



## طراحی مدل شبکه‌ای عوامل موثر بر صرف کنترل بلوک‌های کنترلی سهام

حسین اعتمادی<sup>۱</sup>

طوبی دهقانی<sup>۲</sup>

تاریخ پذیرش: ۱۳۹۳/۱۲/۰۳

تاریخ دریافت: ۱۳۹۳/۱۰/۰۲

### چکیده

بلوک‌های کنترلی سهام معمولاً به قیمتی بیشتر از قیمت بازار سهام معامله می‌شوند و عوامل متعددی بر صرف پرداختی توسط خریداران بلوک سهام و در نتیجه بر قیمت معامله بلوک‌ها تاثیر دارد. بنابراین می‌توان این مساله را از موضوعات تصمیم‌گیری چند معیاره در نظر گرفت.

در این پژوهش عوامل موثر بر صرف کنترل پرداختی توسط خریداران بلوک‌های کنترلی سهام با بررسی پیشینه تحقیق و نظرسنجی از خبرگان مالی و سرمایه‌گذاری و با استفاده از فرآیند تحلیل شبکه فازی شناسایی و اولویت‌بندی شده است. نتایج پژوهش با یافته‌های تحقیقات قبلی نیز مطابقت داشته و حاکی از این است که اندازه بلوک، اندازه شرکت، نوع صنعت و وجوه نقد و دارایی‌های قابل معامله، سهامدار بودن قبلی بودن خریدار از جمله عواملی هستند که بر صرف کنترل بلوک‌های کنترلی سهام تاثیر دارند.

**واژه‌های کلیدی:** صرف کنترل، بلوک سهام، قیمت‌گذاری، منافع خصوصی، فرآیند تحلیل شبکه.

۱- دانشیار حسابداری دانشگاه تربیت مدرس، نویسنده اصلی و مسئول مکاتبات. etemad@modares.ac.ir

۲- دکترای حسابداری دانشگاه تربیت مدرس.

## ۱- مقدمه

تحقیقات تجربی در مورد تغییرات قیمت سهام به دلیل انتقال بخش عمده یا قسمتی از سهام شرکت‌ها نشان می‌دهد که این تغییرات مثبت هستند و معمولاً قیمت بالا می‌رود. در این صورت سهامداران اقلیت از تغییر سهامدار عمده شرکت بهره می‌برند و معاملات بلوک رویداد مثبتی برای شرکت محسوب می‌شود. کنترل شرکت‌ها توسط سهامداران عمده باعث می‌شود که فعالیت مدیران تحت نظر قرار گیرد و منافع حاصل از عملکرد بهتر با هزینه نظارت بر عملکرد مدیران تهاتر شود. سهامداران اقلیت از تلاش‌های سهامداران عمده سواری مجانی<sup>۱</sup> می‌گیرند و در منافع سهیم می‌شوند. در حاکمیت شرکتی این منافع، منافع مشترک کنترل<sup>۲</sup> نامیده می‌شود. سهامداران عمده با داشتن کنترل، امکان بهره‌برداری از دارایی‌ها و منابع شرکت را دارند. در نبود حمایت کارآ از سهامداران اقلیت و شفافیت فعالیت‌های شرکت، سهامداران عمده می‌توانند تصمیماتی را به نفع خود و به هزینه سهامداران اقلیت بگیرند و در نهایت منابع شرکت را از شرکت خارج سازند. به اعتقاد گرگوریک و وسپرو<sup>۳</sup> (۲۰۰۳) احتمال خارج کردن این منافع خصوصی کنترل<sup>۴</sup> یکی از دلایل اصلی وجود بلوک‌های سهام در دنیا می‌باشد.

بارکلی و هولدرنس<sup>۵</sup> (۱۹۸۹) اولین کسانی بودند که با مطالعه قیمت گذاری بلوک‌های سهام عادی شواهد سیستماتیک در مورد منافع خصوصی برای سهامداران عمده فراهم کردند. آن‌ها استدلال کردند اگر همه سهامداران منافع شرکت را به نسبت درصد مالکیت خود دریافت کنند به عبارت دیگر اگر منافع خصوصی از مالکیت بلوک سهام وجود نداشته باشد، بلوک‌ها به قیمت بازار معامله می‌شوند. سهامداران عمده، این انگیزه را دارند که از قدرت حق رای خود برای مصرف منابع شرکت یا از مزایای شرکت بهره ببرند که با سهامداران اقلیت مشترک نیست. این‌ها مزایای خصوصی کنترل هستند.

پیشینه تحقیق نشان می‌دهد که بلوک‌های سهام با صرف بزرگی نسبت به قیمت سهام در بورس مبادله می‌شوند و اندازه بلوک، خصوصیات خریدار و خصوصیات شرکت هدف بر صرف کنترل<sup>۶</sup> تاثیر دارند. هدف مقاله حاضر شناسایی و اولویت‌بندی عوامل موثر بر صرف کنترل بلوک‌های کنترلی سهام با استفاده از فرآیند تحلیل شبکه فازی<sup>۷</sup> می‌باشد که جهت انجام آن، ابتدا عوامل موثر با بررسی پیشینه تحقیق و همچنین نظرسنجی از خبرگان مالی و سرمایه‌گذاری شناسایی و سپس این عوامل و معیارهای شناسایی شده با استفاده از فرآیند تحلیل شبکه فازی اولویت‌بندی می‌شود.

بلوک کنترلی سهام: در این تحقیق منظور بلوکی از سهام است که خریدار به واسطه خرید آن مجاز به انتخاب یک یا چند نفر از اعضای هیات مدیره شرکت می‌باشد و در اداره شرکت دخالت خواهد داشت. معاملات بلوک: حجم بالایی از سهام شرکت هاست که به صورت یکجا و معمولاً به قیمتی که بالاتر از قیمت بازار سهم معامله می‌شود.

صرف کنترل: به طور خلاصه صرف کنترل ارزشی است که خریدار بلوک سهام حاضر است برای دخالت در اداره شرکت و کسب کنترل پرداخت کند و معمولاً به صورت تفاوت قیمت خرید بلوک سهام و قیمت سهام در بازار تعیین می‌شود.

## ۲- بیان مساله

از طریق انجام معاملات بلوک سهام، انتقال مالکیت و کنترل شرکت‌ها در بورس اوراق بهادار تهران صورت می‌گیرد و اکثر این بلوک‌ها با قیمتی بیشتر از قیمت بازار مبادله می‌شوند. با توجه به اهمیت این معاملات و نقشی که در تغییر ساختار و مالکیت شرکت‌ها دارند، مساله این تحقیق تعیین معیارها و عواملی است که بر صرف بلوک‌های کنترلی سهام و در نتیجه بر قیمت بلوک‌های سهام تاثیر دارد.

در بورس اوراق بهادار تهران معاملات بلوک سهام در قالب معاملات عمده انجام می‌شود. طبق بند ۱۹ ماده ۱ دستورالعمل اجرایی نحوه انجام معاملات در بورس اوراق بهادار تهران مصوب آذر ۱۳۸۹، معامله عمده معامله ای است که تعداد سهام یا حق تقدم قابل معامله در آن در شرکت‌هایی که سهام پایه آن‌ها بیش از ۳ میلیارد عدد است، بزرگتر یا مساوی یک درصد سهام پایه و در شرکت‌هایی بزرگتر یا مساوی ۵ درصد باشد که سهام پایه آن‌ها کمتر یا مساوی ۳ میلیارد عدد است.

جدول ۱ ارزش معاملات بلوک سهام و درصد آن از کل ارزش معاملات بورس اوراق بهادار تهران را در طی سال‌های ۱۳۸۵ الی ۱۳۹۰ نشان می‌دهد:

جدول ۱- ارزش معاملات بلوک سهام

سال	ارزش معاملات بلوک سهام (میلیارد ریال)	ارزش کل معاملات سهام (میلیارد ریال)	درصد
۱۳۸۵	۱۲٫۷۴۷	۵۵٫۶۴۴	۲۲٫۹
۱۳۸۶	۲۰٫۲۶۶	۷۲٫۷۹۹	۲۷٫۸۳
۱۳۸۷	۵۴٫۷۰۵	۱۳۷٫۱۱۸	۳۹٫۸
۱۳۸۸	۱۰۱٫۳۹۰	۱۸۴٫۱۶۶	۵۴٫۹
۱۳۸۹	۴۹٫۷۲۲	۲۱۸٫۰۵۵	۲۲٫۸
۱۳۹۰	۳۵۰٫۷۸۲	۲۲۶٫۴۴۷	۱۵٫۸

منبع: گزارشات آماری سالانه بورس اوراق بهادار تهران ۱۳۸۵-۱۳۹۰

همانگونه که از جدول ۱ مشخص می‌باشد معاملات بلوک سهام طی سال‌های ۱۳۸۵ تا ۱۳۹۰ به طور متوسط بالغ بر ۳۰ درصد از ارزش کل معاملات بورس اوراق بهادار تهران را تشکیل داده‌اند. بنابراین این معاملات از اهمیت ویژه‌ای برای بورس و همچنین سرمایه‌گذاران به خصوص سرمایه‌گذاران نهادی برخوردار می‌باشد. ضمن این که در تحقیقات داخلی انجام شده در مورد معاملات بلوک در بورس اوراق بهادار تهران میزان صرف این معاملات بیش از ۳۰ درصد محاسبه شده است که نشان می‌دهد صرف کنترل در معاملات بلوک سهام در بورس اوراق بهادار تهران بالاست.

### ۳- هدف پژوهش و ضرورت انجام آن

هدف این تحقیق شناسایی و اولویت بندی عوامل موثر بر صرف کنترل بلوک های کنترلی سهام با استفاده از فرآیند تحلیل شبکه می باشد. قیمت گذاری بلوک های سهام و عوامل موثر بر صرف کنترل از موضوعاتی است که تحقیقات زیادی به آن نپرداخته اند. اکثر تحقیقات تجربی در مورد منافع مشترک و خصوصی کنترل ناشی از انتقال کنترل و مالکیت ها و همچنین عوامل موثر بر صرف کنترل در بازارهای سرمایه پیشرفته انجام شده است و به استثنای چند تحقیق مانند گوریچ و و سپرو (۲۰۰۳)، تروجانوسکی<sup>۸</sup> (۲۰۰۸)، تحقیقات کمی در مورد این مساله در بازارهای نوظهور انجام شده است.

### ۴- پیشینه پژوهش

در این بخش به پیشینه نظری و تجربی تحقیق اشاره می شود که در آن ها عوامل موثر بر صرف کنترل و همچنین اندازه صرف کنترل بررسی شده است.

#### ۴-۱- عوامل موثر بر صرف کنترل

طبق نتایج تحقیق ماساری و همکاران<sup>۹</sup> (۲۰۰۶) هویت خریدار بلوک سهام بر میزان صرف کنترل تاثیر دارد. استراتژیک بودن خریدار (خریداری که هدف بلندمدت دارد و طرحی را دنبال می کند) و یا این که خریدار از موسسات مالی باشد بر اندازه صرف کنترل تاثیر دارد.

تعیین ارتباط بین منافع کنترل و اندازه شرکت به طور کلی مبهم است. از یک سو می توان انتظار داشت که شرکت های بزرگتر بیشتر از سوی مقامات بورس یا سرمایه گذاران نهادی نظارت می شوند و بنابراین امکان خارج کردن منافع از شرکت به ضرر سهامداران جزء کاهش می یابد. از سوی دیگر شرکت های بزرگتر فرصت بیشتری برای کسب منافع خصوصی کنترل فراهم می کنند.

ارتباط بین منافع کنترل و بدهی چندان واضح نیست. جنسن<sup>۱۰</sup> (۱۹۸۶) نشان می دهد چگونه بدهی می تواند دسترسی مدیریت به جریان وجوه نقد آزاد را محدود کند و پیشنهاد می کند که بین بدهی و منافع خصوصی کنترل رابطه منفی وجود دارد.

بارکلی و هولدرنس (۱۹۸۹) در تحقیقشان بین اهرم و منافع خصوصی کنترل ارتباط مثبت در نظر گرفته اند. آنها همچنین بین اندازه صرف و سود آوری و عملکرد شرکت قبل از معامله ارتباط منفی پیش بینی کردند و پیشنهاد نمودند که وجود عملکرد مالی ضعیف، هزینه های خصوصی بلوک های بزرگ سهام به دلیل افزایش نظارت بیشتر بر سهامدار کنترلی، افزایش می یابد. علاوه بر این، آن ها اشاره کردند که تهدید دعاوی حقوقی وقتی که شرکت در وضعیت مالی نامناسب باشد، افزایش می یابد.

به اعتقاد بارکلی و هولدرنس (۱۹۸۹) منافع کنترل با مقدار وجه نقد و اوراق بهادار قابل معامله در شرکت هدف افزایش می یابد. طبق نظر تروجانوسکی (۲۰۰۸) ریسک تاثیر مهمی بر منافع خصوصی کنترل داشته و کنترل در شرکت های ریسکی تر ارزشمندتر است و در نتیجه صرف کنترل پرداختی بیشتر می باشد.

پولسن<sup>۱۱</sup> (۲۰۱۱) در تحقیق خود به این موضوع می پردازد که فروشندگان و خریداران کدام ارزش بیشتری برای منافع خصوصی قائل هستند. نتایج تحقیق آن ها در مورد ۱۷۹ بلوک سهام نشان می دهد که فروشندگان بلوک های سهام ارزش بیشتری برای منافع خصوصی کنترل قائل هستند.

بیرکاکیتا و همکاران<sup>۱۲</sup> (۲۰۱۱) به بررسی متدولوژی های برآورد صرف کنترل و همچنین برآورد میزان صرف کنترل در بازار سرمایه لهستان در دوره ۱۹۹۵ تا ۲۰۰۹ پرداخته اند. تحقیق آنان در مورد ۱۳۹ معامله بلوک با حق رای بیش از ۵ درصد نشان می دهد صرف کنترل این بلوک ها ۴/۴۱ درصد تا ۱۰/۵۲ درصد بوده است.

باراک و لوترباخ<sup>۱۳</sup> (۲۰۱۲)، ۵۴ بلوک سهام و منافع خصوصی آن ها را با استفاده از متدولوژی بارکلی و هولدرنس (۱۹۸۹) بررسی کردند. رگرسیون مقطعی آن ها نشان داد که منافع خصوصی کنترل به صورت درصدی از ارزش بازار شرکت، با اندازه شرکت، اهرم مالی و سودآوری شرکت کاهش می یابد و زمانی که کنترل شرکت در اختیار اشخاص حقیقی یا به صورت خانوادگی است، منافع خصوصی افزایش می یابد.

#### ۴-۲- اندازه صرف کنترل

بارکلی و هولدرنس (۱۹۸۹) برای ۶۳ معامله بلوک با اندازه حداقل ۵ درصد (با اندازه میانگین ۲۰ درصد، حداقل اندازه ۶/۶ درصد و حداکثر اندازه ۶۳/۴ درصد) میانگین صرف کنترل ۲۰/۴ درصد را نسبت به قیمت بازار بعد از اعلام معامله بلوک، گزارش کردند.

ماساری و همکاران (۲۰۰۶) برای ۲۷ معامله بلوک میانگین صرف کنترل ۱۲/۲ درصد را گزارش کرده اند.

تروجانوسکی (۲۰۰۸)، ۵۳ معامله بلوک با اندازه میانگین ۱۲/۳۵ درصد را در بازار سرمایه لهستان بررسی کرد. میانگین صرف کنترل با قیمت بازار قبل از معامله ۹/۰۸ درصد است (با میانه ۱۰/۵۶ درصد) و میانگین صرف کنترل با قیمت بازار بعد از معامله ۶/۸۰ درصد (با میانه ۹/۰۱ درصد) است. این صرف کنترل های پایین به دلیل وجود هزینه های نقدشوندگی در بازار معاملات بلوک لهستان است.

طبق یافته های گرگوریک و وسپرو (۲۰۰۳) معاملات بلوک در اسلوانی تأثیر مثبتی بر قیمت سهام دارند. علاوه بر این، این حقیقت که بلوک ها با صرف های نسبتاً بالایی معامله می شوند و صرف ها با افزایش درصد سهام انتقالی در بلوک و شاخص قدرت چانه زنی خریدار افزایش می یابد و نشان می دهد که مالکان بلوک در اسلوانی انتظار دارند از داشتن کنترل در شرکت ها، منافع خصوصی بدست آورند. میانگین صرف کنترل با قیمت بازار بعد از معامله ۴۶ درصد است.

عارفی (۱۳۸۵) در بخشی از تحقیق خود به بررسی میزان صرف بلوک های سهام در ایران پرداخته است. به اعتقاد وی مدیران شرکت های خریدار و یا اشخاص حقیقی برای کسب مالکیت و مدیریت اکثریت در شرکت های هدف، سهام را به قیمت بالاتر از نرخ تابلو خریداری می کنند. وی متوسط صرف پرداخت شده

توسط خریدار به سهامداران قبلی شرکت های هدف را در سال های ۱۳۷۶ تا ۱۳۸۱ را به میزان ۳۹ درصد محاسبه کرده است.

طبق تقی پور (۱۳۸۹) میانگین موزون صرف قیمتی سهام پرداخت شده برای نمونه مورد بررسی طی سال های ۱۳۸۰ تا ۱۳۸۵ در بورس اوراق بهادار تهران، ۴۳/۹۳ درصد بوده است.

#### ۵- سئوالات پژوهش

هدف این تحقیق پاسخگویی به سئوالات زیر می باشد:

- ۱) عوامل موثر بر صرف کنترل بلوک های کنترلی سهام در بورس اوراق بهادار تهران کدامند؟
- ۲) روابط بین این عوامل، اولویت و اهمیت نسبی هریک از آن ها با استفاده از روش فرآیند تحلیل شبکه به چه صورت است؟

#### ۶- روش پژوهش

تحقیق حاضر از نظر هدف، کاربردی و از نظر گردآوری داده ها، توصیفی محسوب می شود. قلمرو مکانی تحقیق بورس اوراق بهادار تهران و قلمرو زمانی آن سال ۱۳۹۱ می باشد. این تحقیق در چند مرحله به شرح زیر انجام می شود:

- ۱) در مرحله اول تحقیق، شناسایی اولیه عوامل و معیارهای موثر بر صرف کنترل بلوک های کنترلی سهام با استفاده از مطالعات کتابخانه ای و بررسی تحقیقات پیشین انجام می شود.
- ۲) در مرحله دوم تحقیق، با نظر سنجی از خبرگان مالی و سرمایه گذاری آشنا به معاملات بلوک سهام معیارها و عوامل نهایی موثر بر صرف کنترل تعیین می شود.
- ۳) در مرحله سوم تحقیق، شناسایی روابط متقابل و اولویت بندی عوامل و معیارهای شناسایی شده در مرحله دوم با نظر سنجی از خبرگان مالی و سرمایه گذاری با استفاده از روش فرآیند تحلیل شبکه ای فازی انجام می شود.

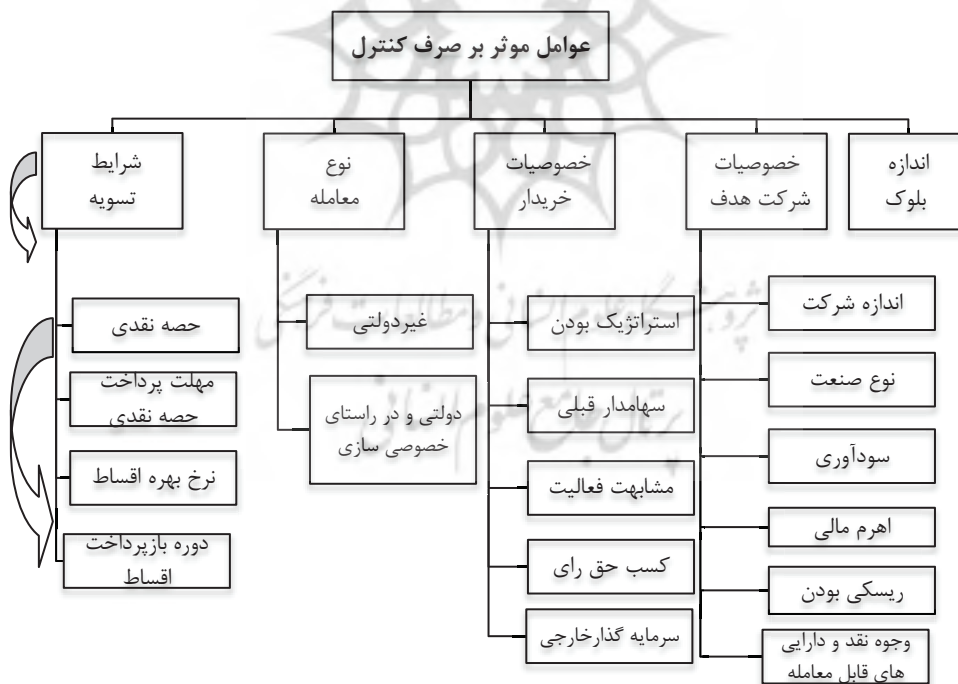
#### ۶-۱- جامعه و نمونه آماری

به منظور تعیین عوامل و معیار های موثر بر صرف کنترل، از خبرگان مالی و سرمایه گذاری استفاده می شود. این افراد مدیران سرمایه گذاری و کارگزارانی هستند که با معاملات بلوک سهام آشنایی داشته و اقدام به انجام معاملات بلوک سهام می کنند. این کارگزاران اغلب با مشتریان حقوقی بزرگ سر و کار دارند و معاملات بلوک این شرکت ها از طریق این کارگزاری ها انجام می شود. تعداد این کارگزاری ها بالغ بر ۳۰ کارگزاری و حدود ۳۳ درصد از کل کارگزاری های بورس اوراق بهادار تهران را تشکیل می دهند. پرسشنامه اول در اختیار ۳۵ کارشناس مالی و سرمایه گذاری قرارگرفت و ۲۴ پاسخ دریافت شد. کلیه معیارهای شناسایی شده، میانگین وزنی بیشتر از ۲/۵ را کسب کردند و همه آنها به عنوان معیارهای اثرگذار

بر صرف کنترل انتخاب شده و ۱۸ معیار در پنج گروه اصلی اندازه بلوک، خصوصیات شرکت هدف خصوصیات خریدار، نوع معامله و شرایط تسویه طبقه بندی شده اند. در پژوهش‌هایی که با استفاده از روش‌های آماری انجام می‌شود، پژوهشگر به دلیل آنکه قصد دارد نتایج بدست آمده از نمونه را با استفاده از آمار استنباطی به جامعه تعمیم دهد بنابراین ناچار است تا در انتخاب تعداد نمونه به گونه‌ای عمل نماید که توزیع نمونه نرمال باشد از این رو در این پژوهش‌ها معمولاً تعداد نمونه ۳۰ یا بیشتر است اما به عکس در پژوهش‌هایی که بر اساس روش‌های تصمیم‌گیری چندمعیاره استفاده می‌شود پژوهشگر به دلیل آنکه این روش‌ها مبتنی بر نظرات خبرگان است و از آنجایی که در اکثر موارد تعداد خبرگان محدود هستند بنابراین روش‌ها مانند روش‌های آماری متکی به تعداد نمونه نیستند چرا که نیازی به استفاده از توزیع نرمال و خواص آن در این نوع از تحقیق نیست. به‌طور معمول در روش‌های تصمیم‌گیری چندمعیاره و از جمله روش تحلیل سلسله مراتبی و فرآیند تحلیل شبکه با تعداد نظرات بالاتر از ۵ نیز نتایج قابل قبولی حاصل می‌شود (اسماعیلی‌گیوی، ۱۳۸۹).

#### ۶-۲- مدل پژوهش

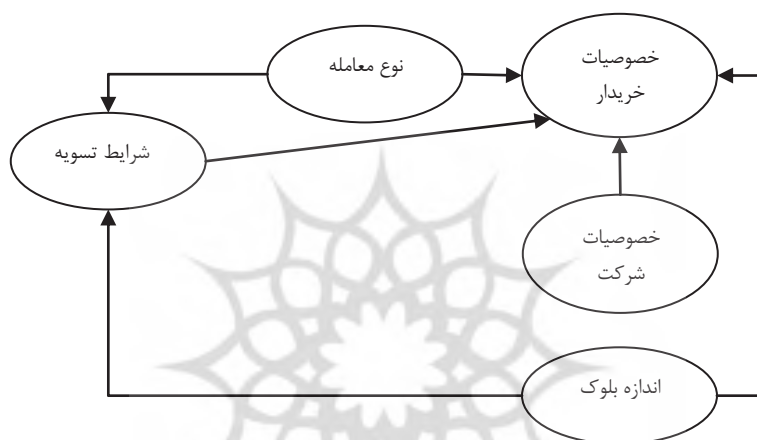
با توجه به معیارهای نهایی منتخب مطابق با شکل ۱، مساله در نرم‌افزار سوپردیسیژن<sup>۱۴</sup> طراحی شده است.



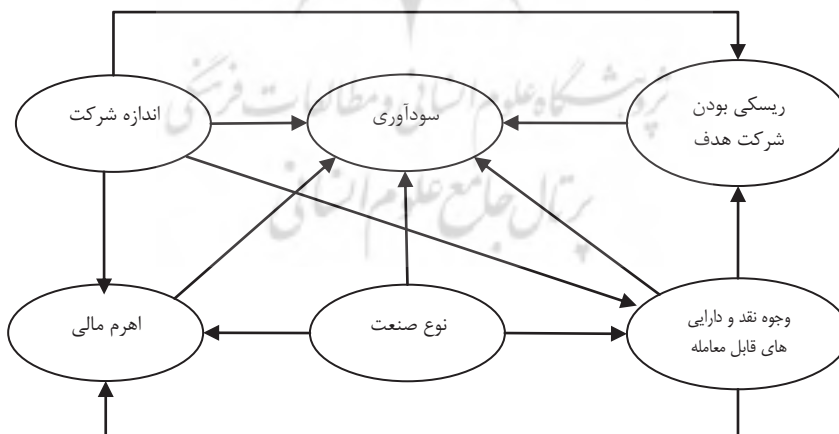
شکل ۱- مدل شبکه ای عوامل موثر بر صرف کنترل بلوک‌های کنترلی سهام

روابط بین معیارها با انجام مصاحبه با ۵ نفر از خبرگان مالی و سرمایه گذاری مطابق با شکل ۲ تعیین و جهت وزن دهی و اولویت بندی معیارها و زیر معیارها، از پرسشنامه مقایسات زوجی استفاده شده است. پرسشنامه مزبور با استفاده از روش فرآیند تحلیل شبکه فازی طراحی شده و در اختیار خبرگان مالی که پاسخ پرسشنامه اول از آن ها دریافت شده بود گذاشته شده است که ۲۱ پاسخ دریافت گردید. بعد از آن میانگین هندسی کلیه سئوالات محاسبه و اولویت بندی معیارها با استفاده از نرم افزار سوپردیسیژن انجام شده است.

الف) روابط بین پنج معیار اصلی صرف کنترل

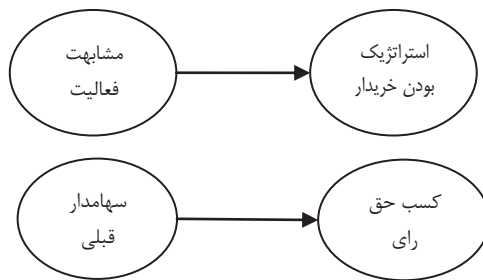


ب) روابط بین زیر معیارهای معیار خصوصیات شرکت هدف

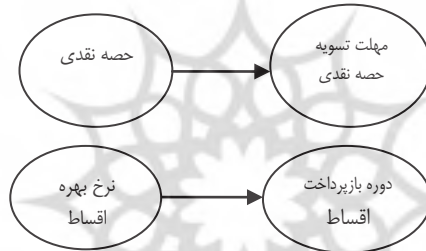




ج) روابط بین زیر معیارهای معیار خصوصیات خریدار



د) روابط بین زیر معیارهای معیار شرایط تسویه



شکل ۲- شناسایی روابط بین معیارها و زیرمعیارها

### ۳-۶- روایی و پایایی پرسشنامه ها و اعتبارمدل

در این تحقیق از دو پرسشنامه استفاده شده است که روایی ظاهری و محتوایی پرسشنامه اول با کسب نقطه نظرات صاحب نظران مالی و پایایی کل آن با روش آلفای کرونباخ و به کمک نرم افزار SPSS محاسبه شده است که میزان آن ۸۷/۷ درصد بوده و با توجه به این که از ۷۵ درصد بیشتر است لذا پرسشنامه از پایایی مناسبی برخوردار است. در سطح خوشه ها نیز پایایی با آلفای کرونباخ محاسبه گردید که آلفای کرونباخ خوشه خصوصیات خریدار ۷۵ درصد، خصوصیات شرکت هدف ۷۸ درصد نوع معامله ۷۳ درصد و شرایط تسویه ۷۴ درصد می باشد. پرسشنامه دوم نیز یک پرسشنامه مقایسه زوجیت است، تاکنون مقالات و تحقیقات بسیاری از نمونه آن استفاده کرده و در واقع استفاده از چنین پرسشنامه هایی برای جمع آوری اطلاعات به روش های تحلیل سلسله مراتبی و تحلیل شبکه کاملاً رایج است (شربتبی، ۱۳۸۹). پارامتر دیگری که اعتبار این مدل را تایید می کند مقدار نسبت سازگاری حاصل از مقایسات زوجی است. که نرخ

سازگاری در تمامی ماتریس های این مدل حدود یک دهم و یا کمتر از آن است که نشان از خبرگی تکمیل کنندگان پرسش نامه های مقایسات زوجی دارد.

### ۷- یافته های پژوهش

در این بخش نتایج مربوط به تعیین عوامل موثر بر صرف کنترل با استفاده از تحلیل فرآیند شبکه فازی ارائه شده است. نتایج حاصل از نرم افزار سوپردیسیژن برای رتبه بندی معیارها و زیر معیارهای صرف کنترل به شرح جداول ۲ و ۳ می باشد:

جدول ۲- رتبه بندی معیارهای صرف کنترل

معیار	رتبه	کل	نرمال	ایده آل
اندازه بلوک	۱	۰/۳۷۱۲	۰/۳۷۱۲	۱/۰۰۰۰
نوع معامله	۲	۰/۱۸۲۸	۰/۱۸۲۸	۰/۴۹۲۵
خصوصیات شرکت هدف	۳	۰/۱۸۱۹	۰/۱۸۱۹	۰/۴۹۰۱
شرایط تسویه	۴	۰/۱۶۲۵	۰/۱۶۲۵	۰/۴۳۷۸
خصوصیات خریدار	۵	۰/۱۰۱۶	۰/۱۰۱۶	۰/۲۷۳۸

منبع: یافته های پژوهشگر

جدول ۲ اولویت بندی معیارهای موثر بر صرف کنترل را نشان می دهد. اندازه بلوک، نوع معامله، خصوصیات شرکت هدف، شرایط تسویه و خصوصیات خریدار به ترتیب از ۱ الی ۵ رتبه بندی شده اند. اوزان نوع معامله و خصوصیات شرکت هدف به هم نزدیک بوده و تفاوت چندانی با یکدیگر ندارند.

جدول ۳- رتبه بندی زیر معیارهای صرف کنترل

زیر معیار	رتبه	کل	نرمال	ایده آل
اندازه شرکت	۱	۰/۱۹۶۹	۰/۲۴۷	۱
نوع صنعت	۲	۰/۱۳۳۵	۰/۱۶۷۵	۰/۶۷۸۲
وجوه نقد و دارایی های قابل معامله	۳	۰/۱۰۵	۰/۱۳۱۷	۰/۵۳۳۲
سهامداری قبلی	۴	۰/۰۵۵۷	۰/۰۶۹۹	۰/۲۸۲۹
دولتی و در راستای خصوصی سازی	۵	۰/۰۵	۰/۰۵	۰/۲۵۴
حصه نقدی	۶	۰/۰۴۲۷	۰/۰۵۳۶	۰/۲۱۶۹
اهرم مالی	۷	۰/۰۳۸۵	۰/۰۴۸۳	۰/۱۹۵۷
کسب حق رای	۸	۰/۰۳	۰/۰۳۷۶	۰/۱۵۲۱
ریسکی بودن	۹	۰/۰۲۳۵	۰/۰۲۹۵	۰/۱۱۹۵
استراتژیک بودن خریدار	۱۰	۰/۰۲۲۷	۰/۰۲۸۵	۰/۱۱۵۴

زیرمعیار	رتبه	کل	نرمال	ایده آل
نرخ بهره اقساط	۱۱	۰/۰۲۲۴	۰/۰۲۸۱	۰/۱۱۳۷
مهلت تسویه حقه نقدی	۱۲	۰/۰۱۸	۰/۰۲۲۶	۰/۰۹۱۶
غیردولتی بودن	۱۳	۰/۰۱۷۵	۰/۰۲۱۹	۰/۰۸۸۸
مشابهت فعالیت	۱۴	۰/۰۱۲۵	۰/۰۱۵۷	۰/۰۶۳۵
سودآوری و عملکرد قبلی	۱۵	۰/۰۱۱۸	۰/۰۱۴۸	۰/۰۵۹۹
دوره بازپرداخت اقساط	۱۶	۰/۰۱۱۳	۰/۰۱۴۱	۰/۰۵۷۲
سرمایه گذار خارجی بودن	۱۷	۰/۰۰۵	۰/۰۰۶۲	۰/۰۲۵۳

منبع: یافته‌های پژوهشگر

جدول ۳ رتبه بندی هریک از زیرمعیارهای موثر بر صرف کنترل را نشان می‌دهد. اندازه شرکت رتبه اول را دارد. در حالی که سرمایه گذار خارجی بودن خریدار از نظر خبرگان مالی و سرمایه گذاری پایین ترین رتبه را بدست آورده است.

#### ۹- نتیجه گیری و پیشنهادات

هدف این تحقیق شناسایی عوامل موثر بر تعیین صرف کنترل بلوک‌های کنترلی سهام با استفاده از فرآیند تحلیل شبکه می‌باشد. طراحی مدل علاوه بر آسان تر کردن فهم و درک موضوع صرف کنترل پرداختی، زمینه را برای تجزیه و تحلیل قیمت از دیدگاه تصمیم گیرندگان و سرمایه گذاران فراهم می‌کند. از آنجا که در پیشینه تحقیق تعیین عوامل موثر بر صرف کنترل با رگرسیون چند متغیره صورت گرفته است، در این تحقیق سعی شده است که با استفاده از فرآیند تحلیل شبکه، عوامل موثر بر تعیین صرف کنترل و وابستگی و روابط بین این عوامل مشخص شود. لذا در ابتدا عوامل موثر با بررسی ادبیات و پیشینه تحقیق و نظرسنجی از خبرگان مالی و سرمایه گذاری و با استفاده از پرسشنامه استخراج شد. سپس این عوامل با استفاده از پرسشنامه مقایسات زوجی و با استفاده از فرآیند تحلیل شبکه اولویت بندی گردید که در آن معیارهای اندازه بلوک، نوع معامله خصوصیات شرکت هدف، شرایط تسویه و خصوصیات خریدار به ترتیب از ۱ تا ۵ اولویت بندی شدند. در سطح زیرمعیارها اندازه شرکت، نوع صنعت و جوه نقد و دارایی‌های قابل معامله، سهامدار قبلی بودن خریدار و دولتی و در راستای خصوصی سازی بودن با توجه به وزن آن‌ها که ۵ درصد و بیشتر می‌باشد رتبه ۱ الی ۵ را دارند.

اولویت دار بودن اندازه بلوک با نتایج تحقیقات بارکلی و هولدرنس (۱۹۸۹)، گرگوریک و وسپرو (۲۰۰۳) مطابقت دارد. اندازه بلوک بر میزان حق رای موثر است و خریداران بلوک سهام مایل هستند برای کسب کرسی هیات مدیره صرف کنترل بیشتری بپردازند. ضمن این که با افزایش درصد مالکیت در شرکت منافع بیشتری قابل برداشت از شرکت می‌باشد.

اولویت دار بودن اندازه شرکت با نتایج تحقیقات بارکلی و هولدرنس (۱۹۸۹)، ماساری و همکاران (۲۰۰۶)، تروجانوسکی (۲۰۰۸) مطابقت دارد. خریداران بلوک های سهام به اندازه شرکت توجه دارند، چون منافع خصوصی کنترل با اندازه شرکت افزایش می یابد به دلیل این که شرکت های بزرگتر منافع پولی مانند حقوق و مزایای بیشتر و منافع غیرپولی مانند اعتبار و وجهه اجتماعی بیشتری فراهم می کنند.

اولویت داربودن نوع صنعت با نتایج تحقیق ماساری و همکاران (۲۰۰۶) مطابقت دارد. نتایج تحقیق ماساری و همکاران نشان دارد میزان صرف کنترل در صنعت بانکداری بیشتر از سایر صنایع است. در تحقیق لی (۲۰۰۸) نیز صرف کنترل در صنعت خدمات مالی بیشتر می باشد. می توان گفت برخی از صنایع مورد توجه خاص خریداران می باشند. صنعت بانکداری و خدمات مالی از اینگونه صنایع هستند. البته توجه خاص به برخی از صنایع بستگی به شرایط اقتصادی و فضای حاکم بر بازار نیز دارد.

اولویت دار بودن وجوه نقد و اوراق بهادار معامله با نتایج تحقیق بارکلی و هولدرنس (۱۹۸۹) مطابقت دارد. می توان گفت شرکت هایی که دارای وجوه نقد و اوراق بهادار معامله بیشتری باشند هدف مناسبی برای تصاحب هستند و خریداران حاضرند مبلغ بیشتری برای خریداری این شرکت های بپردازند. اولویت دار بودن سهامدار قبلی بودن خریدار بدین معناست که سهامداران قبلی شرکت برای افزایش درصد مالکیت خود در شرکت و جلوگیری از ورود سهامدار جدید و مشارکت در منافع حاضرند صرف کنترل بیشتری بپردازند.

اولویت دار بودن معیار دولتی و در راستای خصوصی سازی بودن معامله بلوک سهام بدین معناست که در اذهان خیرگان مالی و سرمایه گذاری چنین تصویری وجود دارد که معاملات بلوک های سهام که فروشنده آن دولت و سازمان خصوصی سازی است می توان منافع کنترل بیشتری بدست آورد و در نتیجه صرف کنترل و قیمت بلوک های کنترلی سهام بالاتر است.

لازم به ذکر است که در تحقیقات قبلی بررسی شده، سهامدار قبلی بودن خریدار و دولتی و در راستای خصوصی سازی بودن معامله به عنوان یکی از معیارهای موثر بر صرف کنترل مورد بررسی قرار نگرفته است. از آنجا که انتقال مالکیت در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران از طریق انجام معاملات بلوک صورت می گیرد، صرف کنترل یعنی مبلغی که خریداران حاضرند بیش از قیمت بازار سهام بپردازند و بخشی از قیمت بلوک سهام محسوب می شود و همچنین عوامل موثر بر صرف کنترل اهمیت داشته و سرمایه گذاران به این عوامل توجه دارند لذا نتایج این تحقیق برای سرمایه گذاران به خصوص خریداران و فروشندگان بلوک های سهام، محققان و تحلیل گران مالی و شرکت بورس اوراق بهادار تهران قابل بهره برداری باشد.

انجام این تحقیق با دیگر روش های تصمیم گیری چند معیاره و مقایسه نتایج مدل های مورد استفاده با نتایج این تحقیق و همچنین تحقیق در مورد دیگر عوامل موثر بر صرف کنترل از جمله عوامل کلان اقتصادی، سیاسی پیشنهاد می شود.

### فهرست منابع

- ۱) آذر، عادل، رجب زاده، علی. (۱۳۸۹)، "تصمیم گیری کاربردی (رویکرد M.A.D.M)", تهران: نگاه دانش.
- ۲) اسماعیلی گیوی، حمیدرضا. (۱۳۸۵)، "مقایسه کارایی بیمه اسلامی (تکافل) و بیمه متعارف با استفاده از فرایند تحلیل سلسله مراتبی"، پایان نامه کارشناسی ارشد رشته معارف اسلامی و مدیریت مالی، دانشگاه امام صادق.
- ۳) تقی پور، نازنین. (۱۳۸۹)، "بررسی صرف قیمتی سهام و تاثیر آن بر بازدهی خریداران عمده سهام"، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشکده مدیریت و حسابداری، دانشگاه شهید بهشتی.
- ۴) شربتی، راحیل. (۱۳۸۹)، "طراحی مدل ارزیابی عملکرد شعب بانک با استفاده از رویکرد تصمیم گیری چند شاخصه فازی (مورد: بانک توسعه صادرات)"، پایان نامه کارشناسی ارشد مدیریت صنعتی، دانشکده اقتصاد و مدیریت، دانشگاه تربیت مدرس.
- ۵) عارفی، اصغر. (۱۳۸۵)، "بررسی عملکرد تصاحب شرکت ها در ایران"، پایان نامه دکترای مدیریت، دانشکده مدیریت و حسابداری، دانشگاه شهید بهشتی.
- 6) Barclay, M., Holderness, C., (1989), "Private Benefits from Control of Public Corporations", *Journal of Financial Economics* 25, PP. 371-395.
- 7) Barak, R., & Lauterbach, B., (2012), "Firm-Specific Factors Affecting The Private Benefits of Control in Concentrated Ownership Economies", Bar Ilan University.
- 8) Byrka-Kita K., Czerwiński M., Zarzecki, D., (2011), "Control Premium on Polish Capital Market",
- 9) Working Paper, Department of Investments and Business Valuation, Faculty of Economics and Management, University of Szczecin.
- 10) Gregoric, A., Vespro, C., (2003), "Block Trades and Benefit of Control in Slovenia", *ECGI-Finance*, 29, PP. 1-37
- 11) Jensen, M., (1986), "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance", and Takeovers. *American Economics Review*, 76, PP. 323-329.
- 12) Massari, M., Monge, V., Zanetti, L., (2006), "Control Premium in Legally-Constrained Markets for Corporate Control: The Italian Case (1993-2003)", *Journal of Management and Governance*, 10, PP.77-110.
- 13) Poulsen, T., (2011), "Private Benefits in Corporate Control Transactions", *International Review of Financial Analysis* 20, PP. 52-58.
- 14) Trojanowski, G., (2008), "Equity Block Transfers in Transition Economies: Evidence from Poland", *Economic Systems* 32, PP. 217-238.

### یادداشت ها

- <sup>1</sup>. Free riding
- <sup>2</sup>. Shared control benefits
- <sup>3</sup>. Gregoric & Vespro
- <sup>4</sup>. Private control benefits
- <sup>5</sup>. Barclay & Holderness
- <sup>6</sup>. Control premium
- <sup>7</sup>. Fuzzy Analytic Network Process(FANP)

- <sup>8</sup>. Trojanowski
- <sup>9</sup>. Massari & Monge & Zanetti
- <sup>10</sup>. Jensen
- <sup>11</sup>. Poulsen
- <sup>12</sup>. Byrka-Kita & Czerwiński & Zarzecki
- <sup>13</sup>. Barak & Lauterbach
- <sup>14</sup>. Super Decision

