

نقش سرمایه‌گذاران نهادی در عملکرد شرکت‌های بیمه (خصوصی) در ایران

یحیی حساس یگانه¹

نادر مظلومی²

نسیم کردستانی³

تاریخ دریافت مقاله: 1390/10/20

تاریخ پذیرش مقاله: 1391/06/11

چکیده

امروزه ترکیب ساختار مالکیت از منظر هویت مالکان و تمرکز مالکیت به لحاظ تأثیری که می‌تواند بر عملکرد داشته باشد مورد توجه محققین و مدیران شرکت‌ها قرار گرفته است. سهام‌داران یک شرکت، دیدگاه‌های مختلف و اهداف متفاوتی را دنبال می‌کنند. تغییرات اخیر در صنعت بیمه و خصوصی‌شدن شرکت‌های بیمه و ورود آنها به بورس اوراق بهادار، تغییراتی در ساختار مالکیت و سهام‌داران این شرکت‌ها به وجود آورده است.

قالب پژوهش مبتنی بر تئوری‌های حاکمیت شرکتی از جمله تئوری نمایندگی است. مقاله حاضر به بررسی نقش سرمایه‌گذاران نهادی بر عملکرد مالی شرکت‌های بیمه در ایران می‌پردازد. در این تحقیق با توجه به محدود بودن شرکت‌های بیمه کل جامعه مورد بررسی قرار گرفته و این شرکت‌ها به دو گروه (سهام‌داران با مالکیت نهادی بیشتر از 50 درصد و کمتر از 50 درصد) تقسیم شده و عملکرد مالی آنها با سنجش نرخ بازده حقوق صاحبان سهام و نرخ بازده دارایی‌ها و نرخ رشد سود بررسی شده است. نتیجه بدست آمده نشان می‌دهد که شرکت‌های بیمه‌ای که شرکت‌های بیمه‌ای که سرمایه‌گذاران نهادی آنها سهم بیشتری از ساختار مالکیت را در اختیار دارند در مقایسه با شرکت‌هایی که این سهم کمتر است، عملکرد مالی بهتری دارند و سهم مالکیت بیشتر سرمایه‌گذاران نهادی در شرکت‌های بیمه، می‌تواند منجر به اتخاذ تصمیمات مناسب برای شرکت و در نتیجه عملکرد بهتر شرکت شود.

واژگان کلیدی: سهام‌داران نهادی، ساختار مالکیت، عملکرد مالی، شرکت‌های بیمه

1. استادیار دانشگاه علامه طباطبائی
(Email: yahya_yeganeh@yahoo.com)

2. استادیار دانشگاه علامه طباطبائی
(Email: Nadermazloomi@gmail.com)

3. کارشناس ارشد مدیریت بازرگانی، گرایش مدیریت بیمه، دانشگاه علامه طباطبائی (نویسنده مسئول)
(Email: nasimkordestani@gmail.com)

1. مقدمه

توجه به ترکیب سهام‌داران شرکت‌ها در هنگام تصمیمات سرمایه‌گذاری می‌تواند راهنمای مناسبی برای سرمایه‌گذاران باشد و در نظر گرفتن آن ممکن است سرمایه‌گذاران را در تصمیمات سرمایه‌گذاری بلندمدت خود دچار اشتباه نماید. ضمن اینکه تعیین ترکیب بهینه سهام‌داران شرکت‌های سرمایه‌پذیر برای مالکان آنها بسیار سودمند است (صادقی شریف و کفاش پنجه شاهی، 1388). سیمون هربرت¹، بیان کرد که مدیران تمایل دارند که شرکت آنها به سطح قابل قبولی از رشد و امنیت برسد؛ زیرا آنها بیشتر نگران تداوم بقای خودشان هستند تا حداکثر کردن ارزش شرکت برای سهام‌دارانش. ولی سهام‌داران با انتظار اینکه مدیران برای حداکثر کردن منافع آنها تلاش می‌کنند، اختیار تصمیم‌گیری را به مدیران واگذار می‌کنند (Bonazzi and Islam, 2007). ساختار مالکیت شرکت‌ها یکی از مبانی مهم در موضوع حاکمیت شرکتی است و از دو جنبه می‌توان ساختار مالکیت شرکت‌ها را تحت بررسی قرار داد: یکی از زاویه اندازه مالکیت و تعداد سهام (تمرکز و پراکندگی مالکیت) و دیگری از جنبه هویت مالکان و اینکه ساختار مالکیت شرکت‌ها را بیشتر افراد حقوقی تشکیل می‌دهند یا افراد حقیقی، سرمایه‌گذاران نهادی یا سایر مؤسسات و نهادها.

تحقیقات زیادی بر نقش سرمایه‌گذاران نهادی از جنبه توجه به هویت مالکان انجام شده است. شواهد زیادی برای مؤثر بودن فعالیت این سرمایه‌گذاران بر عملکرد شرکت و نظارت مدیریت وجود دارد و بیان می‌کند که سرمایه‌گذاران نهادی توانایی و تخصص لازم را برای نظارت مناسب بر تصمیمات مدیریت دارند؛ برای مثال صندوق‌های بازنشستگی، صندوق‌های مشاع، شرکت‌های بیمه و بانک‌ها اغلب سهام زیادی از شرکت‌ها را خریداری می‌کنند و می‌توانند نقش مؤثری در نظارت مدیریت ایفا کنند. برخی مطالعات هم بر نقش ناچیز این سرمایه‌گذاران بر عملکرد شرکت تأکید

می‌کنند (Faccio and Lasfer, 2000). بنابراین هدف از این تحقیق بررسی نقش سرمایه‌گذاران نهادی بر عملکرد شرکت‌های بیمه است.

2. مرور بر ادبیات

2-1. سرمایه‌گذاران نهادی

با مرور زمان و وارد شدن به هزاره جدید، سرمایه‌گذاری نهادی در شرکت‌های دولتی به‌عنوان یک مکانیزم مهم در نظارت و کنترل عملکرد فعالیت‌های تجاری شرکت‌ها وارد شدند. در کشور ما مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی در سالیان اخیر با گسترش روند واگذاری سهام شرکت‌های دولتی مطرح شده است. در فرایند این انتقال مالکیت، شاهد حضور سازمان‌ها و مؤسسه‌هایی هستیم که با عنوان سرمایه‌گذاران نهادی شناخته شده و در قالب مالکان و صاحبان سهام جدید سهم بیشتری از ارزش ویژه شرکت‌های در حال انتقال را به خود اختصاص می‌دهند. بخشی از این شرکت‌ها و سرمایه‌گذاران نهادی را مؤسسه‌های بیمه اعم از شرکت‌های بیمه بازرگانی، سازمان‌های تأمین اجتماعی یا صندوق‌های بازنشستگی تشکیل می‌دهند. هدف این گروه از سازمان‌ها که در نقش سرمایه‌گذار ظاهر می‌شوند قاعدتاً علاوه بر کسب سود، توان بخشی قوام مالی خود برای پاسخ‌گویی به تعهدات آتی است که در قبال بیمه‌گذاران، مستمری‌بگیران و سایر ذی‌نفعان سازمان‌های خود پذیرفته‌اند. گروه دیگر را مؤسسه‌هایی تشکیل می‌دهند که اصالتاً شرکت‌های سرمایه‌گذاری هستند و از سرمایه‌گذاری‌ها هدف پیشینه‌کردن سود را برای مؤسسه متبوع خود تعقیب می‌کنند. تعداد این گروه از سازمان‌ها نیز رو به مزاید بوده است. بدین ترتیب ملاحظه می‌شود که شرکت‌ها با تغییراتی در بافت و ترکیب سهام‌داران و به عبارتی در ساختار مالکیت خود مواجه هستند (مظلومی و رحمان‌سرشت، 1384).

طبق تعریف گاریسیو¹ مالکیت نهادی به صورت مجموع درصد سهام شرکت که

1. Guercio, 1999

متعلق به بانکها، بیمه‌ها، نهادهای مالی، شرکت‌های هلدینگ است، تعریف می‌شود. مطابق با تعریف بوش¹ سرمایه‌گذاران نهادی، سرمایه‌گذاران بزرگ نظیر بانکها، شرکت‌های بیمه، شرکت‌های سرمایه‌گذاری و ... هستند.

2-2. سرمایه‌گذاران نهادی و عملکرد شرکت‌ها

سرمایه‌گذاران نهادی، انگیزه و توانایی زیادی برای تأثیرگذاری روی تصمیمات شرکت دارند. توانایی‌های آنها به طور قابل توجهی بیشتر از دیگر سرمایه‌گذاران است. وجود انگیزه سرمایه‌گذاران نهادی برای نظارت مؤثر رفتار مدیریت، ثروت واقعی آنها در شرکت است و این نظارت و کنترل مؤثر باعث صرفه اقتصادی می‌شود. نظارت بر رفتار مدیران باعث می‌شود که آنها مسئولیت و نگرانی بیشتری در قبال سهام‌داران خود احساس کنند. سرمایه‌گذاران نهادی با بینش‌های وسیع برای عملکرد بهینه شرکت در انتخاب اهداف سرمایه‌گذاری در آینده نیز کمک می‌کنند. بنابراین می‌توان نتیجه گرفت که حضور این مؤسسه‌ها در ساختار مالکیت شرکت‌ها و در کنار سایر اشکال مالکیت، حامل پیامدهایی در عملکرد و تولید سازمانی این شرکت‌ها خواهد بود.

با تغییر ساختار مالکیت شرکت‌ها و ترکیب مالکانه موجود می‌توان انتظار داشت که رفتارها و عملکردهای آنها نیز تعدیل شده و تغییر یابد. توجه به این نکته از چند لحاظ حائز اهمیت است؛ نخست آنکه هیئت مالکیت و خصیصه‌های آن با شکل بخشیدن به افق زمانی و حوزه‌های تصمیم‌گیری مدیریت می‌تواند بر عملکرد مالی شرکت مؤثر واقع شود. تمرکز طولانی مدت بر موضوعات خاص و دوره‌های طولانی مدت سرمایه‌گذاری برای پژوهش و توسعه و همچنین توسعه بازار و محصول برای قوام و حیات بنگاه‌های اقتصادی کشور در حال حاضر امری ضروری است. تا بدین وسیله با کسب صلاحیت و توانمندی محوری لازم، آمادگی کافی را برای حضور در صحنه‌های شدیداً رقابتی بین‌المللی به دست آورند. با وجود این واقعیت، کوتاه نظر بودن گروه‌هایی از سرمایه‌گذاران می‌تواند به معنای تعقیب هدف‌های کوتاه‌مدت از سرمایه‌گذاری

توسط ایشان باشد. مسئله نزدیک‌بینی و کوتاه‌نظری به ویژه از لحاظ تأثیری که بر سرمایه‌گذاری شرکت‌ها در زمینه پژوهش، توسعه و نوآوری بر جای می‌گذارد، حائز اهمیت است و بررسی‌های انجام گرفته تاکنون نتایج متفاوتی را کسب کرده‌اند.

در خصوص تأثیر سرمایه‌گذاران نهادی بر شرکت‌ها دیدگاه‌های مختلفی وجود دارد. عده‌ای معتقدند که سرمایه‌گذاران نهادی با توجه به اینکه آنها از دانش و تخصص کافی و تجربه زیادی برخوردارند و می‌توانند به عنوان یک نهاد ناظر، عملکرد مدیریت و در نتیجه عملکرد شرکت را کنترل کنند رابطه مثبتی با عملکرد شرکت دارند. از طرف دیگر عده‌ای بیان کردند که سرمایه‌گذاران نهادی به علت دید کوتاه‌مدت و اهداف کوتاه‌مدت که رسیدن به سود می‌باشد در عملکرد بلندمدت شرکت تأثیر منفی می‌گذارند و عده‌ای دیگر بین این دو رابطه‌ای مشاهده نکردند (Faccio and Lasfer, 2000).

پوند¹ بیان کرد که سرمایه‌گذاران نهادی ممکن است روی عملکرد شرکت تأثیر مثبت یا منفی بگذارند. اثر مثبت هنگامی اتفاق می‌افتد که سرمایه‌گذاران نهادی به عنوان ناظران مؤثرتری بر عملکرد مدیران شرکت نسبت به سرمایه‌گذاران به صورت فردی عمل می‌کنند. سرمایه‌گذاران نهادی نه تنها انگیزه بیشتری (به علت نفع مالی زیاد با سرمایه‌گذاری در شرکت) برای نظارت دارند بلکه تخصص بیشتری هم برای نظارت شرکت در جهت کاهش هزینه‌ها نسبت به سرمایه‌گذاران دیگر دارند. اثر منفی زمانی اتفاق می‌افتد که سرمایه‌گذاران نهادی بر خلاف وظیفه حرفه‌ای خود با مدیران شرکت در جهت رسیدن به منافعشان همکاری می‌کنند (Tsai, 2005).

نویسی و نایکر² در تحقیقی با استفاده از نظریه‌های پوند به بررسی رابطه بین مالکیت نهادی و ارزش شرکت در نیوزلند پرداختند. یافته‌های آنان نشان می‌دهد که در سطوح پایین مالکیت، سرمایه‌گذاران نهادی انگیزه‌های بیشتری برای نظارت بر مدیریت دارند و بنابراین حضورشان رابطه مثبت بر ارزش شرکت خواهد داشت ولی در سطوح

1. Pound, 1988

2. Navissi and Naiker

بالای مالکیت، سرمایه‌گذاران نهادی ممکن است هیئت مدیره را به اخذ تصمیمات غیر بهینه ترغیب کنند. یعنی مالکیت سهام از طریق سرمایه‌گذاران نهادی در سطوح پایین‌تر مالکیت رابطه مثبتی با ارزش شرکت دارد و با افزایش مالکیت سهام، تأثیر آن بر ارزش شرکت منفی می‌شود.

طبق پژوهشی، سرمایه‌گذاران نهادی که سرمایه‌گذاران خبره هستند نسبت به سرمایه‌گذاران غیر نهادی، توانایی بیشتری برای کشف مدیریت سود دارند، زیرا آنها به اطلاعات مربوط و به موقع دسترسی دارند. همچنین آنها استدلال می‌کنند که سرمایه‌گذاران حرفه‌ای به اطلاعات بیشتری برای تجزیه سود به اجزای عادی و غیر عادی نیاز دارند (Balsam, Bartov and Maruardt, 2002).

از طرفی بیان می‌شود که کوتاه نظر بودن گروه‌هایی از سرمایه‌گذاران می‌تواند به معنای تعقیب هدف‌های کوتاه‌مدت از سرمایه‌گذاری توسط ایشان باشد. مسئله نزدیک‌بینی و کوتاه نظری به ویژه از لحاظ تأثیری که بر سرمایه‌گذاری شرکت‌ها در زمینه پژوهش و توسعه و نوآوری بر جای می‌گذارد، حائز اهمیت است و بررسی‌های انجام گرفته تاکنون نتایج متفاوتی کسب کرده‌اند. دل‌بستگی به نتایج کوتاه‌مدت و خصلت ریسک‌گریزی متناسب به سرمایه‌گذاران نهادی، ضرورت توجه به نقش آنها را در سوگیری و عملکرد شرکت‌هایی که در آنها مبادرت به سرمایه‌گذاری شده است، برجسته می‌سازد (مظلومی و رحمان سرشت، 1384).

ماگ¹ بیان می‌کند که استفاده از توانایی‌های سرمایه‌گذاران نهادی برای تأثیرگذاری در تصمیمات مدیران تا حدی تابعی از اندازه میزان سرمایه‌گذاری آنهاست. اگر میزان سهام سرمایه‌گذاران نهادی زیاد باشد، سهام قابل عرضه در بازار کم است و بنابراین آنها سهامشان را برای دوره بلندمدت‌تری نگه می‌دارند. در این مورد انگیزه بیشتری برای نظارت بر مدیریت شرکت وجود دارد. در صورتی که اگر سهام‌داران نهادی سهم کمی از شرکت را داشته باشند اگر عملکرد شرکت ضعیف باشد به راحتی می‌توانند

سهمشان را در بازار به نقدینگی تبدیل کنند و در این صورت انگیزه کمتری برای نظارت بر عملکرد مدیران وجود دارد. مطالعات متعددی نشان می‌دهد که هدف سهام‌داران نهادی کوتاه‌مدت است و آنها تمایل به نقد کردن سهامشان و به‌دست آوردن سود در کوتاه‌مدت دارند تا اینکه به امید به‌دست آوردن منافع بیشتری در بلندمدت باشند (Cornett et al., 2007).

رابطه عملکرد مدیریتی سرمایه‌گذاران نهادی با سهم مالکیت این نهادها در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران توسط نادر مظلومی و حسین رحمان سرشت (1384) مورد مطالعه قرار گرفته است. در این تحقیق رابطه بین نسبت‌های مالکانه مدیران، شخصیت‌های حقیقی و حقوقی صاحب سهام و نهادهای کنترل‌کننده سهام پرسنلی با عملکرد مالی شرکت‌ها در 131 شرکت در یک دوره 5 ساله تحت بررسی قرار گرفت. متغیرهای ساختار مالکیت در این تحقیق، میزان سهم مالکانه سرمایه‌گذاران نهادی، مدیران، سازمان گسترش مالکیت تولیدی، اشخاص حقیقی و حقوقی بوده است. در این تحقیق تنها در متغیر ساختار سرمایه تفاوت معناداری بین دو گروه شرکت‌هایی که سرمایه‌گذاران نهادی در آنها حضور داشتند و گروه دیگر دیده شده است.

در تحقیق حساس یگانه، مرادی و اسکندر (1387) رابطه بین سرمایه‌گذاران نهادی و ارزش شرکت مورد بررسی قرار گرفت. نتایج تحقیقات آنها نشان داد که رابطه مثبتی بین سرمایه‌گذاران نهادی و ارزش شرکت وجود دارد.

در ایران رابطه بین سهام‌داران نهادی و عملکرد شرکت‌ها در بورس اوراق بهادار مورد بررسی قرار گرفته است ولی با توجه به اینکه این تحقیقات در زمانی که شرکت‌های بیمه در بورس اوراق بهادار وارد نشده بودند، انجام شده و تحقیقی به صورت مستقیم در این رابطه در شرکت‌های بیمه صورت نگرفته است، این مقاله به بررسی نقش سرمایه‌گذاران نهادی بر عملکرد شرکت‌های بیمه پرداخته است.

3-2. ساختار مالکیت در شرکت‌های بیمه

شرکت‌های بیمه به عنوان مؤسسات بزرگ مالی که علاوه بر سهام‌داران خود ذی‌نفعان بسیاری را دربرمی‌گیرند، از مؤسساتی هستند که توجه به ترکیب ساختار مالکیتی مناسب در آنها انکارناپذیر است. در صنعت بیمه، تضاد منافع بین مدیران و سهام‌داران محدود نمی‌شود بلکه همچنین شامل بیمه‌گذارانی می‌شود که ممکن است در جهت منافع سهام‌داران، پرداختی آینده آنها با مشکل مواجه شود (Diacon and osullivan, 1995).

برای اینکه نظرات و تصمیم‌گیری‌های یک سهام‌دار در یک شرکت اثرگذار باشد، آن شخص حقیقی یا حقوقی باید حداقل یک عضو در هیئت مدیره شرکت داشته باشد که بتواند نظرات خود را اعمال کند. تعداد اعضای هیئت مدیره در شرکت‌های بیمه ایرانی از 5 نفر تا 9 نفر دیده شده است. سهام‌داران نهادی برای اعمال تصمیمات خود در شرکت باید حداقل یک عضو در هیئت مدیره داشته باشند و اگر تعداد اعضای آنها در هیئت مدیره بیش از 50 درصد کل اعضای هیئت مدیره باشد نظر آنها در تصمیم‌گیری‌ها نظر قطعی است و می‌توانند از آن به نفع خود یا سهام‌داران دیگر یا به نفع شرکت استفاده کرده و موجب بهبود عملکرد مدیران یا به عکس موجب تصمیم‌گیری‌هایی باشد که منافع شرکت را به همراه نداشته باشد. در جدول 1 سهام‌داران شرکت‌های بیمه در ایران در سال 1388 به صورت مختصر آورده شده است:

جدول 1. ساختار مالکیت شرکت‌های بیمه در سال 1388

ساختار مالکیت شرکت‌های بیمه در آخرین سال مورد تحقیق (سال 1388)							شرکت‌های بیمه
مالکیت اشخاص حقیقی	مالکیت اشخاص حقوقی				مالکیت دولتی		
	مالکیت غیر نهادی	مالکیت نهادی					
		صندوق‌های بازنشستگی	شرکت‌ها بیمه	بانک‌ها	شرکت‌های سرمایه‌گذاری		
						*	بیمه ایران
*	*	*		*	*	*	بیمه البرز
*	*	*		*	*	*	بیمه آسیا
						*	بیمه دانا
*	*				*		بیمه توسعه
*	*						بیمه رازی
*	*			*			بیمه کارآفرین
*	*				*		بیمه سینا
*	*	*			*		بیمه ملت
*	*			*	*		بیمه نوین
*	*			*	*		بیمه معلم
*	*	*		*	*		بیمه سامان
*	*	*		*	*		بیمه پارسیان
*	*	*		*	*		بیمه پاسارگاد
*	*	*			*		بیمه دی
*	*		*				بیمه حافظ
	*		*				بیمه ایران معین
	*		*	*	*		بیمه اتکایی امین
			*				بیمه امید

3. فرضیه‌ها و سئوالات تحقیق

تحقیقات صورت گرفته در ارتباط با این موضوع به نتایج متفاوتی رسیده‌اند و نقش سرمایه‌گذاران نهادی بر عملکرد شرکت‌ها هنوز نامشخص است. با توجه به تحولات اخیر در صنعت بیمه از جمله خصوصی شدن این شرکت‌ها و وارد شدن آنها به بورس اوراق بهادار و ایجاد فضای رقابتی شدید، موضوع توجه به ساختار مالکیت شرکت‌های بیمه اهمیت ویژه‌ای یافته است. بنابراین سؤال اصلی در این تحقیق این است که آیا شرکت‌های بیمه‌ای که سرمایه‌گذاران نهادی آنها سهم بیشتری از ساختار مالکیت را در اختیار دارند در مقایسه با شرکت‌هایی که این سهم کمتر است، عملکرد بهتری دارند؟

3-1. سؤال‌های فرعی تحقیق

- آیا در شرکت‌های بیمه‌ای که سرمایه‌گذاران نهادی آنها سهم بیشتری از ساختار مالکیت را در اختیار دارند در مقایسه با شرکت‌هایی که این سهم کمتر است، نرخ بازده حقوق صاحبان سهام بیشتر است؟

- آیا در شرکت‌های بیمه‌ای که سرمایه‌گذاران نهادی آنها سهم بیشتری از ساختار مالکیت را در اختیار دارند در مقایسه با شرکت‌هایی که این سهم کمتر است، نرخ بازده دارایی‌ها بیشتر است؟

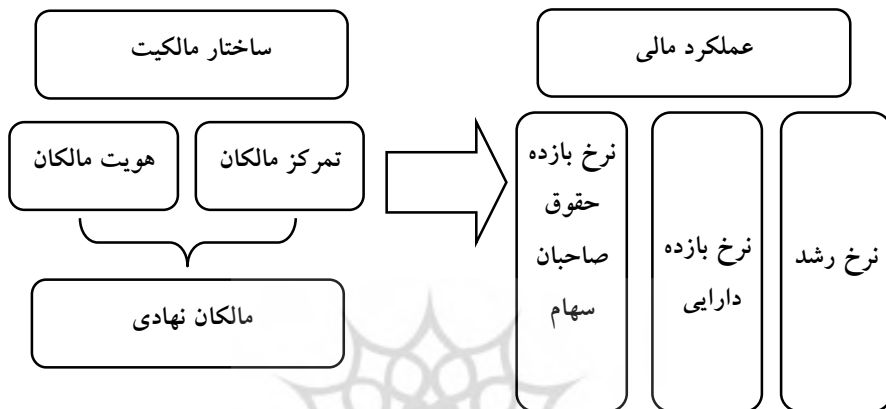
- آیا در شرکت‌های بیمه‌ای که سرمایه‌گذاران نهادی آنها سهم بیشتری از ساختار مالکیت را در اختیار دارند در مقایسه با شرکت‌هایی که این سهم کمتر است، نرخ رشد سود بیشتر است؟

4. مدل نظری تحقیق

در این تحقیق با استفاده از ادبیات حاکمیت شرکتی و ساختار مالیت فرض بر این است که در شرکت‌هایی که سهام‌داران نهادی درصد بیشتری از مالکیت را در اختیار دارند، عملکرد مناسب‌تری نسبت به شرکت‌هایی وجود دارد که سهام‌داران نهادی آنها درصد کمی از مالکیت را در اختیار دارند. در این تحقیق مدل مفهومی به این شرح ارائه شده است: در این مدل تأثیر ساختار مالکیت (که از دو طریق تمرکز و پراکندگی مالکیت و

هویت مالکان قابل بررسی است) از حیث سهام‌داران نهادی بر عملکرد مالی شرکت‌های بیمه در ایران که با سنجه‌های نرخ بازده دارایی، نرخ رشد سود و نرخ بازده حقوق صاحبان سهام ارزیابی می‌شود، سنجیده می‌شود.

شکل 1. مدل نظری تحقیق



5. روش‌شناسی تحقیق

روش این تحقیق از لحاظ نتیجه تحقیق، کاربردی و از نظر هدف، توصیفی از نوع همبستگی است و متغیرهای تحقیق کمی می‌باشند. اطلاعات مورد نیاز بخش ادبیات تحقیق و مبانی نظری تحقیق از کتب و مجلات تخصصی فارسی، لاتین، مقالات استخراج شده از اینترنت و سایت‌های تخصصی، گردآوری شده است. داده‌های مورد نیاز برای آزمون فرضیه‌های تحقیق از طریق مراجعه به پژوهشکده بیمه و سازمان بیمه مرکزی و با استفاده از صورت‌های مالی سالانه شرکت‌های بیمه و گزارش فعالیت هیئت مدیره و یادداشت‌های توضیحی همراه صورت‌های مالی شرکت‌های بیمه (شامل ترازنامه، صورت سود و زیان) جهت استخراج سنجه‌های عملکرد مالی و جزئیات سهام‌داران، سایت‌های اینترنتی شرکت‌های بیمه گردآوری شده است. متغیر مستقل در این تحقیق، سرمایه‌گذاران نهادی در ساختار مالکیت شرکت‌های بیمه و متغیر وابسته، عملکرد مالی شرکت‌های بیمه (نسبت بازده حقوق صاحبان سهام، نسبت بازده

دارایی‌ها، درصد رشد سود) است.

جامعه آماری شامل تمامی شرکت‌های بیمه خصوصی برای چهار سال از 1385 تا 1388 است به غیر از شرکت‌های بیمه اتکایی (غیرمستقیم) و شرکت‌های بیمه‌ای که در مناطق آزاد فعالیت دارند که شامل 11 شرکت بیمه است. به علت محدود بودن تعداد شرکت‌های بیمه و با توجه به صحبت‌های پیرامون این بحث با اساتید محترم، تمامی شرکت‌های بیمه به عنوان جامعه آماری انتخاب شده‌اند، بنابراین روش نمونه‌گیری و حجم نمونه در این پژوهش کاربردی ندارد. در این تحقیق به علت عدم نیاز به نمونه‌گیری و سرشماری کل جامعه، از آمار توصیفی استفاده می‌شوند. شرکت‌های بیمه برای بررسی با توجه به نظر اساتید مجرب به دو گروه تقسیم شدند و نتایج حاصل از این دو گروه با یکدیگر مقایسه شد.

6. تجزیه و تحلیل مطالب

برای تجزیه و تحلیل نتایج با بهره‌گیری از تکنیک‌های مناسب آمار توصیفی، فرضیه‌های پژوهش را با توجه به داده‌های جمع‌آوری شده، مورد بررسی قرار دادیم. درصد سهام‌داران نهادی این شرکت‌ها به تفکیک و به ترتیب نزولی در نمودار 1 نشان داده شده است:

نمودار 1. درصد سهام‌داران نهادی شرکت‌های بیمه



در این بخش فرضیات فرعی اول تا سوم تحقیق را مورد بررسی قرار می‌دهیم. در واقع به دنبال آزمون این مطلب هستیم که آیا شاخص‌های عملکردی یعنی ROA¹، ROE² و درصد رشد سود، در شرکت‌های گروه دوم بیشتر از شاخص‌های گروه اول است یا خیر. بدین دلیل به بررسی این شاخص‌ها در 4 دوره از سال 1385 تا 1388 برای دو گروه دارای درصد سهام‌داران نهادی کمتر و بیشتر از 50% هستیم. در نهایت این مقایسات را برای متوسط شاخص‌ها در این 4 سال نیز انجام می‌دهیم تا بتوانیم نتایج را به صورت مناسب‌تری جمع‌بندی نماییم. لازم به ذکر است که در تمام مراحل تحقیق، به دلیل عدم نمونه‌گیری، تنها می‌توانیم از آمار توصیفی استفاده نماییم و به این جهت نتایج حاصل از تحقیق تنها برای شرکت‌های مورد بررسی صدق نموده و قابل تعمیم به سایر شرکت‌های بیمه‌ای که در قلمرو زمانی و مکانی تحقیق نبوده و بررسی نشده‌اند، نمی‌باشد. برای تجزیه و تحلیل داده‌ها از شاخص‌های پراکندگی مد، میانه، میانگین، انحراف معیار و ضریب تغییرات و خط‌های رگرسیون و همچنین نمودارهای پراکنش و نمودارهای عنکبوتی استفاده کردیم.

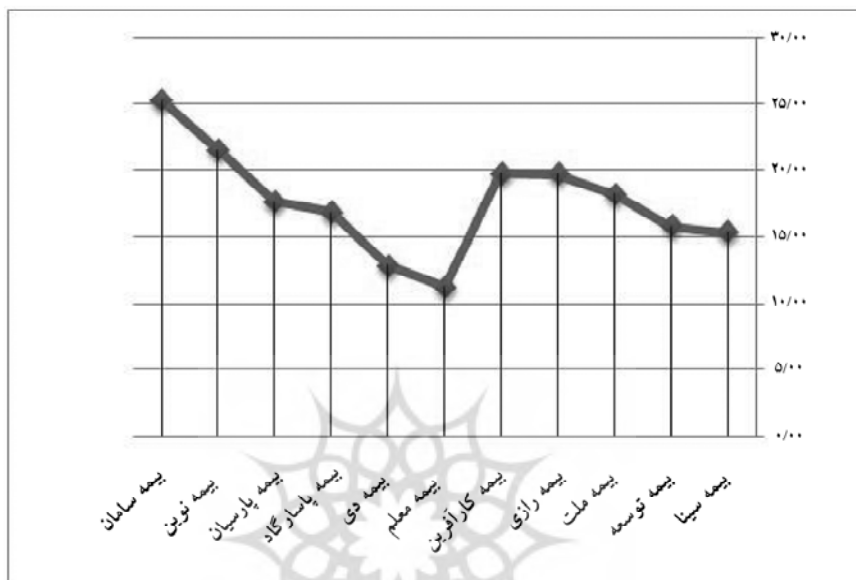
- فرضیه فرعی اول. در شرکت‌های بیمه‌ای که سرمایه‌گذاران نهادی آنها سهم بیشتری از ساختار مالکیت را در اختیار دارند در مقایسه با شرکت‌هایی که این سهم کمتر است، نسبت بازده حقوق صاحبان سهام (ROE) بیشتر است.

در نمودار 2 متوسط نسبت بازده حقوق صاحبان سهام (ROE) شرکت‌های بیمه نشان داده شده است. پنج شرکت نشان داده شده در ابتدای نمودار یعنی شرکت‌های بیمه سینا، توسعه، ملت، رازی و کارآفرین (گروه 1) شرکت‌هایی هستند که درصد سهام‌داران نهادی آنها کمتر از 50% است، مابقی شرکت‌ها (گروه 2) دارای درصد سهام‌داران نهادی بیش از 50% هستند. در بین شرکت‌های گروه 2، شرکت بیمه معلم دارای کمترین و بیمه سامان بیشترین مقدار ROE هستند. با مقایسه ظاهری شرکت‌های

1. Return on Asset
2. Return on Equity

مذکور، به راحتی قابل ملاحظه است که سطح ROE شرکت‌های گروه 2 تقریباً بیشتر از شرکت‌های گروه 1 است.

نمودار 2. متوسط بازده حقوق صاحبان سهام (ROE)



در جدول 2 نشان داده شده است که میانگین ROE شرکت‌های گروه 1 در سال‌های 1385 و 1386 بیشتر و در سال‌های 1387 و 1388، کمتر از میانگین ROE شرکت‌های گروه 2 است. اگر متوسط ROE را مورد بررسی قرار دهیم در می‌یابیم که این متوسط نیز مانند سال‌های 1385 و 1386، میانگین ROE شرکت‌های گروه 1 بیشتر از مقدار میانگین ROE شرکت‌های گروه 2 است. اما ملاحظه می‌گردد که مقدار انحراف استاندارد برای این سال‌ها نیز کاملاً متغیر است. در نتیجه بهتر است به بررسی ضریب تغییرات این متغیر پردازیم. با نگاهی به ضریب تغییرات برای دو گروه، در می‌یابیم که ضریب تغییرات ROE شرکت‌های گروه 2 در تمام سال‌ها جز در سال 1388، بیشتر از ضریب تغییرات ROE شرکت‌های گروه 1 است.

جدا از در نظر گرفتن این داده‌های پرت، با توجه به میانگین سال‌های 1385 تا 1388، قابل ملاحظه است که ضریب تغییرات ROE شرکت‌های گروه 2 بیشتر از

ضریب تغییرات ROE شرکت‌های گروه 1 است.

جدول 2. مقایسه متغیر بازده حقوق صاحبان سهام (ROE) برای دو گروه شرکت‌ها

ROE	ROE	ROE	متوسط ROE	متوسط ROE	درصد سهام‌داران نهادی	
سال 1388	سال 1387	سال 1386	سال 1385			
20/21	17/92	17/65	18/07	18/22	کمتر از 50٪	میانه (Median)
23/15	18/645	19/82	12/01	17/22	بیشتر از 50٪	
18/24	18/9	17/05	16/89	17/77	کمتر از 50٪	میانه (Median)
22/89	19/52	16/4	11/41	17/55	بیشتر از 50٪	
6/52	4/3	4/73	4/74	2/11	کمتر از 50٪	انحراف
3/22	7/21	9/78	6/11	5/23	بیشتر از 50٪	استاندارد (Std.Deviati)
0/36	0/23	0/28	0/28	0/12	کمتر از 50٪	ضریب تغییرات (C.V)
0/14	0/37	0/6	0/54	0/3	بیش از 50٪	

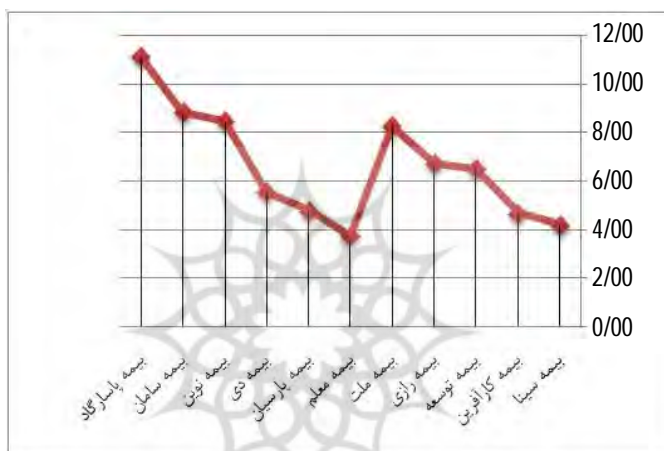
- نتیجه فرضیه اول: بازده حقوق صاحبان سهام (ROE) شرکت‌های بیمه خصوصی با سهام‌داران نهادی بیشتر از 50٪، بیشتر از بازده حقوق صاحبان سهام (ROE) شرکت‌های بیمه خصوصی با سهام‌داران نهادی کمتر از 50٪ است. بنابراین می‌توان گفت در شرکت‌های بیمه‌ای که سرمایه‌گذاران نهادی آنها سهم بیشتری از ساختار مالکیت را در اختیار دارند در مقایسه با شرکت‌هایی که این سهم کمتر است، نسبت بازده حقوق صاحبان سهام (ROE) بیشتر است. در نتیجه دلایلی برای تأیید این ادعا یافت شد.

- فرضیه فرعی دوم: در شرکت‌های بیمه‌ای که سرمایه‌گذاران نهادی آنها سهم بیشتری از ساختار مالکیت را در اختیار دارند در مقایسه با شرکت‌هایی که این سهم کمتر است، نسبت بازده دارایی‌ها (ROA) بیشتر است.

در نمودار 3 متوسط نسبت بازده دارایی‌های (ROA) شرکت‌های منتخب نشان داده

شده است. همان‌گونه که نشان داده شده است در بین شرکت‌های گروه 1، شرکت بیمه سینا دارای کمترین مقدار ROA و شرکت بیمه ملت دارای بیشترین مقدار ROA هستند. در بین شرکت‌های گروه 2، شرکت بیمه معلم دارای کمترین و بیمه پاسارگاد دارای بیشترین مقدار ROA هستند. با مقایسه ظاهری شرکت‌های مذکور، به راحتی قابل ملاحظه است که سطح ROA برای شرکت‌های گروه 2، تقریباً بیشتر از شرکت‌های گروه 1 است.

نمودار 3. متوسط بازده دارایی‌ها (ROA)



در جدول 3 نشان داده شده است میانگین ROA شرکت‌های گروه 2 بیشتر از مقدار میانگین ROA شرکت‌های گروه 1 است. اما ملاحظه می‌گردد که مقدار انحراف استاندارد برای این سال‌ها نیز کاملاً متغیر است. در نتیجه بهتر است به بررسی ضریب تغییرات این متغیر بپردازیم.

با نگاهی به ضریب تغییرات برای دو گروه، در می‌یابیم که ضریب تغییرات ROA شرکت‌های گروه 2 در تمام سال‌ها جز در سال 1388، بیشتر از ضریب تغییرات ROA شرکت‌های گروه 1 است. که این امر به دلیل پراکندگی زیاد ROA در سال 1388 شرکت‌های گروه 1 است. ROA در این سال برای شرکت بیمه سینا برابر 2/43 و برای شرکت بیمه پاسارگاد برابر 11/97 شده است. این پراکندگی زیاد باعث چولگی زیاد

توزیع به سمت پایین می‌شود و در نتیجه میانگین را کاهش می‌دهد. با کاهش میانگین و افزایشی که انحراف معیار در این سال داشته است، ضریب تغییرات به طور غیرمنتظره‌ای افزایش می‌یابد. در جدول نیز کاملاً مشخص است که میانگین این سال نسبت به سایر سال‌ها از همه بیشتر بوده است. اما انحراف معیار آن نیز بسیار بیشتر از سایر سال‌هاست. برای حل این مشکل باید به بررسی پراکندگی زیاد این داده‌های پرت به صورت مطالعه موردی پردازیم. نکته قابل ذکر در این بخش با توجه به بررسی‌های صورت گرفته این است که میزان بازده حقوق صاحبان سهام نیز در سال 1388 دارای تفاوتی با سایر سال‌ها به دلیل کاهش میانگین بازده حقوق صاحبان سهام شرکت سینا بوده است.

جدا از در نظر گرفتن این داده‌های پرت، با توجه به سال‌های 1385 تا 1387 و نیز میانگین این سال‌ها، قابل ملاحظه است که ضریب تغییرات ROA شرکت گروه 2 بیشتر از ضریب تغییرات ROA شرکت‌های گروه 1 است.

جدول 3. مقایسه متغیر بازده دارایی‌ها (ROA) برای دو گروه شرکت‌ها

ROE	ROE	ROE	متوسط ROE	متوسط ROE	درصد سهام‌داران نهادی	
سال 1388	سال 1387	سال 1386	سال 1385			
3/6	5/3	5/47	7/1	6/49	کمتر از 50٪	میانه (Median)
6/115	5/95	7/28	5/815	7	بیشتر از 50٪	
4/37	5/51	6/02	8/31	6/05	کمتر از 50٪	میانگین (Mean)
7/22	6/9	7/43	6/72	7/07	بیشتر از 50٪	
1/85	1/81	1/54	2/87	1/65	کمتر از 50٪	انحراف استاندارد (Std.Deviation)
2/49	3/25	5/33	3/71	2/84	بیشتر از 50٪	
0/42	0/33	0/26	0/35	0/27	کمتر از 50٪	ضریب تغییرات (C.V)
0/35	0/47	0/72	0/55	0/4	بیش از 50٪	

- نتیجه فرضیه دوم: بازده دارایی‌ها (ROA) شرکت‌های بیمه خصوصی با سهام‌داران نهادی بیشتر از 50%، بیشتر از بازده دارایی‌ها (ROA) شرکت‌های بیمه خصوصی با سهام‌داران نهادی کمتر از 50% است. بنابراین می‌توان گفت در شرکت‌های بیمه‌ای که سرمایه‌گذاران نهادی آنها سهم بیشتری از ساختار مالکیت را در اختیار دارند در مقایسه با شرکت‌هایی که این سهم کمتر است، نسبت بازده دارایی‌ها (ROA) بیشتر است. در نتیجه دلایلی برای تأیید این ادعا یافت شد.

- فرضیه فرعی سوم: در شرکت‌های بیمه‌ای که سرمایه‌گذاران نهادی آنها سهم بیشتری از ساختار مالکیت را در اختیار دارند در مقایسه با شرکت‌هایی که این سهم کمتر است، درصد رشد سود بیشتر است.

در نمودار 4 متوسط درصد رشد سود شرکت‌های منتخب نشان داده شده است. همان‌گونه که نشان داده شده است در بین شرکت‌های گروه 1، شرکت بیمه سینا دارای کمترین مقدار درصد رشد سود و شرکت بیمه توسعه دارای بیشترین مقدار درصد رشد سود هستند. در بین شرکت‌های گروه 2، شرکت بیمه پارسیان دارای کمترین و بیمه معلم بیشترین مقدار درصد رشد سود هستند.

با مقایسه ظاهری شرکت‌های مذکور، به راحتی قابل ملاحظه است که سطح درصد رشد سود برای شرکت‌های گروه 2، تقریباً بیشتر از شرکت‌های گروه 1 است. نمودار 4. متوسط درصد رشد سود



در جدول 4 نشان داده شده است که متوسط درصد رشد سود شرکت‌های گروه 2 بیشتر از مقدار میانگین درصد رشد سود شرکت‌های گروه 1 است. اما ملاحظه می‌گردد که مقدار انحراف استاندارد برای این سال‌ها نیز کاملاً متغیر است. در نتیجه بهتر است به بررسی ضریب تغییرات این متغیر پردازیم.

با نگاهی به ضریب تغییرات برای دو گروه، در می‌یابیم که ضریب تغییرات درصد رشد سود شرکت‌های گروه 2، بیشتر از ضریب تغییرات درصد رشد سود شرکت‌های گروه 1 است. در بعضی سال‌ها مانند سال 1388 ضریب تغییرات شرکت‌های گروه 1 بیشتر از شرکت‌های گروه 2 است. اما وقتی متغیر متوسط درصد رشد سود را مورد بررسی قرار دهیم ضریب تغییرات شرکت‌های گروه 2 بیشتر است.

جدول 4. مقایسه متغیر درصد رشد سود (R) برای دو گروه شرکت‌ها

R	R	R	R	متوسط R	درصد سهام‌داران نهادی	
سال 1388	سال 1387	سال 1386	سال 1385			
19/46	26/66	32/63	24/29	26/6	کمتر از 50٪	میانه (Median)
35/975	40/135	89/505	62/81	133/68	بیشتر از 50٪	
28/07	48/27	23/58	55/03	38/74	کمتر از 50٪	میانگین (Mean)
59/72	130/34	134/58	2476/31	605/7	بیشتر از 50٪	
63/2	67/67	33/12	86/16	27/96	کمتر از 50٪	انحراف استاندارد (Std.Deviation)
59/24	177	205/23	3863/59	936/18	بیشتر از 50٪	
2/25	1/4	1/4	1/57	0/72	کمتر از 50٪	ضریب تغییرات (C.V)
0/99	1/36	1/52	1/56	1/55	بیش از 50٪	

جهت قضاوت بهتر در مورد این دو دسته شرکت به بررسی میانه نیز می‌پردازیم. میانه این دو دسته شرکت‌ها برای سال‌های مختلف در جدول 5 نشان داده شده است. باتوجه به چولگی زیادی که این متغیر به دلیل داده‌های پرت دارد به نظر می‌رسد که

استفاده از میانه به جای میانگین برای قضاوت مناسب‌تر باشد. همان‌گونه که ملاحظه می‌گردد میانه درصد رشد سود شرکت‌های گروه 2 بیشتر از میانه درصد رشد سود شرکت‌های گروه 1 است.

جدول 5. مقایسه متغیر درصد رشد سود (R) برای دو گروه شرکت‌ها پس از حذف داده پرت (بیمه معلم)

R	R	R	R	متوسط R	درصد سهام‌داران نهادی	
سال 1388	سال 1387	سال 1386	سال 1385			
19/46	26/66	32/63	24/29	26/6	کمتر از 50٪	میانه (Median)
32/13	31/13	62/48	17/97	60/02	بیشتر از 50٪	
28/07	48/27	23/58	55/03	38/74	کمتر از 50٪	میانگین (Mean)
35/74	68/51	136/7	893/26	249/25	بیشتر از 50٪	
63/2	67/67	33/12	86/16	27/96	کمتر از 50٪	انحراف استاندارد (Std.Deviation)
8/59	102/44	229/38	1787/74	377/7	بیشتر از 50٪	
2/25	1/4	1/4	1/57	0/72	کمتر از 50٪	ضریب تغییرات (C.V)
0/24	1/5	1/68	2	1/52	بیشتر از 50٪	

- نتیجه فرضیه سوم: درصد رشد سود (R) شرکت‌های بیمه خصوصی با سهام‌داران نهادی بیشتر از 50٪، بیشتر از درصد رشد سود (R) شرکت‌های بیمه خصوصی با سهام‌داران نهادی کمتر از 50٪ است.

بنابراین می‌توان گفت در شرکت‌های بیمه‌ای که سرمایه‌گذاران نهادی آنها سهم بیشتری از ساختار مالکیت را در اختیار دارند در مقایسه با شرکت‌هایی که این سهم کمتر است، نسبت درصد رشد سود (R) بیشتر است. در نتیجه طبق این تحقیق و با توجه به نتایج سه فرضیه فرعی تحقیق دلایلی برای تأیید این ادعا یافت شد. بدین معنی که شرکت‌های بیمه‌ای که سرمایه‌گذاران نهادی آنها سهم بیشتری از ساختار مالکیت را در اختیار دارند در مقایسه با شرکت‌هایی که این سهم کمتر است، عملکرد بهتری دارند.

7. جمع‌بندی و نتیجه‌گیری

مطابق با ادبیات استفاده‌شده در این تحقیق دو نظریه در مورد تأثیر سهام‌داران نهادی بر عملکرد شرکت‌ها بیان شد. از یک دیدگاه سهام‌داران نهادی به دلیل دید کوتاه مدت و کسب سود در بازده زمانی کوتاه‌مدت باعث تأثیر منفی بر عملکرد شرکت می‌شوند و از دید دیگر سهام‌داران نهادی به دلیل تخصص و اطلاعات مالی که دارند موجب تصمیم‌گیری‌های بهتر برای شرکت و در نتیجه عملکرد مثبت می‌شوند.

در این مقاله، فرضیه‌های تحقیق مورد تأیید قرار گرفت و یافته‌های تحقیق نشان داد که در شرکت‌های بیمه‌ای که سهام‌داران نهادی سهم بیشتری در اعضای هیئت مدیره دارند و در نتیجه نقش مؤثرتری بر نظارت و تصمیمات شرکت می‌گذارند، نرخ بازده حقوق صاحبان سهام و نرخ بازده دارایی‌ها و همچنین نرخ رشد سود سالانه در این شرکت‌ها بالاتر است و در نتیجه عملکرد مالی قوی‌تری وجود دارد. زیرا این سهام‌داران نهادی، تخصص و توانایی بیشتری برای مدیریت شرکت به منظور رسیدن به حداکثر بازدهی و سود دارند و توانایی نظارت بر عملکرد مدیران و مشاوره در خصوص سرمایه‌گذاری‌ها را به مدیران دارند. این سرمایه‌گذاران، سرمایه‌گذاران حرفه‌ای بوده و با توجه به حجم سرمایه‌گذاری و تخصصشان موجب نظارت مؤثر بر عملکرد مدیران و در نهایت موجب افزایش عملکرد شرکت می‌شوند.

8. پیشنهادها

با توجه به اینکه حضور سهامداران نهادی در شرکت‌های بیمه به افزایش نرخ بازده دارایی‌ها و نرخ بازده حقوق صاحبان سهام و سودآوری کمک می‌کند، پیشنهاد می‌شود که به نقش سرمایه‌گذاران نهادی در بدو تأسیس شرکت‌های بیمه اهمیت داده شود و بر حضور سهام‌داران نهادی در ترکیب سهام‌داران این شرکت‌ها تأکید شود. همچنین با تأکید بر حضور سهام‌داران نهادی و شرکت‌های سرمایه‌گذاری و بانک‌ها، در ساختار مالکیت شرکت‌های بیمه، پیشنهاد می‌شود که این صنعت که خود یک نهاد مالی است همانند کشورهای پیشرفته به سمت ترکیب با بازارهای مالی سوق داده شود.

همچنین پیشنهاد می‌شود که از نتایج این تحقیق در تدوین و تصویب آیین‌نامه‌های اصول راهبری شرکت‌های بیمه استفاده شده و اقدامات لازم توسط نهادهای تأثیرگذار و تصمیم‌گیرنده در جهت توجه و اهمیت بیشتر و مغتنم شمردن سرمایه‌گذاران نهادی صورت گیرد.

همچنین با توجه به اینکه شرکت‌های بیمه طی یکی دو سال اخیر وارد بورس اوراق بهادار تهران شده‌اند برای تحقیقات آتی پیشنهاد می‌شود که عملکرد این شرکت‌ها پس از ورود به بورس مورد بررسی قرار گیرد و با عملکرد آنها قبل از ورود به بورس مقایسه شود. با توجه به اینکه در این تحقیق بیشتر بر هویت مالکان در شرکت‌های بیمه تأکید شد، پیشنهاد می‌شود در تحقیقات بعدی اثر تمرکز و پراکندگی مالکیت و تأثیر سایر مالکیت‌ها بر عملکرد شرکت‌های بیمه مورد بررسی قرار گیرد.



منابع

1. حساس یگانه، ی.، مرادی، م. و اسکندر، ه.، 1387. بررسی رابطه بین سرمایه‌گذاران نهادی و ارزش شرکت، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، دوره 15، ش 52، صص 4-112.
2. صادقی شریف، ج. و کفاش پنجه شاهی، م.، 1388. تأثیر ترکیب سهام‌داران بر بازدهی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، دوره 16، ش 55، بهار، صص 51-66.
3. مظلومی، ن. و رحمان سرشت، ح.، 1384. رابطه عملکرد مدیریتی سرمایه‌گذاران نهادی با سهم مالکیت این نهادها در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. فصلنامه مطالعات مدیریت، ش 47، صص 60-135.
4. Balsam, S., Bartov E. and Maruardt, C., 2002. Accruals management, investor sophistication, and equity valuation: Evidence from 10-Q filings. *Journal of Accounting Research*, 40, pp. 987-1012.
5. Bonazzi, L. and Islam, S. M.N., 2007. Agency theory and corporate governance, a study of the effectiveness of board in their monitoring of the CEO", *Journal of Modelling in Management*, 2 (1), pp. 7-23.
6. Bushee, B. J., 1998. "The influence of institutional investors on myopic R&D investment behavior. *Accounting Review*, 73 (July), pp. 305-34.
7. Cornett, M.M., Marcus, A.J., Saunders, A. and Tehranian, H., 2007. The impact of institutional ownership on corporate operating performance. *Journal of Banking and Finance*, 31, pp. 1771-94.
8. Del, G. D. and Hawkins, J., 1999. The motivation and impact of pension fund activism. *Journal of Financial Economics*, 5, pp. 293-40.
9. Diacon. S R, Osullivan. N., 1995. Does corporate governance influence performance? some evidence from U.K. insurance companies,

International review of Law and Economics , pp. 405-24

10. Faccio, M.M. and Lasfer, A., 2000. Do occupational pension funds monitor companies in which they hold large stakes? *Journal of Corporate Finance*, 6, pp. 71–110.

11. Navissi, F. and Naiker, V., 2006. "Institutional ownership and corporate value. *Managerial Finance*, 32 (3), pp. 247-56.

12. Maug, E., 1998. Large shareholders as monitors: Is there a trade-off between liquidity and control?. *Journal of Finance*, 53, pp. 65–98.

13. Tsai, M. H., 2005. *The impact of institutioanal ownership on firm performance in the hospitality industry*, University of Nevada, Las Vegas.

