

فصلنامه ی پژوهش های تجربی حسابداری مالی

(علمی- تخصصی)

سال اول، شماره ی دوم، زمستان ۱۳۹۰، صص ۱۱۰-۱۲۸

بررسی رابطه ی بین مالکیت نهادی با عدم تقارن اطلاعاتی و عملکرد مالی شرکت ها*

دکتر حسین کاظمی

استادیار گروه حسابداری، مرکز آموزش عالی رجاء

عاطفه محمدنژاد

کارشناس ارشد حسابداری، مرکز آموزش عالی رجاء

چکیده

هدف پژوهش حاضر، بررسی تأثیر ساختار مالکیت بر عدم تقارن اطلاعاتی و عملکرد مالی است. به بیان دیگر، میزان و نحوه ی تأثیرگذاری سرمایه گذاران نهادی بر عملکرد مالی و عدم تقارن اطلاعاتی مورد بررسی قرار گرفته است تا مشخص شود، آیا هنگامی که انگیزه های ارزیابی و نظارتی این سهامداران قوی تر می شود، این ارتباط تقویت خواهد شد یا خیر؟ برای آزمون فرضیه های تحقیق، نمونه ای مشتمل بر ۶۰ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال های ۱۳۸۴ تا ۱۳۸۸ مورد مطالعه قرار گرفته است. یافته های پژوهش نشان می دهد که بین مالکیت سهامداران نهادی و عدم تقارن اطلاعاتی رابطه ی منفی و معناداری وجود دارد. به طوری که هر چه میزان مالکیت نهادی افزایش یابد، ارائه ی اطلاعات به دست مدیران شرکت به افراد مرتبط در بازار نیز افزایش می یابد. به عبارت دیگر، افزایش مالکیت نهادی باعث کاهش عدم تقارن اطلاعاتی می شود که این امر موجب کارایی بازار از نظر اطلاعات خواهد شد. در این پژوهش، همچنین ارتباط مالکیت سهامداران نهادی با بازده حقوق صاحبان سهام مورد تأیید قرار گرفته و رابطه ای مثبت با عملکرد مالی شرکت ها دارد. بدین ترتیب می توان چنین استدلال کرد که افزایش تعداد سهامداران نهادی در ترکیب مالکیت شرکت باعث تسهیم نظارت و کنترل در میان سهامداران می شود که این امر منجر به کاهش تضاد منافع و افزایش سودآوری خواهد شد.

واژه گان کلیدی

ساختار مالکیت، سرمایه گذاران نهادی، عدم تقارن اطلاعاتی، عملکرد مالی.

* تاریخ دریافت مقاله: ۱۳۹۰/۰۷/۲۰ تاریخ پذیرش نهایی: ۱۳۹۰/۱۰/۲۵

۱- مقدمه

در این تحقیق رابطه‌ی بین ساختار مالکیت با عدم تقارن اطلاعاتی و عملکرد مالی شرکت‌ها مورد بررسی قرار می‌گیرد. یکی از گروه‌های اصلی استفاده‌کنندگان صورت‌های مالی، سهامداران هستند. در این میان سرمایه‌گذاران نهادی با توجه به مالکیت بخش قابل توجهی از سهام شرکت‌ها از نفوذ قابل ملاحظه‌ای در شرکت‌های سرمایه‌پذیر برخوردار بوده و می‌توانند رویه‌های مالی و عملیاتی آنها را تحت تاثیر قرار دهند. مطابق با تعریف بوش^۱ (۲۰۰۰) سرمایه‌گذاران نهادی، سرمایه‌گذاران بزرگ نظیر: بانک‌ها، شرکت‌های بیمه، شرکت‌های سرمایه‌گذاری و صندوق‌های بازنشستگی هستند. عموماً این‌گونه تصور می‌شود که حضور سرمایه‌گذاران نهادی ممکن است به تغییر رفتار شرکت‌ها منجر شود. این امر از فعالیت‌های نظارتی نشأت می‌گیرد که این سرمایه‌گذاران انجام می‌دهند (والری و جنکینز^۲، ۲۰۰۶: ۱۰۴۴).

۲- مبانی نظری تحقیق

سهامداران نهادی در دهه‌های اخیر به یکی از مهمترین اجزای بازار سرمایه در بیشتر کشورهای جهان تبدیل شده‌اند، به طوری که حجم بزرگی از سرمایه‌گذاری‌های انجام شده را این نهادها صورت داده‌اند. در حقیقت، سرمایه‌گذاران نهادی منابعی برای نفوذ و نظارت بر شرکت و مدیران دارند و یکی از روش‌های حل مشکل نمایندگی این است که از طریق مالکیت نهادی، رابطه‌ی بین مدیران شرکت و ذی‌نفعان به هم نزدیک شود (کیم، ۱۹۹۳: ۷۴۸).

از منظر تئوری، سرمایه‌گذاران نهادی ممکن است انگیزه‌هایی برای نظارت فعال بر مدیریت داشته باشند (پوند^۳، ۱۹۸۸: ۲۳۹). بر اساس «فرضیه‌ی نظارت فعال»^۴ سرمایه‌گذاران نهادی، سهامداران متبحری هستند که دارای مزیت نسبی در جمع‌آوری و پردازش اطلاعات هستند. منطق فرضیه‌ی نظارت فعال این است که به علت بالا بودن هزینه‌ی نظارت، فقط سهامداران بزرگ نظیر سرمایه‌گذاران نهادی می‌توانند با دستیابی به مزایای کافی، انگیزه‌ی نظارت را داشته باشند. سهامداران نهادی، سهامدارانی با افق دید بلندمدت هستند که مبادلات خود را به تنهایی بر مبنای اخبار سود ترتیب نمی‌دهند. در حقیقت، سهامداران نهادی به ارزش بلندمدت شرکت توجه زیادی داشته و عمدتاً از توانایی و قدرت کنترل شرکت نیز برخوردار هستند (کی و همکاران^۵، ۲۰۰۴: ۲۷ و گاسپار و همکاران^۶، ۲۰۰۵: ۱۳۶).

در مقابل فرضیه‌ی نظارت فعال، طرفداران «فرضیه‌ی نفع شخصی»^۷ معتقدند، سرمایه‌گذاران نهادی بزرگ به کلیه‌ی اطلاعات محرمانه‌ی مرتبط با اهداف تجاری دسترسی

دارند (کیم^۸، ۱۹۹۳: ۷۴۷). هر چه مالکیت متمرکز شود، احتمال دسترسی سهامداران بزرگ به اطلاعات محرمانه بیشتر می‌شود؛ به عبارت دیگر، تمرکز مالکیت باعث می‌شود که مدیران شرکت ارائه‌ی اطلاعات به افراد مرتبط در بازار را افزایش دهند. در حقیقت، عدم تقارن اطلاعاتی کاهش خواهد یافت که این امر موجب کارایی بازار از نظر اطلاعات خواهد شد. سرمایه‌گذاران نهادی به سه روش می‌توانند در عملکرد شرکت نقش داشته باشند: (۱) ارزیابی و نظارت فعال، (۲) ارزیابی و نظارت غیرفعال (منفعل) و (۳) جانبداری از مدیران برای تسلط بر سهامداران خرد. در نقش اول، انتظار می‌رود ارزیابی و نظارت فعال سرمایه‌گذاران نهادی منجر به بهبود عملکرد شرکت گردد؛ زیرا سرمایه‌گذاران نهادی، به عنوان سهامداران خبره بزرگ، انگیزه و مهارت ارزیابی عملکرد مدیریت را دارند و این کار را می‌توانند با هزینه‌ای کمتر نسبت به سهامداران خرد انجام دهند. نقش غیرفعال بر اساس این استدلال است که مالکان نهادی شاید مانند برخی «بازرگانان و تجار» با هدف موقت عمل کنند و طبق شرایط، به جای مداخله در حاکمیت شرکتی، سهام خود را نگهداری کرده یا به فروش برسانند. در این مورد انتظار نمی‌رود که مالکیت نهادی با عملکرد شرکت همبستگی داشته باشد. طبق نقش سوم، برخی سرمایه‌گذاران نهادی به منظور سلب مالکیت از سهامداران کوچک و متفرق، با مدیریت همکاری می‌کنند. یکی از نقش‌ها ممکن است به عنوان مهمترین عامل تعیین رفتار سرمایه‌گذاران نهادی بر سایرین تسلط یابد (شلیفر و شینی^۹، ۱۹۸۶: ۴۶۴).

از طرف دیگر، زمانی تقارن اطلاعاتی فرض می‌شود که مدیران و فعالان بازار در ارتباط با شرکت اطلاعات یکسانی دارند یا هیچ اطلاعات خاصی درباره‌ی شرکت ندارند. بنابراین، مدیران و فعالان بازار، عدم اطمینان در خصوص شرکت را تحمل می‌کنند، اما در هنگام عدم تقارن اطلاعاتی، مدیران به دلیل دارا بودن اطلاعات خصوصی و محرمانه در ارتباط با شرکت، اطلاعات بیشتر و بهتری نسبت به بازار در اختیار دارند؛ یعنی به اطلاعات خاصی از شرکت قبل از اطلاع بازار دسترسی دارند. با گذشت زمان، اخبار و اطلاعات خاص شرکت از طریق رویدادهای افشاکننده‌ی اطلاعات به بازار انتقال می‌یابد (عباسی، ۱۳۸۵).

عده‌ای معتقدند به دلیل دسترسی سرمایه‌گذاران نهادی به اطلاعات محرمانه، عدم تقارن اطلاعاتی بین آنها و سهامداران خرد ایجاد می‌شود. در مقابل می‌توان بیان کرد سرمایه‌گذاران نهادی بزرگ می‌توانند اطلاعات محرمانه‌ی شرکت را به دیگر سهامداران انتقال دهند. اما برای اینکه چنین نظارتی معتبر باشد، سهامداران بزرگ باید سرمایه‌گذاری را برای یک دوره‌ی زمانی طولانی ادامه دهند. نتایج پژوهش‌ها نشان می‌دهد

سرمایه گذاران نهادی در کاهش عدم تقارن اطلاعاتی، نقش موثری ایفا می کنند (الیاسیانی و جیا^۱، ۲۰۰۸: ۱۷۶۷).

بر این اساس انتظار می رود بین مالکیت نهادی و عدم تقارن اطلاعاتی رابطه ای معکوس وجود داشته باشد. در حقیقت، این موضوع مورد بررسی قرار می گیرد که آیا هنگامی که سرمایه گذاران نهادی، انگیزه های ارزیابی و نظارت را قوی تر می کنند، این ارتباط تقویت خواهد شد یا خیر؟

۳- پیشینه ی تحقیق

کرنن و همکاران^{۱۱} (۲۰۰۷؛ ۱۷۷۲) در تحقیقی رابطه ی بین درصد مالکیت و تعداد مالکان نهادی را با عملکرد شرکت مورد بررسی قرار دادند. آنها مالکان نهادی را به دو دسته ی حساس نسبت به فشار (کسانی که تمایل کمتری برای نظارت بر مدیریت دارند) و غیر حساس به فشار (افرادی که انگیزه ی بیشتری برای نظارت و کنترل بر مدیریت دارند) تقسیم نموده و ارتباط آنها را با عملکرد شرکت مورد مطالعه قرار دادند. نتایج حاکی از آن است که سطح مالکیت نهادی ناظر (غیر حساس) رابطه ی مثبت با عملکرد شرکت دارد و مالکیت حساس ارتباطی با عملکرد شرکت ندارد.

نتایج تحقیقات نشان می دهد که سرمایه گذاران نهادی انگیزه های بیشتری برای نظارت بر مدیریت دارند و باعث افزایش ارزش شرکت می شوند. ولی در سطوح بالای مالکیت، سرمایه گذاران نهادی ممکن است هیأت مدیره را به اخذ تصمیمات غیر بهینه ترغیب کنند (نویسی و نیکر^{۱۲}، ۲۰۰۶: ۲۴۹). نسبت سهام شرکت که سرمایه گذاران نهادی آن را نگهداری می کنند، کیفیت ساختار حاکمیت شرکتی را افزایش می دهد. نتایج تحقیقات با این نظر موافق است که سرمایه گذاران نهادی به سمت سهام شرکت هایی گرایش دارند که دارای ساختار حاکمیتی خوب در جهت برآورده ساختن مسؤولیت مباشرت مدیریت هستند (آقیون و همکاران^{۱۳}، ۲۰۰۹).

در تحقیقی رابطه ی بین ساختار مالکیت، ساختار هیأت مدیره و عملکرد مورد بررسی قرار گرفته است. نتایج حاکی از آن است که رابطه ی مثبتی بین سطح مالکیت سهامداران بلوکی و نهادی و نسبت های سودآوری وجود دارد و به همان اندازه رابطه ی مثبت بین نسبت مدیران غیراجرایی و نسبت های سودآوری دیده می شود (کریوگورسکی^{۱۴}، ۲۰۰۶: ۱۷۶).

در شرکت های با مالکیت نهادی بالا اطلاعات مرتبط با سودهای آتی در قیمت سهام، سریع تر منعکس می شود. در حقیقت، هر چه سطح مالکیت نهادی در شرکت ها افزایش می یابد، عدم تقارن اطلاعاتی کمتری بین مدیران شرکت و سایر اشخاص ذی نفع در بازار

وجود خواهد داشت (جیانگ و کیم^{۱۵}، ۲۰۰۰: ۸۵). انتظار می‌رود رانت اطلاعاتی برای سهامداران نهادی وجود داشته باشد. یافته‌ها بیانگر رابطه‌ی مثبت بین مالکیت سهامداران نهادی و معیارهای مختلف عدم تقارن اطلاعاتی است (هفلین و شاو^{۱۶}، ۲۰۰۰: ۶۲۱). با فعالتر بودن سهامدار، نظارت بر عملکرد مدیریت شرکت بهتر انجام می‌شود و مشکلات نمایندگی کاهش می‌یابد. افزون بر این، سرمایه‌گذاران نهادی به عنوان مالکان عمده‌ی شرکت، مسؤول اثر گذاری بر مدیریت شرکت هستند تا نقش موثری در کارایی سرمایه‌گذاری آنها ایفا کنند (یگانه و پوریاناسب، ۱۳۸۴: ۱۶۴). نتایج تحقیقات نشان می‌دهد، رابطه‌ی مثبت و معناداری بین سرمایه‌گذاران نهادی (شرکت‌های سرمایه‌گذاری، بانک‌ها، شرکت‌های بیمه و...) و ارزش شرکت وجود دارد (یگانه و همکاران، ۱۳۸۷: ۱۰۷). در ایران بین مالکیت نهادی و عملکرد رابطه‌ی مثبت وجود دارد، در حالی که رابطه‌ی بین مالکیت نهادی (مالکیت دولتی) و مالکیت مدیریتی با عملکرد منفی است (نمازی و کرمانی، ۱۳۸۷: ۸۳).

بین واحد حسابرسی داخلی و نسبت مدیران غیراجرایی هیأت مدیره و معیارهای عدم تقارن اطلاعاتی رابطه‌ی معناداری وجود ندارد، اما بین درصد مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی و عدم تقارن اطلاعاتی رابطه‌ی منفی معناداری وجود دارد (رحیمیان و همکاران، ۱۳۸۸: ۷۱). در شرکت‌هایی که مالکیت نهادی بیشتری دارند، در مقایسه با شرکت‌هایی که مالکیت نهادی کمتری دارند، قیمت‌های سهام اطلاعات سودهای آتی را بیشتر در بر می‌گیرد. این موضوع به حرفه‌ای بودن سهامداران نهادی ربط داده می‌شود که دارای توانایی و مزیت نسبی در پردازش اطلاعات هستند. در حقیقت، در شرکت‌های با سطح سرمایه‌گذاران نهادی بالا نسبت به شرکت‌های با سطح سرمایه‌گذاران نهادی کم، عدم تقارن اطلاعاتی بیشتری وجود دارد (نوروش و کردلر، ۱۳۸۴: ۱۱۷).

۴- فرضیه‌های تحقیق

با توجه به تئوری‌های موجود در بخش مبانی نظری، فرضیه‌هایی به شرح زیر تدوین گردیده است:

فرضیه‌ی اصلی اول: بین نوع ساختار مالکیت و عدم تقارن اطلاعاتی رابطه‌ی معناداری وجود دارد.

فرضیه‌ی فرعی اول: بین میزان مالکیت سهامدار عمده و عدم تقارن اطلاعاتی رابطه‌ی معناداری وجود دارد.

فرضیه‌ی فرعی دوم: بین میزان مالکیت سهامداران عمده و عدم تقارن اطلاعاتی رابطه‌ی معناداری وجود دارد.

فرضیه ۱ فرعی سوم: بین میزان مالکیت سهامداران نهادی و عدم تقارن اطلاعاتی رابطه‌ی معناداری وجود دارد.

فرضیه ۲ اصلی دوم: بین نوع ساختار مالکیت و عملکرد مالی شرکت رابطه‌ی معناداری وجود دارد.

فرضیه ۳ فرعی چهارم: بین میزان مالکیت سهامدار عمده و عملکرد مالی شرکت رابطه‌ی معناداری وجود دارد.

فرضیه ۴ فرعی پنجم: بین میزان مالکیت سهامداران عمده و عملکرد مالی شرکت رابطه‌ی معناداری وجود دارد.

فرضیه ۵ فرعی ششم: بین میزان مالکیت سهامداران نهادی و عملکرد مالی شرکت رابطه‌ی معناداری وجود دارد.

۵- روش شناسی تحقیق

این تحقیق از نوع تحقیقات تجربی بوده که با توجه به عدم امکان کنترل کلیه‌ی متغیرهای مربوط نمی‌تواند از نوع تحقیقات تجربی محض باشد و با توجه به تجزیه و تحلیل اطلاعات گذشته، این تحقیق از نوع تحقیقات نیمه تجربی طبقه بندی می‌شود. همچنین از نوع ماهیت، کاربردی بوده و با توجه به هدف، این تحقیق از نوع تحقیقات همبستگی است. تحلیل داده‌ها با استفاده از رگرسیون خطی چند متغیره از داده‌های ترکیبی استفاده شده است که ترکیبی از داده‌های سری زمانی و مقطعی است.

۶- جامعه و نمونه‌ی آماری

دوره‌ی زمانی این تحقیق از ابتدای سال ۱۳۸۴ تا انتهای سال ۱۳۸۸ در نظر گرفته شده است. شرکت‌های مورد آزمون شرکت‌هایی هستند که در بازه زمانی مذکور به صورت فعال در بازار بورس اوراق بهادار تهران فعالیت کرده‌اند. نمونه‌گیری تحقیق به صورت هدفمند است؛ بدین صورت که در هر مرحله از بین کلیه‌ی شرکت‌های موجود، شرکت‌هایی که دارای شرایط زیر نباشند، حذف شده و در نهایت کل شرکت‌های باقیمانده جهت انجام آزمون انتخاب خواهند شد.

۱- قبل از سال ۱۳۸۴ در بورس اوراق بهادار پذیرفته شده و سال مالی آنها به ۲۹ اسفند ختم شود.

۲- در طول سال مالی وقفه‌ی معاملاتی بیش از ۳ ماه نداشته باشند.

۳- به دلیل محاسبه‌ی نرخ بازده حقوق صاحبان سهام، نرخ بازده دارایی‌ها و سود هر سهم در دوره‌ی مورد نظر شرکت زیان ده نباشد.

۴- دارای اطلاعات کافی برای انجام آزمون باشند.

۵- جزء شرکت‌های واسطه‌گری مالی و سرمایه‌گذاری نبوده و سهامداران شرکت از سرمایه‌گذاران نهادی تشکیل شده باشد.

۷- روش آزمون فرضیه‌ها

در این تحقیق ابتدا با استفاده از روش‌های کمی شامل: ابزارهای موجود در آمار توصیفی، نظیر میانگین، انحراف معیار و ضریب همبستگی پیرسون داده‌های مورد استفاده تجزیه و تحلیل می‌شود. سپس آزمون ریشه‌ی واحد برای بررسی آزمون پایایی متغیرها و همچنین آزمون همخطی برای بررسی اینکه بین متغیرها همخطی وجود نداشته باشد، انجام شده است. در نهایت، برای آزمون فرضیه‌های تحقیق و تعیین ارتباط بین متغیرهای مستقل و وابسته از مدل‌های اقتصادسنجی استفاده شده است و فرضیه‌های مربوط از طریق تحلیل همبستگی به روش رگرسیون چند متغیره با تکنیک داده‌های ترکیبی استفاده شده است. همچنین قابل ذکر است که با توجه به استفاده از روش رگرسیون خطی، به منظور جلوگیری از برآورد رگرسیون کاذب، آزمون‌های نرمال بودن، خودهمبستگی و ناهمسانی واریانس برای جملات اخلاص انجام شده است. در همه‌ی تکنیک‌های آماری از نرم افزار Eviews استفاده شده است.

۸- تعریف عملیاتی متغیرهای تحقیق

عدم تقارن اطلاعاتی: برای محاسبه‌ی تعیین دامنه‌ی پیشنهادی خرید و فروش (عدم تقارن اطلاعاتی) از مدل زیر در بورس اوراق بهادار تهران استفاده شده است:

$$SPREAD_{i,t} = \frac{AP-BP}{(AP+BP)/2} \times 100$$

که در آن:

SPREAD: دامنه‌ی تفاوت قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام.

AP (ASK PRICE): میانگین قیمت پیشنهادی فروش سهام.

BP (BID PRICE): میانگین قیمت پیشنهادی خرید سهام.

در مدل عدم تقارن اطلاعاتی، دوره‌ی زمانی ۲۱ روز قبل و ۲۱ روز بعد از اعلان سود، مورد استفاده قرار گرفته است. برای انجام محاسبات، ابتدا بهترین قیمت پیشنهادی خرید و فروش هر سهم برای ۲۱ روز قبل و بعد از اعلان سود برآوردی هر سهم استخراج می‌شود و پس از محاسبه «دامنه‌ی تفاوت قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام»، میانگین اعداد به دست آمده برای هر نمونه در قبل و بعد از اعلان سود محاسبه می‌شود. اگر میانگین دامنه‌ی تفاوت قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام صفر باشد، نشان دهنده‌ی تقارن

اطلاعاتی نسبت به اعلان سود است و در غیر این صورت، بیانگر وجود عدم تقارن اطلاعاتی است.

ساختار مالکیت: در این تحقیق ساختار مالکیت به عنوان متغیر مستقل در نظر گرفته شده است. متغیر ساختار مالکیت بر اساس سه شاخص آزمون شده است:

۱- میزان مالکیت سهامدار عمده که برابر است با درصد مالکیت بزرگترین سهامدار هر شرکت و برای آن نماد BIG در نظر گرفته شده است.

۲- میزان مالکیت سهامداران عمده که برابر است با مجموع درصد مالکیت سهامداران بزرگ هر شرکت و برای آن نماد BBIG در نظر گرفته شده است.

۳- میزان مالکیت سهامداران نهادی که برابر است با مجموع درصد مالکیت سهامداران نهادی هر شرکت (به استثنای سهامداران عمده) و برای آن نماد INST در نظر گرفته شده است.

سود هر سهم (EPS): سود هر سهم (سود پایه) با تقسیم سود خالص قابل انتساب به صاحبان سهام عادی بر میانگین موزون تعداد سهام عادی طی دوره محاسبه می شود.

بازده حقوق صاحبان سهام (ROE): نرخ بازده حقوق صاحبان سهام را نرخ بازده ارزش ویژه نیز می نامند. با استفاده از این نسبت، سود شرکت به ازای هر یک ریال سرمایه گذاری صاحبان سهام محاسبه می شود. به این ترتیب که «سود پس از کسر مالیات» بر «حقوق صاحبان سهام» تقسیم می شود.

$$ROE = NOPAT / E$$

NOPAT: سود خالص بعد از کسر مالیات و E: جمع حقوق صاحبان سهام.
بازده دارایی ها (ROA): این نسبت سود هر یک ریال از وجوه سرمایه گذاری شده در شرکت را نشان می دهد. به این ترتیب که «سود پس از کسر مالیات» بر «جمع داراییها» تقسیم می گردد.

$$ROA = NOPAT/A$$

NOPAT: سود خالص بعد از کسر مالیات و A: جمع دارایی ها.
نسبت قیمت به سود (P/E): نسبت قیمت به سود ایزاری رایج برای تحلیل وضعیت شرکت ها و بازار است که از طریق تقسیم قیمت بازار سهم بر سود هر سهم به دست می آید.

۹- تجزیه و تحلیل اطلاعات

در بخش آمار توصیفی، تجزیه و تحلیل داده‌ها با استفاده از شاخص‌های مرکزی همچون میانگین و میانه و شاخص‌های پراکندگی نظیر انحراف معیار، چولگی و کشیدگی انجام

پذیرفته است. برای انتخاب از بین روش‌های رگرسیونی ترکیبی و داده‌های تابلویی از آزمون F لیمر استفاده شده است. پس از برازش مدل طبق آزمون گفته شده و قبل از تبیین نتایج، آزمون‌های نرمال بودن از طریق آزمون کلموگروف-اسمیرنوف^{۱۷}، ناهمسانی واریانس از طریق آزمون وایت و خود همبستگی جملات باقیمانده از طریق مقدار آماره‌ی دوربین-واتسون انجام شده و سپس تجزیه و تحلیل نتایج صورت گرفته است. در همین راستا برای بررسی تاثیر متغیرهای مستقل بر متغیر وابسته دو مدل (۱) و (۲) تعریف شده است:

$$SPREAD_{it} = \alpha_0 + \beta_1 BIG_{it} + \beta_2 BBIG_{it} + \beta_3 INST_{it} + \beta_4 SIZE_{it} + \beta_5 LEV_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

$$Performance_{it} = \alpha_0 + \beta_1 BIG_{it} + \beta_2 BBIG_{it} + \beta_3 INST_{it} + \beta_4 SIZE_{it} + \beta_5 LEV_{it} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

۹-۱- آزمون F لیمر

برای انتخاب از بین روش‌های الگوهای رگرسیونی ترکیبی و داده‌های تابلویی از آزمون F لیمر استفاده شده است. این روش متکی بر ضریب تعیین دو روش بوده و به بررسی این آزمون می‌پردازد که آیا ضریب تعیین رگرسیون با اثرات ثابت به طور معناداری بزرگتر از ضریب تعیین الگوی رگرسیون ترکیبی است یا خیر؟ فرض H_0 و H_1 این آزمون به شرح زیر است:

$$H_0 = \text{روش داده‌های ترکیبی ارجح است}$$

$$H_1 = \text{روش داده‌های تابلویی با اثرات ثابت ارجح است}$$

قبل از برازش الگو، آزمون تشخیصی F لیمر برای انتخاب از بین الگوهای داده‌های ترکیبی یا الگوی داده‌های تابلویی با اثرات ثابت با استفاده از نرم‌افزار Eviews انجام شد که نتایج آن در نگاره (۱) آورده شده است:

نگاره ۱: نتایج آزمون F لیمر

سطح خطا	آماره	Period F
۰/۰۵۶۴	۲/۳۲۸	

همانطور که در نگاره ۱ (۱) نیز قابل مشاهده است، نتایج حاکی از تایید فرض H_0 بوده، در نتیجه الگوی داده‌های ترکیبی ارجح است. بنابراین، از الگوی داده‌های رگرسیون ترکیبی برای برازش الگو استفاده شده است.

۹-۲- بررسی نرمال بودن توزیع متغیر وابسته

نرمال بودن توزیع متغیر وابسته یکی از فرض‌های رگرسیونی است که نشان دهنده‌ی اعتبار آزمون‌های رگرسیونی است. بنابراین، با استفاده از آزمون کلموگروف-اسمیرنوف نرمال بودن توزیع بررسی شده است.

فرض صفر و فرض مقابل در این آزمون به صورت زیر نوشته می‌شود:

$$\begin{cases} H_0 : & \text{داده‌ها برای متغیر وابسته از توزیع نرمال پیروی می‌کند} \\ H_1 : & \text{داده‌ها برای متغیر وابسته از توزیع نرمال پیروی نمی‌کند} \end{cases}$$

مقادیر سطح معنی‌داری هرگاه کمتر از ۵ درصد باشد، فرض صفر در سطح ۹۵ درصد اطمینان رد خواهد شد.

نگاره شماره ۲: نتایج آزمون کولموگروف - اسمیرنوف

عدم تقارن	بازده	بازده حقوق	نسبت	سود هر سهم
اطلاعاتی	دلاری‌ها	صاحبان سهام	P/E	
۰/۹۷۳	۱/۰۹۶	۱/۱۵۸	۱/۱۳۳	۱/۱۰۵
آماره کولموگروف				
-اسمیرنوف				
مقدار P-Value	۰/۲۷۶	۰/۱۱۲	۰/۰۷۳	۰/۱۰۲

همانگونه که در نگاره ۲ (۲) دیده می‌شود، سطح معنی‌داری برای آماره کولموگروف - اسمیرنوف بیشتر از ۵ درصد است؛ لذا فرض صفر رد نمی‌شود. یعنی داده‌ها برای کلیه متغیرهای وابسته از توزیع نرمال پیروی می‌کند.

۱۰- یافته‌های تحقیق

با توجه به شرایط یاد شده مربوط به نمونه، تعداد ۶۰ شرکت به عنوان نمونه‌ی آماری جهت آزمون فرضیه‌های تحقیق انتخاب شدند. در نگاره ۳ (۳) نتایج آمار توصیفی متغیرهای تحقیق نشان داده شده است. با توجه به نزدیکی میان‌ه و میانگین در بیشتر متغیرها و همچنین دیگر آماره‌های به دست آمده از متغیرهای مختلف، می‌توان نتیجه گرفت که کلیه‌ی متغیرها از توزیع مناسبی برخوردار هستند.

نگاره ۳: آمار توصیفی متغیرهای تحقیق

متغیر	میانگین	میانه	انحراف معیار	کمترین	بیشترین
عدم تقارن اطلاعاتی	۱۰/۶۹	۶/۵۳	۱۸/۳۵	-۱۹/۸	۴۲/۱۹
درصد مالکیت سهامدار عمده	۴۸/۲۳	۴۹/۴۷	۱۹/۲۴	۷/۲۵	۸۷/۶۲
درصد مالکیت سهامداران عمده	۶۹/۶۸	۷۳/۱۶	۱۶/۰۳	۲۴/۰۳	۹۸/۳۵
درصد مالکیت سهامداران نهادی	۷۶/۸۹	۸۲/۲۶	۱۸/۲۱	۹/۳	۹۸/۷۶
سود هر سهم - ریال	۱۰۴۶/۹۸	۸۲۸	۸۵۳/۹۱	۹	۲۷۱۷
نسبت P/E	۵/۶۷	۵/۱۲	۳/۴۶	۱/۶۶	۱۲/۹۱
بازده دارایی‌ها	۰/۱۷۸	۰/۱۵۲	۰/۱۱۴	۰/۰۰۲	۰/۴۲
بازده حقوق صاحبان سهام	۰/۴۲	۰/۳۷	۰/۲۲۸	۰/۰۰۸	۰/۸۹
اندازه شرکت	۵/۸۷۱	۵/۸۰	۰/۵۵	۴/۷۷	۷/۱۹
اهرم مالی	۰/۵۵۹	۰/۵۷	۰/۱۷	۰/۲۰	۰/۸۰

۱۰-۱- آزمون فرضیه‌ی اصلی اول

به منظور بررسی رابطه‌ی بین ساختار مالکیت شرکت‌ها و عدم تقارن اطلاعاتی آنها فرضیه‌ی اصلی اول به شرح زیر تبیین شده و برای آزمون آن، مدل (۱) مورد استفاده قرار گرفته است.

«بین نوع ساختار مالکیت و عدم تقارن اطلاعاتی رابطه‌ی معناداری وجود دارد.»
با توجه به اینکه ساختار مالکیت در این تحقیق، شامل سه متغیر میزان مالکیت سهامدار عمده، میزان مالکیت سهامداران عمده و میزان مالکیت سهامداران نهادی است، در نتیجه فرضیه‌ی اصلی اول به سه فرضیه‌ی فرعی به شرح زیر تقسیم شده و مورد آزمون قرار گرفته که نتایج آن در نگاره‌ی (۴) آورده شده است:

نگاره ۴: نتایج تخمین الگو

$$SPREAD_{it} = \alpha_0 + \beta_1 BIG_{it} + \beta_2 BBIG_{it} + \beta_3 INST_{it} + \beta_4 SIZE_{it} + \beta_5 LEV_{it} + \varepsilon_{it}$$

سطح خطا	آماره t	ضریب متغیر	
۰/۰۰۲	۳/۰۲	۲/۲۵۴	عرض از مبدا
۰/۰۰۳	۳/۷۳	۰/۲۸۶	درصد مالکیت سهامدار عمده
۰/۰۰۹	۳/۱۱	-۰/۳۷۱	درصد مالکیت سهامداران عمده
۰/۰۰۱	۳/۷۴	-۰/۲۹۸	درصد مالکیت سهامداران نهادی
۰/۲۲۵	۱/۲۱۵	۲/۳۹۹	اندازه شرکت
۰/۱۱۸	-۰/۸۰۹	-۵/۱۵	اهرم مالی
۰/۰۸۱	ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۴۰۱	ضریب تعیین
۰/۰۰۰	سطح خطا آماره F	۱۷/۳۲۷	آماره F
		۱/۹۳	آماره دوربین واتسون

آزمون فرضیه ی فرعی اول

فرضیه ی فرعی اول بیان می دارد که: «بین میزان مالکیت سهامدار عمده و عدم تقارن اطلاعاتی رابطه ی معناداری وجود دارد». با توجه به نتایج به دست آمده در نگاره (۴) از برآورد مدل، ضریب متغیر میزان مالکیت بزرگترین سهامدار شرکت برابر ۰/۲۸۶ است و P-Value آن برابر با ۰/۰۰۳ و کمتر از سطح خطای ۰/۰۵ است؛ در نتیجه این فرضیه مورد تأیید قرار می گیرد. در واقع می توان بیان کرد که بین مالکیت سهامدار عمده ی شرکت و عدم تقارن اطلاعاتی آنها ارتباط مثبت و معناداری برقرار است.

آزمون فرضیه ی فرعی دوم

فرضیه ی فرعی دوم بیان می دارد که: «بین میزان مالکیت سهامداران عمده و عدم تقارن اطلاعاتی رابطه ی معناداری وجود دارد». نگاره ی شماره ی (۴) نشان می دهد که ضریب متغیر میزان مالکیت سهامداران عمده برابر -۰/۳۷۱ است و P-Value آن برابر با ۰/۰۰۹ و کمتر از سطح خطای ۰/۰۱ است، در نتیجه این فرضیه در سطح اطمینان ۰/۹۹ مورد تأیید قرار می گیرد. در حقیقت، بین میزان مالکیت سهامداران عمده و عدم تقارن اطلاعاتی ارتباط منفی و معناداری برقرار است.

آزمون فرضیه‌ی فرعی سوم

فرضیه فرعی سوم، عنوان می‌دارد که: «بین میزان مالکیت سهامداران نهادی و عدم تقارن اطلاعاتی رابطه معناداری وجود دارد». با توجه به نتایج به دست آمده در نگاره (۴) از برآورد مدل، ضریب متغیر میزان مالکیت سهامداران نهادی برابر $0/298$ - می‌باشد و P-Value آن برابر با $0/001$ و کمتر از سطح خطای $0/01$ می‌باشد، در نتیجه این فرضیه در سطح اطمینان $0/99$ مورد تأیید قرار می‌گیرد. در واقع می‌توان بیان کرد که بین میزان مالکیت سهامداران نهادی و عدم تقارن اطلاعاتی ارتباط منفی و معناداری برقرار است.

۱۰-۲-آزمون فرضیه‌ی اصلی دوم

به منظور بررسی رابطه‌ی بین ساختار مالکیت شرکت‌ها و عملکرد مالی آنها فرضیه‌ی اصلی دوم تبیین شده است: «بین نوع ساختار مالکیت و عملکرد مالی شرکت رابطه‌ی معناداری وجود دارد».

برای ساختار مالکیت، مشابه فرضیه‌ی اول از سه شاخص استفاده شده و برای عملکرد مالی شرکت، چهار مدل مورد آزمون قرار گرفته است. فرضیه‌ی اصلی دوم به سه فرضیه‌ی فرعی به شرح زیر تقسیم شده و مورد آزمون قرار گرفته که نتایج آن در نگاره‌ی (۵) آورده شده است.

آزمون فرضیه‌ی فرعی چهارم

فرضیه‌ی فرعی چهارم بیان می‌دارد که: «بین میزان مالکیت سهامدار عمده و عملکرد مالی شرکت‌ها رابطه وجود دارد». نگاره‌ی (۵) نشان می‌دهد، سطح خطای متغیر بزرگترین سهامدار در هر چهار مدل مربوط به معیارهای مختلف عملکرد، بیشتر از $0/05$ است. در حقیقت، بین میزان مالکیت سهامدار عمده و مدل‌های ارزیابی عملکرد مالی رابطه معناداری وجود ندارد؛ لذا فرضیه‌ی مذکور مورد تأیید قرار نمی‌گیرد.

آزمون فرضیه‌ی فرعی پنجم

فرضیه‌ی فرعی پنجم بیان می‌دارد که: «بین میزان مالکیت سهامداران عمده و عملکرد مالی شرکت‌ها رابطه‌ی معناداری وجود دارد». نتایج به دست آمده در نگاره (۵) حاکی از آن است، سطح خطای متغیر میزان مالکیت سهامداران عمده در هر چهار مدل مربوط به معیارهای مختلف عملکرد، کمتر از $0/05$ است. در حقیقت، می‌توان بیان کرد که بین میزان مالکیت سهامداران عمده با سود هر سهم، نسبت قیمت به سود، بازده دارایی‌ها و بازده حقوق صاحبان سهام رابطه‌ی مثبت و معناداری وجود دارد.

نگاره ۵: نتایج تخمین مدل‌های مربوط به فرضیه‌های فرعی دسته دوم

مدل اول	مدل دوم	مدل سوم	مدل چهارم	
۳/۲۶*	۳/۸۷	۶/۷۲۳	۱۷/۰۵	
(۰/۰۱۲)**	(۰/۰۰۰)	(۰/۰۲۸)	(۰/۰۰۹)	عرض از مبدا
-۰/۹۱۹	-۰/۰۲۳	-۰/۰۶	۰/۰۷۴	
(۰/۳۰۵)	(۰/۱۲۵)	(۰/۲۲)	(۰/۱۲)	درصد مالکیت سهامدار عمده
۹/۳۳	۰/۰۱۷	۰/۱۳۸	۰/۱۰۹	
(۰/۰۰۸)	(۰/۰۱۷)	(۰/۰۲۹)	(۰/۰۰۶)	درصد مالکیت سهامداران عمده
۳/۴۲۲	۰/۰۲۲	۰/۰۵۶	۰/۱۷۹	
(۰/۴۰۷)	(۰/۱۸۳)	(۰/۰۳)	(۰/۰۱۲)	درصد مالکیت سهامداران نهادی
۱۷۷/۰۵	-۰/۴۹	۱/۳۹	-۰/۹۷۸	
(۰/۰۰۰)	(۰/۵۳۴)	(۰/۱۴۶)	(۰/۶۸۸)	اندازه شرکت
-۲۰۲۶/۱۳	-۱/۶۳	-۴۱/۲۶	۶/۰۳۲	
(۰/۰۰۰)	(۰/۴۰۵)	(۰/۰۰۰)	(۰/۴۱۳)	اهرم مالی
۰/۶۱	۰/۳۹	۰/۴۳	۰/۱۹	
۰/۶۰	۰/۳۷	۰/۴۱	۰/۱۷	ضریب تعیین تعدیل شده
۱۶/۲۸	۱۴/۳۷	۱۱/۳۱	۱۹/۴۳	
(۰/۰۰۰)	(۰/۰۰۰)	(۰/۰۰۰)	(۰/۰۰۰)	F آماره
۱/۸۵	۲/۰۸	۱/۸۹	۱/۹۲	
				آماره دوربین واتسون

** ضریب به دست آمده برای متغیر در الگوی مورد نظر

** سطح خطای به دست آمده برای متغیر در الگوی مورد نظر

آزمون فرضیه‌ی فرعی ششم

فرضیه‌ی فرعی ششم بیان می‌دارد که: «بین میزان مالکیت سهامداران نهادی و عملکرد مالی شرکت‌ها رابطه‌ی معناداری وجود دارد». نتایج به دست آمده در نگاره (۵) نشان می‌دهد، سطح خطای متغیر میزان مالکیت سهامداران نهادی در مدل‌های (۱) و (۲) بیشتر از ۰/۰۵ و در مدل (۳) و (۴) کمتر از ۰/۰۵ است. در حقیقت، می‌توان بیان کرد که بین میزان مالکیت سهامداران نهادی با بازده دارایی‌ها و بازده حقوق صاحبان سهام رابطه‌ی مثبت و معناداری وجود دارد.

۱۱- نتیجه

در این تحقیق، تأثیر ساختار مالکیت بر عدم تقارن اطلاعاتی و عملکرد مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران مورد بررسی قرار گرفت. نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌ی اول، حاکی از آن است که بین نوع ساختار مالکیت شرکت‌ها و عدم تقارن اطلاعاتی آنها رابطه‌ی معناداری وجود دارد. بین مالکیت سهامدار عمده با عدم تقارن اطلاعاتی رابطه‌ی مثبت و بین مالکیت سهامداران عمده و سهامداران نهادی با عدم تقارن اطلاعاتی رابطه‌ی منفی و معناداری وجود دارد. در حقیقت، شرکت‌هایی که درصد بیشتری از سهام آن‌ها در اختیار سهامداران حقوقی بالاخص سهامداران نهادی باشد، برای سرمایه‌گذاری گزینه‌های بهتری هستند. این یافته با مزیت نسبی سهامداران نهادی در جمع‌آوری و پردازش اطلاعات مطابقت دارد؛ به طوری که هر چه میزان مالکیت نهادی افزایش یابد، ارائه‌ی اطلاعات به دست مدیران شرکت به افراد مرتبط در بازار افزایش یافته و به عبارت دیگر، عدم تقارن اطلاعاتی کاهش خواهد یافت. این امر موجب کارایی بازار از نظر اطلاعات خواهد شد. نتایج آزمون فرضیه‌ی دوم نشان می‌دهد که حضور سرمایه‌گذاران نهادی و سهامداران عمده در ساختار مالکیت شرکت‌ها باعث بهبود عملکرد آنها می‌شود. این نتیجه، با فرضیه‌ی نظارت‌کارا و فرضیه‌ی هم‌سویی استراتژیک سازگار است. فرضیه‌ی نظارت‌کارا بیان می‌دارد که تخصص و تجربه‌ی سهامداران نهادی، باعث کاهش هزینه‌های نظارت می‌شود و فرضیه‌ی هم‌سویی استراتژیک بر همسو شدن منافع سهامداران نهادی و مدیران شرکت تأکید دارد. در این تحقیق، ارتباط مالکیت سهامداران نهادی با بازده دارایی‌ها و بازده حقوق صاحبان سهام مورد تأیید قرار گرفته است و نتایج بیانگر وجود رابطه‌ی مثبت بین مالکیت سهامداران عمده با عملکرد مالی شرکت‌ها است. بدین ترتیب می‌توان چنین استدلال کرد که هر چه تعداد سهامداران نهادی و سهامداران عمده در ترکیب مالکیت شرکت بیشتر باشد، باعث

تسهیم نظارت و کنترل در میان سهامداران می شود، تضاد منافع بین آن ها کاهش می یابد و موجب افزایش سودآوری می شود.

۱۲- محدودیت های تحقیق

محدودیت تحقیق حاضر، عدم امکان دسترسی به اطلاعات دقیق در مورد ترکیب مالکیت شرکت ها است. یادداشت های توضیحی صورت های مالی در برگیرنده ی ترکیب سهامداران و شرکت ها است که این اطلاعات معمولاً به شکلی ناهماهنگ ارائه می شود. سایر سهامداران، یک گروه و عنوان کلی است که اشخاص حقوقی و حقیقی نامتجانس در آن جای گرفته اند. شرکت ها، صندوق های بازنشستگی و اشخاص حقیقی در گروه سایر سهامداران نیز قرار گرفته اند که به لحاظ ماهیت و کارکرد بسیار متفاوت هستند. در صورت دستیابی به اطلاعات دقیق تر، امکان دستیابی به نتایج متفاوت وجود دارد.

۱۳- پیشنهادهای کاربردی

با توجه به نتایج به دست آمده، پیشنهادهای زیر توصیه می شود:

۱- با توجه به بالا بودن تقارن اطلاعاتی و همچنین عملکرد مالی بهتر در شرکت هایی با درصد مالکیت سرمایه گذاران نهادی در مقایسه با سایر ترکیب های مالکیت موجود در این پژوهش، به سرمایه گذاران پیشنهاد می شود در تصمیمات سرمایه گذاری های خود به عامل ترکیب مالکیت شرکت های سرمایه پذیر توجه کنند.

۲- با توجه به نتایج، وجود سرمایه گذاران نهادی موجب کاهش عدم تقارن اطلاعاتی در بازار سرمایه از طریق انتقال اطلاعات داخلی شرکت ها به بازار می شود. بنابراین به مسؤولان بازار سرمایه پیشنهاد می شود که شرایطی را فراهم سازند که حضور سهامداران نهادی در بازار افزایش یابد. این موضوع به افزایش کارایی بازار نیز کمک می کند.

۳- از آنجا که حضور سرمایه گذاران نهادی تأثیری مثبت بر عملکرد و ارزش شرکت دارد، لذا توصیه می گردد که بیش از پیش به ایجاد مؤسسه های سرمایه گذاری، بیمه های خصوصی و غیره بها داده شود.

۴- با توجه به معنادار بودن رابطه ی بین درصد مالکیت سهامداران نهادی و بازده حقوق صاحبان شرکت ها می توان گفت، زمانی که بخش عمده ی مالکیت شرکت متعلق به سهامداران نهادی باشد، نسبت عایداتی که سرمایه گذاران در سرمایه گذاری خود دریافت می کنند، در مقایسه با سایر حالت های ترکیب مالکیت گفته شده در این پژوهش بیشتر است. توجه به این نکته برای سرمایه گذاری در شرکت هایی با درصد مالکیت نهادی برای دریافت عایدی بیشتر مفید است.

۱۴- پیشنهاد برای تحقیقات آتی

با عنایت به نتایج تحقیق، پیشنهادهای زیر ارائه می‌گردد:

- ۱- ارتباط ساختار مالکیت با عدم تقارن و عملکرد مالی شرکت‌ها به تفکیک در صنایع مختلف بررسی شود.
- ۲- تأثیر مالکیت دولتی و خصوصی بر عدم تقارن اطلاعاتی و عملکرد مالی شرکت‌ها مورد بررسی قرار گیرد.

یادداشت‌ها

- 1- Bushee
- 2- Velury & Jenkins
- 3- Pound
- 4- Efficient-monitoring Hypothesis
- 5- Ke & et al.
- 6- Gaspar & et al.
- 7- Self-interest Hypothesis
- 8- Kim
- 9- Shleifer & Vishny
- 10- Elyasiani & Jia
- 11- Cornett
- 12- Navissi & Naiker
- 13- Aghion & et al.
- 14- Krivogorsky
- 15- Jiang & Kim
- 16- Heflin & shaw
- 17- Kolmogorev -Smirnov test

کتابنامه

الف) فارسی

- ۱- حساس یگانه، یحیی و امیر پوریان‌سب. (۱۳۸۴). «نقش سرمایه‌گذاری نهادی در حاکمیت شرکت‌های سهامی»، ماهنامه حسابدار، شماره: ۱۶۴ و ۱۶۵.

۲- حساس یگانه، یحیی، محمد مرادی و هادی اسکندری. (۱۳۸۷). «بررسی رابطه بین سرمایه گذاران نهادی و ارزش شرکت». فصلنامه بررسی های حسابداری و حسابرسی، شماره ۵۲:صص ۱۰۷-۱۲۲

۳- رحیمیان، نظام الدین، سید حسن صالح نژاد و علی سالکی. (۱۳۸۸). «رابطه میان برخی سازوکار های حاکمیت شرکتی و عدم تقارن اطلاعاتی در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران». فصلنامه بررسی های حسابداری و حسابرسی، شماره ۵۸: ۷۱-۸۶.

۴- عباسی، ابراهیم. (۱۳۸۵). «روش ها و نظریه های انتشار سهام و قیمت بازار»، چاپ اول، انتشارات علمی و فرهنگی.

۵- نمازی، محمد و احسان کرمانی. (۱۳۸۷). تاثیر ساختار مالکیت بر عملکرد شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. فصلنامه بررسی های حسابداری و حسابرسی، شماره ۵۳: ۱۰۰-۸۳.

۶- نوروش، ایرج و علی ابراهیمی کردلر. (۱۳۸۴). «تبیین رابطه ترکیب سهامداران با تقارن اطلاعات و سودمندی معیارهای حسابداری عملکرد». فصلنامه بررسی های حسابداری و حسابرسی، شماره ۴۲: ۱۲۴-۹۷.

ب) انگلیسی

7- Aghion, P., J. Van Reenen & L. Zingales. (2009). "Innovation and institutional ownership", Working Paper, Chicago Booth School of business.

8- Bushee, B. & C. Noe. (2000). "Corporate disclosure practices, institutional investors, and stock return volatility". *Journal of Accounting Research*, Vol.38, PP. 171-202.

9- Cornett, M. M., A. J. Marcus, A. Saunders, & H. Tehranian. (2007). "The impact of institutional ownership on corporate operating performance", *Journal of Banking and Finance*, Vol. 31, PP. 1771-1794.

- 10- Elyasiani, E. & J. Jia. (2008). "Institutional ownership stability and BHC performance", *Journal of Banking and Finance*, Vol. 32, PP. 1767–1781.
- 11- Gaspar, J., M. Massa & P. Matso. (2005). "Shareholder Investment Horizons and the Market for Corporate Control", *Journal of Financial and Economics*, Vol. 76, PP. 135-160.
- 12- Heflin, F. & K. Shaw. (2000). "Block holder Ownership and Market Liquidity", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 35, No. 4, pp. 621-633.
- 13- Jiang, L. & J. B. Kim. (2000). "Cross-corporate ownership, information asymmetry and the usefulness of accounting performance measures in Japan", *Journal of Accounting* , Vol. 35, PP. 85-95.
- 14- Ke, B. & S. Ramalingegowa. (2004). "Do Institutional Investors Exploit The Post-Earnings Announcement Drift?", *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 39, PP. 25-53.
- 15- Kim, O. (1993). "Disagreements among shareholders Over a Firm's Disclosure Policy", *Journal Finance*, Vol. 20, PP. 747 – 760.
- 16- Krivogorsky, V. (2006). "Ownership, Board structure and performance in continental Europe", *Journal of Accounting*, Vol. 41, PP. 176-197.
- 17- Navissi, F. & V. Naiker. (2006). "Institutional ownership and corporate value", *Managerial Finance*, Vol. 32, PP. 247-257.
- 18- Pound, J. (1988). "Proxy contests and the efficiency of shareholder oversight", *Journal of Financial Economics* ,Vol 20, PP. 237–265.
- 19- Shleifer, A. & W. Vishny. (1986). "Large shareholders and corporate control", *Journal of political Economy*, Vol. 95, PP. 461-488.
- 20- Velury, U. & D. S. Jenkins. (2006). "Institutional ownership and the quality of earnings", *Journal of Business Research*, Vol. 59, PP. 1043-1051.