌توان نتیجه گرفت متغیرهای مستقل به خوبی می‌توانند تغییرات متغیر وابسته را توضیح دهند.

برای معنی داری مدل رگرسیونی از آماره فیشر (F) در سطح ۹۵ درصد اطمینان استفاده شده است. همانطور که جدول فوق مشاهده می‌گردد چون مقدار سطح معنی داری در مدل تحقیق کوچکتر از مقدار خطا (۰,۰۵) می‌باشد پس مدل رگرسیون خطی است.

بعد از آزمون معنی دار بودن رگرسیون، باید معنی دار بودن هر کدام از ضرایب آزمون گردد. هدف از انجام این آزمون آن است که مشخص شود آیا در سطح اطمینان ۹۵ درصد

ضریب محاسبه گردیده مخالف صفر است یا خیر؟ به عبارت دیگر نحوه ارتباط هر یک از متغیرهای مستقل را با هریک از متغیرهای وابسته مشخص کنیم. در اغلب موارد، در آزمون فرض برای β_i ها، می‌خواهیم بدانیم آیا تغییری مانند X_i تاثیری در متغیر وابسته Y دارد یا خیر؟ اگر X_i تاثیری در Y نداشته باشد در این صورت β_i مربوط به آن صفر است ($\beta_i = 0$) و می‌توان آن متغیر را از معادله رگرسیون حذف کرد. در این تحقیق برای هر یک از ضرایب جزیی رگرسیون از آزمون T استیودنت استفاده شده است.

همانگونه که در جدول (۲) ملاحظه می‌شود سطح معنی‌داری برای مقدار ثابت و متغیر میزان مالکیت نهادی کوچکتر از مقدار خطا ۰,۰۵ می‌باشد لذا با اطمینان ۹۵ درصد معنی‌دار هستند. پس مقدار ثابت و متغیر میزان مالکیت نهادی در مدل باقی می‌ماند. همچنین سطح معنی‌داری برای متغیرهای ریسک بازار، اندازه شرکت، مخارج سرمایه‌ای و اهرم مالی بزرگتر از مقدار خطا ۰,۰۵ می‌باشد پس متغیرهای مذکور از مدل حذف می‌شود. لذا معادله نهایی به صورت زیر خواهد بود.

$$(TOBIN'S Q) = 2.261 + 0.012 (SHARE)$$

جدول شماره (۳) نتایج حاصل از مدل رگرسیونی خطی چند گانه برای فرضیه فرعی دوم را نشان

می‌دهند:

جدول (۳) نتایج حاصل از مدل رگرسیون خطی چند گانه (فرضیه فرعی دوم)

ROE = -۰,۲۸۲ + ۰,۰۰۴ SHARE + ۰,۰۰۵ KEXP + ۱,۰۷۱ LEVG + ۶,۵۵۵ MKTRISK + ۰,۰۰۶ LN (SIZE)				
مقدار ثابت	سطح معنی‌داری	آماره تی	ضریب استاندارد	ضریب غیر استاندارد
۰,۲۷۵	۰,۰۹۳ -	-	-	-۰,۲۸۲
میزان مالکیت نهادی	۰,۰۰۰	۵,۰۴۳	۰,۲۲۲	۰,۰۰۴
ریسک بازار	۰,۳۷۳	۰,۸۹۱	۰,۰۳۹	۰,۰۰۰۰۶۵۵۵
اندازه شرکت	۰,۷۶۲	۰,۳۰۳	۰,۰۱۳	۰,۰۰۶
مخارج سرمایه‌ای	۰,۵۵۳	۰,۵۹۳	۰,۰۲۶	۰,۰۰۵
اهرم مالی	۰,۰۰۰	۶,۳۴۵	۰,۲۸۰	۱,۰۷۱
آماره $F = ۲,۶۱۳$	$R^2 = ۰,۶۶۰$		آماره دوربین واتسون = ۲,۳۱۱	
سطح معنی‌داری $F = ۰,۰۰۰$	R^2 تعدیل شده = ۰,۶۴۶		ضریب همبستگی چند گانه = ۰,۸۱۲	

در مدل دوم (رگرسیون خطی مربوط به آزمون فرضیه فرعی دوم) ضریب همبستگی ۰,۸۱۲ می‌باشد و ضریب تعیین که مجذور ضریب همبستگی می‌باشد برابر ۰,۶۶۰ می‌باشد. که می‌گوید میزان تغییرات در متغیرهای مستقل باعث ۶۶,۰ درصد تغییرات در متغیر وابسته می‌شود. لذا می‌توان نتیجه گرفت متغیرهای مستقل به خوبی می‌توانند تغییرات متغیر وابسته را توضیح دهند.

برای معناداری مدل رگرسیونی از آماره فیشر (F) در سطح ۹۵ درصد اطمینان استفاده شده است. همانطور که جدول فوق مشاهده می‌گردد چون مقدار سطح معنی‌داری در مدل تحقیق کوچکتر از ۵ درصد می‌باشد، مدل رگرسیون معنی‌دار است.

سطح معنی‌داری برای متغیرهای میزان مالکیت نهادی و اهرم مالی کوچکتر از مقدار خطا ۰,۰۵ می‌باشد لذا متغیرهای مالکیت نهادی و اهرم مالی معنی دارند. همچنین سطح معنی‌داری برای متغیرهای ریسک بازار، اندازه شرکت، مخارج سرمایه‌ای و مقدار ثابت بزرگتر از مقدار خطا ۰,۰۵ می‌باشد پس متغیرهای مذکور از مدل حذف می‌شود. پس معادله نهایی به صورت زیر خواهد بود.

$$(ROE) = 0.004 (SHARE) + 1.071 (LEV)G$$

در نهایت برای آزمون خود همبستگی در جزء اخلاص (آزمون همبستگی پیاپی در جملات خطا)، از آزمون دوربین - واتسون (D.W) استفاده می‌کنیم. در صورتی که مقدار آماره دوربین واتسون بین ۱,۵ تا ۲,۵ باشد همبستگی پیاپی در جملات خطا تقریباً وجود ندارد و ما می‌توانیم با اطمینان رگرسیون را تایید کنیم.

در رگرسیون خطی مربوط به آزمون فرضیه‌های فرعی اول و دوم مقدار آماره دوربین - واتسون به ترتیب برابر با ۱,۷۴۸ و ۲,۳۱۱ می‌باشد که در بازه بین ۱,۵ تا ۲,۵ قرار می‌گیرد پس مشکلی از این جهت وجود نخواهد داشت.

تفسیر و ارزیابی نتایج آزمون فرضیه‌ها

بررسی آزمون فرضیه فرعی اول

فرضیه فرعی اول تحقیق، وجود رابطه معنی‌دار بین میزان مالکیت نهادی و عملکرد شرکت‌ها بر اساس شاخص کیوتوبین رامطرح می‌کند. با توجه به جدول (۲) فرضیه وجود همبستگی چند گانه بین متغیرها در این مورد تایید می‌شود آماره $F=6,083$ (جدول ۲)، نشان‌دهنده معنی‌داری کلی مدل رگرسیونی برازش شده در سطح اطمینان ۹۵ درصد است. با توجه به R^2 مدل برازش شده می‌توان ادعا کرد، حدود ۵۸/۷ درصد از تغییرات در عملکرد شرکت توسط متغیرهای مستقل مدل توضیح داده می‌شود. مطابق با پیش‌بینی، ضریب و آماره t متغیر میزان مالکیت نهادی از وجود یک رابطه مستقیم و معنی‌دار بین میزان مالکیت نهادی و عملکرد شرکت‌ها بر اساس شاخص کیوتوبین در سطح اطمینان ۹۵ درصد خبر می‌دهد. در ضمن در بین متغیرهای کنترل، متغیرهای ریسک بازار و اندازه شرکت دارای یک

رابطه معکوس و متغیرهای مخارج سرمایه‌ای و اهرم مالی یک رابطه مستقیم با معیار ارزیابی عملکرد کیوتوبین دارند، ولی این روابط در سطح اطمینان ۹۵ درصد معنی‌دار نیستند. مقدار ثابت مدل نیز برابر با ۲,۲۶۱ و معنادار می‌باشد.

با عنایت به نتایج فوق فرضیه فرعی اول تحقیق مبنی بر وجود رابطه معنی‌دار بین میزان مالکیت نهادی و عملکرد شرکت‌ها براساس شاخص کیوتوبین مورد تأیید قرار می‌گیرد.

بررسی آزمون فرضیه فرعی دوم

فرضیه فرعی دوم تحقیق وجود رابطه معنی‌دار بین میزان مالکیت نهادی و عملکرد شرکت‌ها براساس شاخص بازده حقوق صاحبان سهام را مطرح می‌کند. باتوجه به جدول (۳) فرضیه وجود همبستگی چند گانه بین متغیرها در این مورد تایید می‌شود. آماره $F=12,613$ (جدول ۳)، نشان‌دهنده معناداری کلی مدل رگرسیونی برازش شده در سطح اطمینان ۹۵ درصد است. با توجه به R^2 مدل برازش شده می‌توان ادعا کرد، حدود ۶۴/۶ درصد از تغییرات معیار ارزیابی عملکرد بازده حقوق صاحبان سهام توسط متغیرهای مستقل مدل توضیح داده می‌شود. مطابق با پیش‌بینی، ضریب و آماره t متغیر میزان مالکیت نهادی از وجود یک رابطه مستقیم و معنی‌دار بین میزان مالکیت نهادی و عملکرد شرکت‌ها براساس شاخص بازده حقوق صاحبان سهام در سطح اطمینان ۹۵ درصد خبر می‌دهد. درضمن در بین متغیرهای کنترل، تنها متغیر اهرم مالی بوده که مطابق پیش‌بینی یک رابطه مستقیم معنی‌دار با معیار ارزیابی عملکرد بازده حقوق صاحبان سهام دارد. سایر متغیرهای کنترل شامل ریسک بازار، اندازه شرکت، مخارج سرمایه‌ای و اهرم مالی یک رابطه مستقیم با معیار ارزیابی عملکرد بازده حقوق صاحبان سهام دارند، مقدار ثابت مدل نیز دارای یک رابطه معکوس با معیار ارزیابی عملکرد بازده حقوق صاحبان سهام می‌باشد ولی این روابط در سطح اطمینان ۹۵ درصد معنی‌دار نیستند.

با عنایت به نتایج فوق فرضیه فرعی دوم تحقیق مبنی بر وجود رابطه معنی‌دار بین میزان مالکیت نهادی و عملکرد شرکت‌ها براساس شاخص بازده حقوق صاحبان سهام (ROE) مورد تأیید قرار می‌گیرد.

با توجه به نتایج فوق، فرضیه اصلی تحقیق مبنی بر وجود رابطه معنی‌دار بین میزان مالکیت نهادی و عملکرد شرکت‌ها مورد تأیید قرار گرفته و به این موضوع که سرمایه‌گذاران نهادی، نظارتی کارآمد بر شرکت‌های سرمایه‌پذیر برقرار می‌کنند، صحنه می‌گذارد. این نتایج با یافته‌های محققینی نظیر کرن

و سایرین (Cornett et al., 2007)، نویسی و نایکر (Navissi et al., 2006)، کاراتاناسیس و دراکوس (Karathanassis et al., 2004)، شلیفر و ویشنی (Shleife et al., 1997)، نوروش و ابراهیمی کردلر (۱۳۸۴) و ... مطابقت دارد.

نتیجه‌گیری

بر اساس یافته‌های پژوهش می‌توان نتیجه‌گیری کرد که بین میزان مالکیت نهادی و عملکرد شرکت‌ها رابطه معنی‌داری وجود دارد. به طور کلی یافته‌های تحقیق شواهدی قوی در ارتباط با تأثیر مثبت سرمایه‌گذاران نهادی بر عملکرد شرکت فراهم می‌آورد که موید فرضیه نظارت کارآمد است و بیان می‌دارد که سرمایه‌گذاران نهادی محرک‌هایی برای بهبود عملکرد دارند و توان تنبیه مدیرانی که در جهت منافعشان حرکت نمی‌کنند را نیز دارا می‌باشند. این امر می‌تواند بیانگر آن باشد که مالکین نهادی پرتفوی خود را به صورت فعال مدیریت کرده و مدیران را به اخذ تصمیمات بهینه ترغیب می‌کنند. به عبارت دیگر، وجود سرمایه‌گذاران نهادی سبب بهبود عملکرد و در نتیجه افزایش ثروت سهامداران می‌شود. مالکین نهادی برای تحقق افزایش ارزش پرتفوی خود، مدیران شرکت‌های سرمایه‌پذیر را به اخذ تصمیمات بهینه و به تبع آن بهبود عملکرد شرکت ترغیب می‌کنند.

پیشنهادهایی به استفاده‌کنندگان از نتایج تحقیق

۱. پیشنهاد می‌شود که استفاده‌کنندگان صورتهای مالی در هنگام مطالعه صورتهای مالی شرکتها به عامل ترکیب سهامداران آن نیز توجه کنند. برای مثال بر اساس یافته‌های این تحقیق به طور کلی شرکت‌هایی که از میزان مالکیت نهادی بالایی برخوردارند دارای عملکرد بهتری می‌باشند.

۲. با توجه به این موضوع که حضور سرمایه‌گذاران نهادی سبب تغییر رفتار شرکت‌ها می‌شود. از این رو پیشنهاد می‌شود که مکانیزمی فراهم گردد تا اطلاعات مربوط به این سهامداران در اختیار استفاده‌کنندگان از صورتهای مالی قرار گیرد.

پیشنهادهایی برای تحقیقات آتی

۱. پیشنهاد می‌شود نقش میزان مالکیت نهادی در صنایع مختلف به طور جداگانه مورد آزمون قرار گیرد.

۲. معیارهای ارزیابی عملکرد به اشکال مختلفی تعریف شده و برای اندازه‌گیری آن مدل‌های زیادی وجود دارد. در این تحقیق از دو معیار Q تویین و بازده حقوق صاحبان

سهام استفاده شده است، پیشنهاد می‌شود معیارهای دیگر ارزیابی عملکرد نیز در این ارتباط آزمون شوند.

۳. از آنجا که برخی از سرمایه گذاران نهادی دارای دیدگاه بلند مدت بوده و نماینده‌ای در هیات مدیره شرکت منصوب می‌کنند و دارای انگیزه بیشتری برای نظارت بر مدیریت هستند (سرمایه گذاران نهادی فعال) و برخی دیگر دارای دید کوتاه مدت و گذرا بوده و تنها به سودهای کوتاه مدت علاقه‌مند می‌باشند (سرمایه گذاران نهادی غیر فعال)، پیشنهاد می‌شود ماهیت ارتباط بین مالکیت نهادی و عملکرد شرکت‌ها از طریق تقسیم سرمایه گذاران نهادی به نهادهای با نماینده در هیات مدیره و نهادهای بدون نماینده در هیات مدیره، بررسی گردد.

منابع و مأخذ:

۱. حساس یگانه، یحیی و مرادی، محمد و اسکندر، هدی (۱۳۸۷). "بررسی رابطه بین سرمایه گذاران نهادی و ارزش شرکت"، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، تابستان ۱۳۸۷، دوره ۱۵، شماره ۵۲، صفحه ۱۰۷-۱۲۲
۲. مرفوع، محمد (۱۳۸۵). "بررسی رابطه بین اعضای غیرموظف هیأت مدیره و سرمایه گذاران نهادی با ویژگی‌های پیش بینی سود"، پایان‌نامه کارشناسی ارشد رشته حسابداری، دانشگاه علامه طباطبائی.
۳. نوروش، ایرج (۱۳۸۳)، "مدیریت مالی جلد اول"، انتشارات دانشگاه تهران، ص ۶
۴. نوروش، ایرج و ابراهیمی کردلر، علی (۱۳۸۴). "بررسی و تبیین رابطه ترکیب سهامداران با تقارن اطلاعات و سودمندی معیارهای حسابداری عملکرد"، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، شماره ۴۲، صص ۹۷-۱۲۴.
5. Bartov, E., Radhakrishnan, S. and I. Krinsky (2000). "Investor Sophistication and Patterns In Stock Returns after Earnings Announcements", *Accounting Review*, 75: 43-64.
6. Bhattacharya, Prasad, S., Graham, Michael (2007) "Institutional Ownership and Firm Performance: Evidence from Finland". school of accounting economics and finance; faculty of business and law; Melbourne campus at burwood.
7. Brickley, J., Lease, R.C. and Smith, C.W. (1988), "Ownership structure and voting on antitakeover amendments," *Journal of Financial Economics*, Vol. 20, pp. 267-91.
8. Brous, P.A. and O.kini (1994). "The Valuation Effects Of Equity Issues and the Level of Institutional Ownership: Evidence From Analysis' Earning Forecasts", *Finance Management*, spring: 33-46.
9. Bushee, B.J (1998). "The Influence of Institutional Investors on Myopic R&D Investment Behavior", *Accounting Review*, 73(July):305-334.
10. Chaganti, R. & F. Damanpour (1991). Institutional ownership, capital structure and firm performance. *Strategic Management Journal* 12, 479-491
11. Cornett, Marcia Millon, Marcus, Alan, Tehranian, Hassan and Saunders, Anthony (2007). "The impact of institutional ownership on corporate operating performance", *Journal of Banking & Finance* ,31 (2007) 1771-1794
12. Hansen, G. S., & C. W. L. Hill (1991). Are institutional investors myopic? A time series study of four technology-driven industries. *Strategic Management* 12, 1-16.

13. Jensen, Michael c.and William H. Meckling (1976). "Theory of the Behavior, Agency Costs and Ownership Structure." *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, No. 4, pp. 305-360.
14. Kapopoulos P. and S. Lazaretou (2007). "Corporate Ownership structure and Firm Performance: Evidence from Greek Firms." *Corporate Governance: An International Review*. Vol. 15, No. 2, pp. 144-158.
15. Karathanassis, G.A and Drakos, A.A. (2004). "A Note on Equity Ownership and Corporate Value in Greece", *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, pp. 305-60.
16. Kim,o (1993). "Disagreements among shareholders Over a Firm's Disclosure Policy", *Journal Finance*, 2:747-760.
17. Maug, E. (1998). "Large shareholders as Monitors: is there a trade off between Liquidity and control?" *Journal of Finance*, 53:65-98.
18. McConnell, J. J. & Servaes, H. (1990). Additional evidence on equity ownership and corporate value. *Journal of Financial Economics* 27, 595-612.
19. Navissi, Farshid. and Naiker, Vic (2006). "Institutional Ownership and corporate value", *Managerial Finance*, Vol. 32 No. 3, 2006 pp. 247-256.
20. Pound, J. (1988), "Proxy contests and the efficiency of shareholder oversight", *Journal of Financial Economics*, Vol. 20, pp. 237-65.
21. Seifert, B., H. Gonenc, & J. Wright (2005). The international evidence on performance and equity ownership by insiders, blockholders, and institutions. *Journal of Multinational Financial Management* 15, 171-191.
22. Shleifer, A., and R. Vishny (1997). "A survey of Corporate governance", *Journal of Finance*, 52, 737-775.
23. Tsaia, H. and Z. Gu(2007). "The Relationship Between Institutional Ownership and Casino Firm Performance." *Hospitality Management*. vol.26, pp.517-530
24. Velury, V. and D.S. Jenkins (2006). "Institutional Ownership and the Quality of Earnings", *Journal of Business Research*, 59:1043-1051.