

بررسی رابطه‌ی مالکیت نهادی با عملکرد مالی جاری و آتی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

محمد نمازی^۱، محمد حلاج^۲، شهلا ابراهیمی^۳

۱. استاد دانشگاه شیراز، ایران

۲. دانشجوی کارشناسی ارشد حسابداری دانشگاه تهران، ایران

۳. دانشجوی کارشناس ارشد حسابداری دانشگاه شیراز، ایران

(تاریخ دریافت: ۱۳۸۸/۳/۱۰، تاریخ تصویب: ۱۳۸۸/۷/۱۲)

چکیده

طبق نظریه‌ی نمایندگی، "مالکان نهادی" ممکن است تضاد نمایندگی را از طریق نظارت بر اقدامات مدیریت کاهش دهند و عملکرد شرکت را بهبود بخشند. مالکان نهادی نه تنها انگیزه، بلکه تخصص و منابع لازم را برای نظارت بر شرکت دارند. از این رو، هدف از این مقاله بررسی رابطه‌ی بین مالکیت نهادی و عملکرد مالی جاری و آتی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. دوره‌ی زمانی مورد مطالعه سال‌های ۱۳۸۳ - ۱۳۸۵ و نمونه‌ی انتخابی شامل ۷۲ شرکت است. نتایج آزمون فرضیه‌های این پژوهش با استفاده از "روش حداقل مربعات جزئی" مربوط به رگرسیون جزئی، "بازگوکننده‌ی این است که بین مالکیت نهادی و عملکرد شرکت رابطه‌ی معناداری وجود دارد. تجزیه و تحلیل بیشتر این یافته‌ها نشان‌دهنده‌ی رابطه‌ی مثبت معنادار بین عملکرد و مالکیت نهادی است. بررسی فرضیه‌های پژوهش در سطح صنایع بیانگر وجود رابطه‌ی معنادار بین عملکرد شرکت و مالکیت نهادی است. شدت این رابطه در مورد عملکرد جاری در صنعت دارویی و شیمیایی و در مورد عملکرد آتی در صنعت خودرو و ماشین‌آلات بیشتر از سایر صنایع انتخابی است. اما نوع رابطه در سطح صنایع مشخص نیست.

واژه‌های کلیدی: مالکیت نهادی، عملکرد مالی، رگرسیون جزئی و روش حداقل مربعات جزئی، بورس اوراق بهادار تهران

۱. مقدمه

در دهه‌های اخیر سهام تحت تملک سرمایه‌گذاران نهادی به طور چشمگیری افزایش یافته است [۱۳]. منظور از سرمایه‌گذاران نهادی، شرکت‌های بیمه، صندوق‌های سرمایه‌گذاری، مؤسسه‌های مالی، بانک‌ها و شرکت‌های سهامی است که در سایر شرکت‌های سهامی عام سرمایه‌گذاری می‌کنند. از این رو، سرمایه‌گذاران نهادی بزرگ‌ترین گروه سهامداران شرکت‌های سهامی عام شده‌اند. این روند سؤال‌های جالبی را در مورد رابطه‌ی مالکیت نهادی با حاکمیت شرکتی و عملکرد شرکت مطرح کرده است. در مورد رابطه‌ی مالکیت نهادی با عملکرد شرکت سه فرضیه وجود دارد [۱۹]:

۱. فرضیه نظارت کارا: بیانگر این است که یک نهاد به علت ملاحظات ریسک خود، بیشتر متقاضی نظارت بر مدیران است. منطبق این فرضیه این است که به علت بالا بودن هزینه‌ی نظارت، فقط سهامداران بزرگ نظیر سرمایه‌گذاران نهادی می‌توانند به مزایای کافی دست یابند تا انگیزه نظارت را داشته باشند. در واقع، سرمایه‌گذاران نهادی بزرگ، فرصت، منابع، تخصص و توانایی نظارت و تأثیرگذاری بر مدیران را دارند [۱۰]. به هر حال، این که آیا نهادها از توانایی خود برای تأثیرگذاری بر تصمیمات شرکت استفاده می‌کنند یا نه، تابعی از سهام متعلق به آن‌هاست. اگر سهام متعلق به سرمایه‌گذاران نهادی زیاد باشد، این سهام کمتر قابل داد و ستد است و بنابراین برای دوره‌های طولانی‌تری نگهداشته می‌شود [۱۷]. این دسته، سرمایه‌گذاران نهادی پایا (بلندمدت) هستند. آن‌ها به احتمال زیادی در امر نظارت شرکت می‌کنند؛ زیرا زمان طولانی‌تری برای یادگیری در مورد شرکت‌ها و هم‌چنین فرصت‌های بیشتری برای تأثیرگذاری بر مدیریت دارند [۱۳]. اما زمانی که سرمایه‌گذاران نهادی تعداد سهام به‌طور نسبی کمی در شرکت دارند، می‌توانند در صورت ضعیف بودن عملکرد شرکت به راحتی سرمایه‌گذاری‌های خود را نقد کنند و در نتیجه انگیزه‌ی کمی برای نظارت دارند [۱۷]. این‌ها سرمایه‌گذاران نهادی ناپایا (کوتاه مدت) هستند؛ زیرا تمایل به انجام معاملات مکرر بر اساس اطلاعات دارند و بر سودهای تجاری کوتاه مدت تأکید می‌کنند [۱۳].

سرمایه‌گذاران نهادی پایا می‌توانند از سه راه عملکرد شرکت را بهبود ببخشند [۱۳]؛ اول، آن‌ها به دلیل ارتباط نزدیک خود با بازار سرمایه و فعالیت نظارت می‌توانند مسایل نمایندگی و عدم تقارن اطلاعات را کاهش بدهند، مسایلی که عملکرد ضعیف و سرمایه-

گذارای کمتر را ترغیب می‌کند. دوم، آن‌ها مسئله‌ی نزدیک بینی مدیریت را تعدیل می‌کنند به گونه‌ای که برای مدیران امکان سرمایه‌گذاری در پروژه‌های سودآور بلندمدت‌تر را فراهم می‌کند. سوم، آن‌ها از طریق افزایش درجه‌ی انگیزش، پاداش مدیران و منافع آن‌ها با سهامداران را بهتر هم‌سو می‌کنند و به این گونه عملکرد شرکت را بهبود می‌بخشند. مک کانول و سرویس [۱۷]، نسیت [۱۹]، اسمیت [۲۲] و دل گورسیو و هاکنس [۱۱] شواهدی سازگار با این فرضیه یافتند مبنی بر این که نظارت بر شرکت توسط سرمایه‌گذاران نهادی می‌تواند مدیران را وادار به تأکید بیشتر بر عملکرد شرکت و کاهش رفتار فرصت طلبانه یا خویش‌نماید.

۲. **فرضیه‌ی تضاد منافع:** این فرضیه بیان می‌کند که سرمایه‌گذاران نهادی به علت تضاد منافع به مدیریت کنونی رأی می‌دهند. این رفتار از ساختار مقررات کنونی سرچشمه می‌گیرد. در این ساختار، مدیران شرکت‌های سرمایه‌گذاری نهادی در رأی‌دهی یا افشا آراء خود در قبال سهامداران خویش هیچ مسئولیتی بر عهده ندارند، اما مدیریت شرکت سرمایه‌پذیر از آراء هر یک از سهامداران اطلاع دارد. با وجود این قوانین، مدیران مزبور در رأی‌دهی تحت سلطه روابط تجاری جاری با مدیریت کنونی قرار دارند [۱۹].

۳. **فرضیه‌ی همسویی راهبردی:** طبق این فرضیه، سرمایه‌گذاران نهادی با مدیریت کنونی نوعی اتحاد راهبردی به وجود می‌آورند [۲۰]. فرضیه‌ی تضاد منافع و هم‌سویی راهبردی بیان می‌کنند که بین مالکیت نهادی و ارزش شرکت رابطه‌ی منفی وجود دارد. چندین پژوهش (ماگ [۱۸]، باید [۹]) نتیجه گرفته‌اند که هدف سرمایه‌گذاران نهادی مبنی بر حفظ نقدینگی سهام خود و تمایل به کسب سود در کوتاه مدت بر مزایای حاصل از نظارت بر مدیریت به امید کسب سود بیشتر در بلند مدت غلبه می‌کند.

هدف اصلی این مطالعه بررسی تأثیر مالکیت نهادی بر عملکرد مالی جاری و آینده‌ی شرکت است. اهمیت این پژوهش این است که به گونه‌ی تجربی نشان دهد مالکان نهادی هم‌چون شرکت‌های بیمه، صندوق‌های سرمایه‌گذاری، مؤسسه‌های مالی، بانک‌ها چه تأثیری شرکت‌های سهامی بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران دارند؟ در صورت وجود تأثیر، آیا تأثیر آن‌ها در صنایع گوناگون متفاوت است؟ و اهمیت این نوع مالکیت چیست؟

۲. پیشینه‌ی پژوهش

از زمانی که برل و مینز (۱۹۳۲)، مسایل ناشی از تفکیک مالکیت و کنترل در شرکت را تشریح کردند، مقالات زیادی در این زمینه نوشته شده است. نقطه‌ی مشترک این مطالعات به نحوه‌ی تأثیر ساختار مالکیت بر عملکرد شرکت مربوط می‌شود؛ اما انواع مالکیت در این مقالات متفاوت است. از آن‌جا که پژوهش‌های مربوطه در این زمینه زیاد است، در این‌جا تنها به ذکر چند نمونه‌ی مهم از پژوهش‌های داخلی و خارجی مربوط به مالکیت نهادی بسنده می‌کنیم.

۲.۱. پژوهش‌های خارجی

در سال ۱۹۸۷، آگراوال و نویر [۵] رابطه‌ی عملکرد شرکت بر اساس نسبت Q توپین و هفت مکانیسم حاکمیت شرکتی را در ۳۸۳ شرکت فوربز ۸۰۰ بررسی کردند. آن‌ها دریافتند که بین عملکرد و مالکیت نهادی، هم در روش حداقل مربعات معمولی و هم در روش حداقل مربعات دو مرحله‌ای، رابطه‌ی معناداری وجود نداشت.

هم‌چنین، لدرر و مارتین [۱۶] با مطالعه‌ی نمونه‌ای متشکل از ۸۶۷ شرکت سهامی آمریکایی در دوره‌ی زمانی ۱۹۸۷ - ۱۹۸۸ و به کارگیری مدل معادلات هم‌زمان دریافتند که رابطه‌ی معناداری بین میزان مالکیت نهادی و عملکرد شرکت بر اساس نسبت Q توپین وجود نداشت.

از سوی دیگر، کورنت و همکاران [۱۰] نیز تأثیر مالکیت نهادی بر عملکرد عملیاتی شرکت‌های استاندارد اند پورز ۱۰۰ و تأثیر نسبی سرمایه‌گذاران نهادی را در دوره‌ی زمانی ۱۹۹۳ تا ۲۰۰۰ بررسی کردند. آن‌ها دریافتند که بین بازده جریان نقدی عملیاتی و درصد مالکیت نهادی و تعداد مالکان نهادی رابطه‌ی معناداری وجود دارد. اما این رابطه فقط در مورد نهادهایی صادق است که رابطه‌ی تجاری با شرکت ندارند. روش آماری مورد استفاده آن‌ها رگرسیون چندگانه بود و برای حل مسئله‌ی درونی از تغییر در متغیرهای مستقل و وابسته و متغیرهای تأخیری استفاده نمودند.

شین پینگ و تسنگ هسین [۲۱] به بررسی رابطه‌ی مالکیت درونی (مدیریتی) و مالکیت نهادی بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس تایوان در دوره‌ی ۱۹۹۴ - ۲۰۰۳ پرداختند. نتایج آن‌ها با استفاده از روش داده‌های ترکیبی نشان داد که بین مالکیت درونی

و عملکرد شرکت رابطه‌ی معکوس U شکل وجود دارد. همچنین، بین مالکیت نهادی دولتی و مالکیت نهادی شرکتی با عملکرد، رابطه‌ی منفی معنادار و بین صندوق‌های سرمایه‌گذاری با عملکرد، رابطه‌ی مثبت معنادار وجود دارد.

الیاسیانی و جان جیا [۱۳] رابطه‌ی پایایی مالکیت نهادی و عملکرد شرکت‌های بانکداری آمریکایی را در دوره‌ی زمانی ۱۹۹۲ - ۲۰۰۴ با استفاده از مدل معادلات هم‌زمان (حداقل مربعات دو مرحله‌ای) بررسی کردند. یافته‌های آن‌ها نشان‌دهنده‌ی این بود که:

- (۱) عملکرد شرکت‌های بانکداری با پایایی مالکیت نهادی رابطه‌ی مثبت معنادار دارد،
- (۲) احتمالاً به دلیل مقررات مربوط به نظارت محرمانه، این رابطه برای شرکت‌های بانکداری در مقایسه با شرکت‌های صنعتی و خدماتی مشابه ضعیف‌تر است، و (۳) با لغو این مقررات، تأثیر پایایی مالکیت نهادی افزایش یافته است.

کومار [۱۵] با استفاده از روش داده‌های ترکیبی، تأثیر مالکیت شرکتی، خارجی، نهادی و مدیریتی بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس سهام بمبئی را در دوره زمانی ۱۹۹۴ تا ۲۰۰۰ بررسی نمود. نتایج وی نشان داد که: (۱) مالکیت خارجی تأثیر معناداری بر عملکرد ندارد، (۲) بین عملکرد شرکت با مالکیت نهادی و مالکیت مدیریتی رابطه‌ی غیر خطی وجود دارد، (۳) مالکیت شرکتی بر عملکرد تأثیر دارد، و (۴) ساختار مالکیت درونی نیست.

تسای و جی یو [۲۳] با استفاده از داده‌های تلفیقی و سیستم معادلات هم‌زمان رابطه‌ی مالکیت نهادی و عملکرد شرکت‌های صنعت کازینو آمریکا را در دوره‌ی زمانی ۱۹۹۹-۲۰۰۳ بررسی کردند. نتایج آن‌ها بازگوکننده‌ی آن است که مالکیت نهادی رابطه‌ی مثبت و معناداری با عملکرد بر اساس نسبت Q توپین شرکت‌های صنعت کازینو دارد.

۲.۲. پژوهش‌های داخلی

حساس یگانه و همکاران [۱] رابطه‌ی سرمایه‌گذاران نهادی و ارزش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را طی دوره‌ی زمانی ۱۳۷۶ - ۱۳۸۳ بررسی کردند. نتایج حاصل از به‌کارگیری روش رگرسیون خطی چندگانه نشان داد که بین مالکیت نهادی و ارزش شرکت رابطه‌ی مثبت معناداری وجود دارد. همچنین نتیجه‌ی تأکیدکننده‌ی فرضیه نظارت کارآمد است.

نمازی و کرمانی [۴] رابطه‌ی ساختار مالکیت و عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را طی سال‌های ۱۳۸۲ - ۱۳۸۶ مورد بررسی قرار دادند. نتایج پژوهش با استفاده از داده‌های ترکیبی نشان‌دهنده‌ی این بود که رابطه‌ی معنادار و منفی بین "مالکیت نهادی" و عملکرد شرکت و رابطه‌ی معنادار و مثبت بین "مالکیت شرکتی" و عملکرد شرکت وجود دارد. هم‌چنین، "مالکیت مدیریتی" به‌صورت معنادار و منفی بر عملکرد تأثیر می‌گذارد.

۳. روش پژوهش

این پژوهش درصدد بررسی تأثیر مالکیت نهادی بر عملکرد مالی گذشته و آتی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. بنابراین، این پژوهش کاربردی بوده و طرح آن از نوع شبه تجربی است و از رویکرد پس‌رویدادی استفاده می‌کند [۳].

۳.۱. فرضیه‌های پژوهش

در تلاش برای ارزیابی تأثیر ساختار مالکیت بر عملکرد شرکت، منطقی است آن‌چه که مدیریت در دوره جاری به آن دست یافته است و آن‌چه که در دوره‌ی آتی به آن دست خواهد یافت، بررسی شود. در واقع، مورد اول بیانگر عملکرد جاری و مورد دوم بیانگر عملکرد آتی مدیریت است. متغیرهای حسابداری، عملکرد گذشته شرکت را اندازه‌گیری می‌کنند و محدود به استانداردهای تدوین شده توسط حرفه هستند. از سوی دیگر، متغیرهای بازار، عملکرد آتی شرکت را اندازه‌گیری می‌کنند و در معرض خوش‌بینی، بدبینی یا فراست جامعه‌ی سرمایه‌گذار هستند. بنابراین، فرضیه‌های پژوهش به شرح زیر بیان می‌شود:

۱. بین مالکیت نهادی و عملکرد مالی جاری شرکت رابطه‌ی معناداری وجود دارد.

۲. بین مالکیت نهادی و عملکرد مالی آتی شرکت رابطه‌ی معناداری وجود دارد.

۳.۲. دوره‌ی پژوهش و جامعه‌ی آماری

به علت محدودیت در دسترسی به داده‌ها، دوره‌ی مطالعه از سال ۱۳۸۳ تا پایان ۱۳۸۵ و جامعه‌ی آماری مورد بررسی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. در انتخاب نمونه موارد زیر نیز در نظر گرفته شده است:

۱. پایان سال مالی شرکت‌ها ۲۹ اسفند باشد.
 ۲. اطلاعات کامل شرکت‌ها و یادداشت‌های همراه صورت‌های مالی آن‌ها در دسترس باشد.
 ۳. حقوق صاحبان سهام آن‌ها طی دوره مورد بررسی منفی نباشد.
 ۴. ارزش بازار سهام شرکت‌ها در پایان دوره در دسترس باشد.
 ۵. شرکت‌ها طی سال‌های مالی یاد شده زیان‌ده نباشند.
 ۶. شرکت‌ها به دلیل ماهیت خاص فعالیت، جزء شرکت‌های واسطه‌گری مالی نباشند.
 ۷. دفعات معامله‌ی شرکت‌ها در سال از ۴۰ مرتبه کم‌تر نباشد [۲].
- با توجه به محدودیت‌های یاد شده تعداد ۷۲ شرکت یافت شده است. از این رو، کل این ۷۲ شرکت مورد بررسی قرار گرفت و نمونه‌گیری به عمل نیامد. در این پژوهش، فرضیه‌ها ابتدا در سطح کل شرکت‌ها سپس در هر گروه صنایع به صورت جداگانه مورد آزمون قرار گرفت. از آن‌جاکه در دوره‌ی مورد بررسی، تعداد شرکت‌های موجود در بعضی صنایع اندک بود و یا داده‌های کلیه شرکت‌های هر صنعت در دسترس نبود، صنایع مشابه به عنوان یک مجموعه در نظر گرفته شدند. نگاره‌ی شماره ۱ گروه‌بندی صنایع را نشان می‌دهد.

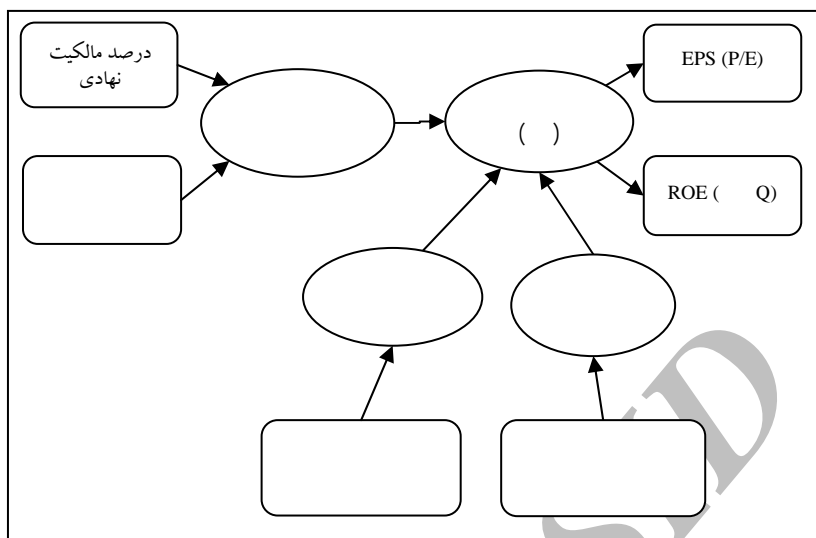
نگاره‌ی ۱. گروه‌بندی صنایع مورد مطالعه

ردیف	تعداد نمونه	صنعت	صنایع زیر مجموعه
۱	۲۱	معده‌نی‌ها	سیمان، آهک و گچ، استخراج کانی‌های فلزی و غیر فلزی و ذغال سنگ
۲	۲۳	خودرو و ماشین‌آلات	خودرو و ساخت قطعات، و ماشین‌آلات و تجهیزات
۳	۲۸	دارویی و شیمیایی	مواد و محصولات دارویی، و محصولات شیمیایی

۳.۳. متغیرهای پژوهش

متغیرهای این پژوهش به صورت نهفته (latent) هستند که هر کدام از آن‌ها توسط یک یا چند شاخص اندازه‌گیری می‌شوند. شمای کلی مدل مورد استفاده در نگاره‌ی شماره ۲ نشان داده شده است که در آن دایره‌ها نشانگر متغیرهای نهفته و مستطیل‌ها نمایانگر شاخص‌ها هستند.

نگاره ۲. مدل مورد استفاده‌ی مطالعه



۳.۳.۱. متغیر مستقل

در این بررسی، "مالکیت نهادی" به عنوان متغیر مستقل در نظر گرفته شده است که شاخص‌های آن عبارت است از: درصد مالکیت نهادی و تعداد مالکان نهادی. این متغیرها بر اساس متون مربوط به حاکمیت شرکتی در نظر گرفته شده‌اند. برای نمونه، تعداد مالکان در پژوهش کورنت و همکاران [۱۰] و درصد مالکیت نهادی در پژوهش‌های شین پینگ و تسنگ هسین [۲۱]، کورنت و همکاران [۱۰] و حساس یگانه و همکاران [۱] نیز به عنوان معیارهای مالکیت نهادی به کار گرفته شده‌اند.

۳.۳.۲. متغیر وابسته

متغیر وابسته‌ی این پژوهش، عملکرد مالی گذشته و آتی شرکت‌ها است. از بازده حقوق صاحبان سهام و سود هر سهم به عنوان شاخص‌های عملکرد مالی جاری و از نسبت قیمت به سود و Q توبین به عنوان شاخص‌های اندازه‌گیری عملکرد مالی آتی استفاده می‌شود. معیارهای حسابداری، گذشته‌نگر و معیارهای بازار، آینده‌نگر هستند [۱۲]. این متغیرها نیز با توجه به مطالعه‌های پیشین انجام شده در این زمینه که ارایه شده، انتخاب شده‌اند.

۳.۳.۳. متغیرهای کنترلی

به منظور تأثیر سایر متغیرهایی که به نحوی در تجزیه و تحلیل مسئله‌ی پژوهش مؤثر هستند، متغیرهای کنترلی لازم با توجه به مرور متون، تعیین شده‌اند. متغیرهای کنترلی این پژوهش عبارت است از: (۱) اندازه‌ی شرکت، که توسط لگاریتم طبیعی دارایی‌های شرکت در پایان دوره اندازه‌گیری می‌شود و (۲) درصد اعضاء غیر موظف در هیئت مدیره شرکت‌های مورد بررسی. مدیران غیر موظف، مستقل از شرکت هستند و تجربه بیشتری دارند. هم‌چنین، احتمال واکنش آن‌ها نسبت به عملکرد ضعیف و جایگزین کردن مدیر ارشد اجرایی در مقایسه با مدیران موظف، بیشتر است. در واقع، مدیران غیرموظف نیز یکی از مکانیسم‌های حاکمیت شرکتی داخلی است که برای محدود کردن اختیارات مدیریت و کاهش تضاد بین مدیران و سهامداران به کار می‌رود. به این منظور در این بررسی نیز به تبعیت از کورنت و همکاران [۱۰] و تسای و جی یو [۲۳] این متغیرها را به عنوان متغیرهای کنترلی در نظر می‌گیریم. سایر متغیرهای کنترلی نیز به دلیل عدم دسترسی به داده‌های مربوط لحاظ نشده‌اند.

۳.۴. روش تجزیه و تحلیل داده‌ها

در این مقاله از روش حداقل مربعات جزئی استفاده می‌شود [۹]. حداقل مربعات جزئی روشی برای مدل‌سازی معادله‌ی ساختاری است. مدل‌سازی معادله‌ی ساختاری تنها ابزار تحلیل مدل‌های مسیر یا علی است. مدل‌های مسیر، دست کم دو متغیر وابسته دارند که یک متغیر وابسته برای دومین متغیر وابسته نقش متغیر مستقل را بازی می‌کند. در این پژوهش مالکیت نهادی متغیر وابسته درصد مالکیت نهادی و تعداد مالکیت نهادی، و مالکیت نهادی متغیر مستقل عملکرد جاری (آتی) است. در واقع، این روش ترکیبی است از تحلیل مؤلفه‌های اصلی، که شاخص‌ها را به متغیرهای نهفته مرتبط می‌کند، و تحلیل مسیر، که امکان ایجاد سیستمی از متغیرهای نهفته را فراهم می‌سازد. برآورد پارامترهایی که نشان‌دهنده‌ی شاخص‌ها هستند و روابط مسیر، با استفاده از تکنیک‌های حداقل مربعات معمولی صورت می‌گیرد. در این روش، پژوهشگر باید ابتدا ساختار مدل و روابط متغیرهای نهفته با شاخص‌ها را مشخص کند [۸]. این روش زمانی مناسب است که اندازه‌ی نمونه کوچک باشد، متغیرها دارای توزیع نرمال نباشند، شاخص‌ها سازنده باشند نه انعکاسی، تعداد متغیرهای مستقل بیشتر از تعداد مشاهدات باشد، بین متغیرهای مستقل هم‌خطی وجود داشته

باشد و هم‌چنین مدل به درستی مشخص نشده باشند. برای نمونه، در پژوهش‌های اکتشافی که کلیه متغیرهایی که باید در مدل گنجانده شوند یا رابطه‌ی این متغیرها در نظریه، دقیق مشخص نشده است [۶]. مدل کلی زیربنای رگرسیون حداقل مربعات جزئی چندگانه به صورت زیر است:

$$X = TP^T + E$$

$$Y = TQ^T + F$$

در این رابطه X یک ماتریس $n \times m$ از متغیرهای مستقل است، Y یک ماتریس $n \times p$ از متغیرهای وابسته است، T یک ماتریس $n \times l$ است (ماتریس نمره، جزء یا عامل)، P و Q به ترتیب ماتریس‌های ضرایب $m \times l$ و $p \times l$ هستند و ماتریس‌های E و F عبارات خطا هستند. سپس رابطه‌ی بنیادی بین دو ماتریس X و Y مشخص می‌شود. به بیان دیگر، برای مدل‌سازی ساختار کوواریانس در این دو فضا از روش متغیر نهفته استفاده می‌شود [۲۴]. نرم افزار مورد استفاده در اجرای این روش SmartPLS نسخه ۲ است.

۴. یافته‌های پژوهش

فرضیه‌ی اول

اولین فرضیه بیانگر وجود یک رابطه‌ی معنادار بین مالکیت نهادی و عملکرد مالی جاری شرکت است. در این حالت مالکیت نهادی (درصد مالکیت نهادی و تعداد مالکان نهادی) در مقابل عملکرد مالی جاری شرکت (سود هر سهم و بازده حقوق صاحبان سهام) با استفاده از مدل نشان داده شده در نگاره‌ی شماره ۲ و روش حداقل مربعات جزئی مورد آزمون قرار گرفت. نتایج آزمون در نگاره‌ی شماره ۳ نشان داده شده است. داده‌های این نگاره بازگوکننده‌ی این است که آماره t همه‌ی مسیرهای بین مالکیت نهادی و عملکرد مالی جاری شرکت‌ها بیش از $1/96$ است. از آن‌جا که اندازه‌ی نمونه بیش از ۳۰ است از آماره‌ی جدول Z در سطح اطمینان ۹۵ درصد استفاده شده است. بنابراین، در سطح اطمینان ۹۵ درصد همه‌ی ضرایب رگرسیونی مسیرها بین مالکیت نهادی و عملکرد مالی جاری شرکت طی سال‌های ۱۳۸۳، ۱۳۸۴ و ۱۳۸۵ معنادار است. R^2 در سال‌های ۱۳۸۳، ۱۳۸۴ و ۱۳۸۵ به ترتیب ۰/۲۰۴، ۰/۱۴۹ و ۰/۱۰۹ است و نشانگر این است که این مدل در سال‌های مربوط به ترتیب حدود ۲۰، ۱۵ و ۱۱ درصد واریانس در متغیر وابسته را توضیح می‌دهد. در یک پژوهش اکتشافی، R^2 ، ۰/۱۰ می‌تواند رضایت‌بخش و برای گزارشگری با ارزش

باشد [۶]. در نتیجه، این نتایج نشان‌دهنده‌ی تأیید فرضیه‌ی اول است. نتیجه‌ی مزبور با پژوهش‌های نمازی نمازی و کرمانی [۴] و کورنت و همکاران [۱۰] نیز یکسان است.

نگاره‌ی شماره ۳. رابطه‌ی بین مالکیت نهادی و عملکرد مالی جاری

متغیرها	خلاصه مدل در سال:	۱۳۸۳	۱۳۸۴	۱۳۸۵
مالکیت نهادی	R^2	۰/۲۰۴	۰/۱۴۹	۰/۱۰۹
اندازه شرکت	ضریب رگرسیون مسیر	۰/۴۷۹	۰/۳۲۰	۰/۳۴۰
اعضاء غیر موظف	t-statistic مسیر	۹/۱۰۳	۶/۲۵۹	۷/۲۸۲
	ضریب رگرسیون مسیر	-۰/۰۴۹	-۰/۰۴۱	-۰/۰۲۲
	t-statistic مسیر	۰/۹۵۴	۰/۶۸۱	۰/۳۲۴
	ضریب رگرسیون مسیر	-۰/۰۶۴	۰/۱۸۶	-۰/۱۱۷
	t-statistic مسیر	۰/۹۸۷	۴/۳۶۷	۲/۵۹۵

فرضیه‌ی اول در صنایع مختلف نیز مورد بررسی قرار گرفت. با توجه به نگاره‌ی شماره ۴، آماره t برای همه‌ی مسیرهای بین مالکیت نهادی و عملکرد مالی جاری شرکت‌ها در سه صنعت معدنی‌ها، خودرو و ماشین‌آلات و دارویی و شیمیایی به ترتیب بیش از ۲/۰۹، ۲/۰۷ و ۲/۰۵ است. این آماره‌ها مطابق جدول t به ترتیب برای درجه‌های آزادی ۲۰، ۲۲ و ۲۷ است. بنابراین، در سطح اطمینان ۹۵ درصد کلیه ضرایب رگرسیونی مسیرها معنادار است. R^2 در سال‌های ۱۳۸۳، ۱۳۸۴ و ۱۳۸۵ در صنعت دارویی و شیمیایی به ترتیب ۰/۴۹۷، ۰/۲۹۸ و ۰/۱۲۰ است. از آن‌جا که در سال‌های ۱۳۸۳ و ۱۳۸۴ این ضرایب بیشتر از صنایع معدنی‌ها و خودرو و ماشین‌آلات است، می‌توان گفت این مدل به‌طور تقریبی واریانس بیشتری را در صنعت دارویی و شیمیایی نشان می‌دهد.

نگاره‌ی شماره ۴. رابطه‌ی بین مالکیت نهادی و عملکرد مالی جاری در صنایع

صنعت	متغیرها	خلاصه مدل در سال:	۱۳۸۳	۱۳۸۴	۱۳۸۵
معادنی‌ها		R^2	۰/۴۳۲	۰/۲۷۷	۰/۳۰۹
	مالکیت نهادی	ضریب رگرسیون مسیر	۰/۶۷۶	۰/۴۲۰	۰/۶۳۰
		t-statistic مسیر	۱۷/۵۱۹	۷/۷۵۷	۱۵/۷۳۶
	اندازه شرکت	ضریب رگرسیون مسیر	-۰/۰۹۹	-۰/۰۲۷	-۰/۱۹۸
		t-statistic مسیر	۲/۳۰۱	۰/۵۸۴	۴/۰۴۶
	اعضاء غیر	ضریب رگرسیون مسیر	-۰/۲۰۴	۰/۲۸۶	۰/۲۲۱
	موظف	t-statistic مسیر	۳/۳۳۱	۱۱/۸۹۱	۴/۲۹۹
		R^2	۰/۱۰۷	۰/۱۵۳	۰/۵۵۲
خودرو و ماشین‌آلات	مالکیت نهادی	ضریب رگرسیون مسیر	۰/۳۴۳	۰/۱۸۲	۰/۲۹۶
		t-statistic مسیر	۷/۳۲۹	۳/۹۳۶	۳/۷۵۱
	اندازه شرکت	ضریب رگرسیون مسیر	-۰/۰۲۰	۰/۲۷۳	۰/۵۰۲
		t-statistic مسیر	۰/۴۶۰	۵/۸۷۴	۸/۹۶۲
	اعضاء غیر	ضریب رگرسیون مسیر	-۰/۰۶۴	-۰/۱۳۹	-۰/۴۵۷
	موظف	t-statistic مسیر	۱/۲۴۱	۳/۶۱۴	۹/۷۰۵
		R^2	۰/۴۹۷	۰/۲۹۸	۰/۱۲۰
	دارویی و شیمیایی	مالکیت نهادی	ضریب رگرسیون مسیر	۰/۳۶۵	۰/۴۰۱
		t-statistic مسیر	۷/۸۳۵	۸/۸۶۱	۹/۰۷۶
اندازه شرکت		ضریب رگرسیون مسیر	۰/۴۲۵	۰/۲۱۲	-۰/۰۸۳
		t-statistic مسیر	۹/۹۰۸	۵/۰۵۵	۱/۳۷۹
اعضاء غیر		ضریب رگرسیون مسیر	-۰/۲۲۶	-۰/۰۹۴	-۰/۰۷۸
موظف		t-statistic مسیر	۶/۳۹۱	۱/۷۸۷	۱/۹۰۷

فرضیه‌ی دوم

دومین فرضیه بیانگر وجود یک رابطه‌ی معنادار بین مالکیت نهادی و عملکرد مالی آتی شرکت است. در این حالت، مالکیت نهادی (درصد مالکیت نهادی و تعداد مالکان نهادی) در مقابل عملکرد مالی آتی شرکت (نسبت قیمت به سود و Q تویین) مورد آزمون قرار گرفت. نتایج آزمون در نگاره‌ی شماره ۵ نشان داده شده است. داده‌های این نگاره بازگوکننده‌ی این است که آماره t کلیه‌ی مسیرهای بین مالکیت نهادی و عملکرد مالی آتی شرکت‌ها به جز در سال ۱۳۸۳ بیش از ۱/۹۶ است. از آن‌جا که اندازه‌ی نمونه بیش از ۳۰ است از آماره‌ی جدول Z در سطح اطمینان ۹۵ درصد استفاده شده است. بنابراین،

ضرایب رگرسیونی مسیرها بین مالکیت نهادی و عملکرد مالی آتی شرکت طی سال‌های ۱۳۸۴ و ۱۳۸۵ در سطح اطمینان ۹۵ درصد معنادار است. R^2 در سال‌های ۱۳۸۳، ۱۳۸۴ و ۱۳۸۵ به ترتیب ۰/۲۰۴، ۰/۲۲۵ و ۰/۲۸۵ است. و نشانگر این است که این مدل در سال‌های مربوطه به ترتیب حدود ۲۰، ۲۲ و ۲۸ درصد واریانس در متغیر وابسته را توضیح می‌دهد. بنابراین، فرضیه‌ی دوم نیز تأیید می‌شود. نتیجه مزبور با پژوهش‌های نمازی و کرمانی [۴] و تسای و جی یو [۲۳] سازگار و با پژوهش‌های آگراوال و نوبر [۵] و لدرر و مارتین [۱۶] ناسازگار است.

نگاره‌ی شماره ۵. رابطه‌ی بین مالکیت نهادی و عملکرد مالی آتی

متغیرها	خلاصه مدل در سال:		
	۱۳۸۴	۱۳۸۳	۱۳۸۵
	۰/۲۲۵	۰/۲۰۴	۰/۲۸۵
	R^2		
مالکیت نهادی	۰/۲۷۳	-۰/۱۴۳	۰/۳۴۲
	ضریب رگرسیون مسیر		
	۳/۷۸۷	۱/۷۸۴	۴/۵۸۹
	t-statistic مسیر		
اندازه شرکت	-۰/۲۴۶	-۰/۱۶۳	-۰/۳۷۷
	ضریب رگرسیون مسیر		
	۱/۹۲۴	۳/۰۹۶	۶/۴۶۱
	t-statistic مسیر		
اعضاء غیر موظف	۰/۳۵۱	۰/۳۸۰	۰/۳۵۳
	ضریب رگرسیون مسیر		
	۷/۹۸۹	۸/۵۷۷	۳/۹۰۰
	t-statistic مسیر		

فرضیه‌ی دوم در صنایع مختلف نیز مورد بررسی قرار گرفت. با توجه به نگاره‌ی شماره ۶، آماره‌ی t برای کلیه‌ی مسیرهای بین مالکیت نهادی و عملکرد مالی جاری شرکت‌ها در سه صنعت معدنی‌ها، خودرو و ماشین‌آلات و دارویی و شیمیایی، به جز صنعت معدنی‌ها در سال ۱۳۸۴، به ترتیب بیش از ۲/۰۹، ۲/۰۷ و ۲/۰۵ (طبق آماره‌ی جدول t به ترتیب برای درجه‌های آزادی ۲۰، ۲۲ و ۲۷) است. بنابراین، کلیه‌ی ضرایب رگرسیونی مسیرها، به جز صنعت معدنی‌ها در سال ۱۳۸۴، در سطح اطمینان ۹۵ درصد معنادار است. R^2 در سال‌های ۱۳۸۳، ۱۳۸۴ و ۱۳۸۵ در صنعت خودرو و ماشین‌آلات به ترتیب ۰/۵۶۵، ۰/۳۳۴ و ۰/۴۶۲ است. از آن‌جاکه در سال‌های ۱۳۸۳ و ۱۳۸۵ این ضرایب بیشتر از صنایع معدنی‌ها و دارویی و شیمیایی است، می‌توان گفت این مدل به‌طور تقریبی واریانس بیشتری را در صنعت خودرو و ماشین‌آلات نشان می‌دهد.

نگاره‌ی شماره ۶. رابطه‌ی بین مالکیت نهادی و عملکرد مالی آتی در صنایع

صنعت	متغیرها	خلاصه مدل در سال:	۱۳۸۳	۱۳۸۴	۱۳۸۵	
معنی‌ها		R^2	۰/۱۷۳	۰/۵۳۹	۰/۲۵۳	
	مالکیت نهادی	ضریب رگرسیون مسیر	۰/۴۹۵	۰/۱۱۸	-۰/۵۴۷	
		t-statistic مسیر	۱۰/۳۴۶	۱/۸۴۲	۷/۷۰۷	
	اندازه شرکت	ضریب رگرسیون مسیر	-۰/۱۱۶	-۰/۳۰۲	۰/۲۱۳	
		t-statistic مسیر	۲/۲۹۷	۹/۵۱۷	۴/۲۱۲	
	اعضاء غیر موظف	ضریب رگرسیون مسیر	۰/۰۱۶	-۰/۶۲۱	-۰/۲۷۳	
		t-statistic مسیر	۰/۳۷۳	۱۸/۸۴۴	۵/۴۶۲	
		R^2	۰/۵۶۵	۰/۳۳۴	۰/۴۶۲	
	خودرو و ماشین آلات	مالکیت نهادی	ضریب رگرسیون مسیر	-۰/۳۴۳	۰/۰۸۸	۰/۲۱۱
			t-statistic مسیر	۶/۸۹۴	۲/۰۷۹	۵/۴۵۱
اندازه شرکت		ضریب رگرسیون مسیر	-۰/۳۲۸	-۰/۴۹۷	-۰/۲۱۰	
		t-statistic مسیر	۹/۷۶۷	۸/۹۶۸	۴/۳۵۲	
اعضاء غیر موظف		ضریب رگرسیون مسیر	۰/۵۷۸	۰/۴۲۱	۰/۶۶۱	
		t-statistic مسیر	۲۴/۵۱۷	۷/۶۲۱	۱۶/۹۱۸	
		R^2	۰/۳۸۵	۰/۳۱۹	۰/۱۷۶	
دارویی و شیمیایی		مالکیت نهادی	ضریب رگرسیون مسیر	-۰/۱۴۵	۰/۱۵۵	۰/۳۱۳
			t-statistic مسیر	۲/۲۴۳	۲/۰۹۸	۶/۲۸۵
		اندازه شرکت	ضریب رگرسیون مسیر	-۰/۵۰۷	۰/۴۴۰	۰/۰۵۴
		t-statistic مسیر	۸/۰۲۹	۹/۱۶۵	۰/۸۹۰	
	اعضاء غیر موظف	ضریب رگرسیون مسیر	۰/۲۲۷	۰/۰۷۱	۰/۱۵۹	
		t-statistic مسیر	۳/۶۲۹	۱/۷۳۵	۳/۱۴۹	

۵. تأثیر متغیرهای کنترلی

در رابطه با متغیرهای کنترلی در سطح کلیه‌ی شرکت‌ها (نگاره‌ی شماره ۳ و ۵) نیز قابل استنباط است که بین اندازه و عملکرد جاری و آتی رابطه‌ی منفی وجود دارد که این رابطه در مورد عملکرد جاری معنادار نیست و در مورد عملکرد آتی در کلیه‌ی سال‌ها به جزء سال ۱۳۸۴ معنادار است. در خصوص، تأثیر درصد اعضاء غیر موظف بر عملکرد جاری رابطه‌ی معنی مشاهده نشد و در مورد عملکرد آتی در کلیه‌ی سال‌ها رابطه‌ی مثبت و معنی‌دار است. این نتیجه با یافته‌ی کریوگورسکی [۱۴] و یوشیکاوا و فن [۲۵] مطابقت ندارد.

در مورد تأثیر متغیر کنترلی اندازه در سطح صنایع (نگاره‌ی شماره ۴ و ۶) در کل می‌توان گفت که رابطه‌ی اندازه و عملکرد جاری در صنعت خودرو و صنعت مواد دارویی و شیمیایی مثبت و معنادار و در صنعت معدنی‌ها منفی و معنادار است. افزون بر این، به‌گونه‌ی کلی می‌توان گفت که رابطه‌ی اندازه و عملکرد آتی در صنعت معدنی‌ها و صنعت خودرو منفی و معنادار و در صنعت مواد دارویی و شیمیایی نامشخص است. اما در خصوص متغیر کنترلی درصد اعضاء غیر موظف (نگاره‌ی شماره ۴ و ۶) به‌طور کلی قابل استنباط است که رابطه‌ی این متغیر با عملکرد جاری در صنایع معدنی‌ها و خودرو به ترتیب مثبت و منفی و معنادار و در صنعت مواد دارویی و شیمیایی نامشخص است. علاوه بر این، رابطه‌ی این متغیر با عملکرد آتی در صنایع معدنی‌ها، خودرو و مواد دارویی و شیمیایی به ترتیب مثبت، منفی و مثبت و معنادار است.

۶. بحث و نتیجه‌گیری

در این مطالعه تأثیر مالکیت نهادی بر عملکرد مالی جاری و آتی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران با استفاده از روش حداقل مربعات جزئی مورد بررسی قرار گرفت. نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌های این پژوهش بازگوکننده‌ی آن است که بین مالکیت نهادی و عملکرد شرکت رابطه‌ی معناداری وجود دارد. تجزیه و تحلیل بیشتر این یافته‌ها نشان‌دهنده‌ی رابطه‌ی مثبت معنادار بین عملکرد و مالکیت نهادی است. این نتیجه با فرضیه‌ی نظارت کارا که بیان می‌دارد مالکیت نهادی باعث ارتقاء سطح عملکرد شرکت می‌شود، سازگار است.

بررسی فرضیه‌های پژوهش در سطح صنایع بیانگر وجود رابطه‌ی معنادار بین عملکرد شرکت و مالکیت نهادی است؛ اما نوع رابطه در سطح صنایع مشخص نیست. شدت این رابطه در مورد عملکرد جاری در صنعت دارویی و شیمیایی و در مورد عملکرد آتی در صنعت خودرو و ماشین‌آلات بیشتر از سایر صنایع انتخابی است. این نتیجه ممکن است تحت تأثیر تفاوت‌هایی در سیاست‌های اقتصادی داخلی و خارجی حاکم بر صنایع مختلف باشد که خود نیازمند پژوهشی دیگر است. هیچ‌یک از پژوهش‌های داخلی و خارجی سطح صنایع را مورد بررسی قرار نداده‌اند. بنابراین، امکان مقایسه‌ی نتیجه‌ی این پژوهش با مطالعه‌های قبلی وجود ندارد.

یافته‌های این پژوهش، بینش‌هایی را در مورد شیوه‌ی بهبود مکانیسم‌های کنترلی شرکت ارایه و مبنایی را در مورد راهبردهای رقابتی آتی و تصمیم‌گیری برای جوامع دانشگاهی و شرکت‌ها نیز فراهم می‌کند. هم‌چنین، با توجه به این‌که مالکیت نهادی موجب بهبود عملکرد شرکت‌ها می‌شود، عرضه‌ی سهام شرکت‌های دولتی در بورس اوراق بهادار باید افزایش یابد، زیرا عمده سهام عرضه شده توسط مالکان نهادی خریداری می‌شود [۱].

۷. پیشنهادها

به پژوهشگران آتی توصیه می‌شود:

۱. برای اندازه‌گیری مالکیت نهادی از متغیرهای بیشتری مانند تعداد سال‌های مالکیت مالکان نهادی و برای بررسی تأثیر هیئت مدیره از ویژگی‌های بیشتری مانند سن و سابقه‌ی مدیران استفاده شود.
۲. تأثیر مالکیت نهادی بر عملکرد شرکت در مورد مالکان نهادی که با شرکت‌ها رابطه‌ی تجاری دارند و مالکان نهادی که با شرکت‌ها چنین رابطه‌ای را ندارند به صورت جداگانه مورد بررسی قرار گیرد.
۳. نقش مالکیت مدیریتی در عملکرد نیز به عنوان یک متغیر کنترل در مدل گنجانده شود.

منابع و مأخذ

۱. حساس یگانه یحیی، مرادی محمد، اسکندر هدی. بررسی رابطه‌ی بین سرمایه‌گذاران نهادی و ارزش شرکت. بررسیهای حسابداری و حسابرسی ۱۳۸۷؛ ۱۵(۵۲): ۱۰۷-۱۲۲.
۲. ظریف‌فرد احمد، ناظمی امین. بررسی نقش سود حسابداری و جریان‌های نقدی در سنجش عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. بررسیهای حسابداری و حسابرسی ۱۳۸۳؛ ۳۷: ۹۳-۱۱۹.
۳. عبدالخلیق رشاد، بیبین آجین کیا. مترجم: نمازی، محمد، پژوهش‌های تجربی در حسابداری: دیدگاه روش‌شناختی. چاپ اول. شیراز: انتشارات دانشگاه شیراز؛ ۱۳۷۹.
۴. نمازی محمد، کرمانی احسان. تأثیر ساختار سرمایه بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. بررسیهای حسابداری و حسابرسی ۱۳۸۷؛ ۵۳: ۸۳-۱۰۰.

5. Agrawal A., C. R. Knoeber. Firm Performance and Mechanisms to Control Agency Problems between Managers and Shareholders." *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 1996; 31: 377-397.
6. Bellman S. How to Use PLS." Working Paper, Graduate School of Management, University of Western Australia 2003.
7. Bhide A. Efficient Markets, Deficient Governance: U.S. Securities Regulations Protect Investors and Enhance Market Liquidity. But do They Alienate Managers and Shareholders? *Harvard Business Review* 1994; 72: 128-140.
8. Bontis Nick. Intellectual Capital: An Exploratory Study That Develops Measures and Models. *Management Decision* 1998; 36(2): 63-76.
9. Chin W.W. Overview of the PLS Method. University of Houston, Houston, TX 1997; available at: <http://disc-nt.cba.uh.edu/~chin/PLSINTRO.htm>
10. Cornett M. M, Marcus A. J, Saunders A., H. Tehranian. The Impact of Institutional Ownership on Corporate Operating Performance." *Journal of Banking & Finance* 2007; 31: 1771-1794.
11. Del Guercio D., J. Hawkins. The Motivation and Impact of Pension Fund Activism. *Journal of Financial Economics* 1999; 52: 293-340.
12. Demsetz H., B. Villalonga. Ownership Structure and Corporate Performance. *Journal of Corporate Finance* 2001; 7: 209-233.
13. Elyasiani E., J. Jane Jia. Institutional Ownership Stability and BHC Performance." *Journal of Banking & Finance* 2008; 32: 1767-1781.
14. Krivogorsky V. Ownership, Board structure, and Performance in Continental Europe. *The International Journal of Accounting* 2006; 41: 176-197.
15. Kumar J. Agency Theory and Firm Value in India 2004. http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=501802. [Online] [4 March 2008].
16. Loderer C., K. Martin. Executive Stock Ownership and Performance Tracking Faint Traces." *Journal of Financial Economics* 1997; 45: 223-255.
17. McConnell J. J., H. Servaes. Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate Value." *Journal of Financial Economics* 1990; 27: 595-612.

18. Maug E. Large Shareholders as Monitors: Is there a trade-off between Liquidity and Control?" *Journal of Finance* 1998; 53: 65-98.
19. Nesbitt S. L. Long-term Rewards from Shareholder Activism: A Study of the 'CalPERS Effect'. *Journal of Applied Corporate Finance* 1994; 6: 75-80.
20. Pound J. Proxy Contests and the Efficiency of Shareholder Oversight, *Journal of Financial Economics* 1988; 20: 237-265.
21. Shin-Ping, Lee and Chuang Tsung-Hsien. The Determinants of Corporate Performance: A Viewpoint from Insider Ownership and Institutional Ownership." *Managerial Auditing Journal* 2009; 24(3): 233-247.
22. Smith M. Shareholder Activism by Institutional Investors: Evidence from CalPERS. *Journal of Finance* 1996; 51: 227-252.
23. Tsaia H., Z. Gu. The Relationship between Institutional Ownership and Casino Firm Performance." *International Journal of Hospitality Management* 2007; 26: 517-530.
24. Wikipedia. http://en.wikipedia.org/wiki/Partial_least_squares_regression.
25. Yoshikawa T., P. H. Phan. The Performance Implications of Ownership-driven Governance Reform." *European Management Journal* 2003; 21(6): 698-706.

Archive of SID