فصلنامه علمی پژوهشی حسابداری مالی/سال پنجم/شماره ۱۹ /پاییز۹۲/صفحات ۱۰۹- ۹۱

تأثیر سرمایه‌گذاران نهادی و تمرکز مالکیت بر فرصت‌های سرمایه‌گذاری در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

مهدی علی نژاد ساروکلائی*
مریم بحرینی**

تاریخ دریافت: ۹۲/۲/۳۱ **تاریخ پذیرش:** ۹۲/۸/۱۱

چکیده

پژوهش پیش رو در نظر دارد تأثیر سرمایه‌گذاران نهادی و تمرکز مالکیت بر فرصت‌های سرمایه‌گذاری در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران مورد بررسی قرار دهد. برای تجزیه و تحلیل داده‌ها، یک مدل رگرسیون تدوین و مورد استفاده قرار گرفت. نمونه آماری این پژوهش شامل ۸۵ شرکت از شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره ۱۳۸۰ تا۱۳۹۰ می‌باشد. نتایج حاصل از تجزیه و تحلیل داده‌ها نشان می‌دهد که سرمایه‌گذاری نهادی بر فرصت‌های سرمایه‌گذاری تأثیر معنی‌داری دارد و همچنین نتایج آزمون فرضیه دوم که به بررسی تأثیر تمرکز مالکیت بر فرصت‌های سرمایه‌گذاری می‌پردازد حاکی از معنادار بودن این تأثیراست.

واژه های کلیدی: فرصت‌های سرمایه‌گذاران، سرمایه‌گذاری نهادی، تمرکز مالکیت و اندازه شرکت

---

* استادیار حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی واحد تبریز، گروه حسابداری، تبریز، آذربایجان شرقی، ایران (نویسنده مسئول). Email: m-alinezhad@iaut.ac.ir

** کارشناس ارشد حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی واحد سیرجان، گروه حسابداری، سیرجان، کرمان، ایران .
Email: maryam_bahreini@yahoo.com

۱- مقدمه

مالکان نهادی در نظارت شرکت‌ها برحقوق صاحبان سهام نگهداری شده توسط آن‌ها نقش کلیدی دارند. مالکان (سهامداران) شرکت، حقوق متفاوتی دارند، ازجمله این حقوق انتخاب هیئت مدیره است که به عنوان نماینده برای نظارت بر عملکرد مدیران شرکت فعالیت می‌کنند. ازسوی دیگر، سهامداران عمده در انتقال اطلاعات به سایر سهامداران نقش قابل ملاحظه‌ای دارند. آن‌ها می‌توانند اطلاعات خصوصی از مدیریت کسب کنند و اطلاعات را به دیگران انتقال دهند (نجار و تیلور[1]، ۲۰۰۸). عموماً اینگونه تصور می‌شود که حضورسرمایه‌گذاران نهادی ممکن است به تغییر رفتار شرکت‌ها منجرشود. این امر از فعالیت‌های نظارتی نشأت می‌گیرد که این سرمایه‌گذاران انجام می‌دهند(والری و جنکینز[2]، ۲۰۰۶).

سهامداران عمده از اثرگذاری شان روی رفتار شرکت به چند طریق استفاده می‌نمایند. آن‌ها ممکن است روی تصمیمات عملیاتی شرکت با استفاده از نظارت بر مدیریت اثر بگذارند و سبب بهبود انتخاب پروژه‌ها و سطح سرمایه‌گذاری و کاهش احتمال تلف شدن منابع شوند (بیکروهمکاران[3]، ۲۰۱۰). همچنین ماگ[4](۱۹۹۸) این‌گونه بیان کرده است که هرچه سطح مالکیت نهادی بیشتر باشد، نظارت بر مدیریت بهتر انجام می‌شود و این ارتباط یک ارتباط مثبت است. بوش[5](۱۹۹۸) اظهارداشته است که سرمایه‌گذاران نهادی از طریق جمع آوری اطلاعات و قیمت گذاری تصمیمات مدیریت به طور ضمنی و از طریق اداره نحوه عمل شرکت به طور صریح بر شرکت نظارت می‌کنند. یکی از مهم‌ترین ویژگی بازارهای سرمایه نو پا، مخصوصاً درکشورهای درحال توسعه، وجود سرمایه‌گذاران عمده و تملک بخش اعظمی از حقوق مالکانه شرکت‌ها توسط آن‌ها است.

۲- پیشینه پژوهش

چن و همکاران[6] (۲۰۱۳) به بررسی تأثیر مالکیت نهادی در سطح نوسان پذیری قیمت بازده سهام شرکت در چین پرداخته‌اند. نتایج عینی این پژوهش نشان می‌دهد که مالکیت سهام توسط نهادهای خارجی(مالی و غیرمالی) سطح نوسان پذیری قیمت بازده سهام شرکت را حتی

---

[1]. Najjar & Taylor
[2] .Velury & Jenkins
[3] .Becker, et al.
[4] .Maug
[5]. Bushee
[6] .Chen, et al.

بعد از کنترل ساختار کامل مالکیت، میزان عرضه با سفارش شرکت، نسبت بدهی به دارایی خالص و رفع مشکلات داخلی موجود افزایش می‌یابد. نتایج تجربی در رابطه با عکس‌العمل نشان می‌دهد که مالکیت نهادی سطح نوسان پذیری بازده را به شدت، تأثیر نقدینگی در نوسان پذیری قیمت را افزایش می‌دهد.

سانگ[1] (۲۰۰۹) رابطه بین اهرم مالی و فرصت‌های سرمایه‌گذاری را برای شرکت‌های چینی بررسی کرد. خلاصه یافته‌های پژوهش حاکی از این است که شرکت‌هایی که رشد بیشتری دارند نسبت‌های اهرمی کمتری دارند. همچنین شرکت‌های بزرگ‌تر نسبت به شرکت‌های کوچک‌تر بدهی بیشتری را برای سرمایه‌گذاری متحمل می‌شوند.

تسای و گو[2] (۲۰۰۷) در پژوهشی ارتباط بین مالکیت نهادی و عملکرد شرکت‌ها را مورد بررسی قرار دادند. این پژوهش نشان داد که سرمایه‌گذاری نهادی در شرکت‌ها ممکن است به سرمایه‌گذاری کمک کند تا مسائل نمایندگی حاصل از تفکیک مدیریت و مالکیت را کاهش دهند. افزون بر این، موسسات مالی مایل هستند تا در شرکت‌های بزرگ‌تر و با اهرم مالی کمتر، سرمایه‌گذاری کنند.

لینزولمن[3] (۲۰۰۱) به بررسی شرکت‌های بورسی آسیای شرقی در بحران مالی آسیایی که در جولای ۱۹۹۷ آغازشده بود پرداختند. این بحران یک شک منفی برای فرصت‌های سرمایه‌گذاری در بازار این کشورها بود که انگیزه های لازم را به سهامداران عمده وکنترل کننده شرکت می‌داد تا از سهامداران اقلیت سلب امتیاز کند. نتیجه پژوهش این بود که بازده سهام شرکت‌هایی که امکان سلب مالکیت از سهامداران اقلیت درآن‌ها بیشتر بوده تقریباً درهر سال ۹ درصدکمترازسایرشرکت‌ها بود یعنی تأثیر تمرکز مالکیت بر عملکرد شرکت منفی بود. شواهد نشان داد که در زمانی که فرصت‌های سرمایه گذاری محدوداست، ساختارمالکیت نقش عمده ای درانگیزش سهامداران داخلی برای تضییع حقوق سهامداران اقلیت دارد.

عباسی و یازرلو (۱۳۹۲) در پژوهشی به بررسی تأثیر ساختار مالکیت بر دارایی‌های نامشهود پرداختند و به این نتیجه رسیده‌اند که از بین متغیرهای ساختار مالکیت، تمرکز مالکیت و مالکیت نهادی بر دارایی‌های نامشهود تأثیر ندارند ولی متغیر مالکیت مدیریتی بر دارایی‌های نامشهود تأثیر مثبت و معنی‌دار دارد.

---

[1]. Sung
[2].Tsai & Gu
[3]. Lemmon & lins

مهرانی و همکاران (۱۳۹۱) به بررسی رابطه بین مالکیت نهادی، تمرکز مالکیت نهادی و مربوط بودن ارزش اطلاعات حسابداری پرداختند. نتایج نشان داد که بین مالکیت نهادی و تمرکز مالکیت نهادی با مربوط بودن اطلاعات حسابداری روابط معناداری وجود دارد؛ ولی جهت این روابط متفاوت است. افزایش مالکیت نهادی، مربوط بودن ارزش اطلاعات صورت سود و زیان را افزایش می‌دهد؛ ولی مربوط بودن ارزش اطلاعات ترازنامه ای را کاهش می‌دهد. این در حالی است که افزایش تمرکز مالکیت نهادی، کیفیت اطلاعات حسابداری مندرج در صورت سود و زیان و به تبع آن مربوط بودن ارزش اطلاعات صورت سود و زیان را کاهش داده است. ولی مربوط بودن ارزش اطلاعات ترازنامه را افزایش می‌دهد.

سعیدی و شیری قهی (۱۳۹۱) ساختار مالکیت و عملکرد شرکت‌ها را مورد بررسی قرار دادند. نتایج تحقیق با توجه به رگرسیون تلفیقی با اثرات ثابت نشان داد که بین انواع مختلف مالکیت و عملکرد شرکت رابطه وجود ندارد، لیکن در روش رگرسیون تعمیم یافته رابطه خطی معنی دار و معکوس بین دارندگان بیش از ۵٪ سهام شرکت‌ها و عملکرد آن بدست آمده است و تأثیر دیگر شاخصه های ساختار مالکیت یعنی میزان مالکیت سهامداران حقیقی، حقوقی و بزرگ‌ترین سهامدار بر عملکرد شرکت تایید نشده است.

رضایی و موسویان (۱۳۹۰) به بررسی رابطه بین اقلام تعهدی غیر عادی و تمرکز مالکیت به عنوان سازوکارهای حاکمیت شرکتی با ویژگی‌های شرکت پرداخته‌اند. نتایج حاصل از پژوهش آن‌ها نشان داد که تأثیرفرصت‌های سرمایه گذاری و اندازه شرکت بر اقلام تعهدی غیر عادی جاری به عنوان شاخص شفافیت اطلاعات معنی دار است. و همچنین تأثیر سهامداران نهادی، فرصت‌های رشد و تمرکز مالکیت تأخیری بر تمرکز مالکیت جاری به عنوان شاخص تمرکز مالکیت معنادار است.

مشایخ و عبداللهی (۱۳۹۰) به بررسی رابطه بین تمرکز مالکیت، عملکرد شرکت و سیاست های تقسیم سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج پژوهش نشان داد در سطح اطمینان ۹۵٪ درصد بین تمرکز مالکیت و دو معیار عملکرد ROE و Q توبین رابطه معناداری وجود دارد. یعنی هرچه تمرکز مالکیت بیشتر باشد، کنترل بیشتری بر مدیران اعمال شده، عملکرد شرکت بهبود می‌یابد. همچنین بین معیارهای عملکرد ROA و

Q توبین و نسبت سود تقسیمی رابطه معنی داری وجود دارد. بدین معنا که بهبود عملکرد می‌تواند افزایش سود تقسیمی را به دنبال داشته باشد. در عین حال در این پژوهش، از نظر آماری رابطه معنی داری بین تمرکز مالکیت و سود تقسیمی مشاهده نشده است.

استا (۱۳۹۰) درپژوهشی به بررسی رابطه بین ساختار مالکیت و مدیریت سود پرداختهاست. دراین پژوهش ساختار مالکیت به چهار طبقه مالکیت نهادی، شرکتی، مدیریتی و خارجی طبقه بندی شده است.

نتایج نشان داد که رابطه منفی و معناداری بین مالکیت نهادی و مالکیت مدیریتی با مدیریت سود وجود دارد، اما بین مالکیت شرکتی و مدیریت سود رابطه مثبت و معناداری وجود دارد.

نیکبخت و رحمانی نیا (۱۳۸۹) به بررسی مالکیت نهادی بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج نشان دهنده رابطه مثبت و معنی دار بین مالکیت نهادی و عملکرد شرکت‌ها است. همچنین بازده حقوق صاحبان سهام و اهرم مالی دارای رابطه معنی دار می‌باشند.

شورورزی و آزادوار(۱۳۸۹) درپژوهشی که انجام دادند به تجزیه و تحلیل ارتباط میان فرصت‌های سرمایه‌گذاری و عملکرد شرکت پرداختند. نتایج حاصل از این پژوهش نشان می‌داد که بین فرصت‌های سرمایه‌گذاری و عملکرد شرکت‌ها رابطه مثبت و معناداری وجود دارد.

۳- مبانی نظری پژوهش

سرمایه‌گذاری عبارت است از تبدیل وجوه مالی به یک یا چند نوع دارایی که برای مدتی در زمان آتی نگهداری می‌شود (شورورزی و آزادوار، ۱۳۸۹). یکی از روش‌های برتر تفسیر اطلاعات، بررسی فرصت‌های سرمایه‌گذاری است. فرصت‌های سرمایه‌گذاری در واقع توانایی بالقوه سرمایه‌گذاری‌های شرکت را نشان می‌دهد. بدین معنی که هر چقدر توانایی انجام سرمایه‌گذاری شرکت در آینده بیشتر باشد، شرکت دارای فرصت‌های سرمایه‌گذاری بیشتری است (خادمی، ۱۳۸۸). فرصت‌های سرمایه‌گذاری خودبه‌خود اتفاق نمی‌افتند. بلکه آن‌ها را بایستی شناسایی نمود و یا اینکه آن‌ها را به وجود آورد. انواع مختلف فرصت‌های سرمایه‌گذاری ممکن است از سطوح مختلف بخش‌های شرکت سرچشمه بگیرد برخی از فرصت‌های سرمایه گذاری ممکن است توسط مدیریت عالی سازمان یا اعضای هیئت‌مدیره ارائه شود مشارکت مدیریت عالی در ارائه فرصت‌های سرمایه‌گذاری معمولاً به اقدامات استراتژیک نظیر بسط و گسترش فعالیت شرکت از طریق سیاست‌های مالی و ورود به بازارهای جدید محدود می‌شود

نظر به اینکه فرصت‌های سرمایه‌گذاری موجب تخصیص منابع مالی شرکت به منظور تحصیل درآمد یا کاهش هزینه‌ها می‌شود لذا ممکن است سیاست‌های مالی منظم و اصولی برای فرصت های سرمایه‌گذاری از سوی شرکت به اجرا گذاشته شود (حیدری و همکاران، ۱۳۹۱).اصولاً یک فرصت سرمایه‌گذاری نشان‌دهنده مجموعه‌ای از سیاست‌ها و خط مشی‌های سرمایه‌گذاری است و با گذشت زمان همواره مورد تجدیدنظر شرکت قرار می‌گیرد. همچنین می‌تواند شامل عوامل محیطی که شرایط مساعدی را برای شرکت فراهم می‌کند، مانند بازار رو به رشد برای محصولات شرکت (داخلی و بین‌المللی)، یا عوامل محدودکننده رقابت، تغییرات در نرخ ارز در جهت منافع شرکت، وضعیت مالی که آینده اطمینان بخشی را برای صنعت یا شرکت نوید می دهد و یا شناسایی بازار جدید باشد (اسلامی بیدگلی و بیگدلو، ۱۳۸۵). فرصت‌های سرمایه گذاری به وسیله نسبتی از ارزش شرکت معرفی‌شده که این نسبت نیز به وسیله دارایی‌ها محاسبه می‌شود. مسئله حساس و بااهمیت در اتخاذ تصمیمات مربوط به سرمایه‌گذاری، تشخیص وجود فرصت‌های سرمایه‌گذاری مطلوب و سودآور است. با توجه به اینکه از فرصت های سرمایه‌گذاری به عنوان یک متغیر غیرقابل مشاهده یاد می‌شود، اندازه‌گیری و ارزیابی همه فرصت‌های یک شرکت در یک جا مشکل است. اما برای رفع این مشکل محققین از معیارهای متفاوت در طی دوره‌های مختلف استفاده نموده‌اند (رضوانی راز و حقیقت، ۱۳۸۴). مدیران معمولاً تمایل به رشد شرکت فراتر از اندازه بهینه آن دارند، زیرا رشد شرکت، قدرت مدیریت را با افزایش منابع تحت کنترل آن افزایش می‌دهد(جنسن، ۱۹۸۶). شرکت‌های بزرگ به واسطه مقدار منابع مالی که نیاز است خریداری شوند، با احتمال کمتری در معرض تملک‌های ناخواسته قرار می‌گیرند. بنابراین، انتظار می‌رود که مدیران شرکت‌های بزرگ در خصوص سرمایه‌گذاری و سیاست‌های مالی، قدرت و اختیار بیشتری داشته باشند که منجر به مقدار بیشتر مانده وجه نقد می‌شود (فریرا و ویللا[1]، ۲۰۰۴). اندازه شرکت متغیر کلیدی در اداره و کنترل شرکت‌ها است نوع ساختار و چگونگی اعمال مدیریت و بهتر از همه روش‌های تأمین مالی در شرکت‌های با اندازه بزرگ، با شرکت‌های با اندازه کوچک متفاوت است از نقطه نظر تئوریکی، اثر اندازه در حاکمیت شرکتی مبهم است (کلاپر و لاو[2]، ۲۰۰۳). سرمایه‌گذاران نهادی باتوجه به مالکیت بخش درخور توجهی از سهام شرکت‌ها، دارای نفوذ قابل ملاحظه‌ای بر آن‌ها هستند.سرمایه‌گذاران نهادی، سرمایه‌گذاران بزرگ نظیر بانک‌ها، شرکت‌های بیمه، شرکت‌های

---

[1].Ferreira & Vile la
[2].Klupper & love

سرمایه‌گذاری، موسسه‌های بازنشستگی و... هستند(بوش۱۹۹۸). بر طبق نظر تانگ و نینگ[1] (۲۰۰۴) سرمایه‌گذاران نهادی متفاوت از سرمایه‌گذاری فردی می‌باشند زیرا آن‌ها در هدایت (نظارت) عملکرد مدیران شرکت، بیشتر فعال می‌باشند و همچنین آن‌ها به خاطر تواناییشان در دسترسی به منابع اطلاعاتی مختلف، آگاه تر از دیگران می‌باشند. کورو[2](۲۰۰۲) اعتقاد داشت وقتی که سهامداران عمده درصد مناسبی از سهام را در اختیار داشته باشند، می‌توانند سیاست های خود را بر شرکت تحمیل و منافع خصوصی را جذب نمایند. هرگاه حقوق کلیه سهامداران به طور یکسان رعایت نشود، تمرکز مالکیت در درست عده ای از سهامداران عمده افزایش می یابد. لوپز و وسینته[3] (۲۰۱۰) معتقدند که فرصت‌های رشد در توانایی سهامداران عمده برای سلب مالکیت وجوه از سهامداران اقلیت، تأثیر گذار است. مالکیت نهادی می‌تواند مشکلات کارگزاری را به دلیل توانایی برخورداری از مزیت صرفه اقتصادی و تنوع بخشی حل و فصل نمایند. لذا به نظر می‌رسد که مالکان نهادی، در مقام سهامداران شرکت‌ها، هم علت و هم چاره یا راه حل مشکل نمایندگی را بازنمایی می‌کنند. وجودشان در مقام سهامداران باعث جدایی مالکیت و کنترل می‌شود، در حالی که درگیری فزاینده‌شان در شرکت‌های و متمرکز کردن مالکیت، راهی برای نظارت بر مدیریت شرکت به دست می‌دهد (مراد زاده فرد و همکاران، ۱۳۹۱).نظارت سهامداران عمده ممکن است تأثیر ویژه ای روی جنبه‌های مختلف رفتاری شرکت، مانند سودآوری، عملکرد شرکت، سیاست‌های سرمایه گذاری و انتخاب سیاست‌های اجرایی و مالی داشته باشد. در خصوص تأثیرها مفید سهامداران عمده روی مشکلات مربوط به انتقال نمایندگی بین مالکان و مدیران مطالعات زیادی وجود دارد. در واقع مالکان عمده قادر به کاهش این مشکلات می‌باشند. به علت مقدار سرمایه‌گذاریشان آن‌ها دارای انگیزه بهتری برای نظارت بر مدیریت و قدرت بیشتری جهت انجام تصمیمات اثرگذار نسبت به سهامداران جزء و مالکان پراکنده می‌باشند.مهم‌ترین عامل اثرگذار در کنترل و اداره شرکت‌ها، ترکیب مالکیت، به خصوص میزان تمرکز مالکیت سهام شرکت‌های در دست سهامداران عمده می‌باشد. در ایران این تمرکز مالکیت عمدتاً در همان اولین سطح از سهامداران عمده وجود دارد و در اکثر موارد نیازی به بررسی سطوح دوم و سوم و ... سهامدار عمده نیست (اصلانی، ۱۳۸۵). به گفته هیل و سنل[4](۱۹۸۹) هنگامی که سهامداران متمرکز هستند، اغلب غلبه بر اطلاعات نامتقارن برای سهامداران منفرد نسبتاً آسان‌تر می‌شود و در نتیجه، هماهنگی عملیات و تقاضای اطلاعات از

---

[1] .Tong & Ning
[2] .Caervo
[3]. Lopez & Vecente
[4].Hill & Snell

سطح مدیریت به آسانی صورت می‌پذیرد. این تفکر توسط دنرو و کیم[1](۲۰۰۲) حمایت شده است آن‌ها در واقع با بکار گیری این دیدگاه جنسن و مک لینگ[2] (۱۹۷۶) مبنی بر اینکه" کسی از خودش سرقت نمی‌کند" فرضیه اینکه مؤسسین با مالکیت بالاتر کمتر منحرف می شوند را توسعه داد.تمرکز مالکیت عبارت است از چگونگی توزیع سهام بین سهامداران شرکت های مختلف، هرچه مقدار سهامداران کمتر باشد، مالکیت متمرکز تر خواهد بود(محمدی و همکاران، ۱۳۸۸). در کشورهایی که تمرکز سهام در آن‌ها بالا بوده و دارای بازارهای سهام کمتر توسعه یافته هستند، یکی از مسائل اصلی اداره شرکت‌ها، تضاد منافع بین سهامداران اصلی و سهامداران اقلیت است(راگرس و همکاران[3]، ۲۰۰۷).

۴- فرضیه های پژوهش

۱- سرمایه‌گذاری نهادی بر فرصت‌های سرمایه‌گذاری تأثیر دارد.

۲- تمرکز مالکیت بر فرصت‌های سرمایه‌گذاری تأثیر دارد.

۵- متغیرهای پژوهش

سرمایه‌گذاری نهادی: متغیر مستقل پژوهش است که مطابق با تعریف بوش، سرمایه گذاران نهادی، سرمایه‌گذاران بزرگ نظیر بانک‌ها، شرکت‌های بیمه، شرکت‌های سرمایه‌گذاری و ... هستند که حجم بزرگی از عملیات آن‌ها به معامله سهامشان بر می‌گردد. علاوه بر این مطابق با تعریف بند ۲۷ ماده یک قانون اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران، از سرمایه‌گذاران نهادی، هر شخص حقیقی یا حقوقی که بیش از ۵ درصد و یا بیش از ۵ میلیارد ریال از ارزش اسمی اوراق بهادار در دست انتشار را خریداری کند نیز جزو این گروه از سرمایه‌گذاران محسوب می‌شوند. لذا با بررسی یا داشت‌های همراه صورت‌های مالی، درصد مالکیت این سرمایه‌گذاران از سهام شرکت مشخص گردیده است.

تمرکزمالکیت:متغیر مستقل دیگر پژوهش است، درموردتمرکز مالکیت تعاریف متفاوتی وجود دارد. دمستزولن[4](۱۹۸۵) تمرکز مالکیت رابه عنوان درصد سهام دراختیار ۵ ویا ۲۰

---

[1].Dunerv & kim
[2].Gensen & meckling
[3].Rogers, et al
[4].Demsetz & lehn

سهامدار بزرگ شرکت و شاخص هرفیندال[1] که از درصد سهم بازار هر یک از عرضه‌کنندگان به توان ۲ و سپس جمع آن‌ها با هم محاسبه می‌شود (حساس یگانه، و همکاران، ۱۳۸۷)، تعریف کردند. فاسبرگ[2](۲۰۰۴) تمرکز مالکیت را به عنوان درصد سهام نگهداری شده در اختیار سهامداران و بلوک داران بالای ۵ درصدتعریف می‌کند. کلاسنس و همکاران[3] (۲۰۰۲) بزرگ ترین سهامداران را به تنهایی به عنوان تمرکز مالکیت می‌پذیرند. پروز[4](۱۹۹۲) و هاوی وهمکاران[5] (۲۰۰۳) مجموع سهام ۵ سهامدار بزرگ را به عنوان تمرکز مالکیت در نظر می گیرند. تلگونی و همکاران[6] (۲۰۰۳) درصد سهام در اختیار بلوکداران ۵ درصد به بالا را به عنوان تمرکز مالکیت تعریف می‌کنند. تاور (۲۰۰۶) تمرکز مالکیت را مجموع سهام اشخاص حقیقی یا حقوقی که بیش از ۱۰ درصد سهام شرکت را در اختیاردارند، تعریف می‌کند. دراین پژوهش همانند پژوهش کلاسنس و همکاران بزرگ‌ترین سهامداران به تنهایی به عنوان تمرکز مالکیت در نظر گرفته شده است.

فرصت‌های سرمایه‌گذاری: متغیر وابسته در این پژوهش فرصت‌های سرمایه‌گذاری است، که برای اندازه‌گیری آن بر اساس پژوهش بی کی جگی و فردنیاند (۱۹۹۹) از سه نسبت MBA، MBE و EP استفاده می‌شود. محققین در این سنجش عنوان می‌کنند فرصت‌های سرمایه‌گذاری هر شرکت در ارزش بازار نهفته است و تفاوت بین ارزش بازار و دفتری به طور نسبی نشان‌دهنده فرصت‌های سرمایه‌گذاری شرکت می‌باشد و نسبت سوم به عنوان نسبت مکمل به کار گرفته شده است، عددی که به عنوان فاکتور مشترک از این سه نسبت بدست می‌آید به مثابه نماینده‌ای برای فرصت‌های سرمایه‌گذاری می‌باشد.

MBA= ارزش بازار دارایی‌ها به ارزش دفتری دارایی‌ها

MBE= ارزش بازار سهام به ارزش دفتری سهام

EP= سود هر سهم به قیمت سهام در پایان سال مالی

---

[1] .Herfindahl index
[2].Fasbery
[3].Classens, et al.
[4].Prowes
[5]. Hovey, et al.
[6].Telegoly, et al.

ارزش بازار دارایی‌ها: جمع ارزش بازار سهام+(جمع ارزش دفتری سهام – جمع ارزش دفتری دارایی‌ها).

متغیر های کنترلی پژوهش

اندازه شرکت:دراین پژوهش اندازه شرکت متغیر کنترلی است که برای محاسبه آن از لگاریتم طبیعی دارایی‌ها استفاده می‌شود. استفاده از لگاریتم برای از بین بردن حالت غیر خطی داده‌های مربوط به اندازه شرکت بوده است. حالت غیرخطی داده‌ها به این دلیل به وجود می‌آید که ارزش دارایی‌های شرکت‌ها بسیار پراکنده است و استفاده از لگاریتم باعث تسهیل بررسی‌ها می‌شود (دستگیروهمکاران، ۱۳۸۹).

رشد شرکت : از نسبت ارزش بازار حقوق صاحبان سهام به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام به عنوان نماینده‌ای برای رشد شرکت استفاده شده است. ارزش بازار حقوق صاحبان سهام شرکت برابر قیمت سهام شرکت در آخر سال در تعدادسهام و ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام، حقوق صاحبان سهام در ترازنامه است (لوپز و ویسنته، ۲۰۱۰).

اهرم مالی : اهرم مالی میزان استفاده از بدهی برای تأمین مالی دارایی‌ها را نشان می‌دهد. برای سنجش اهرم مالی شرکت از جمع کل بدهی‌ها به جمع کل دارایی‌ها استفاده می‌شود.

۶- روش پژوهش و گردآوری داده‌ها

این پژوهش، از لحاظ شیوه اجرا پژوهشی شبه تجربی و پس رویدادی، درحوزه تحقیقات اثباتی حسابداری و مبتنی بر اطلاعات واقعی است. اطلاعات مربوط به ادبیات پژوهش و مباحث نظری از منابع کتابخانه‌ای و پایگاه‌های علمی و مقالات خارجی و داخلی جمع آوری شده است. داده‌های مورد نیاز برای انجام این پژوهش به صورت میدانی، عموماً با استفاده از نرم افزار ره آورد نوین۳ و پایگاه اطلاع رسانی سازمان بورس اوراق بهادار تهران استخراج شده است.

۷- جامعه آماری

جامعه آماری این پژوهش شامل کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است که قبل از فروردین ۱۳۸۰ در بورس پذیرفته شده باشند و تا پایان سال ۱۳۹۰ نماد آن‌ها

متوقف نشده باشد. بر اساس بررسی‌های صورت گرفته، نمونه آماری این پژوهش شامل ۸۵ شرکت است دارای ویژگی‌های زیر می‌باشند:

۱- برای رعایت قابلیت مقایسه پذیری، دوره مالی آن‌ها منتهی به پایان اسفند باشد.
۲- در طی دوره مورد بررسی توقف فعالیت یا تغییر سال مالی نداشته باشند.
۳- اطلاعات مورد نیاز شرکت‌ها، در طی دوره مورد بررسی موجود باشد.
۴- جزء بانک‌ها، بیمه‌ها و شرکت‌های سرمایه‌گذاری نباشند.

روش تحلیل داده‌ها و آزمون فرضیه‌ها

برای تحلیل اطلاعات گرداوری شده برای اثبات یا رد فرضیه‌ها از روش رگرسیون استفاده شده است و در این پژوهش تجزیه و تحلیل داده‌ها با استفاده از نرم افزارهای SPSS و Eviews صورت گرفته و از داده های تابلوییاستفاده شده است. آزمون F لیمر برای تعیین نوع داده‌ها و آزمون هاسمن برای تعین اثرات ثابت و تصادفی استفاده شده است و همچنین برای آزمون فرضیه‌ها از آزمون t استیودنت استفاده شده است.

آزمون‌های مورد استفاده در این پژوهش

دوربین- واتسون: برای تعیین استقلال خطاها از یکدیگرازآزمون دوربین واتسون استفاده شده است. چنانچه آماره دوربین- واتسون در بازه ۱/۵ تا ۲/۵ قرارگیرد عدم همبستگی بین خطاها وجوددارد (مؤمنی وفعال قیومی، ۱۳۹۱).

آزمون جارک-برا (آزمون نرمال بودن داده‌ها):یکی از متداول‌ترین آزمون‌های بکار رفته به منظور نرمالیتی است. ویژگی متغیر تصادفی که به صورت نرمال توزیع شده است را مورد استفاده قرار می‌دهد که کل توزیع به وسیله دو گشتاور اول یعنی میانگین و واریانس توصیف می‌شود. سومین و چهارمین گشتاور استاندارد شده یک توزیع به عنوان چولگی و کشیدگی شناخته می‌شود. چولگی معیاری است مبنی بر اینکه یک توزیع پیرامون میانگینش متقارن نیست و کشیدگی معیاری برای توپری و دنباله های توزیع است.یک توزیع نرمال چوله نبوده و کشیدگی برابر با ۳ دارد (بدری و عبدالباقی، ۱۳۸۹).

فرمول محاسباتی جارک-برا به صورت زیر می‌باشد:

(۲)

$$JB = \frac{N}{\sigma}(S^2 + \frac{(K-3)^2}{4})$$

که در آن: S، ضریب چولگی و K، ضریب کشیدگی است.

با توجه به آماره مربوط به جارک-برا (۷۳۵۱۸۶۴,۹) جملات اختلال دارای توزیع نرمال می‌باشند.

۸- یافته های پژوهش

آمار توصیفی: آمار توصیفی پژوهش به شرح جدول ۱ می‌باشد.

جدول(۱): آماره های توصیفی متغیر های پژوهش

متغیر	میانگین	میانه	انحراف معیار	تعداد مشاهدات	کوچک‌ترین	بزرگ‌ترین
اندازه شرکت	۵/۶۸	۵/۶	۰/۶۶	۹۳۵	۲/۷	۸/۳
رشد شرکت	۷/۴۹	۱/۸۸	۱۳۴/۲۳	۹۳۵	-۱۵۴/۳۲	۶۸/۹۴۷
اهرم مالی	۰/۶۸	۰/۳۴	۰/۵۰	۹۳۵	۰/۰۰۵	۱۳/۱
سرمایه گذاری نهادی	۱/۵۱	۰/۷۳۱	۲۲/۱۴	۹۳۵	۰	۰/۹۹۷
تمرکز مالکیت	۰/۴۵	۰/۴۹	۰/۲۵	۹۳۵	۰	۰/۹۹۷
فرصت‌های سرمایه گذاری	۴/۱۵	۱/۱۳	۷۶/۷۶	۹۳۵	-۴۸/۸۴	۲۳/۹۵۱

مأخذ: یافته های پژوهش

آزمون فرضیه اول

بر اساس فرضیه اول بیان شد که سرمایه‌گذاری نهادی بر فرصت‌های سرمایه‌گذاری تأثیر دارد. فرضیه مذکور در سطح داده های ترکیبی با استفاده از مدل پژوهش آزمون گردید که نتایج حاصل از آن در جدول ۲ منعکس است.

جدول (۲): نتایج تجزیه و تحلیل فرضیه اول

متغیر	ضرایب	انحراف معیار	آماره t	p-value
اندازه شرکت	-۰/۳۱۴	۰/۱۰۵	-۲/۹۹۶	۰/۰۰۳
رشد شرکت	۰/۱۴۹	۰/۰۱۲	۱۲/۴۵۶	۰/۰۰۰
اهرم مالی	-۰/۰۹۴	۰/۱۳۱	-۰/۷۱۹	۰/۴۷۲
سرمایه گذاری نهادی	۰/۹۶۹	۰/۲۲۸	۴/۲۵۷	۰/۰۰۰
عرض از مبدا	۲/۴۳۳	۰/۵۹۷	۴/۰۷۷	۰/۰۰۰
آزمونFلیمر	-۱۰/۹۲۰			۰/۰۰۰۷
آزمون هاسمن	۴			۰/۹۹
دوربین- واتسون	۱/۹۸			
R2	۰/۱۸			
ANOVA	۰/۰۰۰			
تعداد مشاهدات	۹۳۵			

از آزمون F لیمر برای تشخیص نوع داده‌ها استفاده شده است با توجه به سطح معنی داری این آزمون از داده های تابلویی استفاده می‌شود و برای تعیین اثرات ثابت یا تصادفی از آزمون هاسمن استفاده شده است که با توجه به سطح معنی داری این آزمون که بیشتر از ۰/۰۵ می‌باشد از اثرات تصادفی استفاده می‌شود. همان طور که از جدول ۲ مشاهده می‌شود سرمایه-گذاری نهادی بر فرصت‌های سرمایه‌گذاری با توجه به P-Value که کوچک‌تر از ۰/۰۵ است تأثیر مثبت و معنی‌دار دارند و متغیرهای کنترلی اندازه شرکت، رشد شرکت و نیز تأثیر معنی دار بر فرصت‌های سرمایه گذاری دارند اما متغیر اهرم مالی بر فرصت‌های سرمایه گذاری تأثیر ندارد.

آزمون فرضیه دوم

جدول (۳): نتایج تجزیه و تحلیل فرضیه دوم

متغیر	ضرایب	انحراف معیار	آماره t	p-value
اندازه شرکت	۰/۲۳۷	۰/۱۰۳	-۲/۳۰۵	۰/۰۲۱
رشد شرکت	۰/۱۵۵	۰/۱۲	۱۳/۱۰۵	۰/۰۰۰
اهرم مالی	-۰/۰۸۲	۰/۱۳۱	-۰/۶۲۵	۰/۵۳۲
تمرکز مالکیت	۰/۶۹۸	۰/۲۶۸	۲/۶۰۲	۰/۰۰۹
عرض از مبدأ	۲/۲۷۳	۰/۶۰۲	۳/۷۷۸	۰/۰۰۰
آزمون Fلیمر	-۱۰/۹۲۰			۰/۰۰۰۳
آزمون هاسمن	۴			۰/۹۹
دوربین- واتسون	۱/۹۹			
R2	۰/۱۷۸			
ANOVA	۰/۰۰۰			
تعداد مشاهدات	۹۳۵			

همان‌طور که از جدول۳ مشاهده می‌شود تمرکز مالکیت تأثیر مثبتی بر فرصت‌های سرمایه‌گذاری دارد، و با توجه به آماره t و نیز P-Value که کمتر از ۰/۰۵ است چنین استنباط می‌شود که این تأثیر معنی‌دار هست. می‌توان بیان کرد که تمرکز مالکیت تأثیر مثبت و معنی‌داری بر فرصت‌های سرمایه‌گذاری دارد. و همچنین متغیرهای کنترلی اندازه و رشد شرکت نیز بر فرصت‌های سرمایه گذاری تأثیر معنی دار دارند ولی متغیر کنترلی اهرم مالی بر فرصت‌های سرمایه گذاری تأثیر معنی داری ندارد.

۹- نتیجه گیری و تفسیر نتایج

در پژوهش حاضر به منظور بررسی تأثیر سرمایه‌گذاری نهادی و تمرکز مالکیت بر فرصت‌های سرمایه‌گذاری داده‌های گردآوری شده از صورت‌های مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران مورد بررسی قرار گرفته‌اند. نتایج حاصل از تجزیه و تحلیل داده‌های تابلویی در آزمون فرضیه اول نشان می‌دهد که سرمایه‌گذاری نهادی بر فرصت‌های سرمایه‌گذاری تأثیر معنی‌داری دارد. و همچنین نتایج آزمون فرضیه دوم بیانگر تأثیر مثبت و معنی‌دار تمرکز مالکیت بر فرصت‌های سرمایه‌گذاری است. با توجه به نتایج پژوهش می‌توان بیان نمود که در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران سرمایه‌گذاری نهادی با

توجه به اینکه بخش عمده‌ای از سهام شرکت‌ها را در اختیار دارند در حوزه سرمایه‌گذاری تأثیر گذار می‌باشند. و همچنین نتایج نشان می‌دهد که هنگامی که یک شخص در شرکت به عنوان سهامدار اصلی در نظر گرفته می‌شود، می‌تواندتأثیری مثبتی بر روی فرصت‌های سرمایه‌گذاری داشته باشد. این نتایج می‌تواند بیانگر این موضوع باشد که هنگامی که درصد قابل توجهی از سهام در اختیار شخص خاصی باشد نسبت به سهامداران نهادی می‌تواند بیشتر بر سیاست‌های سرمایه گذاری شرکت تأثیر داشته باشد که این موضوع می‌تواند به دلیل عدم هماهنگی سهامداران نهادی و عدم توافق میان آن‌ها در تصمیم گیری‌ها باشد.

۱۰- پیشنهادها

پیشنهادهای مبتنی بر نتایج پژوهش

۱- با توجه به تأثیر سرمایه گذاری نهادی بر فرصت‌های سرمایه‌گذاری پیشنهاد می‌شود که شرکت‌ها بر میزان سهام در دست سرمایه گذاران نهادی برای داشتن فرصت‌های سرمایه گذاری بیشتر توجه بیشتری داشته باشند.

۲- با توجه به تأثیر تمرکز مالکیت بر فرصت‌های سرمایه گذاری پیشنهاد می‌شود که شرکت‌ها برای افزایش فرصت‌های سرمایه گذاری خود از لحاظ مالکیت متمرکز تر شوند.

پیشنهادها برای پژوهش‌های آتی

۱- در این پژوهش نقش فرصت‌های سرمایه‌گذاری در صنایع مختلف به طور جداگانه مورد آزمون قرار نگرفته است، پیشنهاد می‌شود ارتباط بین متغیرهای پژوهش و فرصت‌های سرمایه-گذاری در صنایع مختلف مورد بررسی قرار گیرد.

۲- پیشنهاد می‌شود تأثیر انواع دیگر مالکیت نظیر مالکیت مدیریتی و مالکیت دولتی و غیره بر فرصت‌های سرمایه‌گذاری مورد بررسی قرار گیرد.

۱۱- محدودیت‌های پژوهش

۱- قلمرو زمانی پژوهش حاضر، بازه زمانی ۱۳۸۰ -۱۳۹۰ بوده است، بنابراین، در تعمیم نتایج به دوره‌های دیگر باید با احتیاط عمل کرد.

۲- با توجه به محدود بودن جامعه آماری به شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران که سال مالی آن‌ها پایان اسفند ماه است، تسری نتایج به سایر شرکت‌ها باید با احتیاط انجام شود.

منابع:

۱- استا، سهراب(۱۳۹۰)؛ "بررسی رابطه بین ساختار مالکیت و مدیریت سود"،**مجله پژوهش‌های حسابداری مالی**، سال سوم، شماره.

۲- اسلامی بیدگلی، غلامرضا، بیگدلو، مهدی(۱۳۸۵)؛" همسنجی بازده و ریسک فرصت‌های جایگزین سرمایه‌گذاریدر ایران"، **فصلنامه بررسی‌های حسابداری و حسابرسی**، شماره۴۴.

۳- اصلانی، عظیم(۱۳۸۵)؛حاکمیت شرکتی و روش‌های تأمین مالی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. **پایان نامه کارشناسی ارشد**، دانشگاه علوم پژوهش‌ها.

۴- بدری، احمد، عبدالباقی، عبدالمجید(۱۳۸۹)؛**اقتصاد سنجی مالی**، انتشارات نص، تهران، ایران.

۵- حساس یگانه، یحیی، مرادی، محمد و اسکندر، هدی(۱۳۸۷)؛" بررسی رابطه بین سرمایه-گذاران نهادی و ارزش شرکت"، **مجله حسابداری و حسابرسی**،دوره ۱۵، شماره ۵۲.

۶- حیدری، عیسی، علیدادی، عباس و تخشا شمس آبادی، داریوش(۱۳۹۱)؛" بررسی رابطه بین فرصت‌های سرمایه‌گذاری با نسبت‌های سودآوری در شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران"، **نخستین همایش منطقه ای مباحث نوین در حسابداری**، آموزشکده فنی و حرفه ای سما اهواز.

۷- دستگیر،محسن،خدادادی،ولی و رستگار، مجید(۱۳۸۹)؛ " بررسی رابطه بین ویژگی‌های مالی و غیرمالی شرکت با کیفیت اقلام تعهدی و سود"، **فصلنامه بورس اوراق بهادار**، شماره ۱۰.

۸- رضایی، فرزین و موسویان، خدیجه(۱۳۹۰)؛" بررسی رابطه بین اقلام تعهدی غیر عادی و تمرکز مالکیت به عنوان سازوکارهای حاکمیت شرکتی با ویژگی‌های شرکت"، **فصلنامه علمی و پژوهشی حسابداری مالی**، سال سوم، شماره ۹.

۹- رضوانی راز، کریم و حقیقت، حمید(۱۳۸۴)؛" بررسی رابطه بین جریان‌های نقد آزاد و میزان بدهی با درنظر گرفتن فرصت‌های سرمایه‌گذاری و اندازه در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادارتهران"، **فصلنامه علمی تخصصی مدیریت**، سال دوم، شماره ۵.

۱۰- سعیدی،علی وشیری قهی،امیر(۱۳۹۱)؛" ساختارمالکیت و عملکرد شرکت‌ها (شواهدی از بورس اوراق بهادارتهران)"، **فصلنامه بورس اوراق بهادار**،شماره ۱۸.

۱۱- شورورزی،محمدرضاوآزادوار،ایمان(۱۳۸۹)؛" تجزیه و تحلیل ارتباط میان فرصت‌های سرمایه‌گذاری و عملکرد شرکت‌ها"، **مجله حسابداری مدیریت**، سال سوم شماره ششم.

۱۲- عباسی، ابراهیم و یازرلو، وحید(۱۳۹۲)؛ " تأثیر ساختار مالکیت بر دارایی‌های نامشهود"، **فصلنامه علمی و پژوهشی حسابداری مالی**، سال پنجم، شماره۱۸.

۱۳- مرادزاده فرد، مهدی، زارع زاد، مهریزی، محمدصادق و تاکر، رضا (۱۳۹۱)؛" تأثیر پاداش هیئت مدیره و مالکیت نهادی بر مدیریت سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، **فصلنامه بورس اوراق بهادار**، شماره ۱۸.

۱۴- مشایخ، شهناز و عبداللهی، مهین(۱۳۹۰)؛ " بررسی رابطه بین تمرکز مالکیت، عملکرد مالکیت وسیاست‌های تقسیم سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، **مجله پژوهش‌های حسابداری مالی**،سال سوم، شماره۴.

۱۵- مهرانی،ساسان،فعالقیومی،علیومرادی،محمد(۱۳۹۱)؛" رابطه بین مالکیت نهادی، تمرکز مالکیت نهادی و مربوط بودن ارزش اطلاعات حسابداری"، **مجله دانش حسابداری**، سال سوم شماره۱۱.

۱۶- مؤمنی، منصور، فعال قیومی، علی(۱۳۹۱)؛**تحلیل‌های آماری با استفاده از SPSS**، چاپ گنج شایگان، تهران، ایران.

۱۷- نیکبخت، محمدرضا و رحمانی نیا، جواد(۱۳۸۹)؛ "بررسی تأثیر مالکیت نهادی بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، **فصلنامه بورس اوراق بهادار**، شماره ۹.

18- Baltagi, Badi Hani. (2005). **Econometric Analysis of Panel Data**, John Wiley & Sons Inc, 3rd Edition, New York, USA.

19- Becker, Henrik cronqvist , and Rudiger fahlenbrach ,(2010),"E stimating the effects of large shareholders", **Using a Geographic Instrument.**

20-Bikki Jaggi, Ferdinand, (1999), "An analysis of joint effects of investment opportunity set, free cash flow and size on corporate Debt policy", **Review of Quantitative Finance and Accounting** 12, p371.

21- Bushee, B.J,(1998), "The Inflance of Institutional Investors on Myopic R&D Investment Bihavior", **Accounting Review**.

22- Chen, Zhian, Jinmin Du, Donghui Li, Rui Ouyang,(2013)," Does foreign institutional ownership increase return volatility? Evidence from China", **Journal of baking & finance**.

23- Cuervo, A.(2002),” Corporate Governance Mechanisms: Aplea for less code of Good Governance and more market control”, **An International Review**, 10, no.2.

24- Dunerv , A and kim, E.H(2002)," to steal or not to steal? Firm attributes, legal erivonment, and raluation", **Manuscript, University of Michigan,** Ann Arbor, MI.

25- Ferreira, M.A, and A. Vile la,(2004), “ way Do Firms Hold cash? Evidence from EMU countries, **European Financial management.**

26- Hill, C.WL. , Snell, S.A.(1989), "Effect of ownership structure and control on corporate productivity", **Academy of management Journal,** vol 32No.1, pp25-45.

27- Hill, R.C, Griffiths, W.E and Lim, G. C.(2007). **Principles of Econometrics**, Fourth Edition.

28- Jensen, M.C. and Meckling, W.H.(1986),"Theory of the firm, managerial behavior, agency costs and owner ship structure", **Journal of financial Economics**, vol.3No.4, pp-305-to.

29- klapper, L.F. and love, I(2003),” corporate governance, investor protection, and performancein emerging markets, **journal of corporate finance**, vol, 10No.5, pp. 103-280.

30- Lopez Iturriaga, Felix and Vecente Crisostomo(2010), “ Do Leverage, Dividend payout, and ownershop concentration Influence firms value creation? “,**Emerging markets finance & Trade**, vol.46, No.3, pp.80-94.

31- Maug, E(1998), Large shareholders as monitors: Is there a trade – off between Liquidity and control? **Journal of finance**

32- Najjar, B. and Taylor p.(2008).”The Relationship between capital structure and ownership”.**Managerial finance**, vol.12, pp.919-933

33- Sung, C, (2009), "on the interactions of financing and investment decisions", **Managerial finance**. Vo1 35, pp 691-699.

34- Tong, s ,and Ning, Y,(2004), “ Does capital structure affect institutional investor choices?, **The Journal of Investing**.

35- Tsai, H and Gu, Z, (2007), " the relationship between institutional ownership and casino firm performance", **Hospitality management** Vo1. 26, PP. 517-530.