

## تأثیر اخبار خوب و بد بر رابطه‌ی بین افشای اطلاعات مربوط به معاملات با اشخاص وابسته و واکنش بازار

یحیی کامیابی \*

استادیار حسابداری، دانشگاه مازندران

وحید اسکو

دانشجوی دکتری حسابداری، دانشگاه مازندران

احسان بوژمهرانی

دانشجوی دکتری حسابداری، دانشگاه مازندران

### چکیده

معاملات با اشخاص وابسته در قلمرو اطلاعاتی است که استفاده‌کنندگان از صورت‌های مالی مایل به دانستن آن می‌باشند بنابراین برای درک بهتر و اتخاذ تصمیمات منطقی توسط استفاده‌کنندگان، افشای اطلاعات مربوط به این نوع معاملات بر صورت‌های مالی ضروری است. هدف از این پژوهش، بررسی اثر اخبار خوب و بد بر رابطه‌ی بین معاملات با اشخاص و واکنش بازار سرمایه می‌باشد. مطابق با پژوهش ویداری و همکاران (۲۰۱۶)، بازده غیرعادی سهام به‌عنوان معیاری برای واکنش بازار سرمایه در نظر گرفته شده است. در این راستا نمونه‌ای متشکل از ۹۲ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در بازه زمانی ۱۳۸۸ الی ۱۳۹۳ انتخاب و مورد بررسی قرار گرفتند. نتایج پژوهش نشان می‌دهد که بین معاملات با اشخاص وابسته و واکنش بازار سرمایه رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. این بدان معنا است که هرچه میزان معاملات با اشخاص وابسته بیشتر باشد واکنش بازار سرمایه نسبت به افشای این معاملات بیشتر خواهد بود. اما اخبار خوب و بد بر رابطه‌ی واکنش بازار سرمایه نسبت به افشای معاملات با اشخاص وابسته تأثیری ندارد.

**واژگان کلیدی:** معاملات با اشخاص وابسته، واکنش بازار، اخبار خوب و بد.

## ۱- مقدمه

هدف سرمایه‌گذاران از سرمایه‌گذاری در سهام شرکت‌ها، کسب بازده معقول از طریق تغییرات قیمت سهام و سود سهام دریافتنی است (نادر علی، ۱۳۹۳). در همین راستا اطلاعات گران‌بهارترین عنصر سرمایه است که سرمایه‌گذاران با اتکا بر این اطلاعات می‌توانند از فرصت‌های سودآور بازار، حداکثر بازدهی را کسب نمایند. به همین خاطر بازار سهام نقش کلیدی را در ارائه اطلاعات مفید برای نقش‌آفرینان بازار، در جهت تحلیل هر نوع آگهی و اطلاعات منتشرشده توسط شرکت‌ها فراهم می‌کند. منابع اطلاعاتی استفاده‌شده برای تحلیل عملکرد شرکت‌ها توسط این نقش‌آفرینان، گزارش‌های سالانه است. این اطلاعات که مالی یا غیرمالی می‌باشند، می‌توانند به‌طور کامل عملکرد شرکت‌ها را توصیف کنند (ویداری و همکاران، ۲۰۱۶). در این میان، با توجه به اینکه معاملات با اشخاص وابسته می‌تواند بر وضعیت مالی، عملکرد مالی و انعطاف‌پذیری مالی واحدهای تجاری تأثیرگذار باشد، اهمیت افشای اطلاعات درباره محتوای این‌گونه معاملات دوچندان گشته است (شعری و حمیدی، ۱۳۹۱). در رسوایی‌های مالی اخیر نیز، معاملات با اشخاص وابسته به‌عنوان یکی از کانون‌های نگرانی بوده است، به‌گونه‌ای که استفاده هدفمند از این معاملات و عدم افشای آن‌ها یا کافی نبودن افشا، از عوامل سقوط شرکت‌ها می‌باشد (گوردن و هنری، ۲۰۰۵).

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 چرخه‌ی عملیات شرکت تکرار می‌گردد، ولی در شرایط خاص به سهامداران عمده یا مدیران شرکت‌ها اجازه می‌دهد به هزینه‌ی سهامداران خرد منافع شخصی خود را تأمین کنند (شعری و حمیدی، ۱۳۹۱). با این حال، قانون‌گذاران و تدوین‌کنندگان استانداردها با تأکید بر افشای اطلاعات و روابط اشخاص وابسته، موضعی در مورد مضر یا مفید بودن معاملات با اشخاص وابسته برای شرکت و سهامداران اتخاذ نکرده‌اند (دارابی و داوودخانی، ۱۳۹۴). از سوی دیگر مدیران به شیوه‌های مختلفی می‌توانند اطلاعاتی در مورد وضعیت مالی و چشم‌انداز آتی شرکت را به سهامداران مخابره کند. سهامداران و مشارکت‌کنندگان در بازار سهام، اطلاعاتی که از شرکت به دست می‌آورند را به‌عنوان اخبار خوب یا اخبار بد تلقی می‌کنند و بر همین مبنا نسبت به آن، واکنش قیمتی مثبت یا واکنش قیمتی منفی نشان می‌دهند. در حقیقت یکی از مشخصه‌های بازار در شکل قوی این است که قیمت سهام در هر لحظه از زمان منعکس‌کننده ارزش ذاتی سهام با توجه به اطلاعات موجود و مربوط در بازار می‌باشد و بازده غیرعادی در این بازار وجود ندارد. بنابراین در صورتی که بتوان این بازده غیرعادی را در بازار کاهش داد،

میزان کارایی بازار بیشتر می‌گردد. کاهش این بازده اضافی نیز صرفاً از طریق شناسایی عوامل مرتبط با ایجاد آن امکان‌پذیر است. براساس پژوهش‌های انجام‌شده تاکنون مشخص گردیده که بین بازده غیرعادی و تعدادی از اطلاعات مالی انتشاریافته ارتباط وجود دارد. در صورت اثبات چنین رابطه‌ای در بازار سرمایه ایران می‌توان بازده اضافی را تا حدودی کاهش داده و به پارامترهای بازار کارا در شکل قوی نزدیک‌تر شویم (کوشا، ۱۳۸۹). «معاملات فرصت‌طلبانه از طریق معاملات با اشخاص وابسته می‌تواند زیان‌های یک شرکت را پوشش دهد که گویای فرضیه تضاد منافع می‌باشد (گردون و همکاران، ۲۰۰۴)».

رابطه بین معاملات با اشخاص وابسته شرکت‌ها و واکنش بازار مورد مطالعه قرار گرفته است (ویداری و همکاران، ۲۰۱۶)، اما پژوهشی که این رابطه را در ایران مورد بررسی قرار داده باشد، مشاهده نگردیده است. از طرفی ادبیات پژوهش نشان می‌دهد که اخبار خوب و بد می‌تواند این رابطه را تشدید یا تقلیل (تضعیف) نماید (بال و براون، ۱۹۶۸). لذا این پژوهش درصدد آن است که بررسی نماید آیا اخبار خوب و بد بر رابطه‌ی بین معاملات با اشخاص و واکنش بازار سرمایه تأثیر دارد؟

ساختار مقاله در ادامه بدین شکل است: در بخش دوم به مبانی نظری، پیشینه و فرضیه‌های پژوهش پرداخته می‌شود. سپس روش‌شناسی پژوهش در بخش سوم ارائه می‌گردد. نتایج پژوهش که شامل آمار توصیفی و آمار استنباطی است در بخش چهارم مورد بحث قرار می‌گیرد و در نهایت، بحث، نتیجه‌گیری و پیشنهادها ارائه می‌شود.

## ۲- مبانی نظری، پیشینه و فرضیه‌های پژوهش

### ۲-۱- واکنش بازار نسبت به معاملات اشخاص وابسته

امروزه با گسترش مکانیزم‌های دادوستد در بازار اوراق بهادار، اطلاعات وسیله و ابزار مهمی در تصمیم‌گیری‌های اقتصادی به شمار می‌آید و بدون شک کیفیت تصمیمات به صحت، دقت و بهنگام بودن اطلاعاتی بستگی دارد که از سوی ناشران اوراق بهادار و واسطه‌گران فعال در این بازار منتشر می‌گردد و در اختیار گروه‌های ذی‌نفع از جمله سهامداران قرار می‌گیرد. با این حال و با تأکید بر نظریه انتخاب عقلانی این احتمال همواره وجود دارد که منتشرکنندگان اطلاعات که شناخت بیشتری از وضعیت مالی شرکت دارند، بتوانند اطلاعات را به صورت جانبدارانه در اختیار افراد برون‌سازمانی قرار دهند و با کسب بازده بیشتر نسبت به سایر گروه‌های ذی‌نفع شخصی خود را حداکثر نمایند (بولو و همکاران، ۱۳۹۳) اشخاص وابسته دارای ارتباط خاصی با شرکت می‌باشند و می‌توانند شرکت را کنترل کنند. آن‌ها همچنین دارای تأثیرگذاری قوی در تصمیمات

مالی و عملیاتی و دارای کنترلی قوی روی سیاست‌ها و آراء مربوط به کنترل تصمیمات مالی و مدیریت شرکت می‌باشند. ارتباط معنادار با اشخاص وابسته بر موقعیت مالی و سود و زیان شرکت اثر می‌گذارد، به این صورت که ممکن است این معاملات از اعتبار لازم برخوردار نباشند (دیانتای و همکاران<sup>۵</sup>، ۲۰۰۹).

تئوری اثباتی حسابداری بر این فرض اقتصادی مبتنی است که مدیران، سهامداران و قانون‌گذاران افراد منطقی هستند و می‌کوشند منافع خود را به حداکثر برسانند. آن‌ها برای حداکثر کردن ثروت خود به هزینه‌های قراردادهای، هزینه‌های نمایندگی، هزینه‌های اطلاعات، هزینه‌های ورشکستگی و هزینه‌های سیاسی توجه دارند. از این‌رو مدیریت سیاست و رویه حسابداری که انتخاب می‌کند براساس تجزیه و تحلیل و مقایسه منافع و مخارج حاصل از رویه‌های حسابداری قرار دارد. بنابراین در این تئوری، نفع شخصی، دلیلی برای انتخاب فنون و روش‌های حسابداری و خط‌مشی تصمیمات است (نادرعلی، ۱۳۹۳). تئوری اثباتی قویاً به فرضیات کارائی بازار یعنی واکنش بازار سرمایه نسبت به اطلاعات حسابداری و نقش و توافقات قراردادی در کاهش تضادها و تعارض‌های موجود در واحد تجاری که این خود از تئوری نمایندگی و کارگزاری نشأت گرفته، می‌پردازد. براساس این تئوری، دو نگرش نسبت به معاملات با اشخاص وابسته وجود دارد که هرکدام جنبه‌های متفاوتی از این‌گونه معاملات را بیان می‌دارند: ۱. نگرش رفتار فرصت‌طلبانه (تئوری نمایندگی) که با مفهوم انتقال ثروت مرتبط است و بیان می‌دارد که این‌گونه معاملات به جهت کسب منافع شخصی برای مدیران به کار گرفته می‌شود و موجب متضرر شدن شرکت و سهامداران می‌گردد و ۲. نگرش رفتار کارا (فرضیه معاملات کارا) که با مفهوم تقویت مرتبط است و این‌گونه معاملات را بخشی از تقاضای واحد تجاری قلمداد می‌کند و آن را تضمین‌کننده کار مدیران در شرکت می‌داند (کامیابی و همکاران، ۱۳۹۳).

طبق مدل ساب مارتینگال اگر در یک بازار اطلاعات به‌طور کامل در دسترس باشند، قیمت اوراق بهادار در برابر اطلاعات جدید به صورتی سریع و دقیق واکنش نشان می‌دهد (هاگن<sup>۶</sup>، ۱۹۹۸ به نقل از بولو و همکاران، ۱۳۹۳). استفاده‌کنندگان صورت‌های مالی، وجود معامله با اشخاص وابسته را نشانه احتمالی، برای مدیریت سود می‌دانند، زیرا در محیط‌های تجاری که قوانین و مقررات حفاظت از سرمایه‌گذاران عمومی ضعیف است، معاملات با اشخاص وابسته یکی از ابزارهایی است که سهامداران بزرگ و مدیران در جهت منافع شخصی عمل می‌کنند. در این راستا چئونگ و همکاران بیان می‌کنند زمانی که انواع مختلفی از معاملات با اشخاص وابسته اعلام می‌شود، واکنش بازار توسط شرکت‌های سهامی عام نشان می‌دهد سهامداران شرکت‌های سهامی عام که به تجربه تونل زنی آگاه هستند، نسبت به این امر واکنش نشان داده و باعث کاهش ارزش

سهام شرکت می‌شوند. آن‌ها فرض می‌کنند سرمایه‌گذاران قادرند به‌درستی میزان ارزش شرکت را در معاملات با اشخاص وابسته پیش‌بینی نمایند (دارابی و داوودخانی، ۱۳۹۴). اهمیت اطلاعات مربوط به معاملات با اشخاص وابسته برای ذینفعان بیرونی بخصوص سرمایه‌گذاران توسط تحقیقات پیشین اثبات شده است. ونژیا و همکاران<sup>۷</sup> (۲۰۱۰) دریافتند در سال ۱۹۷۷-۲۰۰۰ شرکت‌هایی که کالاها یا دارایی‌های خود را به اشخاص وابسته می‌فروشد ضریب ارزیابی کمتری نسبت به شرکت‌هایی که چنین معاملاتی را انجام نمی‌دهند، دارند.

## ۲-۲- نقش اخبار خوب و بد بر رابطه‌ی بین افشای معاملات با اشخاص وابسته و واکنش بازار

برز و لات (۲۰۱۱) بیان می‌کنند که در طی سی سال اخیر پژوهش‌های بسیاری در زمینه تأثیر انتشار اخبار که برخاسته از موضوعات و مراجع مختلفی بوده بر بازارهای مالی مورد آزمون و مطالعه قرار گرفته اند (برز و لات، ۲۰۱۱). نکته قابل توجه این است که اهمیت موضوعات خبری و مراجع اطلاع رسانی مختلف در نگاه مخاطبین یکسان نیست و حتی تفاوت در رفتار و خط مشی تصمیم‌گیری موجب می‌شود تا شاهد عکس‌العمل‌های گوناگونی نسبت به اخبار واحدی باشیم. جالبتر اینکه واژگان بکار گرفته شده در انتقال یک خبر میتواند بر ضعف یا شدت تأثیرگذاری آن بیافزاید.

فرضیه بازار کارا بیانگر آن است که بازارهای مالی به لحاظ اطلاعاتی کارا هستند. طبق این فرضیه، قیمت‌های سهام تمامی اطلاعات شناخته شده را منعکس می‌کنند (هاگن، ۱۳۸۵). در ارتباط با فرضیه بازارهای کارای نیمه قوی که از مقبولیت بالاتری برخوردار است؛ گفته می‌شود که قیمت‌های سهام فوراً منعکس‌کننده تمامی اطلاعاتی هستند که در دسترس عموم قرار دارند. تعداد قابل توجهی از تحقیقات نشان می‌دهند که بازارهای مالی همیشه با فرضیه بازار کارا مطابقت ندارند و به‌ویژه اطلاعات کیفی تماماً و فوراً در قیمت‌های سهام منعکس نمی‌شوند. در این خصوص، تعدادی از مطالعات رویدادی به بررسی قیمت سهام در قبل و بعد از روزی که اصطلاحاً روز رویداد نامیده می‌شود؛ پرداختند (مشایخ و همکاران، ۱۳۹۲). واکنش بازار نسبت به یک رویداد آن‌هم قبل از روز رویداد، معمولاً نشت اطلاعات خوانده می‌شود (به‌عنوان مثال، ممکن است سرمایه‌گذاری، پیش از اعلام سود از اخبار مرتبط با آن مطلع شود). واکنش بازار پس از روز رویداد شتاب یا راندگی نامیده شده و عمدتاً به علت انعکاس کند (آهسته) اطلاعات در قیمت سهام بروز می‌کند (مشایخ و همکاران، ۱۳۹۲). مطالعات رویدادی در ارتباط با واکنش بازار نسبت به یک اطلاعات جدید، نتایج جالبی را نشان می‌دهند که نه تنها در زمینه ادبیات مالی به‌طور وسیعی مقبول واقع شده‌اند؛ بلکه از سوی

شواهد تجربی نیز مورد حمایت هستند. اول، سرمایه‌گذاران نسبت به اطلاعات کیفی جدید نظیر اخبار، به‌کندی واکنش نشان می‌دهند و منجر به وجود آمدن راندگی در قیمت سهام می‌شوند. دوم، سرمایه‌گذاران نسبت به شوک‌های قیمت سهام که در اصل انعکاسی از اطلاعات کمی قابل فهم است؛ واکنش بیش‌ازحد نشان داده که خود منجر به پدیده الگوهای برگشتی می‌شود (مشایخ و همکاران، ۱۳۹۲).

در ارتباط با شتاب و الگوهای برگشتی سه تئوری مختلف وجود دارد. دنیل و همکاران<sup>۸</sup> (۱۹۹۸) رفتار یک سرمایه‌گذار با اعتماد به نفس کاذب (بیش‌ازحد) را به‌عنوان پدیده‌ای معرفی کردند که از یک سو موجب واکنش بیش‌ازحد نسبت به اطلاعاتی که سرمایه‌گذار شخصاً به آن دست یافته است؛ شده و از سوی دیگر موجب کم ارزش خواندن اطلاعات عمومی می‌شود. بنابراین این دست از سرمایه‌گذاران نسبت به اطلاعات عمومی واکنش کمتر از حد و نسبت به اطلاعات شخصی، واکنش بیش‌ازحد نشان می‌دهند. باربریز و همکاران<sup>۹</sup> (۱۹۹۸) بیان می‌کنند که سرمایه‌گذاران از قاعده اکتشافی همانندی پیروی کرده و انتظارات خود از سودهای آتی شرکت را براساس یافته‌های قبلی می‌سازند. در نتیجه، سرمایه‌گذار بر مبنای اطلاعات قبلی خود نسبت به یک اخبار واکنش بیش‌ازحد یا کمتر از حد نشان می‌دهد. اما مدلی که در سال‌های اخیر توجهات بسیاری را به خود جلب کرد، مدل هانگ و استین<sup>۱۰</sup> (۱۹۹۹) بود (اسپرنگر و ولپ<sup>۱۱</sup>، ۲۰۱۱). آن‌ها مدلی را ارائه کردند که ارتباط متقابل بین دو گروه از افراد با رفتار غیر عقلانی یا به عبارتی دو عامل با عقلانیت کران‌دار را نشان می‌داد: بینندگان خبری و معامله‌گران لحظه‌ای؛ اگر اطلاعات مبهمی وارد بازار شود، بینندگان خبری قادر نیستند به‌طور کامل و سریع این اطلاعات را از قیمت‌های اوراق بهادار استخراج کنند؛ در نتیجه به اطلاعات، کمتر از حد مورد انتظار واکنش نشان می‌دهند. از سوی دیگر معامله‌گران لحظه‌ای سعی می‌کنند از این واکنش گروه قبل استفاده کرده و قیمت‌ها را بیش از حد مورد انتظار تخمین می‌کنند (هیبتی و زندیه، ۱۳۹۰).

شواهد اولیه واکنش بازار اوراق بهادار به اعلام سود حسابداری، توسط بال و براون در سال ۱۹۶۸ نشان می‌دهد که شرکت‌هایی با اخبار خوب دارای بازده غیرمنتظره مثبت و شرکت‌هایی با اخبار بد دارای بازده غیرمنتظره منفی هستند. موقعیت خاص هر فرد یا گروه برای دستیابی به سود و زیان در عرصه بازار، عامل اصلی در خوب و بد بودن خبرها به شمار می‌رود. مطابق با تئوری علامت دهی نیز منشا ایجاد عدم تقارن اطلاعاتی وجود اطلاعات نهانی در اختیار مدیریت است. زیر بنای این تئوری وجود محتوای اطلاعاتی سود تقسیمی و کاهش عدم تقارن اطلاعاتی از طریق اطلاعات نهفته در تغییرات غیر منتظره‌ی آن و متعاقباً در بازده است، بطوری که این تغییرات غیر منتظره به منزله علامتی است که اخبار جدیدی به بازار مخابره می‌کند. با توجه به

اهمیت فراوانی که بازار برای سود تقسیمی و تغییرات آن قائل شده و با عنایت به واکنش شدید بازار به کاهش (یا قطع) سود نقدی که به منزله اخبار بد راجع به آینده مورد انتظار شرکت تفسیر می‌شود، شرکت‌ها با اعلام افزایش سود نقدی و متعاقباً بازده بیشتر، عملاً اطمینان خود نسبت به سودآوری و جریان‌های نقدی آتی شرکت را به گونه‌ای اثربخش بیان می‌دارند (اعتمادی و اسمعیلی کجانی، ۱۳۹۴). به عبارت دیگر، یکی از دلایل اجتناب شرکت‌ها از کاهش سود نقدی و ارائه بازده منفی، مسئله علامت دهی است. آنها دریافتند که شرکت‌ها حتی در شرایط بروز مشکلات نقدینگی نیز حاضرند اقداماتی نظیر استقراض، فروش دارایی، استفاده از معاملات با اشخاص وابسته و اقداماتی از این قبیل انجام دهند تا تن به این کاهش ندهند.

از آنجا که یکی از نشانه‌های احتمالی مدیریت سود، وجود معامله با اشخاص وابسته می‌باشد (زیرا مدیران و سهامداران عمده می‌توانند از این ابزار در جهت افزایش منافع شخصی خود استفاده کنند که این دقیقاً همان فرض منطقی است که تئوری اثباتی بر مبنای آن بنا شده است)، زمانی که سهامداران اطلاعاتی در این باره دریافت می‌کنند نسبت به این امر واکنش منفی نشان می‌دهند. در این شرایط انتشار اخبار بد نیز این سیگنال را به سرمایه‌گذاران می‌دهد که حتی معاملات با اشخاص وابسته نیز مانع از بازده منفی سهام نگردیده است (ویداری و همکاران، ۲۰۱۶) به عبارت دیگر انتشار اخبار بد (خوب) واکنش بازار نسبت به معاملات با اشخاص وابسته را که نشانه‌ای از وجود مدیریت سود تلقی می‌شد را تشدید (تضعیف) می‌کند (ویداری و همکاران، ۲۰۱۶). به همین خاطر از یک سو با توجه به ارتباط بین افشای معاملات با اشخاص وابسته و واکنش بازار سرمایه و از سوی دیگر ارتباطی که بین اخبار خوب و بد با واکنش بازار سرمایه وجود دارد انتظار می‌رود که اخبار خوب و بد بتواند منجر به تشدید یا تضعیف رابطه‌ی بین افشای معاملات با اشخاص وابسته و واکنش بازار سرمایه گردد. به همین خاطر هدف اصلی پژوهش بررسی تأثیر اخبار خوب و بد بر رابطه‌ی بین افشای معاملات با اشخاص وابسته و واکنش بازار سرمایه می‌باشد.

### ۳-۲- پیشینه پژوهش

ویداری و همکاران (۲۰۱۶) به بررسی واکنش بازار نسبت به افشای اطلاعات مربوط به معاملات با اشخاص وابسته در شرکت‌های اندونزیایی پرداختند. نمونه آماری آنها شامل ۴۰۹ شرکت بورس اوراق بهادار اندونزی بود. نتایج آنها نشان داد اطلاعات افشاشده توسط این شرکت‌ها فاقد محتوای اطلاعاتی می‌باشد به همین دلیل بازار نسبت به افشای چنین اطلاعاتی واکنش نشان نمی‌دهد.

کریستوف الس<sup>۱۲</sup> (۲۰۱۶) به بررسی موضوعی تحت عنوان توانمندسازی کمیته حسابرسی و حسابرسان در معاملات با اشخاص وابسته پرداخت. در این پژوهش پیشنهاد می‌دهد وظیفه

حسابرسان خارجی می‌تواند تا حدی توسعه یابد که نسبت به معقولانه بودن معاملات با اشخاص وابسته اطمینان حاصل کرد. همچنین فعالیت در مورد معاملات با اشخاص وابسته می‌تواند در حوزه وظیفه نظارتی کمیته حسابرسی قرار گیرد و معاملات با اشخاص وابسته با تصویب کمیته حسابرسی صورت گیرد. این روش‌ها می‌تواند به کاهش اثرات منفی این معاملات کمک کند.

چن و سو<sup>۱۳</sup> (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 هیئت‌مدیره استفاده کردند. نتایج نشان داد مکانیزم‌های راهبری شرکتی، این معاملات را از معاملات فرصت‌طلبانه به معاملات کارا تغییر می‌دهد و استقلال هیئت‌مدیره، در این معاملات نقش تعدیل‌کننده را بازی می‌کند.

کل بک و مایهوا<sup>۱۴</sup> (۲۰۱۰) پژوهشی در زمینه ارزش بازار سهام شرکت‌هایی که معامله با اشخاص وابسته را افشا می‌کنند و شرکت‌هایی که این کار را انجام نمی‌دهند، به عمل آورند و به این نتیجه رسیدند که ارزش بازار سهام شرکت‌های دارای معاملات با اشخاص وابسته، نسبت به سایر شرکت‌ها کمتر بوده است. همچنین این گونه شرکت‌ها دارای عایدی کمتری نسبت به سایر شرکت‌ها بوده‌اند.

چئونگ و یوهوا<sup>۱۵</sup> (۲۰۰۹) نشان دادند شرکت‌هایی که معاملات تجاری با سهامداران کنترلی خود داشته‌اند، بازدهی منفی در زمان اعلام چنین معاملاتی تجربه کرده‌اند؛ زیرا سرمایه‌گذاران چنین معاملات را ابزاری برای سلب مالکیت از آن‌ها می‌دانند که این مهم، با کاهش قیمت سهام همراه خواهد بود.

دارابی و داوودخانی (۱۳۹۴)، به بررسی تأثیر معاملات با اشخاص وابسته بر ارزش شرکت پرداختند. آن‌ها نمونه‌ای متشکل از ۱۵۰ شرکت از شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران را مورد بررسی قرار دادند. نتایج آن‌ها نشان داد بین معاملات با اشخاص وابسته و ارزش شرکت رابطه‌ای منفی وجود دارد.

طاهری‌نیا و کوگانی (۱۳۹۴) به بررسی رابطه بین ساختار مالکیت و معاملات با اشخاص وابسته در ۱۰۸ شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج پژوهش آن‌ها نشان داد معاملات با اشخاص وابسته دارای رابطه‌ای معنادار با مالکیت شرکتی، مالکیت نهادی و مالکیت متمرکز می‌باشد.

کامیابی و همکاران (۱۳۹۳) در پژوهشی تحت عنوان خطای پیش‌بینی سود، معاملات با اشخاص وابسته و نسبت غیرموظف اعضای هیئت‌مدیره، ارتباط بین معاملات با اشخاص وابسته و خطای پیش‌بینی سود و تأثیر نسبت غیرموظف اعضای هیئت‌مدیره را بر این ارتباط مورد ارزیابی قرار دادند. نتایج آن‌ها نشان داد بین معاملات با اشخاص وابسته و خطای پیش‌بینی سود رابطه‌ای



تأثیر اخبار خوب و بد بر رابطه‌ی بین افشای اطلاعات مربوط به معاملات .../۱۰۳

مثبت و معنادار وجود دارد. همچنین مشخص گردید نسبت اعضای غیرموظف هیئت‌مدیره بر این ارتباط اثر تعدیل‌کننده دارد.

کوشا (۱۳۸۹) در پایان‌نامه کارشناسی ارشد خود بانام «مروری بر پژوهش‌های انجام‌شده در زمینه بازده غیرعادی، اطلاعات مالی انتشاریافته و روابط بین آنها در شرکت‌های پذیرفته‌شده بورس اوراق بهادار تهران» نشان می‌دهد که بازده غیرعادی می‌تواند تحت تأثیر اطلاعات مالی شرکت‌ها باشد.

در سال (۱۳۸۵) مهرآرا و عبدلی طی پژوهشی تحت عنوان «نقش اخبار خوب و بد در نوسانات بازدهی سهام در ایران» به بررسی نوع خبر بر بازده سهام در بورس اوراق بهادار در ایران پرداختند. در این پژوهش رابطه میان تکه‌های بازدهی باقیمت سهام و نوسانات شرطی و فرضیه عدم تقارن نوسانات مورد آزمون قرارگرفته شد که شواهد تجربی حاصل از به‌کارگیری مدل‌های نوسان برای اوراق بهادار تهران نشان داد که تأثیر تکه‌های قیمتی منفی و مثبت بر نوسانات آتی قیمت به لحاظ آماری متفاوت نیست. مهم‌ترین دلایل احتمالی نتیجه مذکور را می‌توان به جوان بودن بورس اوراق بهادار تهران، کند بودن جریان اطلاعات و محدودیت‌های نهادی و سازمانی تفسیر نمود.

#### ۴-۲- فرضیه‌های پژوهش

با توجه به تئوری‌های موجود و پیشینه پژوهش مربوط به افشای معاملات با اشخاص وابسته فرض می‌شود بازار سرمایه نسبت به این‌گونه اطلاعات واکنش نشان دهد. بر این اساس فرضیه پژوهش به‌صورت زیر بیان می‌شود:

فرضیه ۱: بین افشای معاملات با اشخاص وابسته و واکنش بازار سرمایه رابطه‌ی مثبت معناداری وجود دارد.

فرضیه ۲: اخبار خوب و بد بر رابطه‌ی بین افشای معاملات با اشخاص وابسته و واکنش بازار سرمایه تأثیر معناداری دارد.

#### ۳- روش‌شناسی پژوهش

به منظور بررسی فرضیات پژوهش از تحلیل رگرسیون استفاده شده است. اطلاعات مورد نیاز با استفاده از روش کتابخانه‌ای، برای ادبیات موضوع و پیشینه پژوهش گردآوری و پس از انجام مطالعات کتابخانه‌ای برای جمع‌آوری اطلاعات آماری از

– نرم‌افزارهای اطلاعاتی تدبیرپرداز و ره‌آورد نوین، صورت‌های مالی حسابرسی شده شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس که نزد کتابخانه سازمان بورس اوراق بهادار تهران،

- بانک اطلاعاتی جامع شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس (سایت اینترنتی سازمان بورس اوراق بهادار) استفاده شده است.

جامعه آماری متشکل از کلیه شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران است. در این پژوهش برای انتخاب نمونه از روش غربالگری استفاده شده است بدین ترتیب که نخست تمام شرکت‌ها در دوره زمانی ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۳ انتخاب شدند، سپس از بین شرکت‌های موجود، شرکت‌های فاقد هر یک از شرایط زیر، از نمونه خارج شدند:

- ۱- قبل از سال ۱۳۸۸ در بورس پذیرفته شده باشند؛
- ۲- سال مالی شرکت‌ها منتهی به ۲۹ اسفند باشد.
- ۳- شرکت‌ها نباید سال مالی خود را تغییر داده باشند؛
- ۴- پژوهش برای شرکت‌های غیرمالی همچون بانک‌ها و کلیه شرکت‌های سرمایه‌گذاری و هلدینگ (مادر) انجام نمی‌شود. زیرا ماهیت فعالیت این‌گونه شرکت‌ها متفاوت می‌باشد.
- ۵- اطلاعات آن‌ها در دسترس باشد.

با در نظر گرفتن محدودیت‌های فوق، در نهایت ۹۲ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران برای نمونه انتخاب شدند. سپس جهت خلاصه کردن اطلاعات از نرم‌افزار صفحه گسترده Excel استفاده شده است، و در نهایت با استفاده از نرم‌افزار Eviews7 آزمون فرضیه‌ها صورت گرفته است. به منظور تعیین روش جهت آزمون فرضیات آزمون‌های چاو و هاسمن و به منظور تعیین برقراری فروض کلاسیک در تخمین مدل رگرسیونی آزمون‌های تورم واریانس (به منظور تعیین عدم وجود همبستگی بالا بین متغیرهای مستقل)، ناهمسانی واریانس فیشر و دوربین واتسون مورد بررسی قرار می‌گیرد.

برای آزمون فرضیه اول پژوهش از مدل رگرسیونی اول مطابق با پژوهش ویداری و همکاران (۲۰۱۶) و برای آزمون فرضیه دوم پژوهش از مدل شماره ۲ استفاده گردید:

$$AAR = \beta_0 + \beta_1 RPT + \beta_2 SIZE + \beta_3 ROA + \varepsilon \quad \text{مدل ۱}$$

$$AAR = \beta_0 + \beta_1 RPT + \beta_2 GBN + \beta_3 GBN * RPT + \beta_4 SIZE + \beta_5 ROA + \varepsilon \quad \text{مدل ۲}$$

### ۱-۳- متغیرهای پژوهش

#### ۱-۱-۳- متغیر وابسته

متغیر وابسته در این پژوهش میانگین بازده غیرعادی سهام می‌باشد که مطابق با پژوهش ویداری و همکاران (۲۰۱۶) به‌عنوان شاخصی برای واکنش بازار در نظر گرفته شده است. بازده غیرعادی حاصل تفاوت نرخ بازده واقعی و نرخ بازده مورد انتظار می‌باشد (دارابی، ۱۳۹۵).

تأثیر اخبار خوب و بد بر رابطه‌ی بین افشای اطلاعات مربوط به معاملات .../۱۰۵

$$AAR = r_i - E(r_i)$$

AAR = بازده غیرعادی سهام

$r_i$  = نرخ بازده واقعی سهام

$E(r_i)$  = نرخ بازده مورد انتظار سهام

۳-۱-۲- متغیر مستقل

RPT: معاملات با اشخاص وابسته شرکت  $i$  در سال  $t$  که به صورت زیر اندازه‌گیری می‌شود (کانگ

و همکاران<sup>۱۷</sup>، ۲۰۱۴):

RPT / : (معاملات با اشخاص وابسته عملیاتی + معاملات با اشخاص وابسته غیرعملیاتی)

ارزش بازار حقوق صاحبان سهام

۳-۱-۳- متغیر تعدیل‌گر

GBN: اخبار خوب و بد می‌باشد که در مورد اخبار بد (نرخ بازده سهام منفی یا صفر) عدد ۱ و

در مورد اخبار خوب (نرخ بازده سهام مثبت) عدد صفر می‌باشد (کردستانی و حدادی، ۱۳۸۸).

منظور از نرخ بازده سهام نیز وجه نقد دریافتی به اضافه تغییرات در قیمت سهام در طول همان

دوره، تقسیم بر قیمت سهام در ابتدای دوره می‌باشد.

۳-۱-۴- متغیرهای کنترلی

متغیرهای کنترلی استفاده شده در مدل براساس مدل‌های استفاده شده در ویداری و همکاران

(۲۰۱۶) می‌باشد.

SIZE: اندازه شرکت  $i$  در سال  $t$  که براساس پژوهش باگینسکی و هاسل<sup>۱۸</sup> (۱۹۹۷) به صورت

لگاریتم مجموع دارایی‌ها اندازه‌گیری می‌شود؛ که انتظار می‌رود رابطه‌ای منفی با بازده غیرعادی

سهام داشته باشد به عبارت دیگر انتظار می‌رود هرچه شرکت بزرگ‌تر باشد بازده غیرعادی سهام

کمتر شود.

ROA: بازده دارایی‌های شرکت  $i$  در سال  $t$  که به صورت نسبت سود قبل از مالیات و هزینه‌های

مالی به دارایی‌های شرکت محاسبه می‌شود (دموری و دهقانی فیروزآبادی، ۱۳۹۳). انتظار می‌رود

بازده دارایی‌های شرکت رابطه‌ای منفی با بازده غیرعادی داشته باشد، زیرا در شرکت‌های با

عملکرد قوی، انتظار می‌رود بازده واقعی تفاوت بااهمیتی با بازده مورد انتظار نداشته باشد.

۴- یافته‌های پژوهش

۴-۱- آمار توصیفی

به منظور بررسی و تجزیه و تحلیل اولیه داده‌ها، آمار توصیفی متغیرهای پژوهش محاسبه و در

جدول ۱ ارائه شده است. میانگین و میانه بازده غیرعادی سهام به ترتیب ۰٫۹۷- و ۰٫۷۵- می-

باشد. به این معنی که بازده واقعی بازار به طور متوسط ۰٫۹۷- کمتر از بازده مورد انتظار می‌باشد.

میانگین و میانه معاملات با اشخاص وابسته به ترتیب ۰,۰۰۰۱۴ و ۰,۰۰۰۱۸ می‌باشد. انحراف معیار داده‌ها پراکندگی داده‌ها از میانگین را نشان می‌دهد. انحراف معیار کم نشان‌دهنده پراکندگی کم داده‌ها از میانگین و انحراف معیار زیاد نشان‌دهنده پراکندگی زیاد داده‌ها از میانگین می‌باشد. متغیر حاصل ضرب اخبار خوب و بد در معاملات با اشخاص وابسته با انحراف معیار ۰,۰۰۰۱۶ دارای کمترین پراکندگی از میانگین و متغیر اندازه واحد تجاری با انحراف معیار ۲,۸۲ دارای بیشترین پراکندگی از میانگین است. در بررسی ضریب کشیدگی مشاهده می‌شود که تمام متغیرهای مورد بررسی دارای ضریب کشیدگی مثبت یعنی بلندتر از توزیع نرمال می‌باشند.

نگاره ۱: آمار توصیفی

متغیرها	میانگین	میانه	حداقل	حداکثر	انحراف معیار	چولگی	کشیدگی
بازده غیرعادی سهام (واکنش بازار)	-۰/۹۷	-۰/۷۵	-۴/۴۵	۰/۰۰۰۴	۰/۸۴	-۱/۸۳	۶/۶۳
معاملات با اشخاص وابسته	۰/۰۰۱۴	۰/۰۰۰۱۸	۰	۰/۰۹۹۴	۰/۰۰۵۴	۱۲/۴۵	۲۰۲
اندازه واحد تجاری	۱۰/۶۷	۱۱/۷۶	۴/۵۷	۱۶/۱۹	۲/۸۲	-۰/۷۹	۲/۲۱
بازده شرکت	۰/۰۰۷۵	۰/۰۰۳۸	-۰/۰۲۴	۰/۰۱	۰/۰۱	۱/۰۲	۴/۳۷
اخبار خوب و بد	۰/۲۸	۰	۰	۱	۰/۴۵	۰/۹۳	۱/۸۷
حاصل ضرب اخبار خوب و بد * معاملات با اشخاص وابسته	۰/۰۰۰۳	۰	۰	۰/۰۲۲	۰/۰۰۱۶	۸/۰۳	۸۶/۵۶

#### ۴ - ۲ - آمار استنباطی

در این بخش به تجزیه و تحلیل الگوی ذکر شده و برازش مدل موردنظر پرداخته می‌شود. به منظور بررسی وجود یا عدم وجود همخطی شدید بین متغیرهای مستقل از آزمون تورم واریانس استفاده شده است. مقدار عامل تورم واریانس (VIF) متغیرهای مستقل باید کمتر از ۱۰ باشد تا عدم وجود همخطی حاد تایید گردد. در جدول زیر مشاهده می‌شود مقدار VIF برای کلیه متغیرها کمتر از ۱۰ می‌باشد بنابراین مشکل هم خطی بین متغیرهای مستقل وجود ندارد.

نگاره ۲: نتایج آزمون هم خطی (VIF)

عنوان	مقدار VIF	
	مدل ۱	مدل ۲
معاملات با اشخاص وابسته	۱/۰۰۵	۱/۱۰
اندازه شرکت	۱/۰۰۷	۱/۰۱
بازده دارایی‌های شرکت	۱/۰۰۹	۱/۰۶
اخبار خوب و بد	-	۱/۲۱
حاصل ضرب اخبار خوب و بد در معاملات با اشخاص وابسته	-	۱/۲۵

یکی دیگر از فروض کلاسیک این است که بیان می‌کند واریانس خطاها مقدار ثابتی است. اگر خطاها واریانس ثابت نداشته باشند گفته می‌شود آنها ناهمسان هستند. به منظور بررسی اینکه خطاها همسان هستند یا ناهمسان، از آزمون فیشر در نرم افزار ایویوز استفاده شده است. نتایج حاصل از این آزمون در نگاره زیر بیان شده است.

نگاره ۳: نتایج آزمون فیشر

الگو	سطح احتمال	آماره	نتیجه
مدل ۱	۰,۰۰۰۰	۴۶۸	وجود واریانس همسان
مدل ۲	۰,۰۰۰۰	۴۱۶	وجود واریانس همسان

با توجه به سطح احتمال آزمون فوق، می‌توان نتیجه گرفت واریانس خطاها در مدل اول و دوم ثابت است.

به دلیل استفاده از روش داده‌های ترکیبی در این پژوهش باید برای تشخیص روش تخمین مناسب، آزمون‌های مختلفی انجام داد. رایج‌ترین این آزمون‌ها، آزمون چاو، بروش پاگان و آزمون هاسمن می‌باشد.

آزمون چاو: چاو (۱۹۶۰) آزمونی را معرفی کرد که برای انتخاب بین روش حداقل مربعات معمولی مدل داده‌های ادغام‌شده‌ی (تلفیقی) و مدل آثار ثابت مورد استفاده قرار می‌گیرد. مفروضات این مدل عبارت‌اند از:

$$H_0: \mu_1 = \mu_2 = \dots = 0$$

$H_1$ : NOT

$\mu$  ضریب متغیر مجازی در مدل آثار ثابت است. در این آزمون، فرضیه صفر بیانگر یکسان بودن ضرایب و عرض از مبدأ در شرکت‌های مورد بررسی بوده و از این رو رد فرضیه صفر مبین استفاده از روش حداقل مربعات معمولی ادغام‌شده می‌باشد.

در گام بعد، آزمون هاسمن برای تعیین مدل مورد استفاده قرار می‌گیرد تا مشخص شود باید از مدل با اثرات ثابت استفاده کرد یا مدل با اثرات متغیر. معناداری آزمون هاسمن در مدل دارای اثرات متغیر، بدین معناست که فرضیه صفر آزمون مبنی بر همبستگی بین جزء اخلاص و متغیر مستقل رد شده است و بنابراین باید از مدل دارای اثرات ثابت استفاده شود. در نگاره ۴ و ۵ نتایج حاصل از آزمون چاو، هاسمن و برازش مدل رگرسیونی فرضیات اول و دوم ارائه شده است.

نگاره ۴: نتایج برازش مدل رگرسیونی رابطه معاملات با اشخاص وابسته و واکنش بازار

نوع آزمون	آماره	سطح معناداری	نتیجه
چاو	۴/۳۳	۰/۰۰۰۰	کاربرد مدل داده‌های پانلی در مقابل مدل تلفیقی (پولی)
هاسمن	۱۲/۶۲	۰/۰۰۵	کاربرد مدل دارای اثرات ثابت
متغیر	ضریب متغیر	آماره t	سطح معناداری
ضریب ثابت	-۰/۸۰	-۶/۱۲	*۰/۰۰۰۰
معاملات با اشخاص وابسته	۱۲/۶۵	۱/۹۶	***۰/۰۰۵۰۴
اندازه واحد تجاری	-۰/۰۱	-۰/۹۱	۰/۳۵
بازده دارایی‌های شرکت	-۹/۶۰	-۲/۲۸	**۰/۰۲۳۱
R <sup>2</sup> تعدیل شده	۰/۳۶		
دوربین واتسون	۱/۹۱		
Prob(F-statistic)	۰/۰۰۰۰		

\*\*\*، \*\*، \* به ترتیب سطح معناداری در سطح ۱، ۵ و ۱۰ درصد می‌باشند

ابتدا اعتبار آماری کل پژوهش با ضریب F تعیین می‌شود؛ با توجه به سطح معنی‌داری این متغیر (sig=0.0000) و کوچک تر بودن آن از  $\alpha=0.05$  نشان می‌دهد که کل رگرسیون از اعتبار آماری لازم برخوردار است. همچنین با توجه به جداول مربوط به مدل رگرسیون هرکدام از فرضیه‌ها می‌توان با مشاهده ضریب تعیین تعدیل شده تعیین نمود که چه مقدار از تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای مستقل بیان می‌شود. به بیان دیگر ضریب تعیین R<sup>2</sup> معیاری است که قوت رابطه میان متغیر مستقل و متغیر وابسته را تشریح می‌کند. در بررسی خودهمبستگی بین خطاها نیز، اگر مقدار آماره دوربین واتسون بین ۱,۵ الی ۲,۵ باشد، می‌توان نتیجه گرفت که خودهمبستگی وجود ندارد، یا به عبارت دیگر، جز خطای یک مشاهده، تحت تأثیر جز خطای دیگر نمی‌باشد.

تأثیر اخبار خوب و بد بر رابطه‌ی بین افشای اطلاعات مربوط به معاملات .../۱۰۹

در این مدل  $R^2 = 0,36$  می‌باشد. یعنی تقریباً ۳۶ درصد از تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای مستقل قابل توضیح است. علاوه بر این، عدد مربوط به دوربین واتسون مدل برابر ۱,۹۱ می‌باشد که نشان‌دهنده عدم وجود خطای خودهمبستگی در مدل می‌باشد. با توجه به ستون مربوط به سطح معناداری جدول فوق مشاهده می‌گردد که رابطه‌ی معنادار بین معاملات با اشخاص وابسته و بازده غیرعادی سهام در سطح اطمینان ۹۰ درصد وجود دارد. ضریب این متغیر مثبت است که نشان می‌دهد هرچه میزان معاملات با اشخاص وابسته گزارش شده بیشتر باشد واکنش بازار نسبت به افشای این‌گونه معاملات بیشتر است.

خروجی جدول همچنین حاکی از این است که بین بازده دارایی‌ها و بازده غیرعادی سهام رابطه منفی وجود دارد یعنی هر چه بازده دارایی‌های شرکت بالاتر باشد بازده غیرعادی سهام کمتر است. نتایج پژوهش همچنین نشان می‌دهد ارتباط معناداری بین اندازه شرکت و بازده غیرعادی سهام وجود ندارد.

نگاره ۵: نتایج برازش مدل رگرسیونی تأثیر اخبار خوب و بد بر رابطه‌ی بین افشای معاملات با اشخاص وابسته و واکنش بازار سرمایه

نوع آزمون	آماره	سطح معناداری	نتیجه
چاو	۴/۳۶	۰/۰۰۰۰	کاربرد مدل داده‌های پانلی در مقابل مدل تلفیقی
هاسمن	۱۲/۹۱	۰/۰۲۴۲	کاربرد مدل دارای اثرات ثابت
متغیر	ضریب متغیر	آماره t	سطح معناداری
ضریب ثابت	-۰/۸۵	-۶/۴۵	*./۰۰۰۰
معاملات با اشخاص وابسته	۱۴/۲۵	۲/۱۵	**./۰۳۱۷
اخبار خوب و بد	۰/۲۲	۳/۰۲	*./۰۰۲۶
معاملات با اشخاص وابسته* اخبار خوب و بد	-۱۷/۲۰	-۰/۷۹	۰/۴۲۴۹
اندازه واحد تجاری	-۰/۰۱	-۱/۱۵	۰/۲۴۸۳
بازده دارایی‌های شرکت	-۷/۴۷	-۱/۷۵	***./۰۸۰۴
$R^2$ تعدیل شده		۰/۳۷	
دوربین واتسون	۱/۸۷		
Prob(F-statistic)		۰/۰۰۰۰	

\*\*\*، \*\*، \* و \*\*\* به ترتیب سطح معناداری در سطح ۱، ۵ و ۱۰ درصد می‌باشند

با توجه به سطح معنی داری این متغیر ( $\text{sig}=0.0000$ ) و کوچک تر بودن آن از ( $\alpha=0.05$ ) نشان می‌دهد که کل رگرسیون از اعتبار آماری لازم برخوردار است. در این مدل  $R^2 = 0.37$  می‌باشد. یعنی تقریباً ۳۷ درصد از تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای مستقل قابل توضیح است. علاوه بر این، عدد مربوط به دوربین واتسون مدل برابر ۱,۸۷ می‌باشد که نشان‌دهنده عدم وجود خطای خودهمبستگی در مدل می‌باشد. با توجه به ستون مربوط به سطح معناداری نگاره فوق مشاهده می‌گردد اخبار خوب و بد بر واکنش سرمایه‌گذاران نسبت افشای معاملات با اشخاص وابسته تأثیر معناداری ندارد.

## ۵- نتیجه‌گیری و پیشنهادها

هدف از این پژوهش، بررسی اثر اخبار خوب و بد بر رابطه‌ی بین معاملات با اشخاص وابسته و واکنش بازار سرمایه است. برای این منظور دو فرضیه تدوین شده که نتایج آن‌ها به شرح ذیل می‌باشد:

یافته‌های پژوهش نشان می‌دهد که بین افشای معاملات با اشخاص وابسته و واکنش بازار سرمایه رابطه مثبت معناداری وجود دارد. نتایج این پژوهش با یافته‌های ویداری و همکاران (۲۰۱۶) مطابقت ندارد. این یافته بیانگر تئوری تضاد منافع (رفتار فرصت طلبانه) است. در تئوری‌های 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 سرمایه‌گذاران و به‌طور کلی فضای کسب و کار کشورها می‌باشد. تئوری تضاد منافع با مسئله‌ی نمایندگی سازگار است و بیان می‌دارد که این‌گونه معاملات به جهت کسب منافع شخصی برای مدیران به کار گرفته می‌شود و موجب متضرر شدن شرکت و سهامداران می‌گردد. در مقابل فرضیه‌ی معاملات کارا، معاملات با اشخاص وابسته را بخشی از تقاضای واحد تجاری قلمداد می‌کند و آن را تضمین‌کننده‌ی کار مدیران در شرکت می‌داند. این دیدگاه معاملات با اشخاص وابسته را مضر نمی‌داند و حتی ممکن است برای سهامداران سودمند نیز باشد. در اقتصاد نوظهور که انتصاب و ابقای مدیران بانفوذ سهامداران عمده انجام می‌گیرند تصاحب منابع شرکت‌ها رواج دارد و بین سهامداران عمده و خرد عدم تقارن اطلاعاتی و تضاد منافع به وجود می‌آید. در بازار نوظهور سرمایه‌ی 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 سال‌های اخیر نیز گواهی بر این ادعا است که معاملات با اشخاص وابسته نه تنها می‌تواند باعث اخلاص در امر ارزش‌آفرینی به‌عنوان اصلی‌ترین وظیفه‌ی مدیریت شود، بلکه موجبات فروپاشی شرکت‌ها را نیز به تدریج فراهم می‌کند. بر این اساس بود که پس از



ورشکستگی انرون کنگره‌ی آمریکا قانون ساربنز اکسلی 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 سختگیرانه‌ای را درباره‌ی لزوم افشای معاملات با اشخاص وابسته برای شرکت‌های پذیرفته‌شده وضع نموده است.

نتایج آزمون فرضیه دوم نشان داد که اخبار خوب و بد بر رابطه‌ی بین افشای معاملات با اشخاص وابسته و واکنش بازار سرمایه تأثیر معناداری ندارد. در مجموع می‌توان چنین اظهار کرد: خصوصیات رفتاری مخاطبین، نوع اخبار و مراجع اطلاع‌رسانی و حتی نوع واژگان به کار گرفته‌شده جملگی موجب می‌شوند که واکنش‌ها نسبت به اخبار، متفاوت باشد. به بیانی دیگر، اهمیت اخبار مرتبط با صنایع گوناگون در نگاه سرمایه‌گذاران یکسان نیست. همچنین، خبرهای مرتبط با رکود و رونق اقتصادی، نرخ بیکاری، تورم و بسیاری موارد دیگر در حوزه اقتصاد، توجه سرمایه‌گذاران را به خود جذب می‌کند. به‌علاوه، سیطره تأثیرگذاری اخبار سیاسی همچون اخبار اقتصادی آن‌چنان گسترده و عمیق است که بازار سرمایه خواه‌ناخواه تحت تأثیر آن قرار می‌گیرد. در این میان خالی از لطف نیست اگر بر نقش بااهمیت واژگان مورد استفاده در اعلان اخبار و اطلاعات تأکید کنیم و به‌کارگیری دقیق و صحیح واژگان در اعلان اخبار مرتبط با بازار سرمایه را یادآور شد.

فرصت‌طلبانه بودن معاملات با اشخاص وابسته یکی از چالش‌های راهبری شرکتی به‌ویژه در کشورهای آسیایی است. بنابراین نظارت مؤثر بر این معاملات و محدودسازی آن‌ها طلایه‌دار اصلاحات راهبری شرکتی در آسیا است. از این‌رو فضای کسب‌وکار کشورهایی که از این جهت ضعف دارند نیازمند اصلاحاتی است که محافظت از سرمایه‌گذاران را تقویت کند. با توجه به ساختار مالکیتی متمرکز در فضای کسب‌وکار ایران و این موضوع که نشانه‌های رفتار فرصت‌طلبانه در انجام معاملات با اشخاص وابسته دیده می‌شود، 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 پژوهش حاضر جهت ارزیابی معاملات با اشخاص وابسته از نسبت معاملات با اشخاص وابسته به ارزش حقوق صاحبان سهام استفاده گردید. پیشنهاد می‌شود در پژوهش‌های آتی از سایر معیارها که جنبه‌های مختلف این‌گونه معاملات را بیان می‌دارند نظیر، معاملات فروش به اشخاص وابسته، معاملات خرید از اشخاص وابسته، مطالبات از اشخاص وابسته، بدهی به اشخاص وابسته، تضمینات ارائه‌شده به اشخاص وابسته، تضمینات دریافت شده از اشخاص وابسته و ... نیز استفاده گردد. در ضمن پیشنهاد می‌شود برای محاسبه بازده غیرعادی سهام از

معیارهای دیگری مانند شاخص قیمت و بازده نقدی کل، شاخص ۵۰ شرکت فعال، مدل سه عاملی فاما و فرنچ و ... استفاده گردد.

## یادداشت‌ها

- 1- Widari & et al.
- 2- Gordon & Henry
- 3- Gordon & et al.
- 4-Ball and Brown
- 5- Dyanty & et al.
- 6- Huang
- 7- Wenxia & et al.
- 8- Daniel & et al.
- 9- Barberis & et al.
- 10- Hong and Stein
- 11- Sprenger and Welp
- 12- Christoph
- 13- Chien & Hsu
- 14- Kohlbeck & Mayhew
- 15- Cheung & Yuehua
- 16- Kang & et al.
- 17- Baginski & Hassell

## کتابنامه

۱. اعتمادی، حسین و اسمعیلی کججانی، محمد. (۱۳۹۴). مروری جامع بر تئوری‌های سیاست تقسیم سود، مطالعات حسابداری و حسابرسی، ۵ (۱۷): ۲۲-۳۵.
۲. بولو، قاسم، مرفوع، محمد و ابوالحسنی طرقي، علیرضا. (۱۳۹۳). رابطه بین بازده غیرعادی و حسابداری محافظه‌کارانه در بورس اوراق بهادار تهران، دانش حسابرسی، ۴ (۵۷): ۲۷-۶۵.
۳. دارابی، رویا و داوودخانی، محمود. (۱۳۹۴). تأثیر معاملات با اشخاص وابسته بر ارزش شرکت، پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، ۷ (۲۸): ۱۳۱-۱۵۲.
۴. دمووری، داریوش و دهقانی فیروزآبادی، ابوالفضل. (۱۳۹۳). بررسی ارتباط بین عدم تقارن اطلاعاتی و سیاست تقسیم سود با بکارگیری مدل لاجیت، راهبرد مدیریت مالی، ۲ (۴): ۲۱-۳۸.
۵. شعری، صابر و حمیدی، الهام. (۱۳۹۱). شناسایی انگیزه‌های معاملات با اشخاص وابسته، پژوهش‌های تجربی حسابداری، ۲ (۲): ۴۹-۶۴.
۶. طاهری‌نیا، مسعود و کوگانی، آرش. (۱۳۹۴). بررسی رابطه ساختار مالکیت و معاملات با اشخاص وابسته در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، کنفرانس بین‌المللی پژوهش‌های نوین در مدیریت، اقتصاد و حسابداری، استانبول، موسسه مدیران ایده پرداز پایتخت ایلینا، قابل دسترس در : [www. Civilica.com](http://www.Civilica.com)
۷. کامیابی، یحیی؛ بوژمهرانی، احسان و نادری پلنگی، فاضل. (۱۳۹۳). خطای پیش‌بینی سود، معاملات با اشخاص وابسته و نسبت غیرموظف اعضای هیات مدیره، فصلنامه مطالعات تجربی حسابداری مالی، ۱۱ (۴۳): ۱۳۵-۱۵۱.
۸. کردستانی، غلامرضا و حدادی، مجید. (۱۳۸۸). بررسی رابطه بین محافظه‌کاری در حسابداری و هزینه سرمایه، پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، ۱ (۳): ۲۳-۵۰.

تأثیر اخبار خوب و بد بر رابطه‌ی بین افشای اطلاعات مربوط به معاملات .../۱۱۳

۹. کوشا، کیانا. (۱۳۸۹). مروری بر تحقیقات انجام‌شده در زمینه بازدهی غیرعادی، اطلاعات مالی انتشاریافته و روابط بین آن‌ها در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، رساله مقطع کارشناسی ارشد، مدیریت، دانشگاه آزاد اسلامی تهران مرکزی.
۱۰. مشایخ، شهناز، حدیدی فر، شهره و پژمان، سرور. (۱۳۹۲). تأثیر اخبار و مراجع خبری بر بازار سرمایه، پژوهش‌های حسابداری، ۲(۴): ۵۷-۷۲.
۱۱. منصور، جهانگیر. (۱۳۹۳). قانون تجارت، دیدار، چاپ ۱۳۰، صفحه ۵۹.
۱۲. مهرآرا، محسن و عبدلی، قهرمان. (۱۳۸۵). نقش اخبار خوب و بد در نوسانات بازدهی سهام در ایران، پژوهش‌های اقتصادی ایران، دوره ۸(۲۶): ۲۵-۴۰.
۱۳. نادرعلی، هادی. (۱۳۹۳). رابطه معاملات با اشخاص وابسته (کالا و منابع مالی) با عملکرد شرکت، پایان‌نامه کارشناسی ارشد، موسسه آموزش عالی غیر دولتی غیر انتفاعی کار.
۱۴. هاگن، رابرت. (۱۳۸۵). تئوری نوین سرمایه‌گذاری، ترجمه علی پارسائیان، جلد دوم، انتشارات ترمه.
۱۵. هبیتی، فرشاد، زندیه، وحید. (۱۳۹۰). بیش واکنش سرمایه‌گذاران بازار سهام ایران به اخبار بحران مالی جهانی، مجله دانش مالی تحلیل اوراق بهادار، ۴(۹): ۷۵-۱۰۰.

16. Baginski, S. P., & Hassell, J. M. (1997). Determinants of management forecast precision. *Accounting Review*, 303-312.

17. Ball, R., & Brown, P. (1968). An empirical evaluation of accounting income numbers. *Journal of accounting research*, 159-178.

18. Barberis, N., Shleifer, A., & Vishny, R. (1998). A model of investor sentiment. *Journal of financial economics*, 49(3), 307-343.

19. Birz, G., & J. R. Lott Jr. (2011). The effect of macroeconomic news on stock returns: New evidence from newspaper coverage. *Journal of Banking & Finance*, 35, 2791.

20. Cheung, Y. L., Qi, Y., Rau, P. R., & Stouraitis, A. (2009). Buy high, sell low: How listed firms price asset transfers in related party transactions. *Journal of Banking & Finance*, 33(5), 914-924.

21. Chien, C. Y., & Hsu, J. (2010). The role of Corporate Governance in related party transactions.

22. Van der Elst, C. (2016). Empowering the Audit Committee and the Auditor in Related Party Transactions.. ECGI Working Paper Series in Law, available at: <http://ssrn.com/abstract=2801585>.

23. Daniel, K., Hirshleifer, D., & Subrahmanyam, A. (1998). Investor psychology and security market under-and overreactions. *the Journal of Finance*, 53(6), 1839-1885.
24. Dyanty, V., Utama, S. & Rossieta, H. (2009). The Influence of a Controlling Interest in the Final Against Related Party Transactions, Paper, Indonesia University.
25. Gordon, E. A., & Henry, E. (2005). Related party transactions and earnings management.
26. Gordon Elizabeth, A., Henry, E., & Palia, D. (2004). Related party transactions: Associations with corporate governance and firm value. *Working Paper*, <http://www.ssrn.com>.
27. Hong, H., & Stein, J. C. (1999). A unified theory of underreaction, momentum trading, and overreaction in asset markets. *The Journal of finance*, 54(6), 2143-2184.
28. Kang, M., Lee, H. Y., Lee, M. G., & Park, J. C. (2014). The association between related-party transactions and control-ownership wedge: Evidence from Korea. *Pacific-Basin Finance Journal*, 29, 272-296.
29. Kohlbeck, M., & Mayhew, B. W. (2010). Valuation of firms that disclose related party transactions. *Journal of Accounting and Public Policy*, 29(2), 115-137.
30. Sprenger, T. O., & Welp, I. M. (2011). News or noise? The stock market reaction to different types of company-specific news events.
31. Ge, W., Drury, D. H., Fortin, S., Liu, F., & Tsang, D. (2010). Value relevance of disclosed related party transactions. *Advances in Accounting*, 26(1), 134-141.
32. Widari, N. W. S., Subroto, B., & Fuad, A. (2016). Market Reaction on the Information of Related Party Transaction Disclosure. *Imperial Journal of Interdisciplinary Research*, 2(7).