

## شناسایی انگیزه‌های معاملات با اشخاص وابسته

صابر شعری\*، الهام حمیدی\*\*

تاریخ دریافت: ۹۱/۱۰/۳۰

تاریخ پذیرش: ۹۱/۱۲/۲۶

### چکیده

در این مقاله، انگیزه‌های معاملات با اشخاص وابسته با استفاده از مدل مسکاریلو (۲۰۱۰) مورد بررسی قرار می‌گیرد. برای تشریح دلایل انجام معاملات با اشخاص وابسته دو تئوری متضاد (تئوری تضاد منافع در مقابل فرضیه معاملات کارا) وجود دارد. تاکنون شواهد تجربی برای ارائه تصویری روشن از انگیزه معاملات با اشخاص وابسته در ایران ارائه نشده است. در صورت وجود رفتار فرصت طلبانه در معاملات، انتظار می‌رود که میزان معاملات با اشخاص وابسته با متغیرهای بازار شامل سطح تمرکز مالکیت و نسبت ارزش بازار واحد تجاری به ارزش دفتری خالص دارایی‌ها و متغیرهای راهبری شرکتی شامل اندازه هیأت مدیره، نسبت مدیران غیرموظف، یکی بودن مدیرعامل و رئیس هیأت مدیره و اهرم مالی مشاهده شود. نمونه شامل شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در سالهای ۱۳۸۵ تا ۱۳۸۹ می‌باشد. آزمون فرضیه‌ها نشان می‌دهد بین میزان معاملات با اشخاص وابسته و متغیرهای سطح تمرکز مالکیت، نسبت مدیران غیرموظف و اهرم مالی رابطه معنادار مورد انتظار وجود دارد. یافته‌های ما نشان می‌دهد فرضیه وجود رفتار فرصت طلبانه در معاملات با اشخاص وابسته رد نمی‌شود و نشانه‌هایی از فرصت طلبانه بودن این معاملات در محیط کسب و کار ایران قابل مشاهده است.

**واژه‌های کلیدی:** معاملات با اشخاص وابسته، تضاد منافع، فرضیه معاملات کارا، افشا

کد طبقه بندی موضوعی: J24، M41، N25

\* استادیار حسابداری، دانشگاه علامه طباطبائی (accountingsheri@yahoo.com)

\*\* دانشجوی دکتری حسابداری، دانشگاه علامه طباطبائی (نویسنده مسئول) (elhamhamidi2@yahoo.com)

### مقدمه

در رسوایی‌های مالی اخیر، معاملات با اشخاص وابسته به عنوان یکی از کانونهای نگرانی بوده است، به گونه‌ای که استفاده هدفمند از این معاملات و عدم افشای آنها یا کافی نبودن افشا، از عوامل سقوط شرکت‌ها می‌باشد. تصاحب منابع شرکت از طریق معاملات با اشخاص وابسته، در کشورهای توسعه‌یافته مرسوم است، اما در اقتصادهای نوظهور به دلیل نقص بازارهای خارجی و ضعف راهبری شرکتی بیشتر مشاهده می‌شود. در بسیاری از موارد، معاملات با اشخاص وابسته، اجتناب‌ناپذیر و سودمند است و در چرخه عملیات شرکت تکرار می‌گردد، ولی در شرایطی خاص، به سهام‌داران عمده یا مدیران شرکتها اجازه می‌دهد به هزینه سهام‌داران خرد، منافع شخصی خود را تأمین کنند. امروزه، فرصت‌طلبانه بودن معاملات با اشخاص وابسته، یکی از عواملی است که به ویژه در کشورهای آسیایی که روابط تجاری در آنها به گونه‌ای است که انجام معاملات با اشخاص وابسته را آسان می‌کند، موجب کاهش ارزش بازار سرمایه می‌شود. اگرچه تمام معاملات با اشخاص وابسته فرصت‌طلبانه نیستند، اما نگرش غالب این است که از عوامل تأثیرگذار بر ریسک می‌باشند و سرمایه‌گذاران، قبل از انجام سرمایه‌گذاری برای آن اهمیت زیادی قایل می‌شوند.

در تئوری‌های موجود دو نگرش نسبت به معاملات با اشخاص وابسته وجود دارد که عبارتند از نگرش رفتار فرصت‌طلبانه (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 سرمایه‌گذاران و به طور کلی فضای کسب و کار کشورها می‌باشد. در اقتصادهای نوظهور، که انتصاب و ابقای مدیران، با نفوذ سهام‌داران عمده انجام می‌گیرد، تصاحب منابع شرکت‌ها رواج دارد و بین سهام‌داران عمده و خرد، عدم تقارن اطلاعاتی و تضاد منافع به وجود می‌آید. فرصت‌طلبانه بودن معاملات با اشخاص وابسته، یکی از چالشهای راهبری شرکتی، بخصوص در کشورهای آسیایی است. بنابراین، نظارت مؤثر بر این معاملات و محدودسازی آنها، پلایه‌دار اصلاحات راهبری شرکتی در آسیا است. یکی از موضوعات مهم مربوط به معاملات با اشخاص وابسته، محافظت از سرمایه‌گذاران خرد است. وجود حفاظتهای قانونی از سرمایه‌گذاران، تا ۷۳ درصد تصمیمات سرمایه‌گذاری آنها را توضیح می‌دهد، اما ویژگی‌های شرکت، توضیح‌دهنده تنها ۴ تا ۲۲ درصد تصمیمات سرمایه‌گذاران است. یعنی حفاظت از سهام‌داران خرد، با فعالیتهای بازار سرمایه ارتباط دارد (سازمان همکاری‌ها و توسعه اقتصادی،

۲۰۰۹). بنابراین، فضای کسب و کار کشورهایی که از این جهت ضعف دارند، نیازمند اصلاحاتی است که محافظت از سرمایه‌گذاران را تقویت کند. معیار بانک جهانی برای شاخص محافظت از سرمایه‌گذاران، چگونگی تدوین مقررات مربوط به معاملات با اشخاص وابسته است. در این راستا، سه شاخص به عنوان شاخصهای محافظت از سرمایه‌گذاران ارائه شده است:

- ۱- شاخص میزان افشا که شامل روشهای تصویب معاملات با اشخاص وابسته، الزام به افشای فوری این معاملات برای سهام‌داران و سایرین، الزام به افشای آنها در گزارشهای ادواری شرکت‌ها و امکان بررسی توسط افراد خارج از شرکت قبل از وقوع آنها می‌باشد.
  - ۲- شاخص میزان مسئولیت مدیر که شامل توانایی سرمایه‌گذاران برای پیگرد حقوقی مدیرعامل و اعضای هیأت‌مدیره در معاملات با اشخاص وابسته است.
  - ۳- شاخص سهولت دسترسی سهام‌داران که شامل انواع شواهدی است که قبل و بعد از انجام معاملات با اشخاص وابسته، قابل جمع‌آوری است.
- برای سال ۲۰۱۳، رتبه ایران در میان ۱۸۳ کشور مورد بررسی از نظر مقررات محافظت از سرمایه‌گذاران، ۱۵۰ تعیین شده است که در نگاره (۱) ارائه شده است (بانک جهانی، ۲۰۱۲). به نظر می‌رسد دستورالعمل الزامات افشای اطلاعات و تصویب معاملات اشخاص وابسته ناشران بورسی و فرابورسی، مصوب سال ۱۳۹۰ هیأت‌مدیره سازمان بورس و اوراق بهادار، از عوامل صعود ۱۷ پله‌ای ایران باشد.

**نگاره (۱): محافظت از سرمایه‌گذاران در ایران**

محاظت از سرمایه‌گذاران	۲۰۱۰	۲۰۱۱	۲۰۱۲	۲۰۱۳
رتبه	۱۶۵	۱۶۶	۱۶۷	۱۵۰
قدرت شاخص	۳	۳	۳	-

با توجه به ساختار متمرکز مالکیت در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، استفاده فرصت طلبانه از این معاملات، محتمل به نظر می‌رسد. از این رو، نیاز به تحقیقاتی است که به موضوع محافظت از سهام‌داران خرد توجه کند و به نهادهای مسئول برای تقویت مقررات نظارتی، رهنمود ارائه نماید.

درست است که نگرانی نسبت به استفاده متقلبانه از معاملات با اشخاص وابسته، توجه دانشگاهیان و نهادهای حرفه‌ای را به خود جلب کرده است، اما با پذیرش وجود بازارهای

ناقص، معاملات با اشخاص وابسته ابزاری کارا برای رفع نیازهای شرکت خواهد بود. هر چند، هیأت استانداردهای حسابداری مالی آمریکا<sup>۱</sup> (۱۹۸۲)، بیان می‌کند که این معاملات نمی‌تواند در شرایط منصفانه انجام شود و با تأثیر بر قابلیت اتکای صورتهای مالی، استفاده کنندگان صورتهای مالی را گمراه می‌کند، لذا از طریق افشا، باید کنترل و نظارت شود. موضوع حسابرسی معاملات با اشخاص وابسته نیز از موارد پیچیده است و ناتوانی حسابرسان در شناسایی این معاملات، یکی از کاستی‌های حسابرسی است. انجمن حسابداران رسمی آمریکا<sup>۲</sup> (۲۰۰۱)، سه دلیل برای مشکل بودن حسابرسی اشخاص وابسته و معاملات با اشخاص وابسته ارائه می‌کند: اول آنکه این معاملات به سادگی شناسایی نمی‌شوند، دوم، حسابرس برای شناسایی اشخاص وابسته و معاملات با اشخاص وابسته، به مدیر و سهام‌دار عمده اتکا می‌کند و سوم، این معاملات با کنترل‌های داخلی شرکت، به سادگی قابل رهگیری نیست. در ادبیات پیشین، اندازه هیأت مدیره، نسبت مدیران غیرموظف<sup>۳</sup> و جدایی پست مدیرعامل و رئیس هیأت مدیره، متغیرهایی هستند که تأثیر نقش نظارتی هیأت مدیره را توضیح می‌دهند. هیأت مدیره‌های بزرگ، توانایی کمتری برای نظارت بر تصمیمات مدیر دارند و توسط مدیرعامل کنترل می‌شوند، بخصوص وقتی که مدیرعامل متصدی جایگاه رئیس هیأت مدیره نیز باشد. وجود مدیران غیرموظف، تضاد نمایندگی میان سهام‌داران عمده و سهام‌داران خرد را کاهش می‌دهد و اثربخشی فعالیتهای کنترلی هیأت مدیره تحت تأثیر قرار می‌گیرد. نقش نظارت، توسط اعتباردهندگان نیز ایفا می‌شود، زیرا آنها برای اطمینان از بازیافت سرمایه، برای جلوگیری از انتقال دارایی‌ها از شرکت‌های مقروض انگیزه دارند. مدیران شرکت‌هایی که اهرم بالاتری دارند، مجبور به تحمل هزینه‌های بیشتری برای انتقال منابع می‌شوند و در پی آن، معاملات با اشخاص وابسته کاهش می‌یابد. با وجود این، رابطه مثبت میان اهرم<sup>۴</sup> و اندازه معاملات با اشخاص وابسته امکان‌پذیر است، زیرا نگرانی از نقض قرارداد بدهی در شرکت‌های دارای اهرم بالاتر، بیشتر است و هرگاه هزینه‌های نقض قرارداد بدهی از هزینه‌های سوءاستفاده از معاملات با اشخاص وابسته بیشتر باشد، استفاده از معاملات غیرمنصفانه برای دست‌کاری سودآوری محتمل است. مسکاریلو (۲۰۱۰) با ارائه یک تحلیل نظری، موضوع انگیزه‌های معاملات با اشخاص وابسته را مطرح می‌کند. او فرض کرد اگر مدیر شرکت، مالک  $\alpha$  درصد از سهام شرکت باشد، سایر سرمایه‌گذاران،  $(1-\alpha\%)$  از سهام را در اختیار خواهند داشت. سهم  $\alpha$  درصد از سرمایه، به مدیر اجازه کنترل عملیات شرکت را می‌دهد و

این امکان ایجاد می‌شود که با انجام معاملات غیرمنصفانه، مبلغ  $T$  ریال از کل دارایی‌های (I) شرکت را تصاحب کند و از دارایی‌های منتقل شده نسبت  $v \in [0,1]$  را به دست آورد. اگر  $\alpha < v$  باشد، مدیر وارد معاملات مشابه می‌شود.  $\alpha$  درصد از هزینه‌ها با نسبت بیشتر سودها ( $v$ ) حذف می‌شود و خالص آنچه باقی می‌ماند، مثبت خواهد بود و برابر است با  $(v - \alpha) \times T$ . ولی فرصت مدیر برای تصاحب مبلغ  $T$  از شرکت، با محرکهای مالی که به او تعلق می‌گیرد، تعدیل می‌شود و او تشویق به عدم انجام این کار می‌گردد. یعنی، اثر هم‌افزایی روابط اقتصادی و فنی موجود میان دارایی‌ها، تضمین‌کننده نرخ بازده ناخالص برابر با  $R_A > 1$  است. یعنی مبلغ کل سرمایه (I) از مجموع اجزای آن ارزشمندتر است. بعلاوه، انتقال منابع، به دلیل اتلاف ثروت برای انجام فعالیت انتقال منابع یا ریسک تحت پیگرد حقوقی قرار گرفتن، هزینه‌بر است و مدیر انتظار دارد وقتی وارد این عملیات می‌شود، مبلغ  $C = f(T, K)$  را از دست بدهد.  $K \in [0,1]$  و نشان‌دهنده قدرت قوانین راهبری شرکتی می‌باشد. در نتیجه، ارزش منابع انتقال یافته از شرکت برابر است با  $(T-C)$  اگر با افزایش منابع انتقالی، تصاحب پرهزینه‌تر شود  $(C = 1/2 kT^2)$ ، ارزش نهایی تصاحب کاهش می‌یابد، زیرا انتقال منابع آشکارتر و توقف عملیات انتقال برای نهادهای ناظر ساده‌تر می‌شود. مدیر، آنچه را که به خارج از شرکت انتقال نمی‌دهد، در پروژه‌هایی سرمایه‌گذاری می‌کند که بازده ناخالصی برابر با  $R_A$  دارند و در نتیجه  $\alpha$  درصد از سودهای سرمایه‌گذاری را کسب می‌کند، اما با کاهش نرخ بازده منابع سرمایه‌گذاری شده، منابع انتقالی از شرکت افزایش می‌یابد، چون هزینه فرصت از دست‌رفته نهایی منابع انتقالی از شرکت را کاهش می‌دهد. اگر مدیر شرکت، مالک درصد بیشتری از سهام شرکت باشد، افزایش در نرخ بازده ناخالص شرکت، او را متقاعد می‌کند که منابع بیشتری را در پروژه‌ها سرمایه‌گذاری کند و مبالغ کمتری را به خارج از شرکت انتقال دهد. برعکس، اگر درصد مالکیت مدیر بیشتر شود، ولی بازده ناخالص شرکت کاهش یابد، مدیر مبالغ بیشتری را از شرکت انتقال خواهد داد (مسکاریلو، ۲۰۱۰).

موارد اشاره شده، نشان از ضرورت محدودسازی معاملات با اشخاص وابسته و نظارت بر آن دارد.

### پیشینه پژوهش

در جستجو از برخی کتابخانه‌های دانشگاه‌های ایران و ایران‌داک، تحقیقی که به موضوع معاملات با اشخاص وابسته در ایران بپردازد، دیده نشد. با توجه به وجود دو فرضیه درباره انگیزه‌های معاملات با اشخاص وابسته، تحقیقات خارجی به دو گروه تقسیم می‌شوند. گروه اول از فرضیه معاملات کارا و گروه دوم از فرضیه تضاد منافع حمایت می‌کند.

#### فرضیه رفتار کارا

گلبک و می‌هیو<sup>۵</sup> (۲۰۰۴) مشوقهای مالی و شاخصهای نظارتی را در شرکت‌هایی که اقدام به انجام معاملات با اشخاص وابسته کرده بودند، مورد بررسی قرار دادند. در نمونه آنها، معاملات با اشخاص وابسته وجود داشت، ولی از نظر نوع معامله و نحوه افشا با یکدیگر تفاوت داشتند. آنها دریافتند که راهبری شرکتی با معاملات با اشخاص وابسته ارتباط معکوس دارد و رابطه معکوس میان پاداش نقدی مدیران با معاملات با اشخاص وابسته برقرار است.

#### فرضیه رفتار فرصت‌طلبانه

مُسکاریلو<sup>۶</sup> (۲۰۱۰) انگیزه‌های معاملات با اشخاص وابسته را در بورس اوراق بهادار ایتالیا بررسی کرد. هدف او شناسایی دلایل پشت پرده انجام معاملات با اشخاص وابسته و کارا بودن یا فرصت‌طلبانه بودن این معاملات بود. با توجه به ساختار متمرکز مالکیت در شرکت‌های ایتالیایی، استفاده احتمالی از معاملات با اشخاص وابسته توسط سهام‌داران عمده برای تصاحب منابع شرکت به ضرر سهام‌داران خرد ارزیابی شد. شواهد، نشان از رفتار فرصت‌طلبانه در این معاملات دارد و رابطه معنادار بین مبلغ این معاملات با متغیرهایی که انگیزه‌ها و هزینه‌های تصاحب اموال را تحت تأثیر قرار می‌دهد، مشاهده گردید.

چن<sup>۷</sup> و سو (۲۰۱۰) به بررسی ارتباط میان معاملات با اشخاص وابسته و عملکرد شرکت و نیز، بررسی اینکه آیا راهبری شرکتی اثری مثبت بر رابطه معاملات با اشخاص وابسته و عملکرد شرکت دارد یا خیر، پرداختند و برای اندازه‌گیری تأثیر راهبری شرکتی، از معیار استقلال هیأت‌مدیره استفاده و فرض کردند تأثیر معاملات با اشخاص وابسته بر عملکرد شرکت، متأثر از مکانیزم‌های راهبری شرکتی است. نتایج نشان داد مکانیزم‌های راهبری شرکتی، این معاملات را از معاملات فرصت‌طلبانه به معاملات کارا تغییر می‌دهد و استقلال هیأت‌مدیره، در این معاملات نقش تعدیل‌کننده را بازی می‌کند.

جیان و ونگ<sup>۸</sup> (۲۰۱۰) این موضوع را بررسی کردند که آیا شرکتهای، با استفاده از فروشهای غیرعادی به مالکان کنترل کننده خود، سود را مدیریت می کنند یا خیر. آنها نمونه خود را از میان شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار چین انتخاب کردند و پس از آزمون، دریافتند که فروشهای شرکت به اشخاص وابسته، بیشتر در شرکت هایی دیده می شود که در مناطقی با وضعیت اقتصادی ضعیف تر، فعالیت می کنند. همچنین همه فروشهای غیرعادی به اشخاص وابسته، فروشهای تعهدی نبوده است. بلکه برخی از آنها فروش نقدی بوده است و به جای آنکه مکمل مدیریت اقلام تعهدی برای دستیابی به سود هدف باشد، جایگزین آن شده است. اما هیچ گونه شواهدی مبنی بر انتقال وجه نقد به شکل وام به اشخاص وابسته که با مدیریت سودهای تعهدی مرتبط باشد، یافت نشد.

چیونگ و هم پژوهان<sup>۹</sup> (۲۰۰۸) موضوع معاملات با اشخاص وابسته را در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار هنگ کنگ بررسی کردند. نتیجه تحقیق آنها نشان می دهد که به طور متوسط، شرکتها در زمان اعلام معاملات با اشخاص وابسته و نیز در مدت ۱۲ ماه پس از آن، بازده مازاد منفی کسب کرده اند. این بازده، در مقایسه با بازده معاملات مشابه منصفانه، به طور معناداری کمتر است. بازده مازاد، با درصد مالکیت سهام داران کنترل کننده و جایگزین های افشای اطلاعات، ارتباط معنادار منفی دارد. در نهایت، آنها شواهد محدودی یافتند که نشان می دهد بازار، تصاحب منابع شرکت را پیش بینی می کند. با توجه به میانی نظری و تحقیقات انجام شده، ماتریس نظریه در نگاره ۲ ارائه شده است.

### فرضیه های پژوهش

با استناد به ماتریس نظریه و موارد طرح شده در مقدمه تحقیق، فرضیه های پژوهش به شرح زیر تدوین می شود:

اگر سهام داران کنترل کننده از معاملات با اشخاص وابسته به عنوان ابزاری برای انتقال منابع شرکت هایی که آنها را کنترل می کنند، استفاده کنند:

فرضیه ۱: بین مبلغ معاملات با اشخاص وابسته و سطح تمرکز مالکیت شرکت ارتباط وجود دارد.

فرضیه ۲: بین مبلغ معاملات با اشخاص وابسته و نسبت ارزش واحد تجاری به ارزش دفتری داراییهای آن، ارتباط وجود دارد.

فرضیه ۳: بین مبلغ معاملات با اشخاص وابسته و راهبری شرکتی ارتباط وجود دارد.

## نگاره (۲): ماتریس نظریه

کلیک و می هیو (۲۰۰۴)	چیونگ و هم پروهان (۲۰۰۶)	چیان و ونگ (۲۰۰۸)	چن و سو (۲۰۱۰)	مسکاریلو (۲۰۱۰)	عواملی که با معاملات با اشخاص وابسته ارتباط دارد
√				√	اندازه هیأت مدیره
√				√	یکی بودن مدیرعامل و رئیس هیات مدیره
√			√	√	استقلال هیات مدیره
√				√	اهرم
	√	√			نرخ بازده غیر عادی
			√		عملکرد واحد تجاری
	√			√	تمرکز مالکیت
		√		√	ارزش واحد تجاری

## روش پژوهش

این پژوهش، از نوع تحقیقات هم‌بستگی است که در آن، برای آزمون فرضیه‌های تحقیق، از الگوی رگرسیونی به شرح زیر استفاده می‌شود:

معادله (۱):

$$\log(RPT_{it}) = \alpha + \beta_1(OWN_{it}) + \beta_2(MktB_{it}) + \beta_3(BRDSIZE_{it}) + \beta_4(DUAL_{it}) + \beta_5(\%NED_{it}) + \beta_6(LEV_{it}) + \beta_7(\log SALES_{it}) + \beta_8(CAPEXP/TA)_{it} + \beta_9(ROA_{it}) + \beta_{10}(Industry_{it}) + \varepsilon$$

تعاریف عملیاتی متغیرهای استفاده شده در معادله (۱)، به شرح نگاره (۳) می‌باشد:

## نگاره (۳): تعریف عملیاتی متغیرهای پژوهش

متغیر	نماد	تعریف عملیاتی	منبع استخراج
۱- متغیرهای بازار (مستقل)			
درصد مالکیت	OWN	درصدی از سهام شرکت که در اختیار دارندگان بیش از ۵ درصد سهام شرکت است.	مطابق صورتهای مالی شرکت



## نگاره (۳): تعریف عملیاتی متغیرهای پژوهش

منبع استخراج	تعریف عملیاتی	نماد	متغیر
ارزش دفتری خالص دارایی‌ها، مطابق ترازنامه پایان سال مالی شرکت است. ارزش واحد تجاری نیز، حاصل ضرب تعداد سهام عادی در قیمت پایان سال سهام است.	حاصل تقسیم ارزش واحد تجاری به ارزش دفتری خالص دارایی‌ها	<i>MktB</i>	نسبت ارزش واحد تجاری به ارزش دفتری دارایی‌ها
<b>۲- متغیرهای راهبری شرکتی (مستقل)</b>			
مطابق گزارشهای مالی شرکت	تعداد اعضای هیأت مدیره	<i>BRDSIZE</i>	اندازه هیأت
مطابق گزارشهای مالی شرکت	متغیر مجازی، اگر رئیس هیأت مدیره، مدیرعامل شرکت هم باشد، مقدار یک و در غیر این صورت مقدار صفر می‌پذیرد.	<i>DUAL</i>	یکی بودن مدیرعامل و رئیس هیأت
مطابق گزارشهای مالی شرکت	تعداد مدیران غیرموظف تقسیم بر اندازه هیأت مدیره	<i>%NED</i>	نسبت مدیران غیرموظف
مطابق ترازنامه شرکت	نسبت تسهیلات مالی به مجموع دارایی‌ها	<i>LEV</i>	اهرم مالی
<b>متغیرهای کنترلی</b>			
مطابق صورتهای مالی شرکت	لگاریتم طبیعی مجموع درآمد فروش	<i>LOGSALE</i>	اندازه شرکت
مطابق صورتهای مالی شرکت	نسبت مخارج سرمایه‌ای سالانه به مجموع دارایی‌ها	<i>CAPEXP/TA</i>	فرصتهای رشد
مطابق صورتهای مالی شرکت	سود قبل از هزینه‌های مالی و مالیات تقسیم بر مجموع داراییهای شرکت	<i>ROA</i>	سودآوری
	۱ صنعت خودرو، ماشین‌آلات و تجهیزات	<i>Di</i>	صنعت (مجازی)
	۲ صنعت رایانه، تلویزیون، وسایل ارتباطی		
	۳ صنعت فرآورده‌های غذایی و آشامیدنی		

## تگاره (۳): تعریف عملیاتی متغیرهای پژوهش

منبع استخراج	تعریف عملیاتی	نماد	متغیر
<b>متغیرهای کنترلی</b>			
	صنعت محصولات نفتی و شیمیایی	۴	صنعت (مجازی) <i>Di</i>
	صنعت محصولات و کانی‌های فلزی و غیرفلزی	۵	
	صنعت مواد و محصولات دارویی	۶	
	سایر صنایع	۷	
<b>متغیر وابسته</b>			
مطابق صورتهای مالی شرکت	لگاریتم طبیعی مبلغ معاملات با اشخاص وابسته.	<i>LOGRPT</i>	معاملات با اشخاص وابسته

## جامعه و نمونه آماری

جامعه آماری پژوهش شامل شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و نمونه آماری شامل شرکت‌هایی است که واجد شرایط زیر باشند:

- ۱- مطابق طبقه‌بندی در بورس اوراق بهادار تهران، جزء شرکت‌های فعال در صنایع مالی نباشند.
- ۲- داده‌های مورد نیاز آنها برای محاسبه متغیرهای مربوط، در دسترس باشد.
۳. شرط مشارکت در مدل تحقیق را داشته باشند، یعنی حائز شرایط زیر نباشند:

الف)  $R_A < 1$  یا ب)  $R_A I_A < D_A$

این شرط اضافه، برای اطمینان از تداوم فعالیت و محدودسازی انگیزه‌های انجام معاملات با اشخاص وابسته لحاظ می‌شود (مسکاریلو، ۲۰۱۰)

محدوده زمانی تحقیق، از سال ۱۳۸۵ تا ۱۳۸۹ است. دلیل اصلی انتخاب این دوره زمانی، دسترسی مستقیم به گزارش‌های مالی و تصویب قانون بازار اوراق بهادار در سال ۱۳۸۴ می‌باشد.

## تگاره (۴): تعداد نمونه بر حسب سال

سال/شرکت	۱۳۸۹	۱۳۸۸	۱۳۸۷	۱۳۸۶	۱۳۸۵	
تعداد	۱۲۴	۱۳۳	۱۳۶	۱۳۴	۱۳۷	۶۶۴

### یافته‌های پژوهش

نگاره (۵)، محاسبه شاخصهای مرکزی و شاخصهای پراکندگی را برای متغیرهای مختلف نشان می‌دهد. اگر میانگین بزرگ‌تر از میانه باشد، نقاط بزرگ در داده‌ها وجود دارد و میانگین داده‌ها را تحت تأثیر قرار می‌دهد و توزیع داده‌ها چوله به راست می‌شود. توزیع متغیرهای اندازه هیأت‌مدیره، نرخ بازده ناخالص، یکی بودن پست مدیرعامل و رییس هیأت‌مدیره و مخارج سرمایه‌ای چوله به راست است. توزیع برخی از متغیرها مانند توزیع سطح تمرکز مالکیت نیز چوله به چپ است. در صورتی که مقادیر میانگین و میانه متغیرها نزدیک به هم باشد، توزیع متغیرها متقارن است. متغیر معاملات با اشخاص وابسته، با چولگی و کشیدگی ۰/۲۹- و ۰/۵۹ بسیار به توزیع نرمال شبیه است.

#### نگاره (۵): آمار توصیفی

متغیر	میانگین	میانه	انحراف معیار	چولگی	کشیدگی
لگاریتم مبلغ معاملات با اشخاص وابسته	۴/۸۳۳	۴/۸۹۳	۰/۹۸۳	-۰/۲۹۲	۰/۵۹۲
اندازه هیأت‌مدیره	۵/۰۸۴	۵/۰۰۰	۰/۳۷۸	۴/۵۴۹	۱۹/۵۲۲
نسبت مدیران غیرموظف	۰/۱۸۰	۰/۰۰۰	۰/۳۱۱	۱/۳۶۹	۰/۳۱۷
یکی بودن مدیرعامل و رییس هیأت‌مدیره	۰/۱۴۶	۰/۰۰۰	۰/۳۵۳	۲/۰۰۷	۲/۰۳۳
اهرم	۰/۲۳۲	۰/۲۰۰	۰/۱۷۴	۱/۴۳۴	۵/۴۴۰
تمرکز مالکیت	۰/۷۱۳	۰/۷۹۰	۰/۲۲۸	-۱/۳۷۵	۱/۳۸۴
نسبت ارزش واحد تجاری به ارزش دفتری دارایی‌ها	۲/۴۱۹	۱/۹۸۷	۱/۸۰۷	۲/۷۶۸	۱۱/۶۰۹
لگاریتم فروش	۵/۴۷۱	۵/۴۴۷	۰/۵۸۰	۰/۶۵۴	۱/۷۸۱
سودآوری	۰/۱۸۵	۰/۱۷۵	۰/۱۳۹	۰/۳۹۷	۰/۹۸۲
مخارج سرمایه‌ای	۰/۰۵۱	۰/۰۲۹	۰/۱۰۱	۲/۳۶۳	۱۶/۵۹۸

در نگاره (۶)، حجم ریالی معاملات با اشخاص وابسته برای سالهای مختلف نشان داده شده است.

## نگاره (۶): حجم معاملات با اشخاص وابسته (ارقام به میلیارد ریال)

شرح	۱۳۸۵	۱۳۸۶	۱۳۸۷	۱۳۸۸	۱۳۸۹
مبلغ معاملات با اشخاص وابسته	۱۷۸۳۵۱	۲۳۱۹۴۰	۲۴۳۱۸۶	۲۷۸۴۶۹	۲۴۷۵۹۷
مبلغ فروش	۲۷۶۵۳۶	۳۱۵۸۹۸	۳۶۳۷۱۳	۴۰۰۶۷۵	۴۶۸۱۰۶
نسبت معاملات با اشخاص وابسته به فروش	۰/۶۴	۰/۷۳	۰/۶۷	۰/۶۹	۰/۵۴

از آنجا که داده‌های تحقیق از نوع پانل است، باید قبل از هر چیز، وجود اثرات در مقابل مدل بدون اثرات با استفاده از آزمون چاو، بررسی شود. نتایج آزمون چاو در نگاره (۷) ارائه شده است. سپس، آزمون‌های مورد نیاز مانند آزمون همسانی واریانس و نبود هم‌خطی بین متغیرهای مستقل به عنوان پیش‌فرضهای مدل‌های رگرسیونی انجام می‌شود و در نهایت، مدل رگرسیونی برآورد می‌گردد.

## نگاره (۷): نتایج آزمون چاو

آزمون اثرات	آماره	درجه آزادی	p-value
F مقطعی	۱/۱۰۶	(۱۴۱،۴۸۹)	۰/۱۵۴
کای دو مقطعی	۲۹۲/۶۱۷	۱۴۱	۰/۱۳۴

باتوجه به آنکه مقدار  $p$ -value برای آماره F برابر با ۰/۱۵۴ است و از ۰/۰۵ بیشتر می‌باشد، فرض مناسب بودن مدل ادغام شده<sup>۱</sup> (بدون اثرات) رد نمی‌شود. نتایج برآورد معادله (۱) در نگاره (۸)، منعکس شده است.

## نگاره (۸): مدل رگرسیون چندگانه

شرح	ضرایب برآوردی	آماره t	مقدار احتمال واریانس	تورم
مقدار ثابت	-۰/۳۹	-۰/۷۹	۰/۴۳	
اندازه هیأت‌مدیره	۰/۰۸	۱/۰۰	۰/۳۲	۱/۲۰
نسبت مدیران غیرموظف	-۰/۲۰	** -۲/۰۸	۰/۰۴	۱/۰۷
یکی بودن مدیرعامل و رییس هیأت‌مدیره	۰/۱۶	۱/۸۸	۰/۰۶	۱/۱۱
اهرم	-۰/۴۸	** -۲/۵۸	-/۰۱	۱/۳۱
تمرکز مالکیت	-۰/۳۰	** -۲/۱۹	۰/۰۳	۱/۲۰
نسبت ارزش واحد تجاری به ارزش دفتری خالص	۰/۰۱	۰/۷۰	۰/۴۸	۱/۱۵

## نگاره (۸): مدل رگرسیون چندگانه

شرح	ضرایب برآوردی	آماره t	مقدار احتمال	تورم واریانس
فروش	۰/۹۸	**۱۶/۷۴	۰/۰۰	۱/۳۹
سودآوری	-۰/۶۳	**۲/۵۵	۰/۰۱	۱/۴۱
فرصتهای رشد	-۰/۲۷	-۰/۱۹	۰/۳۶	۱/۰۷
D <sub>۱</sub>	۰/۷۶	**۴/۷۴	۰/۰۰	۱/۲۷
D <sub>۲</sub>	-۰/۵۵	**۳/۴۷	۰/۰۰	۱/۱۹
D <sub>۳</sub>	-۰/۴۳	**۳/۹۶	۰/۰۰	۱/۵۸
D <sub>۴</sub>	-۰/۲۰	**۱/۶۵	۰/۱۰	۱/۶۲
D <sub>۵</sub>	-۰/۳۶	**۴/۲۳	۰/۰۰	۲/۰۹
D <sub>۶</sub>	۰/۳۷	**۳/۵۰	۰/۰۰	۱/۸۱
آماره F		۵/۷۳۵		
p-value		۰/۰۰۰		
R <sup>۲</sup>		۰/۴۸۰		
R <sup>۲</sup> تعدیل شده		۰/۴۶۸		
آماره دوربین-واتسون		۱/۹۴۵		

\*\* سطح معناداری ۵ درصد

با توجه به آنکه  $p$ -value کمتر از ۵ درصد است، مدل برآوردی معنادار می‌باشد. ضریب تعیین، در حدود ۰/۴۸ است. یعنی ۰/۴۸ تغییرات مبلغ معاملات با اشخاص وابسته، با تغییرات متغیرهای مستقل مدل، توجیه می‌شود. مقدار آماره دوربین-واتسون نیز، نشان از عدم خودهمبستگی باقیمانده‌ها دارد. عامل تورم واریانس نیز، برای تمام متغیرهای مستقل و کنترلی تحقیق، کمتر از ۱۰ است که نشان از عدم هم خطی متغیرهای مستقل و کنترلی دارد.

اگر معاملات با اشخاص وابسته از فرضیه رفتار فرصت طلبانه تبعیت کند، انتظار می‌رود روابطی خاص بین مبلغ این معاملات و متغیرهای مستقل برقرار باشد. با توجه به نتایج نگاره (۸) که در سالهای ۱۳۸۵ تا ۱۳۸۹، شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را بررسی کرده است، به استثنای متغیرهای مستقل نسبت ارزش واحد تجاری به ارزش دفتری دارایی‌ها، اندازه هیأت مدیره و یکی بودن مدیرعامل و رئیس هیأت مدیره و متغیر کنترل فرصتهای رشد، سایر متغیرهای مستقل و کنترل در سطح اطمینان ۹۵ درصد با مبلغ معاملات با اشخاص وابسته ارتباط معنادار دارند و جهت ارتباط، جهت‌های پیش‌بینی شده در صورت وجود رفتار فرصت طلبانه است. یعنی از متغیرهای بازار، سطح تمرکز مالکیت (-) و از

متغیرهای راهبری شرکتی، به جز اندازه هیات‌مدیره و یکی بودن پست مدیرعامل و رئیس هیأت‌مدیره، سایر متغیرها شامل نسبت مدیران غیرموظف (-) و اهرم (-) با مبلغ معاملات با اشخاص وابسته ارتباط معنادار دارند. در مقابل هر متغیر، علامت رابطه نشان داده شده است که با علامتهای مورد انتظار، سازگار است. نتایج این پژوهش، هم‌سو با نتایج تحقیقاتی است که از رفتار فرصت‌طلبانه در این معاملات حمایت کرده‌اند. تحقیق مسکاریلو (۲۰۱۰) این روابط را تأیید می‌کند. تحقیق چیونگ و هم‌پژوهان (۲۰۰۶) نشان می‌دهد که میزان بازده مازاد با درصد مالکیت سهام‌داران کنترل‌کننده و جایگزین‌های افشای اطلاعات، ارتباط معنادار منفی دارد که نشان از دیدگاه فرصت‌طلبانه به این معاملات دارد. نتیجه تحقیق، با پژوهش کلبک و می‌هیو (۲۰۰۴) که این معاملات را ابزاری کارا برای رفع نیازهای شرکت می‌دانند، در تضاد است.

### نتیجه‌گیری

موضوع معاملات با اشخاص وابسته، اغلب با مقایسه دو دیدگاه متضاد آزمون می‌گردد: فرضیه تضاد منافع (رفتار فرصت‌طلبانه) در مقابل فرضیه معاملات کارا (رفتار کارا). دیدگاه حاکم بر انگیزه‌های معاملات با اشخاص وابسته، اشاره به وجود رفتار فرصت‌طلبانه (فرضیه تضاد منافع) در انجام این معاملات دارد. در این تحقیق، از میان متغیرهای بازار، ارتباط سطح تمرکز مالکیت با مبلغ معاملات با اشخاص وابسته معنادار و معکوس است که نشانه‌هایی از فرصت‌طلبانه بودن این معاملات را آشکار می‌کند. متغیر دیگری که از جمله متغیرهای بازار است، نسبت ارزش واحد تجاری به ارزش دفتری دارایی‌ها می‌باشد. در این تحقیق، ارتباط معنادار بین این متغیر با مبلغ معاملات با اشخاص وابسته به دست نیامد، ولی مثبت بودن این رابطه، می‌تواند نشان‌دهنده ماهیت متمرکز مالکیت شرکت باشد. از متغیرهای راهبری شرکتی، نسبت اعضای غیرموظف هیأت‌مدیره و اهرم از جمله عواملی هستند که وجود انگیزه‌های سوءاستفاده از معاملات با اشخاص وابسته را رد نمی‌کنند و بر نگرانیهای سازمان بورس و اوراق بهادار تهران در خصوص روابط و معاملات با اشخاص وابسته صحنه می‌گذارد. اما اندازه هیأت‌مدیره و یکی بودن مدیرعامل و رئیس هیأت‌مدیره ارتباط معنادار با مبلغ معاملات با اشخاص وابسته ندارد. از متغیرهای کنترل، سودآودی، فروش و متغیر دامی صنعت ارتباط معنادار با متغیر وابسته دارد. ولی در مورد متغیر مخارج سرمایه‌ای، ارتباط معنادار دیده نشد.

با توجه به ساختار مالکیتی متمرکز در فضای کسب و کار ایران و این موضوع که نشانه‌های رفتار فرصت‌طلبانه در انجام معاملات با اشخاص وابسته دیده شده است، پیشنهاد می‌شود در راستای حمایت از سهام‌داران خرد، نهادهای تدوین‌کننده استاندارد و مقررات‌گذاران، به موضوع افشای معاملات با اشخاص وابسته، توجه خاص خود را مبذول دارند.

در این پژوهش، سوءاستفاده از معاملات با اشخاص وابسته به طور غیرمستقیم و با مشاهده ارتباط میان این معاملات و برخی متغیرهای بازار و راهبری شرکتی بررسی شده است. بنابراین، باید معاملات با اشخاص وابسته را به عنوان متغیری درون‌زا در نظر بگیریم. یعنی، تحقیق فرض می‌کند که سهام‌داران عمده همیشه می‌توانند آزادانه تصمیم بگیرند که وارد معاملات منصفانه شوند یا خیر و هرچه مبلغ معاملات با اشخاص وابسته به وسیله شرکت‌هایی که شرایط سازمانی، حقوقی و مالی آنها انتقال منابع شرکت را تشویق می‌کند بیشتر باشد، به منزله نشانه‌ای است که از فرضیه تضاد منافع حمایت می‌کند. این در حالی است که وجود رابطه مثبت میان مبلغ معاملات با اشخاص وابسته با اندازه شرکت، با فرض درون‌زایی معاملات با اشخاص وابسته تناقض دارد.

محدودیت بعدی به ارتباط مبلغ معاملات با اشخاص وابسته با برخی از متغیرهای راهبری شرکتی مانند نسبت مدیران غیرموظف مربوط است، یعنی امکان دارد به جای ملاحظات اقتصادی و حقوقی، ترس از دست رفتن شهرت مدیران بر این رابطه سایه بیفکند و دیدگاه منفی پیرامون معاملات با اشخاص وابسته، باعث محدود شدن این معاملات شود. همچنین، اثر قوانین و مقررات، در مدل تحقیق لحاظ نشده است.

#### پی‌نوشت‌ها

1. Financial Accounting Standards Board
2. American Institute of Certified Public Accountants (AICPA)
3. Non-Executive Directors
4. Leverage
5. Kholbek and Mayhew
6. Moscariello
7. Chen and Hsu
8. Jian and Wong
9. Cheung, Ching, Rau and Stouratis
10. Pooled Model

## منابع

- سازمان بورس و اوراق بهادار تهران. (۱۳۹۰). دستورالعمل الزامات افشای اطلاعات و تصویب معاملات اشخاص وابسته ناشران بورسی و فرابورسی.
- American Institute of Certified Public Accountants (AICPA). (2001). Accounting and auditing for related parties and related party transactions.
- Chien C.U., Hsu. J. (2010). The Role of Corporate Governance in Related Party Transactions. *Working Paper, National Yunlin University of Science and Technology*.
- Cheung Y, Jing L., Lu T., Rau P. R., Stouratis A. (2008). Tunnelling and ProppingUp: An Analysis of Related Party Transactions by Chinese Listed Companies. *Social Science Research Network, www.ssrn.com, Working Paper Series*.
- Financial Accounting Standards Board (FASB). (1982). "Statement of Financial Accounting Standard No. 57, Related party disclosures".
- Jian M., Wong T.J. (2010). Propping through related party transactions. *Review Accounting Studies*,15,70-105.
- Kholbeck M. J., Mayhew B. W. (2004a). Related Party Transactions. *Social Science Research Network, www.ssrn.com, Working Paper Series*.
- Moscariello N. (2010). Related Party Transaction: Opportunistic or Efficient Behavior? Evidence from the Italian Listed Company. *Working Paper, Second University of Naples*.
- OECD. (2009). Guide on Fighting Abusive Related Party Transaction In Asia.
- The International bank for Reconstruction and Development and The World Bank. (2012). Comparing Regulation in 183 Economies