

معاملات با اشخاص وابسته، مالکان اصلی و ارزش شرکت

بیژن عابدینی^۱ و حدیث خلفیان^۲

۱ عضو هیئت علمی، دانشگاه هرمزگان

۲ دانشجوی رشته دکتری حسابداری - دانشگاه آزاد واحد بندرعباس

چکیده

در پژوهش حاضر به بررسی معاملات با اشخاص وابسته، مالکان اصلی و ارزش شرکت پرداخته شده است. جامعه آماری این پژوهش شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می باشد که با استفاده از روش نمونه گیری حذفی سیستماتیک تعداد ۱۰۴ شرکت در بازه زمانی بین سال های ۱۳۸۹ الی ۱۳۹۴ (در مجموع ۶۲۴ سال-شرکت) انتخاب و مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفت. پژوهش حاضر از نظر هدف کاربردی و از نظر روش گردآوری داده ها در گروه پژوهش های توصیفی (غیرآزمایشی) قرار دارد که برای آزمون فرضیه های پژوهش از نرم افزار Eviews8 و مدل های رگرسیونی چندمتغیره استفاده شد. مالکان اصلی در پژوهش حاضر شامل مدیریتی، نهادی و خانوادگی می باشد. ضمن اینکه متغیر وابسته ارزش شرکت با استفاده از سه شاخص کیوتوبین، بازده تجمعی ماهانه و ارزش بازار حقوق صاحبان سهام اندازه گیری شده است. نتایج به دست آمده در این پژوهش نشان داد معاملات با اشخاص وابسته بر ارزش شرکت ها دارای اثر منفی و معناداری است. ضمن اینکه، در ارتباط با ساختار مالکیت شرکت نتایج نشان می دهد مالکیت مدیریت و نهادی دارای اثر مثبتی بر ارزش شرکت ها می باشند و این در حالی است که مالکیت خانوادگی دارای اثری منفی بر ارزش شرکت است.

واژه های کلیدی: معاملات با اشخاص وابسته، مالکان اصلی شرکت، ارزش شرکت.

مقدمه

رابطه با اشخاص وابسته از ویژگی های معمول فعالیت های تجاری است. استاندارد بین المللی حسابداری شماره ۲۴، معامله با اشخاص وابسته را به صورت انتقال منابع، خدمات یا تعهدات بین یک واحد تجاری و شخص وابسته ی آن صرف نظر از منصفانه بودن قیمت معامله تعریف می کند. براساس این استاندارد انواع کلاسیک از این نوع معاملات شامل خرید و یا فروش کالا یا سایر دارایی ها، ارائه یا دریافت خدمات، معاملات اجاره، نقل و انتقالات تحت قراردادهای مالی، ارائه تضمین یا وثیقه و غیره می باشد (استاندارد حسابداری بین المللی شماره ۲۴). از طرفی دیگر، براساس استاندارد حسابداری شماره ۱۲ ایران، معامله با شخص وابسته این گونه تعریف می شود: انتقال منابع، خدمات یا تعهدات بین اشخاص وابسته، صرف نظر از مطالبه یا عدم مطالبه ما به ازاء آن. رابطه با شخص وابسته می تواند بر وضعیت مالی، عملکرد مالی و انعطاف پذیری مالی واحد تجاری تأثیر داشته باشد. اشخاص وابسته، ممکن است معاملاتی انجام دهند که اشخاص غیر وابسته انجام نمی دهند. همچنین مبالغ معاملات بین اشخاص وابسته، ممکن است با مبالغ مشابه بین اشخاص غیر وابسته یکسان نباشد. به دلایل مذکور آگاهی از معاملات، مانده حساب های طرفین و رابطه با اشخاص وابسته، ممکن است بر ارزیابی استفاده کنندگان صورت های مالی از عملیات واحد تجاری، شامل ارزیابی ریسک و فرصت های پیش روی واحد تجاری، تأثیر بگذارد (استانداردهای حسابداری ایران، ۱۳۸۶). امروزه، فرصت طلبی در معاملات با اشخاص وابسته، یکی از چالش های بزرگ راهبری شرکتی به ویژه در تصاحب بخشی از منابع شرکت از طریق معاملات با اشخاص وابسته، در کشورهای توسعه یافته مرسوم است، در اقتصادهای نوظهور به دلیل نقص بازارهای خارجی و ضعف راهبری شرکتی رواج بیشتری یافته است. در بسیاری از موارد، معاملات با اشخاص وابسته، اجتناب ناپذیر و سودمند هستند و در چرخه عملیات شرکت تکرار می شوند، ولی در شرایطی خاص، به سهامداران کنترل کننده یا مدیران شرکت ها اجازه می دهند که به هزینه سهامداران خرد، منافع شخصی خود را تأمین کنند (سرلک و اکبری، ۱۳۹۲). بیشتر شرکت های آسیایی، بخشی از گروه های تجاری بزرگ هستند که مالکیت آنها در اختیار سهامدار کنترل کننده است. از این رو، روابط تجاری محیط اقتصادی آسیا، انجام معاملات با اشخاص وابسته را آسان می کند. با وجود آنکه همه معاملات با اشخاص وابسته فرصت طلبانه نیستند، نگرش غالب این است که یکی از عوامل تأثیرگذار بر ریسک می باشند و سرمایه گذاران، قبل از سرمایه گذاری برای آن اهمیت زیادی قایل می شوند. از این رو، یکی از موارد با اهمیت در رابطه با معاملات با اشخاص وابسته، محافظت از سرمایه گذاران خرد است. برخی پژوهش ها نشان می دهد وجود حفاظت های قانونی برای سرمایه گذاران تا ۷۳ درصد تصمیمات سرمایه گذاری آنها را توضیح می دهد، در حالی که ویژگی های شرکت، توضیح دهنده تنها ۴ تا ۲۲ درصد تصمیمات سرمایه گذاری است، یعنی حفاظت از سهام داران خرد، با فعالیت های بازار سرمایه ارتباط دارد (سازمان توسعه همکاری ها و توسعه اقتصادی، ۲۰۰۹).

معاملات با اشخاص وابسته ممکن است موجب استغنائی سهامداران، مدیران و سایر کنترل کنندگان واحد انتفاعی و ایجاد هزینه برای طرف های غیروابسته در این معاملات گردد. این مهم می تواند از طریق خرید و فروش دارایی ها، کالاها، خدمات، دریافت وام هایی با شرایط مطلوب و با استفاده از دارایی های شرکت به عنوان تضمین تسهیلات شخصی انجام گیرد که خود باعث انتقال ثروت خواهد بود. معاملاتی که عمدتاً به صورت مستقیم توسط سهامداران عمده، مدیران و اعضای هیئت مدیره انجام می گیرد تأثیر منفی بر ارزش شرکت و نقش قابل توجهی در رسوایی هایی دارد که منجر به شکست شرکت ها و گروه های بزرگی از شرکت ها می شود. هر اندازه معاملات اشخاص وابسته در شرکت بیشتر باشد امنیت برای سهامداران جزء پایین تر بوده و در نتیجه این امر باعث کاهش ارزش سهام شرکت خواهد شد (نخیلی، مویز، ۲۰۱۱). رسوایی های اخیر در ارتباط با معاملات اشخاص وابسته یکی از نگرانی های عمده ی شرکت های سهامی است که اغلب ناشی از معاملات تجاری پیچیده ی ناهمگون بین شرکت، سرپرستان، مدیران و یا صاحبان اصلی شرکت می باشد. ذینفعان و استفاده کنندگان در بازار سرمایه و سایر سهامداران شرکت عموماً تضادهای منفعتی بالقوه ی این معاملات را بررسی می کنند (گوردن، هنری، پالیا، ۲۰۰۴). تا

^۱ OECD

زمانی که احتمال منحرف نمودن منابع شرکت به واسطه ی معاملات با اشخاص وابسته توسط سهامدارانی که سرمایه ی شرکت را کنترل می کنند وجود دارد، سهامداران عمده نیز در مقابل با کاهش ارزش سهام، ارزش شرکت را به طور قابل ملاحظه ای می توانند کاهش دهند (چئونگ و همکاران، ۲۰۰۶). سازوکارهای نظارت شرکت، معاملات اشخاص وابسته را از تضاد منافع به معاملات کارآمد انتقال می دهد. مؤسسات حسابرسی معتبر یا هیئت های ناظر و ناظران می توانند نقش میانه رو در معاملات اشخاص وابسته را ایفا کنند (چین، سی اس هسو، ۲۰۱۰). با توجه به مطالب ارایه شده، در پژوهش حاضر به بررسی اثر معاملات با اشخاص وابسته بر ارزش شرکت ها پرداخته شده است. به نظر می رسد بررسی این موضوع و ارایه شواهدی تجربی در این حوزه می تواند برای بسیاری از افراد و حوزه های درگیر در بورس اوراق بهادار تهران جذاب و مفیدفایده باشد. به این ترتیب، سوالی اصلی پژوهش به شرح ذیل می باشد: آیا معاملات با اشخاص وابسته بر ارزش شرکت تاثیر می گذارد؟

دیدگاه های مختلف در ارتباط با معاملات با اشخاص وابسته

عملکرد کارا و اثربخش بازار سرمایه مستلزم اعتماد سرمایه گذاران و اعتباردهندگان به فرایند گزارشگری مالی است. گزارشگری مالی متقلبان، تهدیدی جدی برای این اعتماد است. پس از کشف رسوایی های مالی انرون توسط کمیسیون بورس و اوراق بهادار امریکا و اعلام ورشکستگی این شرکت در سال ۲۰۰۱ و در پی آن کشف نقاط ضعف موجود در روش های گزارشگری مالی این کشور، قانون ساربنز آکسلی با هدف حمایت از سرمایه گذاران به طور خاص و منافع عموم به طور عام تدوین و در سال ۲۰۰۲ توسط کنگره تصویب شد که به موجب این قانون، هیئت نظارت بر حسابداری شرکت های سهامی عام آمریکا^۲ تشکیل گردید (چین، هس، ۲۰۱۰). در این میان، معاملات با اشخاص وابسته برای شرکت ها بسیار مهم است چراکه دارای پیامدهای زیاد در بخش های مختلفی همانند گزارشگری مالی، حسابرسی، تمکین مالیاتی، مدیریت استراتژیک و راهبری شرکتی میباشد. در این میان، رشد شرکت های چندملیتی دارای ابعاد مالیاتی پیچیده ای هم برای شرکت ها و هم برای سازمان های مالیاتی است. چرا که قوانین هر کشوری نمی تواند به صورت جدا در نظر گرفته شود اما بایستی در بخش بین المللی هیئت مدیره تجزیه و تحلیل گردد. این مباحث مشکلات زیادی را برای سازمان های مالیاتی و شرکت ها در تعیین درآمدها و هزینه های شرکتی که بخشی از فعالیت های معاملاتی به گروه می باشد، به همراه دارد. در حوزه بین المللی، نیاز به پذیرش الزامات قانونی و مدیریتی که ممکن است گاهی بسیار متفاوت با کشور مبدأ باشد، بیش از پیش نمایان می باشد. الزامات متفاوتی که منجر به افزایش تحمل پذیری شرکت شده و در نتیجه انطباق هزینه بالاتری را برای عملیات های شرکت به همراه دارد (کورلاسیو و تودور، ۲۰۱۱).

در همین ارتباط، گوردون و همکاران (۲۰۰۴)، چئونگ و همکاران (۲۰۰۶)، چئونگ و همکاران (۲۰۰۸) معتقدند درخصوص معاملات با اشخاص وابسته دو دیدگاه وجود دارد که هر کدام جنبه های متفاوتی از این گونه معاملات را بیان می دارند. دیدگاه اول که با مسئله نمایندگی سازگار بوده، این گونه معاملات را در جهت کسب منافع شخصی برای مدیران به کار می گیرد و موجب متضرر شدن شرکت و سهام داران می گردد. از طرفی مدیران جهت پوشاندن اثرات سوء این معاملات اقدام به تحریف صورت های مالی می نمایند. معاملات توسط مدیران یا سایر سهام داران به طور فرصت طلبانه ای استفاده می شود که می تواند نتایج عملیات را گمراه کننده سازد یا اثر نامساعدی بر ثروت سهام داران اقلیت بگذارد و دیدگاه دوم، این گونه معاملات را بخشی از تقاضای واحد تجاری قلمداد می کند و آن را تضمین کننده کار مدیران در شرکت می داند. دیدگاه اثربخشی بر معاملات با اشخاص وابسته، مفهوم هزینه های معاملات را دنبال می کند. این دیدگاه معاملات با اشخاص وابسته را مضر نمی داند و حتی ممکن است برای سهام داران، بازار و جامعه سودمند نیز باشد. معاملات با اشخاص وابسته می تواند در شرکت های گروه به عنوان یک راه بهینه سازی تخصیص منابع داخلی، کاهش هزینه معاملات و بهبود بازده دارایی ها استفاده شود (کامیابی و همکاران، ۱۳۹۳). استین (۱۹۹۷)، چانگ و هونگ (۲۰۰۰)، خانا و پالپو (۲۰۰۰)، ژیان و وونگ (۲۰۱۰) دیدگاه

^۲ PCAOB

اثر بخشی معاملات با اشخاص وابسته و مفهوم هزینه های معاملات ارائه شده توسط کواس (۱۹۳۷) و ویلیامسون (۱۹۷۵)، را دنبال می کنند. این دیدگاه معاملات با اشخاص وابسته را مضر نمی داند و حتی ممکن است برای سهامداران سودمند نیز باشد (خلعتبری لیمای، آراد، ابراهیمیان، ۱۳۹۱).

مبانی نظری و پیشینه پژوهش

در ارتباط با موضوع پژوهش حاضر پژوهش های متفاوتی انجام شده است که در ادامه به بررسی آنها پرداخته شده است. در پژوهش های خارجی، بوناسانچز و همکاران (۲۰۱۷)، در بررسی معاملات با اشخاص وابسته، مالکان اصلی و ارزش شرکت های اسپانیایی ثابت کردند معاملات با اشخاص وابسته دارای اثر منفی بر ارزش شرکت ها است و هم چنین، مالکیت مدیریتی، نهادی و خانوادگی نیز اثر منفی و معکوسی بر ارزش شرکت ها می گذارد. ونگ و همکاران (۲۰۱۵)، در بررسی کاهش یا افزایش ارزش افزوده در معاملات با اشخاص وابسته بین گروه های تجاری مشابه دریافتند که این گونه معاملات باعث افزایش ارزش شرکت ها می گردد به استثنای شرکت هایی که دارای مالکیت دولتی، تعداد زیادی مدیران عالی رتبه یا انگیزه های فرار مالیاتی هستند. هم چنین آنها پی بردند افرادی با استفاده از رانت های اطلاعاتی در جهت محدود نمودن ارزش سهام سهامداران اقلیت می باشند و همچنین آنان بیان کردند، بین ساختار مالکیت و فرارهای مالیاتی با معاملات اشخاص وابسته رابطه متقابل وجود دارد. چن و همکاران (۲۰۱۵) در رابطه با ساختار دولتی و ضمانت تسهیلات مالی اشخاص وابسته به پژوهش پرداخته و دریافتند ضمانت وام های اشخاص وابسته به واسطه ی کمک های دولتی و منسوبان به دولت در هرم های شغلی خانوادگی کنترل و از این طریق با سلب مالکیت، به کنترل سهامداران اقلیت می پردازند. آنها با استفاده از ۱۷۸۵ شرکت چینی وابسته پرداخته و به این نتیجه رسیدند که عضویت و منسوب بودن به مدیران اجرایی منجر به صدور حجم بالای ضمانت های تسهیلاتی برای اشخاص وابسته خواهد بود. پوتزولی و ونوتی (۲۰۱۴) در بررسی معاملات با اشخاص وابسته و عملکرد در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار ایتالیا نشان دادند معاملات با اشخاص وابسته دارای همبستگی معناداری با عملکرد نمی باشد و شواهدی از ارتباط علت و معلولی بین آنها وجود ندارد. بنابراین، آنها نتیجه گرفتند معاملات با اشخاص وابسته در مکانیزم های کنترلی شرکت ظاهر نمی شود (به طور نمونه مدیریت سود و هموارسازی سود). کانگ و همکاران (۲۰۱۴) در مطالعه بر روی ارتباط بین معاملات با اشخاص وابسته و تفکیک مالکیت از کنترل در شرکت های کره ای دریافتند تفکیک مالکیت از کنترل به طور مثبت و معناداری با معاملات با اشخاص وابسته در ارتباط است. بیشتر اینکه، معاملات با اشخاص وابسته در صورت افزایش حق رای افزایش پیدا می کند این در حالی است که این متغیر در صورت افزایش جریان نقدی کاهش پیدا می کند. سرینیواسان (۲۰۱۳) در مطالعه ایی به تجزیه و تحلیل معاملات با اشخاص وابسته در هند پرداخت. وی ثابت کرد معاملات با اشخاص وابسته بسیار گسترده بوده و تقریباً در تمامی شرکت ها در دوره بررسی وجود دارد. بیشتر اینکه، شرکت هایی با معاملات با اشخاص وابسته بالاتر (فروش و درآمد) عملکرد پایین تری را در مقایسه با شرکت هایی با معاملات با اشخاص وابسته کمتر گزارش کرده اند. چن و همکاران (۲۰۱۲) بررسی رقابت بازار محصول، ساختار کنترلی و معاملات با اشخاص وابسته پرداختند. با استفاده از نمونه شرکت های چینی در بازه زمانی بین سال های ۲۰۰۴ تا ۲۰۰۹، آنها نشان دادند که ارتباط بین رقابت بازار محصول و معاملات با اشخاص وابسته معنادار می باشد. بیشتر اینکه این ارتباط مثبت و مستقیم می باشد. علاوه بر این، آنها دریافتند ارتباط مثبت و معناداری بین جریان نقدی سهام داران نهادی با معاملات با اشخاص وابسته وجود دارد. و در نهایت، طارق و تایلور و مورلی و هاگ (۲۰۱۲)، معاملات اشخاص وابسته ی تبعیض آمیز را بررسی نمودند و به این نتیجه رسیدند در شرکت ها معاملات با اشخاص وابسته هم با ارزش واقعی بازار و هم با نرخ متفاوت بازار وجود دارد. در نوع اول معاملات با اشخاص وابسته خطای اندازه گیری وجود ندارد ولی در نوع دوم خطای اندازه گیری بسیار بالاست. اندازه گیری و کنترل معاملات با اشخاص وابسته در گزارش های مالی به سهامداران و استفاده کنندگان اطمینان بیشتری جهت تصمیم گیری در سرمایه گذاری هایشان می دهد.

در پژوهش های داخلی، فخاری و همکاران (۱۳۹۵)، در بررسی ارتباط بین معاملات با اشخاص وابسته و شفافیت اطلاعات حسابداری در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران اظهار داشتند رتبه افشا بر معاملات با اشخاص وابسته

تأثیر معنی دار داشته اما حاکمیت شرکتی از جنبه تعداد اعضاء هیئت مدیره اثر معنی دار بر رابطه فوق ندارد اگرچه استقلال هیئت مدیره به عنوان جزء دیگر حاکمیت شرکتی بر رابطه فوق اثر معنی دار دارد. دارایی و همکاران (۱۳۹۴)، در بررسی تأثیر معاملات با اشخاص وابسته بر ارزش شرکت اعلام کردند بین معاملات با اشخاص وابسته و ارزش شرکت رابطه ای معنادار و منفی وجود دارد. بین بازده نقدی سهام و اندازه ی هیئت مدیره با ارزش شرکت رابطه ی معناداری وجود ندارد و بین اهرم مالی با ارزش شرکت رابطه ی معنادار منفی و بین بازده دارایی ها با ارزش شرکت رابطه معنادار مثبتی وجود دارد. کامیابی و همکاران (۱۳۹۳)، معاملات با اشخاص وابسته را یکی از عواملی می دانند که موجب کاهش ارزش بازار سرمایه می شود. آنها معتقدند که اگرچه تمام معاملات با اشخاص وابسته فرصت طلبانه نیستند، اما نگرش غالب این است که از عوامل تأثیرگذار بر ریسک می باشند و سرمایه گذاران، بیش از انجام سرمایه گذاری برای آن اهمیت زیادی قائل می شوند. در واقع، عدم اطلاع سهامداران و سرمایه گذاران از ماهیت معاملات با اشخاص وابسته باعث به وجود آمدن نوعی عدم تقارن اطلاعاتی می شود. به این جهت به بررسی رابطه ی معاملات با اشخاص وابسته و خطای پیش بینی سود و همچنین اثر نسبت اعضای غیرموظف هیئت مدیره بر رابطه ی بین معاملات با اشخاص وابسته و خطای پیش بینی سود اقدام نمودند. نتایج پژوهش آنها نشان داد بین معاملات با اشخاص وابسته و خطای پیش بینی سود رابطه ی مثبت و معناداری وجود دارد. همچنین مشخص گردید نسبت اعضای غیرموظف هیئت مدیره بر ارتباط بین معاملات با اشخاص وابسته و خطای پیش بینی سود اثر تعدیل کننده دارد. خلعتبری لیماکی و همکاران (۱۳۹۱)، در بررسی اثر معاملات با اشخاص وابسته بر عملکرد شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران نشان دادند وجود معاملات با اشخاص وابسته اثری منفی بر عملکرد مبتنی بر شاخص کیوتوبین دارد و درمورد عملکرد مبتنی بر ارزش افزوده اقتصادی، رابطه معناداری بین متغیرها وجود ندارد و عملکرد مدیریت چندان تحت تأثیر وجود معاملات با اشخاص وابسته قرار نمی گیرد.

با توجه به مطالب ارائه شده و بررسی نظری موضوع، به نظر می رسد معاملات با اشخاص وابسته می تواند بر متغیرهای مالی و حسابداری شرکت ها اثرگذار باشد و بررسی این موضوع می تواند برای مدیران و سرمایه گذاران بسیار مهم و حایز اهمیت باشد. علاوه بر این، با توجه به اینکه سوال اصلی پژوهش بررسی اثر معاملات با اشخاص وابسته بر ارزش شرکت ها است، فرضیه پژوهش به شرح ذیل تدوین می شود:

فرضیه:

➤ معاملات با اشخاص وابسته بر ارزش شرکت تاثیر می گذارد.

روش پژوهش

پژوهش حاضر از نوع پژوهش های همبستگی است که برای به دست آوردن ضرایب مدل از تحلیل رگرسیون استفاده خواهد کرد. روش همبستگی از روش تحقیق های توصیفی (غیرآزمایشی) است. تحقیقات همبستگی، شامل کلیه تحقیقاتی است که در آنها سعی می شود رابطه بین متغیرهای مختلف با استفاده از ضریب همبستگی، کشف و تعیین شود. این تحقیق از نظر طبقه بندی بر مبنای هدف، از نوع کاربردی به حساب می آید. در واقع سرمایه گذاران می توانند با اتکا بر نتایج تحقیق، در مورد معاملات با اشخاص وابسته، مالکان اصلی و ارزش شرکت ها دانش بیشتری کسب نموده و در تصمیمات اقتصادی خود لحاظ نمایند.

علاوه بر این، جامعه آماری مورد مطالعه در این پژوهش، شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال های ۱۳۸۹ تا ۱۳۹۴ می باشند. در این پژوهش جهت دستیابی به نمونه گیری از روش حذف سیستماتیک استفاده شده است. بدین منظور، کلیه شرکت های جامعه آماری که دارای شرایط زیر بوده اند به عنوان نمونه انتخاب و بقیه شرکت ها حذف شده اند:

۱. نام شرکت تا پایان سال ۱۳۹۴ در فهرست شرکت های پذیرفته شده در بورس درج شده باشد.
۲. شرکت عضو شرکت های خدماتی و بیمه و بانک ها و هلدینگ نبوده باشد.
۳. پایان سال مالی شرکت در دوره بررسی ۱۲/۲۹ بوده باشد و طی دوره تغییر نداده باشد.
۴. شرکت وقفه معاملاتی بیشتر از ۶ ماه نداشته باشد.

۵. اطلاعات مربوط به شرکت در بازه زمانی موردنظر در دسترس و کامل باشد.

با توجه به شرایط ذکر شده، ۱۰۴ شرکت در دوره زمانی ۱۳۸۹ تا ۱۳۹۴ به عنوان نمونه آماری انتخاب شد. در مجموع تعداد ۷۶۲ سال-شرکت مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفته است.

روش اندازه گیری متغیرهای پژوهش

متغیرهای مورد مطالعه در این تحقیق، شامل متغیرهای وابسته، مستقل و کنترلی به شرح زیر اندازه گیری شده اند.

متغیر وابسته:

متغیر وابسته در پژوهش حاضر ارزش شرکت می باشد که برای اندازه گیری این متغیر به پیروی از بوناسانچز و همکاران (۲۰۱۷)، از سه شاخص کیوتوبین، بازده ماهانه سهام و ارزش بازار حقوق صاحبان سهام استفاده شده است. در حقیقت، دیدگاه اصلی پژوهش حاضر توجه همزمان به ارزش دفتری و ارزش بازار متغیرهای مالی و حسابداری شرکت ها بوده است. به این ترتیب، می توان دیدگاه بهتر و دقیق تری نسبت به موضوع پیدا کرد و سنجش مناسب تری صورت پذیرد. شاخص های اندازه گیری ارزش شرکت ها به شرح ذیل می باشند:

➤ **کیوتوبین:** برابر است با مجموع ارزش بازار سهام و ارزش دفتری بدهی تقسیم بر ارزش دفتری دارایی کل شرکت.

➤ **بازده ماهانه سهام:** برابر است با میانگین بازده تجمعی ماهانه سهام شرکت.

➤ **ارزش بازار حقوق صاحبان سهام:** برابر است با ارزش بازار سهام (تعداد سهام ضربدر قیمت سهام) به ارزش دفتری دارایی کل شرکت.

متغیر مستقل:

متغیر مستقل در پژوهش حاضر معاملات با اشخاص وابسته می باشد که در مدل های رگرسیونی نیز جایگاه آن مشخص است. اندازه گیری معاملات با اشخاص وابسته از طریق درآمد منهای هزینه های معامله با اشخاص وابسته به دست می آید که بدلیل عدم دسترسی و عملی نبودن محاسبه دقیق هزینه و درآمد معاملات با اشخاص وابسته کلیه دریافتی ها و پرداختی ها به عنوان قرینه ای از هزینه و درآمد در نظر گرفته می شود. در این پژوهش برای سنجش معاملات با اشخاص وابسته افشا شده از یادداشت های توضیحی صورت های مالی سالانه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران استفاده می شود.

متغیرهای کنترلی:

متغیرهای کنترلی پژوهش حاضر به پیروی از بوناسانچز و همکاران (۲۰۱۷)، به شرح ذیل می باشند. در ارتباط با متغیرهای کنترلی بایستی اشاره شود که متغیرهای مالکیت شرکت که مورد توجه پژوهش گر بوده است در این بخش قرار می گیرند. این متغیرها عبارتند از مالکیت مدیریتی، خانوادگی و نهادی. علاوه بر این، متغیرهای اندازه هیئت مدیره به عنوان شاخص ویژگی های هیئت مدیره و متغیرهای مالی اندازه شرکت و اهرم مالی نیز وارد مدل شده اند. در ادامه هر یک از متغیرهای کنترلی پژوهش به صورت مجزا تعریف شده است:

مالکیت مدیریتی: برابر است با نسبت مالکیت مدیران عضو هیئت مدیره شرکت.

مالکیت خانوادگی: برای اندازه گیری این متغیر از تعریف متغیر دوگانه استفاده شده است. در صورتی که شرکتی دارای مالکیت خانوادگی باشد یک و در غیر این صورت صفر می باشد. در این پژوهش از دو شرط زیر برای تعریف شرکت های خانوادگی در ایران استفاده شده است:

(۱) سهامدار حقیقی مالک حداقل ۲۰ درصد سهام عادی شرکت باشد.

(۲) یکی از اعضای هیأت مدیره، خود، به تنهایی مالک حداقل ۵ درصد سهام عادی و یا مجموع سهام عضو حقیقی هیأت مدیره و اعضای خانواده و فامیل وی، حداقل ۵ درصد مجموع سهام عادی شرکت باشد. شرکت های غیرخانوادگی نیز شرکت هایی هستند که هیچ یک از شرایط ذکر شده را نداشته باشند.

مالکیت نهادی: مالکیت نهادی شرکت ها شامل کلیه سهامدارانی است که بالای ۵ درصد سهام شرکت را در اختیار دارند. در پژوهش حاضر از نسبت سهامداران نهادی به کل سهام شرکت ها استفاده شده است.

اندازه هیئت مدیره: برابر است با لگاریتم طبیعی تعداد کل مدیران عضو هیئت مدیره شرکت.
اندازه شرکت: شاخص اندازه گیری شرکت برابر است با لگاریتم طبیعی دارایی کل شرکت.
اهرم مالی: همان نسبت بدهی است که برای اندازه گیری آن از نسبت بدهی کل به دارایی کل شرکت.

مدل های رگرسیونی

هدف اصلی پژوهش حاضر بررسی ارتباط بین معاملات با اشخاص وابسته و ارزش شرکت ها با در نظر گرفتن نقش مالکان اصلی شرکت (مدیریتی، نهادی و خانوادگی) می باشد. اما با توجه به اینکه در پژوهش حاضر از سه شاخص (کیوتوبین، بازده ماهانه سهام و ارزش بازار حقوق صاحبان سهام) برای اندازه گیری شرکت استفاده شده است، بنابراین، از سه مدل رگرسیونی به منظور بررسی فرضیه های پژوهش استفاده شده است. در مدل های ارایه شده، مالکان اصلی شرکت ها که شامل سه نوع مالکیت مدیریتی، خانوادگی و نهادی می باشد نیز به عنوان متغیرهای کنترلی وارد مدل شده اند. ضمن اینکه، متغیرهای کنترلی دیگری همانند اندازه هیئت مدیره، اندازه شرکت و اهرم مالی نیز در مدل های رگرسیونی لحاظ شده اند. در صورت تایید معناداری ضریب (β_1) می توان پذیرفت فرضیه پژوهش مورد تایید قرار گرفته است. این مدل ها به صورت زیر می باشند:

مدل (۱)

$$QTobin_{it} = \beta_0 + \beta_1 TRP_{it} + \beta_2 DIVERG_{it} + \beta_3 FAM_{it} + \beta_4 INST_{it} + \beta_5 BOARD_{it} + \beta_6 SIZE_{it} + \beta_7 LEV_{it} + \varepsilon_{i,t}$$

مدل (۲)

$$CAR_{it} = \beta_0 + \beta_1 TRP_{it} + \beta_2 DIVERG_{it} + \beta_3 FAM_{it} + \beta_4 INST_{it} + \beta_5 BOARD_{it} + \beta_6 SIZE_{it} + \beta_7 LEV_{it} + \varepsilon_{i,t}$$

مدل (۳)

$$MKVALUE_{it} = \beta_0 + \beta_1 TRP_{it} + \beta_2 DIVERG_{it} + \beta_3 FAM_{it} + \beta_4 INST_{it} + \beta_5 BOARD_{it} + \beta_6 SIZE_{it} + \beta_7 LEV_{it} + \varepsilon_{i,t}$$

$QTobin_{it}$: کیوتوبین شرکت i در سال t .

CAR_{it} : بازده سهام شرکت i در سال t .

$MKVALUE_{it}$: ارزش بازار حقوق صاحبان سهام شرکت i در سال t .

TRP_{it} : معاملات با اشخاص وابسته شرکت i در سال t .

$DIVERG_{it}$: مالکیت مدیریتی شرکت i در سال t .

FAM_{it} : مالکیت خانوادگی شرکت i در سال t .

$INST_{it}$: مالکیت نهادی شرکت i در سال t .

$BOARD_{it}$: اندازه هیئت مدیره شرکت i در سال t .

$SIZE_{it}$: اندازه شرکت شرکت i در سال t .

LEV_{it} : اهرم مالی شرکت i در سال t .

$\varepsilon_{i,t}$: خطای مدل رگرسیونی پژوهش

تجزیه و تحلیل داده ها

آمار توصیفی

نتایج آمار توصیفی به دست آمده برای هر یک از متغیرهای پژوهش در جدول (۱) آمده است. بایستی اشاره شود تعداد کل مشاهدات در پژوهش حاضر ۶۲۴ سال-شرکت می باشد که مربوط به ۱۰۴ شرکت در بازه زمانی بین سال های ۱۳۸۹ الی ۱۳۹۴ می باشد. میانگین به دست آمده برای کیوتوبین (1.552329) می باشد که در بیشتری مقدار به (8.894935) رسیده است. هم چنین، میانگین بازده تجمعی شرکت ها به طور میانگین (0.153891) است که مقدار حداقل آن منفی بوده و نشان از بازده منفی شرکت می باشد. ارزش بازار حقوق صاحبان سهام به طور متوسط ۹۲ درصد ارزش دفتری دارایی کل می باشد

که در حداکثر آن به بیش از یک رسیده است. این موضوع به معنای بالاتر بودن ارزش بازار حقوق صاحبان سهام نسبت به ارزش دفتری دارایی کل شرکت است. اما معاملات با اشخاص وابسته شرکت ها به طور متوسط ۲۸ درصد است که به بیش از ۷ برابر در حداکثر نیز رسیده است. مقدار منفی آن موید این امر است که جمع کل هزینه های معاملات با اشخاص وابسته بیش از جمع کل فروش به اشخاص وابسته می باشد. در ارتباط با مالکیت شرکت ها نیز بایستی اشاره شود میزان مالکیت اعضای هیئت مدیره شرکت ها به طور میانگین ۷۳ درصد است و به طور متوسط ۷ درصد شرکت های نمونه دارای مالکیت خانوادگی بوده و سهام تحت تملک سهامداران نهادی شرکت ها به طور متوسط ۸۳ درصد می باشد. اندازه هیئت مدیره و اندازه شرکت ها به طور میانگین (1.610533) و (14.13827) است و در نهایت، میانگین به دست آمده برای اهرم مالی نشان می دهد به طور متوسط ۶۱ درصد دارایی های شرکت ها را بدهی های آنها تشکیل می دهد که در بالاتری حالت به بیش از ۹۹ درصد نیز رسیده است.

جدول (۱) نتایج آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

متغیرها	نماد	میانگین	میانه	حداکثر	حداقل	انحراف معیار
کیوتوبین	QTOBIN	1.552329	1.324824	8.894935	0.155705	0.752569
بازده سهام	CAR	0.153891	0.044000	1.462000	-0.646000	0.709595
ارزش بازار حقوق صاحبان سهام	MKVALUE	0.925707	0.677052	2.280291	0.033415	0.825183
معاملات با اشخاص وابسته	TRP	0.289726	0.096815	7.308500	-4.891836	0.901446
مالکیت مدیریت	DIVERG	73.14925	78.59500	99.50000	0.054485	19.78350
مالکیت خانوادگی	FAM	0.072115	0.000000	1.000000	0.000000	0.258886
سهامداران نهادی	INST	53.98882	57.87000	99.10000	5.540000	29.45627
اندازه هیئت مدیره	BOARD	1.610533	1.609438	2.197225	1.098612	0.046882
اندازه شرکت	SIZE	14.13827	13.87883	18.73931	10.03122	1.458333
اهرم مالی	LEV	0.619599	0.653365	0.996719	0.012733	0.187248

آزمون مانایی متغیرهای پژوهش

پیش از تخمین مدل های رگرسیونی پژوهش، لازم است مانایی (ایستایی) تمامی متغیرهای مورد استفاده در تخمین ها آزمون گردد. نامانایی (ناایستایی) متغیرها چه در سری زمانی و چه داده های تابلویی می تواند موجب استنباط های غلط آماری و در نتیجه رگرسیون کاذب شود. یک متغیر وقتی ماناست که میانگین، واریانس و ضریب خودهمبستگی آن در طول زمان ثابت باقی بماند. در آزمون ایستایی آنچه که اهمیت دارد قدرت آزمون های ریشه واحد است. برای بررسی ریشه واحد، از آزمون دیکی فولر تعمیم یافته استفاده و نتایج حاصل از آزمون ریشه واحد متغیرهای تحقیق در جدول (۲) ارائه شده است.

جدول (۲): آزمون ایستایی متغیرهای تحقیق

پارامتر/متغیر	نماد	دیکی فولر تعمیم یافته	
		آماره آزمون	سطح احتمال
اندازه هیئت مدیره	BOARD	-12.02345	0.0000
بازده سهام	CAR	-25.14847	0.0000
مالکیت مدیریت	DIVERG	-9.958046	0.0000
مالکیت خانوادگی	FAM	-12.06324	0.0000

0.0000	-9.610296	INST	سهامداران نهادی
0.0000	-21.43426	LEV	اهرم مالی
0.0000	-16.40594	MKVALUE	ارزش بازار حقوق صاحبان سهام
0.0000	-7.498970	SIZE	اندازه شرکت
0.0000	-8.717481	QTOBIN	کیوتوبین
0.0000	-13.79257	TRP	معاملات با اشخاص وابسته

فرض صفر در آزمون های فوق، بیانگر نامانایی متغیرها است. لذا، چنانچه مقدار آماره محاسبه شده، بزرگ تر از مقدار مربوط به سطح اطمینان رایج باشد، فرض صفر مبتنی بر نامانایی رد می شود. با توجه به میزان سطح احتمال مندرج در جدول فوق، فرض صفر مبنی بر نامانای بودن متغیرهای پژوهش رد می شود. از این رو، تمامی متغیرهای مورد استفاده فاقد ریشه واحد بوده و ایستا(مانا) می باشند.

آمار استنباطی

در این بخش مدل های خطی رگرسیونی چندگانه پژوهش به منظور بررسی فرضیه ها مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفت. با توجه به اینکه از سه مدل رگرسیونی در پژوهش حاضر استفاده شده است، بنابراین، در این بخش هر سه مدل به صورت مجزا مورد تحلیل قرار گرفته اند.

برای آزمون فرضیه پژوهش از رگرسیون خطی چندگانه استفاده شده است. بدین منظور برای بررسی برای انتخاب بین روش داده های تابلویی و داده های تلفیقی از آماره آزمون لیمر استفاده شد. فرض صفر نتایج به دست آمده برای هر سه مدل رگرسیونی در سطح اطمینان ۹۵٪ رد شد و بنابراین، مدل های رگرسیونی با استفاده از روش داده های پانلی مورد بررسی قرار گرفتند. علاوه بر این، نتایج آزمون هاسمن نشان داد روش اثرات ثابت، روش مناسب تری برای بررسی مدل های رگرسیونی است. بنابراین، مدل ها با استفاده از روش داده های پانلی (روش اثرات ثابت) مورد بررسی قرار گرفت. علاوه بر این، به منظور اطمینان از تفسیر روابط رگرسیونی، فرضیه های زیربنایی رگرسیون مورد استفاده در این پژوهش، مورد بررسی قرار گرفت. نتایج برآورد آماره دوربین واتسون در جهت تایید استقلال اجزای خطا نشان از برآورد این آماره بین ۱/۵ تا ۲/۵ قرار دارد. از آن جا که این مقدار نزدیک به مقدار تجربی ۲ قرار دارد می توان فرض استقلال اجزای خطا را پذیرفت. مقادیر شاخص VIF که در جهت سنجش عدم همخطی میان متغیرهای مستقل تحقیق محاسبه می شود، کوچک تر از مقدار بحرانی ۱۰ به دست آمده اند که نشان از عدم وجود همخطی شدید میان متغیرهای مستقل تحقیق دارد و از این رو می توان پذیرفت که دقت ضرایب تاثیر متغیرهای مستقل در مدل تحقیق، تحت تاثیر روابط درونی متغیرهای مستقل قرار نگرفته است. نتایج آزمون ناهمسانی واریانس که با استفاده از آزمون بروش-پاگان مورد بررسی قرار گرفته است نیز نشان می دهد باقیمانده مدل رگرسیونی دارای همسانی واریانس بوده و از این نظر مشکلی در واریانس باقیمانده ها مشاهده نشده است. در نهایت، ضریب تعیین اصلاح شده مدل نیز نشان می دهد درصد از تغییرات موجود در ارزش شرکت ها توسط متغیرهای مستقل و کنترلی این مدل ها تبیین می گردد. در ادامه و در جدول (۳) نتایج به دست آمده برای فرضیه پژوهش با در نظر گرفتن متغیر وابسته(به ترتیب کیوتوبین، بازده تجمعی ماهانه سهام و ارزش بازار حقوق صاحبان سهام) ارائه شده است:

جدول (۲) نتایج مدل های رگرسیونی با متغیر وابسته کیوتوبین

متغیرهای مستقل و کنترلی	نماد	بتا	آماره تی استودنت	سطح معناداری	تورم واریانس
مقدار ثابت	C	1.939069	5.719985	0.0000	-
معاملات با اشخاص وابسته	TRP	-0.043262	-2.281612	0.0225	1.028602
مالکیت مدیریت	DIVERG	-0.001456	-3.062266	0.0022	1.002200
مالکیت خانوادگی	FAM	-0.359861	-9.836892	0.0000	1.016317
مالکیت نهادی	INST	0.001447	4.486244	0.0000	1.022348
اندازه هیئت مدیره	BOARD	0.159882	0.784655	0.4327	1.033976
اندازه شرکت	SIZE	-0.051784	-7.854006	0.0000	1.047539
اهرم مالی	LEV	0.138383	2.693323	0.0071	1.048773
ضریب تعیین تعدیل شده					0.427776
آماره F					26.46323
سطح معناداری					0.000000
دوربین-واتسون					1.809384
ناهمسانی واریانس					9.458241
سطح معناداری					0.2214

نتایج به دست آمده در ارتباط با شاخص معاملات با اشخاص وابسته نشان می دهد این متغیر دارای اثر منفی و معناداری بر کیوتوبین شرکت ها می باشد. به عبارت دیگر، آنچه که انتظار می رود این است که با افزایش معاملات با اشخاص وابسته، کیوتوبین شرکت ها کاهش پیدا کند. علاوه بر این، نتایج به دست آمده برای متغیرهای مالکیت شرکت ها نشان می دهد مالکیت مدیریت و خانوادگی شرکت ها اثر منفی و مالکیت نهادی دارای اثر مثبتی بر کیوتوبین شرکت ها می باشد. ضمن اینکه، در بین متغیرهای کنترلی دیگر، اندازه شرکت دارای اثر منفی، اهرم مالی دارای اثر مثبت و اندازه هیئت مدیره تاثیر بر ارزش شرکت ها ندارد.

در این بخش و در جدول (۳) نتایج آزمون با استفاده از متغیر وابسته بازده سهام شرکت ها ارایه شده است:

جدول (۳) نتایج مدل های رگرسیونی با متغیر وابسته بازده سهام

متغیرهای مستقل و کنترلی	نماد	بتا	آماره تی استودنت	سطح معناداری	تورم واریانس
مقدار ثابت	C	0.318197	6.359465	0.0000	-
معاملات با اشخاص وابسته	TRP	-0.224183	-2.666852	0.0077	1.028602
مالکیت مدیریت	DIVERG	-0.002334	-5.152009	0.0000	1.002200
مالکیت خانوادگی	FAM	-0.063233	-1.813695	0.0698	1.016317
مالکیت نهادی	INST	0.000612	1.990193	0.0466	1.022348
اندازه هیئت مدیره	BOARD	0.062932	6.951894	0.0000	1.033976
اندازه شرکت	SIZE	0.068664	5.211808	0.0000	1.047539
اهرم مالی	LEV	-0.021243	-13.14458	0.0000	1.048773
ضریب تعیین تعدیل شده					0.306787

27.90767	آماره F
0.000000	سطح معناداری
2.174887	دوربین-واتسون
6.109033	ناهمسانی واریانس
0.4111	سطح معناداری

نتایج به دست آمده در ارتباط با شاخص معاملات با اشخاص وابسته در این مدل نیز نشان می دهد این متغیر دارای اثر منفی و معناداری بر بازده سهام شرکت ها می باشد. به عبارت دیگر، با افزایش معاملات با اشخاص وابسته، کیوتوبین شرکت ها کاهش پیدا می کند. علاوه بر این، نتایج به دست آمده برای متغیرهای مالکیت شرکت ها نشان می دهد مالکیت مدیریت دارای اثر منفی و مالکیت نهادی دارای اثر مثبتی بر کیوتوبین شرکت ها می باشد. اما اثر مالکیت خانوادگی بر ارزش شرکت ها در این مدل تایید نشده است. ضمن اینکه، در بین متغیرهای کنترلی دیگر، اندازه شرکت دارای اثر مثبت، اهرم مالی دارای اثر منفی و اندازه هیئت مدیره تأثیری بر ارزش شرکت ها ندارد.

در این بخش و در جدول (۴) نتایج آزمون با استفاده از متغیر وابسته بازده سهام شرکت ها ارایه شده است:

جدول (۴) نتایج مدل های رگرسیونی با متغیر وابسته ارزش بازار حقوق صاحبان سهام

متغیرهای مستقل و کنترلی	نماد	بتا	آماره تی استودنت	سطح معناداری	تورم واریانس
مقدار ثابت	C	1.361940	3.667580	0.0002	-
معاملات با اشخاص وابسته	TRP	-0.429507	-6.130473	0.0000	1.028602
مالکیت مدیریت	DIVERG	-0.846924	-8.341246	0.0000	1.002200
مالکیت خانوادگی	FAM	-0.337167	-8.413724	0.0000	1.016317
مالکیت نهادی	INST	0.002070	5.859424	0.0000	1.022348
اندازه هیئت مدیره	BOARD	0.388466	1.740418	0.0818	1.033976
اندازه شرکت	SIZE	-0.068434	-9.475209	0.0000	1.047539
اهرم مالی	LEV	0.142633	10.70559	0.0000	1.048773
ضریب تعیین تعدیل شده					0.529674
آماره F					28.25725
سطح معناداری					0.000000
دوربین-واتسون					1.890828
ناهمسانی واریانس					5.476476
سطح معناداری					0.3605

نتایج به دست آمده در ارتباط با شاخص معاملات با اشخاص وابسته در این مدل نیز نشان می دهد این متغیر دارای اثر منفی و معناداری بر بازده سهام شرکت ها می باشد. به عبارت دیگر، با افزایش معاملات با اشخاص وابسته، کیوتوبین شرکت ها کاهش پیدا می کند. علاوه بر این، نتایج به دست آمده برای متغیرهای مالکیت شرکت ها نشان می دهد مالکیت مدیریت و خانوادگی شرکت ها اثر منفی و مالکیت نهادی دارای اثر مثبتی بر کیوتوبین شرکت ها می باشد. ضمن اینکه، در بین متغیرهای کنترلی دیگر، اندازه شرکت دارای اثر منفی، اهرم مالی دارای اثر مثبت و اندازه هیئت مدیره تأثیری بر ارزش شرکت ها ندارد.

نتیجه گیری و پیشنهادهای پژوهش

در پژوهش حاضر به بررسی اثر معاملات با اشخاص وابسته بر ارزش شرکت ها با در نظر گرفتن ساختار مالکیت شرکت ها پرداخته شد. نتایج به دست آمده در سه مدل رگرسیونی پژوهش نشان می دهد معاملات با اشخاص وابسته دارای اثر منفی و معناداری بر ارزش شرکت ها می باشد. هم چنین، مالکیت مدیریت و خانوادگی نیز دارای اثر منفی و معناداری بر ارزش شرکت ها است اما این اثر در مورد مالکیت نهادی مثبت می باشد. در این ارتباط بایستی اشاره شود که در تئوری های موجود دو نگرش نسبت به معاملات با اشخاص وابسته وجود دارد که عبارتند از نگرش رفتار فرصت طلبانه (تئوری تضاد منافع) و نگرش رفتار کارا (فرضیه معاملات کارا) که وجود یا عدم وجود هر یک از این رفتارها تابعی از راهبری شرکتی، قوانین حفاظت از سرمایه گذاران و به طور کلی فضای کسب و کار کشورها می باشد. تئوری تضاد منافع با مسأله ی نمایندگی سازگار است و بیان می دارد که این گونه معاملات به جهت کسب منافع شخصی برای مدیران به کار گرفته می شود و موجب متضرر شدن شرکت و سهامداران می گردد. در مقابل فرضیه ی معاملات کارا، معاملات با اشخاص وابسته را بخشی از تقاضای واحد تجاری قلمداد می کند و آن را تضمین کننده ی کار مدیران در شرکت می داند. این دیدگاه معاملات با اشخاص وابسته را مضر نمی داند و حتی ممکن است برای سهامداران سودمند نیز باشد. به طور کلی، تصاحب منابع شرکت از طریق معاملات با اشخاص وابسته در کشورهای توسعه یافته مرسوم است. اما در اقتصادهای نوظهور به دلیل نقص بازارهای خارجی و ضعف راهبری شرکتی بیشتر مشاهده می شود. در اقتصادهای نوظهور که انتصاب و ابقای مدیران با نفوذ سهامداران عمده انجام می گیرد تصاحب منابع شرکت ها رواج دارد و بین سهامداران عمده و خرد عدم تقارن اطلاعاتی و تضاد منافع به وجود می آید. در بازار نوظهور سرمایه ی ایران نیز به دلیل تمرکز مالکیت بالا و سطوح بالای عدم تقارن اطلاعاتی میان مدیران و مالکان، وجود نگرش رفتار فرصت طلبانه چندان دور از انتظار نیست. تجربیات سال های اخیر نیز گواهی بر این ادعا است که معاملات با اشخاص وابسته نه تنها می تواند باعث اخلال در امر ارزش آفرینی به عنوان اصلی ترین وظیفه ی مدیریت شود، بلکه موجبات فروپاشی شرکت ها را نیز به تدریج فراهم می کند. براین اساس بود که پس از ورشکستگی انرون کنگره ی آمریکا قانون ساربینز آکسلی را به تصویب رسانید که در بخشی از آن به معاملات با اشخاص وابسته اشاره دارد و بر همین اساس است که سازمان بورس اوراق بهادار آمریکا قوانین سختگیرانه ای را درباره ی لزوم افشای معاملات با اشخاص وابسته برای شرکت های پذیرفته شده وضع نموده است. نتایج پژوهش حاضر نیز از تئوری تضاد منافع و رفتار فرصت طلبانه حمایت می کند.

در همین ارتباط و مطابق با نتایج پژوهش حاضر، بوناسانچز و همکاران (۲۰۱۷) نشان دادند معاملات با اشخاص وابسته، مالکیت مدیریتی و خانوادگی دارای اثر منفی بر ارزش شرکت هاست. چن و همکاران (۲۰۱۲) دریافتند ارتباط مثبت و معناداری بین جریانهای نقدی سهام داران نهادی با معاملات با اشخاص وابسته وجود دارد. طاروق و تایلور و مورلی و هاک (۲۰۱۲)، اظهار داشتند در شرکت ها معاملات با اشخاص وابسته هم با ارزش واقعی بازار و هم با نرخ متفاوت بازار وجود دارد. دارابی و همکاران (۱۳۹۴)، اعلام کردند بین معاملات با اشخاص وابسته و ارزش شرکت رابطه ای معنادار و منفی وجود دارد. کامیابی و همکاران (۱۳۹۳)، معاملات با اشخاص وابسته را یکی از عواملی می دانند که موجب کاهش ارزش بازار سرمایه می شود. خلعتبری لیمایی و همکاران (۱۳۹۱)، نشان دادند وجود معاملات با اشخاص وابسته اثری منفی بر عملکرد مبتنی بر شاخص کیوتوبین دارد و در مورد عملکرد مبتنی بر ارزش افزوده اقتصادی، رابطه معناداری بین متغیرها وجود ندارد و عملکرد مدیریت چندان تحت تأثیر وجود معاملات با اشخاص وابسته قرار نمی گیرد. اما مغایر با نتایج پژوهش حاضر، بوناسانچز و همکاران (۲۰۱۷) ثابت کردند مالکیت نهادی دارای اثر منفی بر ارزش شرکت ها می باشد. ونگ و همکاران (۲۰۱۵)، دریافتند معاملات با اشخاص وابسته باعث افزایش ارزش شرکت ها می گردد. پوتزولی و ونوتی (۲۰۱۴) نشان دادند معاملات با اشخاص وابسته دارای همبستگی معناداری با عملکرد نمی باشد. کانگ و همکاران (۲۰۱۴) دریافتند تفکیک مالکیت از کنترل به طور مثبت و معناداری با معاملات با اشخاص وابسته در ارتباط است. بیشتر اینکه، معاملات با اشخاص وابسته در صورت افزایش حق رای افزایش پیدا می کند این در حالی است که این متغیر در صورت افزایش جریانهای نقدی کاهش پیدا می کند.

سرینیواسان(۲۰۱۳) اعلام کردند شرکت هایی با معاملات با اشخاص وابسته بالاتر(فروش و درآمد) عملکرد پایین تری را در مقایسه با شرکت هایی با معاملات با اشخاص وابسته کمتر گزارش کرده اند.

پیشنهاد های پژوهش

نتایج پژوهش حاضر می تواند برای بسیاری از افراد، گروه ها و حوزه های درگیر در مسایل مالی و حسابداری و هم چنین بورس اوراق بهادار تهران مفید باشد. بنابراین، پیشنهاد های زیر ارائه می شود:

- فرصت طلبانه بودن معاملات با اشخاص وابسته یکی از چالش های راهبری شرکتی به ویژه در کشورهای آسیایی است. بنابراین نظارت مؤثر بر این معاملات و محدود سازی آنها طلایه دار اصلاحات راهبری شرکتی در آسیا است. از این رو فضای کسب و کار کشورهایی که از این جهت ضعف دارند نیازمند اصلاحاتی است که محافظت از سرمایه گذاران را تقویت کند. بر این اساس به مقام های بورس پیشنهاد می شود نسبت به تدوین مقررات و الزامات قانونی برای اجرایی کردن اصول راهبری شرکتی در مورد شرکت های فعال در بورس بپردازند.
- به اعتباردهندگان و تامین کنندگان مالی شرکت ها پیشنهاد می شود در بررسی و اعطای تسهیلات به شرکت ها متغیرهایی همانند معاملات با اشخاص وابسته را مدنظر قرار دهند. چراکه این متغیر می تواند بر ارزش شرکت ها اثرگذار باشد.
- سرمایه گذاران پیشنهاد می شود به منظور کاهش تأثیرات مخرب هزینه های نمایندگی در خصوص معاملات با اشخاص وابسته از قراردادهای مدیریتی یا از مکانیزم حسابرسی استفاده نمایند، چرا که در پژوهش های به عمل آمده بسیاری از شرکت ها اظهار داشته اند که هزینه های نمایندگی را می توان به واسطه ی حسابرسی یا قراردادهای مؤثر مالک-مدیر کاهش داد. به عنوان مثال، نتایج پژوهش های اخیر نشان داده است کمیته های حسابرسی در شرکت ها، قیمت های دریافتی یا پرداختی اشخاص وابسته را کنترل می نمایند، شرکت هایی که کمیته ی حسابرسی در هیئت مدیره ایشان وجود دارد و شرکت هایی با تحلیل گران بزرگ، معاملات با اشخاص وابسته را در قیمت های مناسب تر انجام می دهند.

اما برای انجام برخی تحقیقات همسو با این موضوع و هم چنین توسعه آن، پیشنهاد هایی به شرح ذیل برای انجام تحقیقات بعدی ارائه می شود:

- پژوهش که در پی یافتن رابطه بین اطلاعات حسابداری و مبنای تصمیم گیری می باشد هر چه دوره زمانی پژوهش طولانی باشد نتایج قابل اعتمادتری به دست می آید. پیشنهاد می شود این پژوهش برای دوره های طولانی تر نیز انجام شود.
- یکی از مهم ترین شاخص های نظارتی شرکت ها مدیران مستقل و کمیته های حسابرسی می باشند. بنابراین، پیشنهاد می شود در پژوهش های آتی نقش استقلال هیئت مدیره و کمیته های حسابرسی به عنوان سازوکارهای نظارتی بر ارتباط بین معاملات با اشخاص وابسته و ارزش شرکت ها بررسی شود.
- پیشنهاد می شود پژوهش حاضر در به تفکیک در گروه های مختلفی انجام پذیرد. از جمله این گروه ها شرکت هایی با اندازه متوسط و کوچک، شرکت هایی با رقابت صنعت بالا، شرکت هایی با مدیریت سود بالا و شرکت هایی با عدم تقارن اطلاعاتی پایین مورد بررسی قرار گیرد.

محدودیت های پژوهش

از عمده ترین ارکان پژوهش های حسابداری و مالی، دسترسی به آمار و اطلاعات مالی شرکت ها است. در این زمینه مشکلاتی وجود دارد که موجب شده خدمات تحقیقاتی از قبیل دسترسی به کتب، مجلات، آمار، بانک های اطلاعاتی و غیره در کشور به راحتی ممکن نباشد که این امر منجر به از دست دادن برخی از اطلاعات شده است. با توجه به اینکه برخی معیارهای گزینشی (همانند سال مالی منتهی به پایان اسفند ماه، عدم تغییر سال مالی) در انتخاب شرکت ها و هم چنین، ناقص بودن داده های

برخی از شرکت ها، تعداد شرکت های مورد مطالعه به ۱۰۴ شرکت کاهش پیدا کرده است، بنابراین، تعمیم نتایج این پژوهش به سایر شرکت ها باید با احتیاط انجام شود.

منابع

۱. خلعتبری لیماکی، عبدالصمد. آراد، حامد. ابراهیمیان، محمدتقی (۱۳۹۱)، بررسی اثر معاملات با اشخاص وابسته بر عملکرد شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، کنفرانس ملی حسابداری مدیریت مالی و سرمایه گذاری، دانشگاه جامع علمی- کاربردی استان گلستان.
۲. دارابی، رویا. داوودخانی، محمود (۱۳۹۴)، تأثیر معاملات با اشخاص وابسته بر ارزش شرکت، پژوهش های حسابداری مالی و حسابرسی، سال ۷، شماره ۲۸، صص ۱۵۲-۱۳۱.
۳. سرلک، نرگس، اکبری، مینا، (۱۳۹۲)، رابطه بین معاملات با اشخاص وابسته و مدیریت سود، بررسی های حسابداری و حسابرسی، دوره ۲۰، شماره ۴، صص ۷۷-۹۲.
۴. فخاری، حسین. خان احمدی حسن کلا، مهدی (۱۳۹۵)، رابطه بین معاملات با اشخاص وابسته و شفافیت اطلاعات حسابداری در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، کنفرانس بین المللی مدیریت و حسابداری.
۵. کامیابی، یحیی. بوژمهرانی، احسان. نادری پلنگی، فاضل (۱۳۹۳)، بررسی خطای پیش بینی سود، معاملات با اشخاص وابسته و نسبت به اعضای غیرموظف هیئت مدیره، فصلنامه علمی و پژوهشی بررسی های حسابداری و حسابرسی، شماره ۴۳، صص ۱۵۱-۱۳۱.
۶. کمیته فنی حسابرسی، (۱۳۸۶)، اصول و ضوابط حسابداری و حسابرسی، استانداردهای حسابداری، تهران: انتشارات سازمان حسابرسی.
7. Bona-Sánchez, C., Fernández-Senra, C., Pérez-Alemán, J., (2017), Related-party transactions, dominant owners and firm value, BRQ Business Research Quarterly, 20, 4-17
8. Chang, S. J., Hong, J. (2000). Economic Performance of Group-Affiliated Companies in Korea: Intragroup Resource Sharing and Internal Business Transaction. Academy of Management Journal 43 (3), PP: 429-448.
9. Chen, Sh., Wang, K., Li, X., (2012), Product market competition, ultimate controlling structure and related party transactions, China Journal of Accounting Research, 5, 293-306.
10. Chen, X., Arnoldi, J., Chaohong. Na. (2015). Governance Structure and Related Party Loan Guarantees, Yunnan University of Finance and Economics, Shanghai Jiao Tong University (SJTU) - Antai College of Economics and Management.
11. Cheung, Y.L., Rau, P.R., Stouraitis, A. (2006). Tunneling, Propping and Expropriation: Evidence from Connected Party Transactions in Hong Kong, Journal of Financial Economics 82, PP: 343-386.
12. Cheung, YOL., Rau, P.R., Yuehua., Q. P., Stouraitis, A. (2008). Buy high, sell low: How listed firms Price Asset Transfers in Related Party Transactions, City University of Hong Kong.
13. Chien, C.Y., Hsu, C. S. (2010). The Role of Corporate Governance in Related Party Transactions, National Yunlin University.
14. Coase, R. H. (1937). The Firm, the Market and the Law, University of Chicago Press.
15. Corlaci, A., Tudor, A., (2011), RELATED PARTY TRANSACTIONS – OVERVIEW, Annales Universitatis Apulensis Series Oeconomica, 13(2), 241-251.

16. Gordon, E., Henry, E., Palia, D., (2004). Related Party Transactions: Associations with Corporate Governance and Firm Value, Rutgers University.
17. Jian, M., Wong, T. J.)2010(. Propping Through related Party Transactions. Review of Accounting Studies Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1206311>.
18. Kang, M., Lee, M., Lee, M., Park, J., (2014), The Association between Related-Party Transactions and Control-Ownership Wedge: Evidence from Korea, Pacific-Basin Finance Journal, 8(4), 373-391.
19. Khanna, T., Palepu, K.)2000(. Is Group Affiliation Profitable in Emerging Markets? An Analysis of Diversified Indian Business Groups, The Journal of Finance 55 (2), PP: 867-892.
20. Nekhili, M., Moêz, C. (2011). Related parties Transactions and Firm's Market Value: The French, Case University of Jendouba, Jendouba, Tunisia.
21. Pozzoli, M., Venuti, M., (2014), Related Party Transactions and Financial Performance: Is There a Correlation? Empirical Evidence from Italian Listed Companies, Open Journal of Accounting, 3, 28-37.
22. Srinivasan, P., (2013), An Analysis of Related-Party Transactions in India, WORKING PAPER NO: 402.
23. Tareq, M., Taylor, D., Morley, C., Houqe, M. N. (2012). Discriminatory Related Party Transaction: A New Measure, RMIT University, Victoria University.
24. Williamson, O. E.)1975(. Markets and Hierarchies: Analysis and Antitrust Implications: A Study in the Economics of Internal Organization. New York, NY: The Free Press.
25. Wong, R. M. K., Kim, J. B., Lo, A. W. Y. (2015) , Are Related-Party Sales Value-Adding or Value-Destroying? Journal of International Financial Management & Accounting City University of Hong Kong. 26, P 1-38.