



## حساسیت سرمایه‌گذاری و تامین مالی به عملکرد شرکت با تاکید بر نقش معاملات اشخاص وابسته

دکتر رحیم بنابی قدیم<sup>۱</sup> ©

استادیار حسابداری، واحد هشترو، دانشگاه آزاد اسلامی، هشترو، ایران

دکتر سید علی واعظ<sup>۲</sup>

دانشیار حسابداری دانشگاه شهید چمران اهواز، اهواز، ایران

رقیه ملکانی<sup>۳</sup>

کارشناس ارشد حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی واحد مرند

(تاریخ دریافت: ۱۰ فروردین ۱۳۹۹؛ تاریخ پذیرش: ۲۲ مرداد ۱۳۹۹)

معاملات اشخاص وابسته از دید رفتار فرصت‌طلبانه یا کارایی، می‌تواند تخصیص بهینه منابع را به شکل سرمایه‌گذاری و تامین مالی در واکنش به عملکرد گزارش شده، تحت تاثیر قرار دهد. هدف این پژوهش بررسی حساسیت سرمایه‌گذاری و تامین مالی به عملکرد شرکت با تاکید بر نقش معاملات اشخاص وابسته در شرکت‌های پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد. نمونه آماری تحقیق شامل ۹۸ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران برای دوره زمانی ۱۳۸۹ تا ۱۳۹۶ می‌باشد. پژوهش حاضر از لحاظ هدف جزء پژوهش‌های کاربردی و با استفاده از رویکرد پس رویدادی است. نتایج پژوهش نشان داد که حساسیت سرمایه‌گذاری و تامین مالی خارجی به کیوتوبین تحت تاثیر معاملات اشخاص وابسته قرار نمی‌گیرد ولی حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقد داخلی، با افزایش معاملات اشخاص وابسته افزایش می‌یابد درحالی که حساسیت تامین مالی خارجی به جریان نقد داخلی ایجاد شده، با افزایش معاملات اشخاص وابسته، کاهش می‌یابد که نشانگر تصور فرصت‌طلبانه بودن معاملات اشخاص وابسته توسط سرمایه‌گذاران و اعتباردهندگان شرکت‌ها است.

**واژه‌های کلیدی:** حساسیت سرمایه‌گذاری، تامین مالی، معاملات اشخاص وابسته، عملکرد.

<sup>1</sup> Rahim.bonabi@yahoo.com

<sup>2</sup> Sa.vaez@gmail.com

<sup>3</sup> malekanisodabeh@gmail.com

## مقدمه

سرمایه‌گذاران، اعتباردهندگان و دیگر ذینفعان در بازار سرمایه بطور غالب پیامدهای منفی معاملات اشخاص وابسته را مورد بررسی قرار می‌دهند. [۲۰] تا زمانیکه در سایه معاملات اشخاص وابسته، احتمال هدر رفت منابع توسط مدیران وجود دارد، سرمایه‌گذاران و اعتباردهندگان نیز در واکنش به این معاملات، ارزش شرکت را می‌توانند به‌طور قابل توجهی کاهش دهند [۱۳]. اشخاص وابسته نفوذ درخور توجهی در شرکت‌ها دارند و توانایی کنترل شرکت را نیز دارند. آن‌ها همچنین می‌توانند بر تصمیمات عملیاتی و مالی در نتیجه تصمیمات مربوط به مصرف وجوه، سرمایه‌گذاری، تامین مالی توسط شرکت تاثیرگذار و تعیین کننده باشند [۴]. به عبارتی، معاملات با اشخاص وابسته اعتماد سرمایه‌گذاران و اعتباردهندگان را درباره عملکرد و اعتبار صورت‌های مالی شرکت کاهش می‌دهد، که سرانجام مدیران اجرایی شرکت برای افزایش سرمایه اضافی در آینده با مشکل مواجه خواهند شد [۳۰، ۳۳]. معاملات اشخاص وابسته می‌تواند نشانگر اعمال قدرت توسط افراد درون سازمانی در راستای منافع شخصی باشد و یا نشانگر معاملات در نتیجه قراردادهای کارا باشد. به طور کلی اغلب پژوهش‌ها بیانگر این است که معاملات فرصت‌طلبانه اشخاص وابسته به دلیل پیامدهای منفی مانند تامین منافع فردی، با عدم کارایی سرمایه‌گذاری و تخصیص سرمایه در ارتباط است [۲۱، ۲۵]. شرکت‌های با ارزش بازار بیشتر، دارای سرمایه‌گذاری بیشتری خواهند بود با این حال این احتمال وجود دارد که معاملات اشخاص وابسته به شکل فرصت‌طلبانه ارزش ایجاد شده در شرکت را به جای سرمایه‌گذاری‌های کارا به سمت اشخاص وابسته سوق دهند که سبب کاهش حساسیت سرمایه‌گذاری به ارزش ایجاد شده می‌شود [۲۵]. بر این اساس منظور از حساسیت سرمایه‌گذاری و یا تامین مالی، تاثیرپذیری آنها از تغییرات ارزش شرکت است. به دو دلیل حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان‌های نقدی ایجاد شده نیز بیشتر خواهد بود: دلیل اول، نگرانی‌های مرتبط با مشکلات نمایندگی نسبت به معاملات اشخاص وابسته، می‌تواند سبب ایجاد محدودیت بیشتر برای تامین مالی خارجی بیشتر توسط تامین مالی‌کنندگان فعلی شود و دلیل دوم، اجتناب مدیران از برخورد فرصت‌طلبانه با معاملات اشخاص وابسته، این امکان را برای شرکت ایجاد می‌کند که از فشارهای ناشی از بازار سرمایه خارجی از طریق تکیه بر جریان‌های نقد ایجاد شده داخلی، در امان باشد. از طرفی دیگر شرکت‌هایی با ایجاد ارزش بازار بیشتر، تمایل بیشتری برای افزایش سرمایه از طریق افزایش سرمایه‌گذاری مربوطه دارند. با این حال کاهش حساسیت سرمایه‌گذاری به ارزش ایجاد شده در شرکت، با کاربرد فرصت‌طلبانه معاملات اشخاص وابسته در ارتباط است که همین اثر معکوس را نسبت به تامین مالی خارجی خواهد داشت. با توجه به اینکه معاملات فرصت‌طلبانه اشخاص وابسته به عنوان استراتژی فزاینده ثروت مدیران به هزینه کاهش ثروت مالکان است، بنابراین تامین مالی، بیشتر متکی بر جریان‌های نقد ایجاد شده در درون شرکت خواهد بود [۲۵، ۲۶]. با توجه به مبانی نظری ذکر شده، سوال اصلی این پژوهش این است که تاثیر معاملات اشخاص وابسته بر تاثیرپذیری سرمایه‌گذاری و تامین مالی از عملکرد شرکت بر چگونه است؟ یا به عبارتی دیگر تاثیر معاملات اشخاص وابسته بر حساسیت سرمایه‌گذاری و تامین مالی نسبت به عملکرد شرکت چگونه است؟

**مروری بر مبانی نظری پژوهش****معاملات اشخاص وابسته**

به اعتقاد گوردون و همکاران [۲۰] و چئونگ و همکاران [۱۳]، درباره معاملات اشخاص وابسته دو دیدگاه متفاوتی وجود دارد. دیدگاه اول بیانگر مسئله‌ی نمایندگی است یعنی که این معاملات در راستای کسب منافع شخصی مدیران استفاده می‌شود و سبب تحمیل زیان به سهامداران و دیگر ذینفعان می‌شود [۲۱، ۱۳] و چه بسا مدیران برای مخفی کردن اثرات مخرب این معاملات دست به تحریف صورت‌های مالی می‌زنند [۲۰]. دیدگاه دوم بیانگر دیدگاه اثربخشی معاملات اشخاص وابسته در شرکت به عنوان بازوی کمکی در دستیابی به اهداف سازمانی است. پژوهشگرانی مانند چانگ و هونگ [۱۱]، نخیلی و مومیز [۳۰] و خانان و پالپو [۲۴]، نیز این دیدگاه را دنبال می‌کنند. از نظر این دیدگاه معاملات با اشخاص وابسته نه تنها مضر نیستند که برای سهامداران نیز سودمند خواهند بود [۱۷]. همچنانکه به اعتقاد کلیک و می-هو [۲۵] معاملات با اشخاص وابسته بوسیله سرمایه‌گذاری‌ها با کارایی قراردادهای در ارتباط است، ولی معاملات ساده با مدیران، سهامداران و کارمندان بیانگر فرصت طلبی است. مطابق تئوری نمایندگی، مدیران با انجام معاملات اشخاص وابسته با انتقال ناعادلانه ثروت سبب کاهش قابلیت اعتماد صورت‌های مالی می‌شوند و در نتیجه اثر قراردادهای طراحی شده برای کاهش تضاد نمایندگی را خنثی و یا بی‌اثر کرده و در نهایت، موجب تحمیل زیان به مالکان شرکت‌ها می‌شوند. [۲۱]

**معاملات اشخاص وابسته و حساسیت سرمایه‌گذاری به عملکرد**

مدیران وقتی که با حجم زیاد هزینه‌های نمایندگی روبرو می‌شوند، با اقدامات فرصت‌طلبانه، فعالیت‌های غیرارزشی را سبب می‌شوند. بر این اساس وقتی که در نتیجه فعالیت‌های سودآور، وجوه نقد مازادی ایجاد می‌شوند، مدیران به سوءاستفاده از این وجوه برانگیخته می‌شوند که این کار ممکن است از طریق سرمایه‌گذاری‌های نامناسب انجام شود و منجر به عدم کارایی سرمایه‌گذاری شود [۲۵]. از این رو، ممکن است مدیران شرکت‌ها از کانال معاملات با اشخاص وابسته، در جهت رسیدن به منافع شخصی خود، از طرح‌هایی با ارزش فعلی خالص مثبت، صرف نظر کرده و طرح‌هایی با ارزش فعلی خالص منفی، را بپذیرند که این امر عدم بهینه بودن سرمایه‌گذاری در مقابل عملکرد شرکت را به همراه خواهد داشت [۲۵، ۱۸]. بر اساس نتایج پژوهش‌های قبلی شرکت‌های با ارزش بازار و عملکرد بیشتر، فرصت و مبالغ سرمایه‌گذاری بیشتری دارند و معاملات اشخاص وابسته به شکل فرصت‌طلبانه با ضعف در حاکمیت شرکتی در ارتباط است به گونه‌ای که معاملات فرصت‌طلبانه اشخاص وابسته می‌تواند برای تامین منافع فردی مدیران یا گروه خاصی بکارگرفته شود که سبب عدم کارایی سرمایه‌گذاری و کاهش حساسیت آن نسبت به عملکرد شرکت می‌شود [۳۵، ۲۶]. با این حال بر اساس قراردادهای کارای پشتوانه این معاملات، معاملات اشخاص وابسته در راستای منافع شرکت هستند در نتیجه در این وضعیت معاملات اشخاص وابسته منجر به عدم کارایی سرمایه‌گذاری نسبت به عملکرد گزارش شده نمی‌شود. وجوه داخلی شرکت در قالب جریان‌های نقد ایجاد شده نیز در تعیین سطح سرمایه‌گذاری شرکت موثر هستند. در نتیجه مقدار سرمایه‌گذاری شرکت با

جریان‌های نقد داخلی ایجاد شده در ارتباط مستقیم است ولی وجود معاملات اشخاص وابسته می‌تواند این رابطه را تحت تاثیر قرار دهد. از یک طرف معاملات اشخاص وابسته به شکل فرصت‌طلبانه، رابطه بین سرمایه‌گذاری و جریان‌های نقد ایجاد شده درون سازمانی را افزایش می‌دهد [۷]. یعنی به دلیل مشکلات نمایندگی مرتبط با این معاملات، ممکن است این رویه سبب شود که تامین‌مالی‌کنندگان شرکت نسبت به تخصیص سرمایه احساس خطر کرده و در نتیجه‌ی آن محدودیت‌هایی را برای دسترسی شرکت به تامین مالی خارجی ایجاد کنند و از طرفی دیگر اجتناب مدیران از برخورد فرصت‌طلبانه با معاملات اشخاص وابسته، این امکان را برای شرکت ایجاد می‌کند که از فشارهای ناشی از دسترسی به بازار سرمایه خارجی، به دلیل تکیه بر جریان‌های نقد ایجاد شده داخلی برای سرمایه‌گذاری، در امان باشد. در نتیجه می‌توان بیان کرد که با وجود معاملات اشخاص وابسته، سرمایه‌گذاری‌ها همبستگی بیشتری با جریان‌های نقد ایجاد شده داخلی خواهند داشت [۲۵، ۲۶، ۷].

#### معاملات اشخاص وابسته و حساسیت تامین مالی به عملکرد

شکل‌گیری تئوری سلسله مراتب درباره سیاست‌های تامین مالی شرکت‌ها و اولویت دادن به منابع داخلی، نتیجه یا پیامد عدم تقارن اطلاعاتی است [۲]. همه پروژه‌های با خالص ارزش فعلی مثبت در یک بازار فعال و کارا باید تامین مالی شوند؛ اما محدودیت‌های مالی و عملکرد ضعیف، مانع از تامین مالی این پروژه‌ها توسط شرکت می‌شود [۱۰]. هر چند اگر شرکت هم تصمیم به تامین مالی این پروژه‌ها بگیرد، به سبب مشکلات نمایندگی هیچ تضمینی بر اجرای صحیح و کارای این سرمایه‌گذاری‌ها وجود ندارد [۳۲]. از یک طرف شرکت‌های با رشد بیشتر، برای جلوگیری از سوء استفاده رقبا، افشای کمتری از فرصت‌های رشد و سرمایه‌گذاری را خواهند داشت که سبب افزایش عدم تقارن اطلاعاتی بین سرمایه‌گذاران و مدیران این شرکت‌ها می‌شود و با توجه به اینکه در این شرایط سرمایه‌گذاران بازدهی بیشتری را طلب خواهند کرد، هزینه تامین مالی خارجی در این شرکت‌ها بیشتر خواهد بود. بر این اساس انتظار بر این است که ضریب پاسخ سود به تامین مالی قوی‌تر باشد [۱۵]. همچنین شرکت‌های با عملکرد بهتر، تمایل بیشتری برای توزیع سود بین سهامداران دارند که نیاز این شرکت‌ها برای تامین مالی فرصت‌های سرمایه‌گذاری سودآور از بازار بیرونی را افزایش می‌دهد [۸]. بر اساس نتایج پژوهش‌های قبلی شرکت‌های با ارزش ایجاد شده بیشتر، سرمایه‌گذاری بیشتری هم انجام می‌دهند و به ناچار باید اقدام به افزایش بیشتر سرمایه برای تامین سرمایه‌گذاری کنند. بنابراین رابطه بین تامین مالی خارجی و کیوتوبین، مثبت خواهد بود [۲۵]. بنابراین اگر معاملات فرصت‌طلبانه اشخاص وابسته، حساسیت سرمایه‌گذاری به کیوتوبین را کاهش دهد، احتمالاً تامین مالی خارجی نیز تاثیر منفی از کیوتوبین داشته باشد [۲۵، ۲۶]. شرکت‌هایی که نقدینگی و جریان‌های نقدی ایجاد شده بیشتری را داشته باشند از یک طرف به دلیل عدم مواجهه با محدودیت منابع، نیاز کمتری به تامین مالی خارجی خواهند داشت ولی از طرفی دیگر به دلیل تصور ریسک کمتر توسط اعتباردهندگان، تامین مالی خارجی برای این شرکت‌ها راحت‌تر انجام می‌شود [۷]. با این حال سرمایه‌گذاران و اعتباردهندگان ممکن است معاملات فرصت‌طلبانه اشخاص وابسته را به عنوان استراتژی‌هایی تصور کنند که ثروت و رضایت فردی مدیریت را به بهای کاهش ثروت مالکان، بیشینه می‌کند. در نتیجه،

با افزایش هزینه تامین مالی توسط اعتباردهندگان، تامین مالی خارجی می‌تواند همبستگی کمتری به جریان‌های نقد داخلی ایجاد شده برای شرکت‌های با حجم معاملات اشخاص وابسته بیشتر، داشته باشد [۲۵،۲۶،۷].

### پیشینه پژوهش

بالسام و همکاران [۷] نشان دادند که معاملات اشخاص وابسته تأثیر مثبتی بر پاداش مدیران دارد و الزامات افشای کمیسیون بورس و اوراق بهادار به عنوان ابزار نظارتی، معاملات اشخاص وابسته، عوامل موثر بر معاملات اشخاص وابسته و تأثیر آن بر پاداش را تحت تأثیر قرار داده است. بهانداری و همکاران [۹] نشان دادند که معاملات اشخاص وابسته حساسیت سرمایه‌گذاری به کیوتوبین را کاهش و حساسیت نسبت به جریان نقد داخلی را افزایش می‌دهد و عملکرد آتی شرکت را نیز کاهش می‌دهد. کلبک و می‌هو [۲۵] به این نتیجه رسیدند که برای شرکت‌های با معاملات زیاد اشخاص وابسته، حق الزحمه حسابرسی بالاتری را پرداخت می‌کنند و وجود معاملات اشخاص وابسته نشانگر ریسک بالای ارائه نادرست بااهمیت در گزارشگری مالی است. ملاندر و همکاران [۲۹] با بررسی تأثیر جریان‌های نقدی بر سرمایه‌گذاری، به این نتیجه رسیدند که جریان‌های نقدی به خصوص در شرکت‌های با محدودیت‌های مالی، تأثیر مثبت و مهمی بر سرمایه‌گذاری دارد و برای این شرکت‌های حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقد بیشتر است. وونگ و همکاران [۳۴] به این نتیجه رسیدند که فروش ناشی از معاملات اشخاص وابسته، ارزش شرکت را افزایش می‌دهد و اثر تعاملی بین انگیزه‌های ساختار مالکیت و اجتناب مالیاتی نیز در پیامدهای اقتصادی معاملات اشخاص وابسته تأثیر گذار است. نخیلی و موئر [۳۰] به این نتیجه رسیدند که معاملات اشخاص وابسته تحت تأثیر سهامداران عمده، اندازه هیات مدیره، استقلال کمیته حسابرسی، انتخاب حسابرسان خارجی، نسبت بدهی قرار دارد و هرگونه معاملات با اشخاص وابسته تأثیر منفی بر ارزش شرکت دارد. لی و ضیائو [۲۷]، این گونه نتیجه‌گیری کردند که در یک برهه زمانی این رابطه خطی و در برخی زمان‌ها این رابطه غیرخطی است. چن و هسو [۱۴] به این نتیجه رسیدند که ابزارهای راهبری شرکتی، سبب تغییر جهت معاملات اشخاص وابسته از نگرش فرصت طلبانه به معاملات کارا تغییر می‌شود و استقلال هیات مدیره نقش مهم‌تری در این معاملات دارد. کولبک و می‌هو [۲۶] نشان دادند که انجام معاملات با اشخاص وابسته اثر منفی بر ارزش شرکت دارد. همچنین افشای این گونه معاملات با وجود منافعی که برای استفاده‌کنندگان دارد، در نهایت سبب کاهش ارزش سهام شرکت می‌شود و وقوع این گونه معاملات بر دریافت تسهیلات مالی تأثیر منفی دارد. شون و رینگرت [۳۱] نیز نشان دادند که با افزایش معاملات اشخاص وابسته، توان مالی واحد تجاری کاهش می‌یابد و بر ارزش شرکت نیز تأثیرات نامطلوبی بر جای می‌گذارد. دموری و قدک فروشان [۲] نشان دادند که سیاست‌های تأمین مالی تأثیر معنی‌داری بر کارایی سرمایه‌گذاری دارد. علاوه بر این در شرکت‌های با ارزش متفاوت، سیاست‌های تأمین مالی و کارایی سرمایه‌گذاری تأثیر متفاوتی دارد. واعظ و همکاران [۵] نشان دادند که معاملات با اشخاص وابسته، فرصت طلبانه بوده و با بکارگیری مکانیزم‌های نظارتی مناسب یا بکارگیری چنین مکانیزم‌هایی حداقل در مورد معاملات با اشخاص وابسته می‌توان تضاد منافع و رفتارهای فرصت‌طلبانه مدیران را به حداقل رساند.

رحیمیان و همکاران [۳] به این نتیجه رسیدند که معاملات اشخاص وابسته بر عملکرد شرکت (ارزش افزوده اقتصادی) تاثیر معنی داری ندارد.

### فرضیه‌ها

بر اساس مبانی نظری ذکر شده در قسمت قبلی این پژوهش، فرضیه‌های پژوهش به شرح زیر بیان می‌شود:

۱- حساسیت سرمایه‌گذاری به عملکرد شرکت، با افزایش معاملات اشخاص وابسته تعدیل می‌شود.

۲- حساسیت تامین مالی خارجی به عملکرد شرکت، با افزایش معاملات اشخاص وابسته تعدیل می‌شود.

### مدل‌های مورد استفاده در آزمون فرضیات

مدل مورد استفاده در این پژوهش در رابطه با حساسیت سرمایه‌گذاری و تامین مالی بر عملکرد شرکت بر اساس مدل تجربی مورد استفاده توسط بهانداری و همکاران [۸]، بکر و همکاران [۶]، مکین و همکاران [۲۸] به شرح زیر است (مدل شماره ۱):

$$\text{مدل ۱} \quad \text{INV-EXTFIN} = \beta_0 + \beta_1 \text{Qt-1} + \beta_2 \text{CFt-1} + \beta_3 \text{SIZE t-1} + \beta_4 \text{PERFACC t-1} + \beta_5 \text{LEV t-1} + \epsilon_t$$

که در آن INV معادل مجموع رشد سالانه در دارایی‌های ثابت و هزینه‌های تحقیق و توسعه است که بر اساس جمع دارایی‌های ابتدای دوره تعدیل می‌شود [۲۸]، EXTFIN معادل تامین مالی خارجی، Q معادل کیوتوبین (حاصل جمع ارزش بازار سرمایه و ارزش دفتری بدهی‌ها، تقسیم بر ارزش دفتری سرمایه) است [۶]. CF معادل جریان‌های نقد داخلی ایجاد شده است که برابر با سودخالص قبل از اقلام غیرعادی بعلاوه هزینه استهلاک و هزینه تحقیق و توسعه است که بر اساس ارزش دارایی‌های ابتدای دوره تعدیل می‌شود [۲۸]. ضریب برآورد شده برای Q نشانگر حساسیت سرمایه‌گذاری و تامین مالی به کیوتوبین، ضریب برآورد شده برای CF نشانگر حساسیت سرمایه‌گذاری و تامین مالی به جریان نقد داخلی ایجاد شده است که بر اساس مبانی نظری و پژوهش‌های قبلی ضرایب مثبت برای آنها انتظار می‌رود. برای متغیر کنترل نیز ضریب مثبتی انتظار می‌رود [۸،۶].

برای آزمون فرضیه اول بر اساس پژوهش بهانداری و همکاران [۸] با تعدیل مدل شماره ۱ از مدل زیر (مدل شماره ۲) استفاده می‌شود:

$$\text{مدل ۲} \quad \text{INV} = \beta_0 + \beta_1 (\text{Qt-1} \times \text{RPTt-1}) + \beta_2 (\text{CFt-1} \times \text{RPTt-1}) + \beta_3 \text{Qt-1} + \beta_4 \text{CFt-1} + \beta_5 \text{RPTt-1} + \beta_6 \text{SIZE t-1} + \beta_7 \text{PERFACC t-1} + \beta_8 \text{LEV t-1} + \epsilon_t$$

که انتظار بر این است که  $\beta_1$  منفی و  $\beta_2$  مثبت باشد. برای آزمون فرضیه دوم بر اساس پژوهش‌های قبلی [۸،۶،۲۸]، از مدل زیر (مدل شماره ۳) استفاده می‌کنیم:

$$\text{مدل ۳} \quad \text{EXTFIN} = \beta_0 + \beta_1 (\text{Qt-1} \times \text{RPTt-1}) + \beta_2 (\text{CFt-1} \times \text{RPTt-1}) + \beta_3 \text{Qt-1} + \beta_4 \text{CFt-1} + \beta_5 \text{RPTt-1} + \beta_6 \text{SIZE t-1} + \beta_7 \text{PERFACC t-1} + \beta_8 \text{LEV t-1} + \epsilon_t$$

که در آن EXTFIN معادل تامین مالی خارجی است که به شرح زیر (حاصل جمع تامین مالی از طریق سرمایه و بدهی) محاسبه می‌شود: تامین مالی خارجی از طریق سرمایه، برابر است با حاصل جمع تغییرات ارزش دفتری سرمایه منهای تغییرات در سود انباشته که بر اساس ارزش دارایی‌های ابتدای دوره تعدیل

می‌شود و تامین مالی خارجی از طریق بدهی برابر است با مجموع تغییرات در کل بدهی‌ها که بر اساس دارایی‌های ابتدای دوره تعدیل می‌شود. برای مدل فوق انتظار بر این است که  $\beta 1$  و  $\beta 2$  منفی باشند.

### روش‌شناسی پژوهش

این پژوهش از نظر هدف کاربردی است زیرا به بررسی روابط متغیرها در بازار اوراق بهادار می‌پردازد و در جهت تبیین روابط و ارائه پیشنهادهایی جهت ارتقاء کارایی بازار و راهبری شرکتی بهتر می‌باشد و از نظر ماهیت از نوع همبستگی است. در واقع هدف این نوع تحقیق، مطالعه حدود تغییرات یک یا چند متغیر با حدود تغییرات یک یا چند متغیر دیگر است. این پژوهش رویکردی قیاسی - استقرایی دارد و در میان انواع تحقیقات همبستگی جزء تحلیل‌های رگرسیونی می‌باشد. دوره زمانی این پژوهش، از سال ۱۳۸۹ تا ۱۳۹۶ در نظر گرفته شده است. شرکت‌هایی مورد تحقیق، شرکت‌هایی هستند که در دوره ی مزبور به صورت فعال در بازار بورس اوراق بهادار تهران فعالیت کرده‌اند، پایان سال مالی منتهی به ۲۹ اسفند داشته باشند، در طول دوره مورد مطالعه تغییر فعالیت و توقف فعالیت نداشته باشند و جزو شرکت‌های سرمایه‌گذاری و واسطه‌گری مالی به دلیل عدم شفافیت در مرزبندی بین فعالیت‌های عملیاتی و تامین مالی نباشند. با اعمال این محدودیت‌ها، تعداد ۹۸ شرکت انتخاب و مورد مطالعه قرار گرفت.

### متغیرهای پژوهش

#### متغیر مستقل

متغیر مستقل این پژوهش، عملکرد شرکت است که با توجه به پژوهش‌های قبلی از دو شاخص کیوتوبین و جریان‌های نقد داخلی ایجاد شده استفاده شده است:

- **کیوتوبین (Q)**. حاصل جمع ارزش بازار سرمایه و ارزش دفتری بدهی‌ها، تقسیم بر ارزش دفتری سرمایه [۸،۲۸].

- **جریان نقد ایجاد شده در داخل شرکت (CF)**. معادل جریان‌های نقد داخلی ایجاد شده است که برابر با سودخالص عملیاتی بعلاوه هزینه استهلاک و هزینه تحقیق و توسعه است که بر اساس ارزش دارایی‌های ابتدای دوره تعدیل می‌شود (همگن سازی شده با تقسیم بر ارزش دفتری دارایی‌ها) [۸،۲۸].

#### متغیر تعدیلی

- **معاملات اشخاص وابسته (RPT)**. با توجه به اینکه اطلاعات مربوط به تعداد معاملات با اشخاص وابسته توسط شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران افشا نمی‌شود، در این پژوهش از ارزش ریالی معاملات انجام شده با اشخاص وابسته به عنوان معیاری جهت ارزیابی معاملات با اشخاص وابسته استفاده شده است که از یادداشت‌های توضیحی صورت‌های مالی استخراج می‌شود.

#### متغیرهای وابسته.

- **سرمایه‌گذاری (INV)**. معادل مجموع رشد سالانه در دارایی‌های ثابت و هزینه‌های تحقیق و توسعه است که به جمع ارزش دفتری دارایی‌های ابتدای دوره تقسیم می‌شود [۸،۲۸].

- **تامین مالی خارجی (EXTFIN)**. معادل تامین مالی خارجی است که به شرح زیر (حاصل جمع تامین مالی از طریق سرمایه و بدهی) محاسبه می‌شود: تامین مالی خارجی از طریق سرمایه، برابر است با تغییرات ارزش دفتری سرمایه منهای تغییرات در سود انباشته که به ارزش دفتری دارایی‌های ابتدای دوره تقسیم می‌شود و تامین مالی خارجی از طریق بدهی برابر است با مجموع تغییرات در کل بدهی‌ها که به ارزش دفتری دارایی‌های ابتدای دوره تقسیم می‌شود [۸].

### متغیرهای کنترل

متغیرهای کنترل پژوهش مطابق پژوهش‌های قبلی به شرح زیر است [۸، ۱۲، ۹]:  
اندازه شرکت. معادل اندازه یا لگاریتم دارایی‌های شرکت (SIZE):

$$SIZE_{it} = \text{Log Assets}_{it}$$

فرصت رشد. معادل نرخ رشد فروش سالانه (PERFACC):

$$PERFACC_{it} = \Delta Sall_{it}$$

اهرم. معادل اهرم مالی (بدهی بر دارایی‌ها) (LEV) است:

$$LEV_{it} = \frac{Debt_{it}}{Assets_{it}}$$

نگاره (۱)، شاخص‌های توصیفی متغیرهای پژوهش را نشان می‌دهد. مقدار میانگین سرمایه گذاری ایجاد شده برابر با (۰/۰۶۹) می‌باشد که نشان می‌دهد بیشتر داده‌ها حول این نقطه تمرکز یافته‌اند و رشد سالانه در دارایی‌های ثابت و هزینه‌های تحقیق و توسعه بطور کلی مثبت است که نگاه بلند مدت شرکت‌ها در کسب سود را نشان می‌دهد. مقدار میانگین تامین مالی خارجی برابر با (۰/۱۶۴) می‌باشد که نشان می‌دهد بیشتر داده‌ها حول این نقطه تمرکز یافته‌اند. شاخص کیوتوبین و جریان‌های نقدی ایجاد شده به ترتیب با میانگین (۱/۷۸۴ و ۰/۲۱۶) بیانگر مثبت بودن عملکرد شرکتها در طول دوره مورد مطالعه است. مقادیر انحراف معیار متغیرهای پژوهش نشان می‌دهد که جریان نقد داخلی ایجاد شده و اهرم به ترتیب دارای بیشترین و کمترین میزان پراکندگی می‌باشند. ضریب چولگی متغیرها غیر از معاملات اشخاص وابسته و تامین مالی خارجی مثبت است؛ بنابراین توزیع دارای چوله به راست است که از نظر قرینگی دارای تفاوت کمی با توزیع نرمال است. ضرایب کشیدگی تمامی متغیرها مثبت می‌باشند، می‌توان چنین اظهار نمود که توزیع متغیرها از توزیع نرمال بلندتر بوده و داده‌ها حول میانگین متمرکزتر شده‌اند.

### نگاره (۱): آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

مشاهدات	Lev	Perfac	Size	Extfin	INV	RPT	CF	Q	شاخص‌ها
۶۸۶	۰/۰۸۴	۰/۱۷۴	۱۴/۲۲۹	۰/۱۶۴	۰/۰۶۹	۱۰/۲۶۸	۰/۲۱۶	۱/۷۸۴	میانگین
۶۸۶	۰/۰۴۶	۰/۱۴۶	۱۳/۹۷۸	۰/۱۱۵	۰/۰۰۵	۱۲/۱۸۵	۰/۱۶۳	۱/۵۲۴	میانه
۶۸۶	۰/۹۹۸	۲/۳۹۴	۱۹/۰۶۶	۱/۷۲۹	۲۰/۰۰۵	۱۸/۸۰۶	۱۵/۵۶۲	۷/۶۶۵	ماکزیمم
۶۸۶	۰/۰۰۰	-۰/۸۱۲	۱۰/۹۵	-۵/۷۱۰	-۰/۳۶۲	۰/۰۰۰	-۰/۴۱۳	۰/۶۶۲	مینیمم
۶۸۶	۰/۱۰۱	۰/۳۵۲	۱/۴۸۰	۰/۴۳۳	۰/۷۷۷	۵/۵۲۷	۰/۶۱۷۳	۰/۸۸۸	انحراف معیار



مشاهدات	Lev	Perfac	Size	Extfin	INV	RPT	CF	Q	شاخص‌ها
۶۸۶	۲/۸۲۸	۱/۱۶۲	۰/۶۴۴	-۳/۳۵۷	۲۴/۸۲۳	-۱/۰۰۱	۲۲/۴۶۷	۲/۱۸۹	چولگی
۶۸۶	۱۶/۱۹۹	۸/۰۰۹	۳/۳۲۸	۵۳/۶۳۱	۶۳/۸۲۱	۲/۶۰۹	۵۸/۴۲۳	۹/۸۹۲	کشیدگی
۶۸۶	۶۸۶	۶۸۶	۶۸۶	۶۸۶	۶۸۶	۶۸۶	۶۸۶	۶۸۶	مشاهدات

**آمار استنباطی:**

طبق نتایج آزمون جارکوبرا مشاهده می‌شود که سطح معناداری همه متغیرها کمتر از ۵ درصد می‌باشد لذا از توزیع نرمال برخوردار نیستند. در برخی موارد مشاهده می‌شود که پژوهشگران برای نرمال کردن باقی مانده‌ها اقدام به تبدیل متغیرهای مستقل و وابسته (با استفاده از تبدیلات جانسون) به متغیرهای جدیدی با توزیع نرمال نموده‌اند. باید دقت داشت این کار منجر به تولید متغیرهایی می‌شود که الزاما از رفتار متغیرهای اولیه تبعیت نمی‌کند و نتایج برآورد مدل رگرسیونی با این متغیرها غیر قابل اتکا است از طرفی دیگر با توجه به قضیه حد مرکزی برای داده‌های بیشتر از ۳۰ مشاهده در رشته حسابداری، الزامی به آزمون نرمالیت نیست و چنین مشاهداتی نرمال تلقی می‌شوند [۱]. قبل از برازش الگوها لازم است تا آزمون F لیمر به منظور بررسی انتخاب بین روش داده‌های تابلویی در مقابل روش داده‌های ترکیبی برای الگوهای پژوهش انجام شود. نتایج حاصل از آزمون F لیمر برای الگوی پژوهش در نگاره (۲) نشان داده شده است.

**نگاره (۲): نتایج آزمون F لیمر برای الگوهای پژوهش**

الگوی تحقیق	سطح خطا	آماره	روش پذیرفته شده
الگوی شماره ۱ (سرمایه‌گذاری)	۰/۰۱۸۱	۲/۵۷۰۰۷	الگوی اثرات گروه
الگوی شماره ۲ (تامین مالی)	۰/۵۲۰۶	۰/۸۶۴۵۹	روش الگوی تلفیقی

**نگاره (۳): نتایج آزمون هاسمن برای الگوهای پژوهش**

الگوی تحقیق	سطح خطا	آماره	روش پذیرفته شده
الگوی شماره ۱ (سرمایه‌گذاری)	۰/۴۳۰۶	۱/۸۸۰۸	الگوی اثرات تصادفی

ماخذ: یافته‌های پژوهشگر

همانطور که در نگاره شماره (۲) و (۳) قابل مشاهده است، نتایج حاکی از ارجح بودن الگوی داده‌های ترکیبی با رویکرد تلفیقی برای الگوی (۲) و همچنین رویکرد اثرات تصادفی برای الگوی شماره ۱ روش ارجح است. بنابراین، به تخمین الگوی پژوهش با توجه به روش ارجح پرداخته شد.

**تخمین مدل اولیه پژوهش**

نتایج آزمون رگرسیون خطی چندمتغیره برای مدل اولیه پژوهش در نگاره (۴) ارائه شده است. کیوتوبین با سطح معنی‌داری ۰/۰۲۳ و ۰/۰۱۰۵ حاکی از تاثیرگذاری مثبت آن بر سرمایه‌گذاری و تامین مالی خارجی شرکت است و جریان نقد داخلی با سطح معنی‌داری (۰/۰۰۰) بیانگر به ترتیب تاثیر مثبت و منفی

معنی‌دار آن بر حجم سرمایه‌گذاری و تامین مالی خارجی شرکت است. بنابراین سرمایه‌گذاری و تامین مالی خارجی نسبت به عملکرد شرکت حساس است.

#### نگاره (۴): تخمین مدل اولیه پژوهش

حساسیت تامین مالی به عملکرد		حساسیت سرمایه‌گذاری به عملکرد		متغیرها
احتمال t	ضریب $\beta$	احتمال t	ضریب $\beta$	
۰/۲۰۲۲	۰/۱۸۲۶	۰/۰۳۸۹	-۰/۲۲۴۸	C
۰/۰۱۰۵	۰/۰۶۲۸	۰/۰۲۳	۰/۰۳۶۷	Qt-1
۰/۰۰۰	-۰/۳۴۶۴	۰/۰۰۰	۱/۱۷۷	CFt-1
۰/۰۰۵۲	۰/۰۲۵۳	۰/۰۰۳۹	۰/۰۲۱۹	SIZEt-1
۰/۲۴۰۰	۰/۰۴۸۴	۰/۲۳۵۹	-۰/۰۳۶۲	PERFACCT-1
۰/۰۱۳۳	-۰/۳۶۴۶	۰/۵۲۹۶	۰/۰۶۷۴	LEVt-1
۰/۲۴۶۲۴۲		۰/۵۷۱۴		ضریب تعیین
۰/۲۴۰۷۰۰		۰/۵۷۰۴		ضریب تعیین تعدیلی
۰/۰۰۰		۰/۰۰۰		احتمال F
۱/۹۴۷۲		۱/۷۷۴۹		آزمون دوربین-واتسون

#### آزمون فرضیه اول پژوهش

نتایج آزمون رگرسیون خطی چندمتغیره برای فرضیه اول در نگاره (۵) ارائه شده است. یکی از شروط استفاده از رگرسیون، استقلال باقیمانده‌هاست. از آنجایی که آماره دوربین-واتسون بین ۱٫۵ و ۲٫۵ می‌باشد، بنابراین فرض عدم همبستگی بین خطاها پذیرفته می‌شود. ضریب تعیین مدل بیانگر این است که حدوداً ۵۸ درصد از تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای مستقل و کنترل قابل توجیه است. آماره F، حاوی تحلیل واریانس رگرسیون به منظور بررسی قطعیت وجود رابطه خطی بین دو متغیر است. از آنجایی که مقدار احتمال مدل کمتر از ۵ درصد است؛ بنابراین مدل کلی رگرسیون معنادار می‌باشد. معاملات اشخاص وابسته با ضریب (-۰/۰۲۰۳) و سطح معنی داری (۰/۰۰۰) بیانگر تاثیر منفی معنی‌دار بر حجم سرمایه‌گذاری است یعنی با افزایش حجم معاملات اشخاص وابسته میزان سرمایه‌گذاری در دارایی‌های ثابت و مخارج تحقیق و توسعه به عنوان شاخص سرمایه‌گذاری بلند مدت، کاهش می‌یابد. اثر متقابل حجم معاملات اشخاص وابسته با متغیر کیوتوبین و جریان نقد داخلی ایجاد شده به ترتیب با ضرایب (۰/۰۰۰۲ و ۰/۰۸۸۷) و سطح معنی داری (۰/۸۴۱۴ و ۰/۰۰۰) حاکی از عدم تاثیرگذاری اثر متقابل معاملات اشخاص وابسته و کیوتوبین بر سرمایه‌گذاری انجام شده است و همچنین بیانگر تاثیر مثبت و معنی‌دار اثر تعاملی جریان نقد داخلی با معاملات اشخاص وابسته بر حجم سرمایه‌گذاری است. یعنی حجم معاملات اشخاص وابسته، حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقد داخلی ایجاد شده را تحت تاثیر قرار می‌دهد. بنابراین فرضیه اول پژوهش در رابطه با کیوتوبین، رد و در رابطه با جریان نقد داخلی، تایید

می‌شود. از بین متغیرهای کنترل پژوهش، هیچ کدام تاثیر معنی‌داری بر سرمایه‌گذاری شرکت‌های مورد مطالعه ندارند.

#### نگاره (۵): خلاصه نتایج آزمون فرضیه اول پژوهش

متغیرها	ضریب $\beta$	انحراف استاندارد	آماره t	احتمال t
C	۰/۰۹۱۳	۰/۱۰۴۳	۰/۸۷۴۸	۰/۳۸۲۰
RPTt-1	-۰/۰۲۰۳	۰/۰۰۲۶	-۷/۸۲۷۶	۰/۰۰۰
Qt-1*RPTt-1	۰/۰۰۰۲	۰/۰۰۱۰	۰/۲۰۰۲	۰/۸۴۱۴
CFt-1*RPTt-1	۰/۰۸۸۷	۰/۰۰۱۲	۷۲/۳۶۵	۰/۰۰۰
SIZEt-1	-۰/۰۰۲۰	۰/۰۰۷۱	-۰/۲۸۱۵	۰/۷۷۸۳
PERFACCT-1	-۰/۰۲۴۱	۰/۰۲۸۸	-۰/۸۳۶۸	۰/۴۰۲۹
LEVt-1	۰/۰۲۰۵	۰/۱۰۱۷	۰/۲۰۲۱	۰/۸۳۹۹
ضریب تعیین	۰/۴۸۷۷			
ضریب تعیین تعدیلی	۰/۴۸۵۷			
احتمال F	۰/۰۰۰			
آزمون دوربین-واتسون	۱/۸۹۹۱			

#### آزمون فرضیه دوم پژوهش

نتایج آزمون رگرسیون خطی چندمتغیره برای فرضیه دوم در نگاره (۶) ارائه شده است. یکی از شروط استفاده از رگرسیون، استقلال باقیمانده‌هاست. از آنجایی که آماره دوربین-واتسون بین ۱,۵ و ۲,۵ می‌باشد، بنابراین فرض عدم همبستگی بین خطاها پذیرفته می‌شود. ضریب تعیین مدل بیانگر این است که حدوداً ۵۸ درصد از تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای مستقل و کنترل قابل توجیه است. آماره F، حاوی تحلیل واریانس رگرسیون به منظور بررسی قطعیت وجود رابطه خطی بین دو متغیر است. از آنجایی که مقدار احتمال مدل کمتر از ۵ درصد است؛ بنابراین مدل کلی رگرسیون معنادار می‌باشد. معاملات اشخاص وابسته با ضریب (۰/۰۱۰۸) و سطح معنی‌داری (۰/۰۰۲۹) بیانگر تاثیر مثبت معنی‌دار بر تامین مالی خارجی است یعنی با افزایش حجم معاملات اشخاص وابسته میزان تامین مالی خارجی از محل سرمایه و بدهی، افزایش می‌یابد. اثر متقابل حجم معاملات اشخاص وابسته با متغیر کیوتوبین و جریان نقد داخلی ایجاد شده به ترتیب با ضرایب (۰/۰۰۰۷-) و (۰/۰۲۶۱-) و سطح معنی‌داری (۰/۶۲۰۲) و (۰/۰۰۰) حاکی از عدم تاثیرگذاری اثر متقابل معاملات اشخاص وابسته و کیوتوبین بر تامین مالی خارجی انجام شده است و همچنین بیانگر تاثیر منفی و معنی‌دار اثر تعاملی جریان نقد داخلی با معاملات اشخاص وابسته بر تامین مالی خارجی است. یعنی حجم معاملات اشخاص وابسته، حساسیت تامین مالی خارجی به جریان نقد داخلی ایجاد شده را تحت تاثیر قرار می‌دهد. بنابراین فرضیه دوم پژوهش در رابطه با

کیوتوبین، رد و در رابطه با جریان نقد داخلی، تایید می‌شود. از بین متغیرهای کنترل پژوهش، هیچ کدام تأثیر معنی‌داری بر تامین مالی خارجی شرکت‌های مورد مطالعه ندارند.

#### نگاره (۶): خلاصه نتایج آزمون فرضیه دوم پژوهش

متغیرها	ضریب $\beta$	انحراف استاندارد	آماره t	احتمال t
C	۰/۰۲۲۰	۰/۱۴۳۳	۰/۱۵۴۱	۰/۸۷۷۶
RPTt-1	۰/۰۱۰۸	۰/۰۰۳۶	۲/۹۸۸۳	۰/۰۰۲۹
Qt-1*RPTt-1	-۰/۰۰۰۷	۰/۰۰۱۴	-۰/۴۹۵۷	۰/۶۲۰۲
CFt-1*RPTt-1	-۰/۰۲۶۱	۰/۰۰۱۷	-۱۴/۹۸۵	۰/۰۰۰
SIZEt-1	۰/۰۰۷۳	۰/۰۰۹۸	۰/۷۴۲۵	۰/۴۵۸۰
PERFACct-1	۰/۰۴۲۶	۰/۰۴۱۰	۱/۰۳۸۷	۰/۲۹۹۳
LEVt-1	-۰/۰۵۲۸	۰/۱۴۳۵	-۰/۳۶۸۱	۰/۷۱۲۹
ضریب تعیین	۰/۲۵۳۵			
ضریب تعیین تعدیلی	۰/۲۴۶۹			
احتمال F	۰/۰۰۰			
آزمون دوربین-واتسون	۱/۹۴۷۴			

#### نتیجه‌گیری و پیشنهادها

با توجه به نتایج بدست آمده از آزمون مدل اولیه پژوهش، سرمایه‌گذاری و تامین مالی نسبت به عملکرد شرکت حساس است. این نتیجه هم راستا با پژوهش کلیک و می‌هو [۲۵] و هوانگ و آئون [۲۲] است. نتایج آزمون فرضیه اول پژوهش حاکی از این است که با افزایش معاملات اشخاص وابسته، حجم سرمایه‌گذاری کاهش می‌یابد و با افزایش حجم معاملات اشخاص وابسته، کیوتوبین بر سرمایه‌گذاری شرکت، تأثیری ندارد ولی جریان نقد داخلی دارای تأثیر مثبتی بر سرمایه‌گذاری انجام شده است که بیانگر تأثیر معاملات اشخاص وابسته بر حساسیت سرمایه‌گذاری نسبت به جریان نقد داخلی است. با توجه به تأثیر منفی معاملات اشخاص وابسته بر سرمایه‌گذاری انجام شده، این نتیجه با رویکرد فرصت‌طلبانه معاملات اشخاص وابسته همخوانی دارد که سبب کاهش سرمایه‌گذاری شده و به نوعی عدم کارایی سرمایه‌گذاری را به همراه داشته است که این نتیجه با نتایج پژوهش‌های کلیک و می‌هو [۲۵]، کلیک و می‌هو [۲۶] و بالسام و همکاران، [۷]، هم راستا است. در حالی که در رابطه با حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقد داخلی ایجاد شده که دخالت معاملات اشخاص وابسته، حساسیت مثبت را نشان می‌دهد، این نتیجه با دیدگاه اثربخشی معاملات با اشخاص وابسته همخوانی دارد که به نوعی سبب افزایش کارایی سرمایه‌گذاری گردیده است. این نتیجه با نتیجه پژوهش‌های چانگ و هونگ [۱۱]، خانا و پالپو [۲۴]، وونگ و همکاران [۳۴]، هم راستا است. علت این نتیجه را می‌توان این‌گونه بیان کرد که به دلیل مشکلات نمایندگی ناشی از معاملات اشخاص وابسته، تامین مالی کنندگان به مشکلات تخصیص سرمایه پی برده و دسترسی شرکت

به تأمین مالی خارجی را محدود می‌کنند و در نتیجه سرمایه‌گذاری‌ها به وجوه نقد داخلی وابستگی بیشتری خواهند داشت. همچنین مدیرانی که درگیر معاملات اشخاص وابسته به صورت فرصت‌طلبانه هستند سعی می‌کنند خود را از فشارهای بازارهای سرمایه خارجی با اتکا به جریان‌های نقد داخلی، دور نگه دارند. نتایج آزمون فرضیه دوم پژوهش نیز حاکی از این است که با افزایش حجم معاملات اشخاص وابسته، تأمین مالی خارجی افزایش می‌یابد و با افزایش حجم معاملات اشخاص وابسته، کیوتوبین بر میزان تأمین مالی خارجی شرکت، تاثیری ندارد ولی جریان نقد داخلی دارای تاثیر منفی بر تأمین مالی خارجی انجام شده است که بیانگر تاثیر معاملات اشخاص وابسته بر حساسیت تأمین مالی خارجی نسبت به جریان نقد داخلی و کاهش این حساسیت است. بنابراین دخالت معاملات اشخاص وابسته سبب تعدیل حساسیت تأمین مالی نسبت به کیوتوبین نمی‌شود. در حالی که با افزایش ارزش شرکت، سرمایه‌گذاری بیشتری نیز مورد نیاز است و اگر نگاه فرصت‌طلبانه معاملات اشخاص وابسته سبب کاهش حساسیت سرمایه‌گذاری به کیوتوبین شود باید سبب افزایش حساسیت تأمین مالی به ارزش ایجاد شده (کیوتوبین) گردد. این نتیجه با نتایج پژوهش‌های کلپک و می‌هو [۲۵]، کلپک و می‌هو [۲۶] و بالسام و همکاران [۷]، هم راستا نیست. با این حال نتایج پژوهش برای حساسیت تأمین مالی به جریان نقد داخلی ایجاد شده با دخالت معاملات اشخاص وابسته حاکی از کاهش حساسیت تأمین مالی خارجی به جریان نقد داخلی ایجاد شده است که این نتیجه با نتایج پژوهش‌های کلپک و می‌هو [۲۵]، کلپک و می‌هو [۲۶] و بالسام و همکاران [۷]، هم راستا است. با توجه به نتایج بدست آمده که حاکی از تاثیر منفی معاملات اشخاص وابسته بر سرمایه‌گذاری و تاثیر مثبت بر تأمین مالی خارجی است، به سرمایه‌گذاران، اعتباردهندگان، تحلیلگران و کارگزاران پیشنهاد می‌شود در تحلیل صورت‌های مالی به حجم معاملات اشخاص وابسته توجه خاص داشته و در تصمیمات خود لحاظ کنند. به مدیران شرکت‌ها و نیز سهامداران پیشنهاد می‌شود به دلیل اینکه رخداد معاملات اشخاص وابسته از نظر سرمایه‌گذاران و اعتباردهندگان، عاملی برای کاهش دسترسی به منابع برون سازمانی است، از انجام فرصت‌طلبانه این معاملات اجتناب و افشای بیشتری از معاملات اشخاص وابسته را در راستای شفاف‌سازی و کاهش عدم تقارن اطلاعاتی در پیش گیرند همچنین سهامداران با تقویت ساختار راهبری شرکتی نظارت بیشتری بر معاملات اشخاص وابسته کنند تا از هدر رفت منابع بصورت سرمایه‌گذاری غیرکارا و افزایش محدودیت‌ها و هزینه تأمین مالی اجتناب گردد.

#### فهرست منابع

۱. افلاطونی، عباس. (۱۳۹۳). تجزیه و تحلیل آماری با EViews در تحقیقات حسابداری و مدیریت مالی. انتشارات ترمه. ص ۱-۳۶۰.
۲. دموری، داریوش و قدک فروشان، مریم. (۱۳۹۷). "سیاست‌های تأمین مالی و کارایی سرمایه‌گذاری در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران". راهبرد مدیریت مالی، ۶(۴)، ۱۵۷-۱۷۵.

۳. رحیمیان، نظام الدین، حسین کاظمی، حمید محمدی، (۱۳۹۱). "تأثیر معاملات اشخاص وابسته بر عملکرد شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران با تأکید بر نقش ساز و کارهای راهبردی"، دانشکدهی حسابداری و مدیریت رجا، پژوهشگاه علوم و فناوری اطلاعات ایران.
۴. کامیابی، یحیی، احسان بوژمهرانی، فاضل نادری پلنگی (۱۳۹۳). "بررسی خطای پیش بینی سود، معاملات با اشخاص وابسته و نسبت اعضای غیر موظف هیئت مدیره"، **بررسیهای حسابداری و حسابرسی**، ۱۲(۴۳)، ۱۵۱-۱۳۱.
۵. واعظ سید علی، انواری ابرهیم، بنافی محمد (۱۳۹۵). "تأثیر ساختار مالکیت بر رابطه بین معاملات با اشخاص وابسته و کارایی سرمایه گذاری". **فصلنامه حسابداری مالی**. ۸(۳۱)، ۱۰۱-۱۳۲.
6. Baker, M., J. Stein, and J. Wurgler. (2003). "When does the market matter? Stock prices and the investment of equity-dependent firms". **Quarterly Journal of Economics**, 118 (3): 969-1005.
7. Balsam, S., R. Gifford, and J. Puthenpurackal. (2017). "Related party transactions, corporate governance, and CEO compensation". **Journal of Business, Finance and Accounting** 44 (5): 854-894.
8. Bhandari, A., Kohlbeck, M., Mayhew, B. (2017). "Related Party Transactions, Investments and External Financing". **Journal of Corporate Finance**, 9(28), 1-46.
9. Bhandari, A., and D. Javakhadze. (2017). "Corporate social responsibility and capital allocation efficiency". **Journal of Corporate Finance**, 3(43), 354-377.
10. Biddle A., grant, P. & Jarvis, R. (2004). "European bank lending to the UK SME sector". **International small business journal**, 1(22), 115-130
11. 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), 429-448.
12. Chen, Q., I. Goldstein, W. Jiang. (2007). "Price informativeness and investment sensitivity to stock price", **Review of Financial Studies** 20(3), 619-650.
13. Cheung, Y.L., Rau, P.R., Stouraitis, A. (2006). "Tunnelling, Propping and Expropriation: Evidence from Connected Party Transactions in Hong Kong", **Journal of Financial Economics**, 82(2), 343-386.
14. Chien, C.Y., Hsu, C. S. (2010). "The Role of Corporate Governance in Related Party Transactions", National Yunlin University. **SSRN Electronic Journal Available at SSRN**: <https://ssrn.com/abstract=1539808>.
15. Chul, P. and Pincus, M. (2001). "Internal vs external funding sources and earning response coefficients". **Review of Quantitative Finance and Accounting**. 16(1), 33-52.
16. Degryse, H., Jong, A. (2006). "Investment and Internal Finance: Asymmetric Information or Managerial Discretion?" **International Journal of Industrial Organization**, 24(1), 125-147.
17. Friedman, E., S. Johnson, and T. Mitton. (2003). "Propping and tunneling", **Journal of Comparative Economics**, 31(4), 732-450.
18. García Laraa, J.M, García Osmaa, M. Penalvac, F. (2016). "Accounting conservatism and firm investment efficiency", **Journal of Accounting and Economics**, 61(1), 221-238.
19. Gordan, Elizabeth A. And Elaine Henry. (2005). "Related Party Transactions and Earnings Management", rutgers university. Retrieved from <http://papers.ssrn.com>

20. Gordon, E., Henry, E., Palia, D., (2004). "Related Party Transactions: Associations with Corporate Governance and Firm Value", Rutgers University. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=558983>
21. Habib, A., Jiang, H., and Zhou, D. (2015). "Related party transactions and audit fees: Evidence from China", **Journal of International Accounting Research**, 14 (1), 59-83.
22. Hwang, Junseok & Dany Aoun. (2008). "The effects of cash flow and size on th investment decisions of ICT firms: A dynamic approach, "**Informamtion economics and policy**, 20(2), 120 – 134.
23. Hwang, N. Chiou, J. Wang, Y, (2013). "Effect of disclosure regulation on earnings management through related-party transactions: Evidence from Taiwanese firms operating in China", **Journal Account Public Policy**, 32(4): 292-313.
24. Khanna, T., Palepu, K. (2000). "Is Group Affiliation Profitable in Emerging Markets? An Analysis of Diversified Indian Business Groups", **Journal of Finance**, 55 (2), 867-892.
25. Kohlbeck, M., and B. Mayhew. (2017). "Are related party transaction red flags?" **Contemporary Accounting Research**, 34(2), 900-928.
26. Kohlbeck, M., Mayhew, B.W. (2010). "Valuation of Firms that Disclose Related Party Transactions", **Journal of Accounting Public Policy** 29(2), 115-137.
27. Lee, S., and Xiao, Q. (2011). "An examination of the curvilinear relationship between capital intensity and firm performance for publicly traded US hotels and restaurants". **International Journal of Contemporary Hospitality Management**, 23(6), 862 – 880.
28. Mclean, D., T. Zhang, and M. Zhao. (2012). "Why does the law matter? Investor protection and its effects on investment, finance, and growth", **Journal of Finance**, 67 (1), 313-350.
29. Melander, O., Sandström, M., von, S.E. (2017). "The effect of cashflow on investment: an empirical test of the balance sheet theory", **Empirical Economics**, 53(2), 659-716.
30. Nekhili, M., Moêz, C. (2011). "Related parties Transactions and Firm's Market Value: The French", **Review of Accounting and Finance**, 10(3), 291-315.
31. Shawn, T., Ryngaert, M. (2007). "Related Party Transactions: Their Origins and Wealth Effects", University of Pittsburgh. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=970689>.1-50.
32. Verdi, R. (2006). "Financial reporting quality and investment efficiency", Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=930922>.1-55.
33. Wenxia, G., Fortin, D. H., Feng, S.L., Desmond, T. (2010). "Value Relevance of Disclosed Related Party Transactions, Advances in Accounting", **Incorporating Advances in International Accounting** 26(1), 134-141.
34. 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(1), 1-38.
35. Yang, J., and Jiang, Y. (2008). "Accounting information quality, free cash flow and overinvestment: A Chinese study", **The Business Review**, 11 (1), 159-166.



## **Sensitivity of Investment and Financing to the Performance, with an Emphasis on Related Party Transaction**

**Rahim Bonabi Ghadim (PhD)**<sup>1</sup>©

Asistance Professor in Accounting, Hashtroud Branch, Islamic Azad University, Hashtroud, Iran

**Sayed Ali Vaez (PhD)**<sup>2</sup>

Associate Professor, Shahid Chamran University of Ahvaz, Ahvaz, Iran

**Rogaye Malekani**<sup>3</sup>

MSc in accounting, Islamic Azad University, Marand Branch, Marand, Iran

(Received: 29 March 2020; Accepted: 12 August 2020)

Related party transactions from view of opportunistic behavior or efficiency can affect optimal allocation of resources in form of investment and financing in response to reported performance. The purpose of this study is to investigating the sensitivity of investment and financing to the company's performance, with an emphasis on related party transactions role in companies listed in Tehran Stock Exchange. The research sample includes 98 companies listed in Tehran Stock Exchange for the period of 2010 to 2018. The present research in terms of purpose is applied research using the post-event approach. The results showed that investment and external financing sensitivity to performance i.e. Q is not affected by related party transactions, but investment sensitivity to internal cash flow, increases with related party transactions increasing. While the external financing sensitivity to internal cash flow has been moderated and decrease by the related party transactions increasing. Which reflects the opportunistic perception of related party transactions by companies' investors and creditors.

**Keywords:** Sensitivity, Investment, Financing, Related Party Transactions, Performance.

---

<sup>1</sup> Rahim.bonabi@yahoo.com © (Corresponding Author)

<sup>2</sup> Sa.vaez@gmail.com

<sup>3</sup> malekanisodabeh@gmail.com