فصلنامه حسابداری مالی/سال هشتم/ شماره ۳۱ /پاییز ۹۵/صفحات ۱۳۲- ۱۰۱

تأثیر ساختار مالکیت بر رابطه بین معاملات با اشخاص وابسته و کارایی سرمایه‌گذاری

سید علی واعظ *
ابراهیم انواری **
محمد بنافی ***

تاریخ دریافت: ۱۳۹۵/۰۴/۲۹ تاریخ پذیرش: ۱۳۹۵/۱۰/۱۱

چکیده

هدف پژوهش حاضر بررسی تأثیر ساختار مالکیت بر رابطه‌ی بین معاملات با اشخاص وابسته و کارایی سرمایه‌گذاری است. در این پژوهش اشکال مختلف ساختار مالکیتی شامل مالکیت مدیریتی و مالکیت نهادی و چگونگی تأثیر آن‌ها بر ارتباط بین معاملات با اشخاص وابسته و کارایی سرمایه‌گذاری در میان ۶۵ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در دوره ۱۰ ساله ۱۳۹۳-۱۳۸۴مورد بررسی قرار گرفت. نتایج پژوهش نشان داد که بین معاملات با اشخاص وابسته و کارایی سرمایه‌گذاری رابطه منفی و معناداری وجود دارد، همچنین نتایج حاکی از آن است که ساختار مالکیت (مالکیت مدیریتی و مالکیت نهادی) بر رابطه‌ی بین معاملات با اشخاص وابسته و کارایی سرمایه‌گذاری تأثیر مثبت و معناداری دارد. نتیجه کلی پژوهش نشان می‌دهد که معاملات با اشخاص وابسته، فرصت‌طلبانه بوده و با به‌کارگیری مکانیزم‌های نظارتی

* استادیار حسابداری، گروه حسابداری، دانشگاه شهید چمران، اهواز، ایران (نویسنده مسئول)
Email: sa.vaez@gmail.com

** استادیار اقتصاد، گروه اقتصاد، دانشگاه شهید چمران، اهواز، ایران
Email: e.anvari@scu.ac.ir

*** کارشناسی ارشد حسابداری، گروه حسابداری، دانشگاه شهید چمران، اهواز، ایران
Email: mohammadbanafi70@gmail.com

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

مناسب یا به‌کارگیری چنین مکانیزم‌هایی حداقل در مورد معاملات با اشخاص وابسته می‌توان تضاد منافع و رفتارهای فرصت‌طلبانه مدیران را به حداقل رساند.

واژه‌های کلیدی: معاملات با اشخاص وابسته، کارایی سرمایه‌گذاری، ساختار مالکیت.

۱- مقدمه

در رسوایی‌های مالی اخیر، معاملات با اشخاص وابسته به عنوان یکی از کانون‌های نگرانی بوده است، به گونه‌ای که استفاده هدفمند از این معاملات و عدم افشای آن‌ها یا کافی نبودن افشا، از عوامل سقوط شرکت‌ها می‌باشد. تصاحب منابع شرکت از طریق معاملات با اشخاص وابسته، درکشورهای توسعه یافته مرسوم است، اما در اقتصادهای نوظهور به دلیل نقص بازارهای خارجی و ضعف راهبری شرکتی بیشتر مشاهده می‌شود. امروزه، فرصت‌طلبانه بودن معاملات با اشخاص وابسته، به‌ویژه در کشورهای آسیایی که روابط تجاری در آن‌ها به گونه‌ای است که انجام معاملات با اشخاص وابسته را آسان می‌کند، یکی از عواملی است که موجب کاهش ارزش بازار سرمایه می‌شود. اگرچه تمام معاملات با اشخاص وابسته فرصت‌طلبانه نیستند، اما نگرش غالب این است که از عوامل تأثیرگذار بر ریسک می‌باشند و سرمایه‌گذاران، قبل از انجام سرمایه‌گذاری برای آن اهمیت زیادی قائل می‌شوند (حمیدی و شعری، ۱۳۹۱). می‌توان گفت که معاملات با اشخاص وابسته و درنتیجه‌ی آن امکان بروز رفتار فرصت‌طلبانه مدیران، ناشی از تضاد نمایندگی است. شکل‌گیری رابطه نمایندگی، همراه با منافع متضادی است که درنتیجه جدایی مالکیت از مدیریت، هدف‌های متفاوت و عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیران و سهامداران رخ می‌دهد (دی[1]، ۲۰۰۸). از طرف دیگر تجزیه‌وتحلیل‌های نظری و شواهد تجربی نشان می‌دهد که عدم تقارن اطلاعاتی به همراه نوسانات بازار، در شرکت‌هایی که با محدودیت نقدینگی مواجه هستند، منجر به سرمایه گذاری غیرکارا می‌شود (فزاری و همکاران[2]، ۱۹۹۸). این مشکل ناشی از سوء استفاده مدیران از جریان‌های نقد آزاد و سرمایه‌گذاری بیش از حد در پروژه‌های با ارزش فعلی خالص منفی برای کسب منافع شخصی، است (جنسن[3]، ۱۹۸۶؛ استالز[4]، ۱۹۹۰). سرمایه‌گذاری بیش از حد و کمتر از حد بیانگر رفتارهای ناکارآمد سرمایه‌گذاری بوده که منجر به وقوع زیان و هدر رفتن سرمایه اجتماعی می‌شود.

1 Dey
2 Fazzari et al
3 Jensen
4 Stulz

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

سرمایه‌گذاری بیش از حد و سرمایه‌گذاری کمتر از حد به رفتارهای سرمایه‌گذاری غیر مؤثری وابسته است که سبب زیان‌های هنگفت برای سرمایه‌گذاران و هدر رفتن سرمایه اجتماعی می‌شود. در این شرایط، ساختار مالکیت شرکت‌ها (از مکانیسم‌های اصلی حاکمیت شرکتی) عاملی است که می‌تواند بر کنترل مدیران و بهبود عملکرد شرکت تأثیرگذار باشد و همچنین موجب کاهش تضاد نمایندگی، عدم تقارن اطلاعاتی و رفتارهای فرصت‌طلبانه مدیران گردد (جنسن و مک لینگ[1]،۱۹۷۶؛ فخاری و همکاران،۱۳۹۳). چن و همکاران[2] (۲۰۱۳) معتقدند که بدون وجود مکانیزم‌های راهبری شرکتی مناسب احتمال بیشتری دارد که مدیران از حداکثرسازی منافع سهامداران منحرف شوند و ممکن است تصمیماتی را اتخاذ نمایند که در راستای منافع سهامداران و سرمایه‌گذران نباشد. یکی از تصمیمات مهم شرکت، تصمیمات مربوط به سرمایه‌گذاری است که برای حیات شرکت ضروری می‌باشد و از آنجایی که مدیران نقش موثری در اتخاذ این تصمیمات دارند ممکن است از تصمیمات مطلوب سرمایه‌گذاری منحرف شوند. نتایج پژوهش‌های قبلی نشان می‌دهد که معاملات بااشخاص وابسته، کارایی سرمایه‌گذاری را کاهش داده و باعث ایجاد اختلال در امر ارزش آفرینی برای سهامداران می‌شود (ایون و ایل[3]، ۲۰۱۳). همچنین چن و وو[4] (۲۰۱۰) بیان کردند که نظارت بر عملکرد مدیران شامل تصمیم گیری در مورد انجام یا عدم انجام معاملات با اشخاص وابسته نیز می‌شود و ترکیب ساختار مالکیت شرکت‌ها ممکن است منجر به افزایش یا کاهش انجام معاملات با اشخاص وابسته شوند. در پژوهش حاضر به بررسی تأثیر ساختار مالکیت بر رابطه بین معاملات با اشخاص وابسته و کارایی سرمایه‌گذاری پرداخته می‌شود. قابل ذکر است که تاکنون مطالعات متعددی در مورد عوامل تأثیرگذار بر کارایی سرمایه‌گذاری انجام شده است. برخی از این عوامل عبارت‌اند از مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی، کیفیت گزارشگری مالی، کیفیت حسابرسی، محافظه‌کاری حسابداری و هزینه‌های نمایندگی (بادآورنهندی و تقی‌زاده‌خانقاه،۱۳۹۴؛ مدرس و حصارزاده،۱۳۸۷؛ بادآورنهندی و تقی‌زاده‌خانقاه ،۱۳۹۲؛ محمودآبادی و مهتری،۱۳۹۰؛ محمودآبادی و رجایی، ۱۳۹۳)، ولی تأثیر معاملات با اشخاص وابسته بر کارایی سرمایه‌گذاری در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و اثر تعدیل کنندگی ساختار مالکیت بر این رابطه هنوز مورد بررسی و آزمون قرار نگرفته است. ازاین رو بررسی تاثیر ساختار مالکیت بر رابطه بین معاملات با اشخاص وابسته و کارایی

1 Jensen & Meckling
2 Chen et al
3 Eun & Il
4 Chen & wu

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

سرمایه‌گذاری از نوآوری‌های پژوهش پیش‌رو است و این امر موجب شده که پژوهش حاضر انجام شود. اهمیت این پژوهش در این است که نتایج حاصل از پژوهش می‌تواند سرمایه‌گذاران و اعتباردهندگان و سایر استفاده‌کنندگان از صورت‌های مالی را در شناخت ماهیت معاملات با اشخاص وابسته، رفتار سرمایه‌گذاری شرکت‌ها و میزان تأثیرگذاری مکانیزم های حاکمیت شرکتی درفضای کسب و کار ایران، یاری رساند.

لذا با توجه به موارد فوق، هدف از پژوهش حاضر بررسی تاثیر ساختار مالکیت بر رابطه‌ی بین معاملات با اشخاص وابسته وکارایی سرمایه‌گذاری است تا گامی در جهت غنی ساختن پژوهش‌های حسابداری در این زمینه برداشته شود و با ارائه‌ی یافته‌های خود، بتواند به استفاده‌کنندگان از صورت‌های مالی در تجزیه وتحلیل بهتر، کمک کند. برای این منظور پس از بیان مبانی نظری و دیدگاه‌های مربوطه که به اختصار در بخش دوم ارائه می‌گردد به مروری بر پژوهش‌های مشابه صورت گرفته، پرداخته می‌شود و فرضیه‌های پژوهش تدوین می‌گردد. در ادامه نیز روش پژوهش، مدل‌های مورداستفاده و نتایج پژوهش ارائه می‌گردد. بخش پایانی پژوهش نیز به نتیجه‌گیری و ارائه پیشنهادها و محدودیت‌های پژوهش اختصاص می‌یابد.

۲- مبانی نظری و پیشینه پژوهش

۲-۱- معاملات با اشخاص وابسته

براساس استاندارد حسابداری شماره ۱۲ ایران، معاملات با اشخاص وابسته به صورت انتقال منابع، خدمات یا تعهدهای بین اشخاص وابسته، صرف نظر از مطالبه یا عدم مطالبه بهای آن تعریف می‌شود. رابطه با اشخاص وابسته می‌تواند بر وضعیت مالی، عملکرد مالی و انعطاف‌پذیری مالی واحد تجاری تأثیر داشته باشد. اشخاص وابسته، ممکن است معاملاتی انجام دهند که اشخاص غیر وابسته انجام نمی‌دهند. همچنین، مبالغ معاملات بین اشخاص وابسته، ممکن است با مبالغ مشابه بین اشخاص غیر وابسته یکسان نباشد. به دلایل مزبور آگاهی از معاملات، مانده حساب‌های طرفین و رابطه با اشخاص وابسته، ممکن است بر ارزیابی کاربران صورت‌های مالی از عملیات واحد تجاری، شامل ارزیابی خطر و فرصت‌های پیش روی واحد تجاری، تأثیر بگذارد. معاملات با اشخاص وابسته را می‌توان از دو دیدگاه بررسی کرد که هر دیدگاه جنبه‌های متفاوتی از این معاملات را بیان می‌کند (استانداردهای حسابداری ایران،۱۳۸۶).

دیدگاه اول، با مسئله نمایندگی سازگار است و بیان می‌کند که این گونه معاملات در جهت کسب منافع شخصی برای مدیران به کار گرفته می‌شوند و باعث متضرر شدن شرکت و سهامداران می‌شود. از سوی دیگر مدیران برای پوشاندن اثرات سوء این معاملات اقدام به تحریف صورت‌های

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

مالی می‌نمایند (گوردون و همکاران[1]،۲۰۰۴؛ چئونگ و همکاران[2]،۲۰۰۶؛ ژیانگ و همکاران[3]،۲۰۰۸ و آهرونی و همکاران[4]،۲۰۱۰). نمونه‌هایی از معاملات فرصت طلبانه با اشخاص وابسته را می‌توان در شرکت انرون مشاهده کرد که در آن به دلیل ضعف ساختار کنترل داخلی شرکت، مدیران به کسب منافع شخصی از طریق انجام معاملات با اشخاص وابسته می‌پرداختند و به منظور در امان ماندن از عواقب سوء این اقدام، به تحریف صورت‌های مالی مبادرت می‌ورزیدند. زیرا بسیاری از این گونه معاملات در صورت‌های مالی این شرکت افشاء نمی‌شد و همین موضوع یکی از دلایل ورشکستگی انرون در سال ۲۰۰۱ محسوب می‌شود (کلبک و می هو[5]،۲۰۰۴).

دیدگاه دوم، معاملات با اشخاص وابسته را بخشی از تقاضای واحد تجاری قلمداد می‌کند و آن را تضمین کننده کار مدیران در شرکت می‌داند. دیدگاه اثربخشی معاملات با اشخاص وابسته مفهوم هزینه‌های معاملات ارائه شده توسط کواس[6] (۱۹۳۷) و ویلیامسون[7] (۱۹۷۵) را دنبال می‌کند. این دیدگاه معاملات با اشخاص وابسته را نه تنها مضر نمی‌داند بلکه بیان می‌کند که این گونه معاملات ممکن است برای سهامداران سودمند نیز باشد (استین[8]،۱۹۹۷؛ چانگ و هونگ[9]،۲۰۰۰؛ خانا و پالپو[10]،۲۰۰۰ و ژیانگ و وونگ[11]،۲۰۱۰). در هر صورت چه این معاملات با تئوری نمایندگی مرتبط دانسته شود و چه این معاملات به عنوان انگیزه‌ای برای مدیران جهت انجام بهتر وظایفشان در نظر گرفته شود، باید به این نکته توجه داشت که این معاملات می‌توانند بر وضعیت مالی و عملکرد مطلوب شرکت تأثیر منفی بگذارند. این امر الزاماً نه به دلیل خود معامله بلکه می‌تواند به دلیل تصور استفاده کننده صورت‌های مالی از ماهیت این گونه معاملات باشد (گوردون و هنری[12]،۲۰۰۵).

1 Gordan et al
2 Cheung et al
3 Jiang et al
4 Aharony et al
5 Kohlbeck & Mayhew
6 Coase
7 Williamson
8Stein
9 Chang & Hong
10 Khanna & Palepu
11 Jiang & Wong
12 Gordan & Henry

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

۲-۲-کارایی سرمایه گذاری

یکی از عوامل مهم جهت حل مسائل اقتصادی کشورها، بسط و توسعه سرمایه‌گذاری است، اما این امر به تنهایی کافی نیست و با توجه به محدودیت منابع مالی، علاوه بر مسئله توسعه سرمایه‌گذاری، افزایش کارایی سرمایه‌گذاری نیز از جمله مسائل با اهمیت است (مدرس و حصار زاده،۱۳۸۷). به طور مفهومی، کارایی سرمایه‌گذاری زمانی حاصل می‌شود که شرکت، فقط، در تمامی طرح‌هایی با ارزش فعلی خالص مثبت سرمایه‌گذاری کند. در واقع، برخی از نواقص بازار سرمایه مانند عدم تقارن اطلاعاتی و هزینه‌های نمایندگی، می‌تواند به فرآیند سرمایه‌گذاری بیشتر از حد یا سرمایه‌گذاری کمتر از حد منتهی گردد. به این مفهوم که نه پروژه‌های با ارزش فعلی خالص مثبت (سرمایه‌گذاری کمتر از حد) و نه پروژه‌های با ارزش فعلی خالص منفی (سرمایه‌گذاری کمتر از حد) رد نمی‌شود، است (بیدل و هلیاری[1]،۲۰۰۶).

علاوه بر این، کارایی سرمایه‌گذاری و یا سرمایه‌گذاری در حد بهینه، مستلزم آن است که از یک سو، از مصرف منابع در فعالیت‌هایی که سرمایه‌گذاری در آن بیشتر از حد مطلوب انجام شده است، ممانعت شود و از سوی دیگر منابع به سمت فعالیت‌هایی که نیاز بیشتری به سرمایه‌گذاری دارد، هدایت شود (مدرس و حصار زاده،۱۳۸۷). بدین منظور، یک واحد اقتصادی برای سرمایه‌گذاری در طرح‌های مختلف، باید میزان سرمایه‌گذاری را با توجه به محدودیت منابع مورد توجه قرار دهد. از این رو، مسئله اصلی این است که تقبل طرح‌هایی با ارزش فعلی خالص منفی، منجر به سرمایه‌گذاری بیشتر از حد و صرف نظر کردن از طرح‌هایی با ارزش فعلی خالص مثبت، منجر به سرمایه‌گذاری کمتر از حد می‌شود که عدم بهینه بودن سرمایه‌گذاری را به دنبال خواهد داشت (وردی[2]،۲۰۰۶)، بنابراین مدیران باید به صورت بهینه و در طرح‌هایی سرمایه‌گذاری کنند که برای شرکت ارزش آفرینی کند؛ یعنی طرح‌هایی با ارزش فعلی خالص مثبت، را پذیرفته و طرح‌هایی با ارزش فعلی خالص منفی، را رد نماید (یانگ و جیانگ[3]،۲۰۰۸).

۳-۲- معاملات با اشخاص وابسته و کارایی سرمایه‌گذاری

می‌توان معاملات با اشخاص وابسته را با تئوری نمایندگی که در آن به نقش مدیریت در مصرف منابع به نفع خود اشاره دارد مرتبط دانست. بر این اساس معاملات با اشخاص وابسته که غالباً به نفع مدیران و به زیان سهامداران است نوعی مصرف منابع در راستای تأمین منافع مدیران

1 Biddle & Hilary
2 Verdi
3 Yang & Jiang

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

محسوب می‌شود. حبیب و همکاران[1] (۲۰۱۵) معتقدند که بر اساس نظریهٔ نمایندگی، معاملات با اشخاص وابسته نگرانی را افزایش می‌دهد؛ چرا که مدیران با انتقال نامناسب ثروت، سود و قابلیت اعتماد صورت‌های مالی را کاهش می‌دهند و موجب کاهش اثر قراردادهای طراحی شده برای کاهش تضاد نمایندگی و درنهایت، خسارت سهامداران شرکت‌ها می‌شوند. از این رو تحلیلگران مسائل مالی یکی از دلایل بحران‌های مالی در شرکت‌ها را انجام معاملات با اشخاص وابسته و پوشش آن از طریق صورت‌های مالی می‌دانند. تجربه نشان داده است که معاملات با اشخاص وابسته نه تنها می‌تواند باعث ایجاد اختلال در امر ارزش آفرینی برای سهامداران شود، بلکه می‌تواند موجبات فروپاشی شرکت‌ها را نیز فراهم آورد، به همین دلیل بود که پس از ورشکستگی انرون، کنگره آمریکا قانون ساربینز آکسلی را به تصویب رساند که در بخشی از آن به معاملات با اشخاص وابسته اشاره دارد و بر همین اساس بود که سازمان بورس اوراق بهادار آمریکا قوانینی سخت‌گیرانه درباره لزوم افشای معاملات با اشخاص وابسته برای شرکت‌های پذیرفته شده وضع کرد (گوردون و هنری،۲۰۰۵).

از سوی دیگر معاملات با اشخاص وابسته می‌تواند به عنوان بخشی از عملیات اصلی واحد تجاری قلمداد شود که در این صورت نه تنها مضر نمی‌باشد، بلکه می‌تواند کمک شایانی به مدیریت در راستای هدف ارزش آفرینی برای سهامداران کند (فریدمن و همکاران[2]،۲۰۰۳). از طرفی واحدهای تجاری، همواره با فرصت‌های سرمایه‌گذاری زیادی روبه رو می‌شوند و نیازمند تصمیم‌گیری منطقی نسبت به یک سرمایه‌گذاری بهینه هستند. در واقع، سرمایه‌گذاری هر واحد تجاری باید با توجه به محدودیت منابع و کارا بودن آن صورت بگیرد؛ اما مسأله اصلی، انتخاب طرح‌ها و تصمیم‌گیری راجع به فرصت‌های سرمایه‌گذاری به وسیله مدیران واحدهای تجاری است که براساس منافع شخصی آن‌ها صورت می گیرد. به عبارت دیگر، عدم تقارن اطلاعاتی و تضاد منافع، مانع انجام یک سرمایه‌گذاری بهینه می‌شود (یانگ و جیانگ،۲۰۰۸). گارسیالارا و همکاران[3] (۲۰۱۶) معتقدند که مدیران شرکت‌هایی که با هزینه‌های نمایندگی قابل ملاحظه‌ای مواجه هستند، فرصت‌طلبانه عمل کرده و درگیر فعالیت‌های غیرارزشی می‌شوند. به همین دلیل، زمانی که درنتیجه فعالیت‌های شرکت وجوه نقد مازادی ایجاد می‌شود، مدیران تمایل به سوءاستفاده از وجوه مزبور دارند که این کار ممکن است از طریق سرمایه‌گذاری‌های نامناسب انجام شود و منجر به عدم کارایی سرمایه‌گذاری شود. از این رو، واحدهای تجاری برای

1 Habib et al
2 Friedman et al
3 García Laraa et al

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

سرمایه‌گذاری در طرح‌های مختلف باید حد یا میزان سرمایه‌گذاری را با توجه به محدودیت منابع، مورد توجه قرار دهند (مدرس و حصارزاده۱۳۸۷). مطالعات پیشین نشان می‌دهد 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 را به همراه خواهد داشت (ایون و ایل،۲۰۱۳).

۲-۴- اثرات تعدیل کنندگی ساختار مالکیت

حاکمیت شرکتی، سازوکاری است به منظور دستیابی به اهداف شرکت از طریق مدیریت امور شرکت که این اطمینان را ایجاد می کند که منافع همه سهامداران اعم از سهامداران عمده و خرد حفظ می‌شود (حاجیها و اخلاقی،۱۳۹۲). سازوکارهای راهبری شرکتی با ارزش ایجادشده برای سهامداران، رابطه‌ی مستقیمی دارند (برادران حسن‌زاده و همکاران،۱۳۹۱). نظام راهبری شرکتی خوب، با افزایش کیفیت گزارش‌های مالی مانند یک منبع اطلاعاتی بسیار مهم و کاربردی به افراد، بخصوص سرمایه‌گذاران و اعتباردهندگان کمک می‌کند تصمیم‌های بهتری اتخاذ کنند. واحدهای تجاری که در تأمین‌مالی با محدودیت مواجه هستند، پروژه‌های با خالص ارزش فعلی مثبت را به دلیل هزینه‌های بالای تأمین مالی کنار می‌گذارند که این عمل به سرمایه‌گذاری کمتر از حد در شرکت‌ها منجر می‌شود. حتی ممکن است در وضعیتی که شرکت موفق به تأمین مالی کافی می‌شود نیز سرمایه‌گذاری صحیحی انجام نشود؛ زیرا مدیران ممکن است بر اثر انتخاب پروژه‌های نامناسب و ناکارا، منابع موجود را در زمینه‌ای اشتباه مصرف کنند و آن را هدردهند که در این صورت شرکت به سمت سرمایه‌گذاری بیش از حد یا سرمایه گذاری کمتر از حد سوق داده می‌شود (محمدزاده سلطه و همکاران،۱۳۹۴). از مقولات مهم در حاکمیت شرکتی آگاهی از ساختار مالکیت و درجه‌بندی آن در مقیاس‌های استاندارد می‌باشد تا با استفاده از آن بتوان استراتژی‌های لازم در استقرار حاکمیت شرکتی را تدوین نمود (نمازی و کرمانی،۱۳۸۷). ساختار مالکیت دارای دو بعداست: ترکیب سهامداران و تمرکز مالکیت. ترکیب سهامداران شامل مالکیت نهادی، مالکیت مدیریتی، مالکیت دولتی و مالکیت خانوادگی است. مالکیت نهادی به عنوان درصد سهام آورده شده به وسیله سرمایه‌گذاران حقوقی تعریف می‌شود که نقش بااهمیتی را در راهبری فعالیت‌های مدیران ایفا می کند. به دلیل سرمایه‌گذاری بلندمدت، سهامداران نهادی در شرکت تمایل زیادی به صرف منابع برای تأثیرگذاری و نظارت در حوزهٔ مدیریتی دارند. وجود مالکیت نهادی، مدیریت شرکت را به تمرکز بر عملکرد اقتصادی و اجتناب از رفتارهای فرصت‌طلبانه وا می دارد (خدادادی و همکاران،۱۳۹۳). عموماً این گونه تصور می‌شود که حضور

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

سرمایه‌گذاران نهادی ممکن است به تغییر رفتار شرکت‌ها منجر شود. این امر، از فعالیت‌های نظارتی نشأت می‌گیرد که این سرمایه‌گذاران انجام می دهند. به طور کلی زمانی که درصد مالکیت نهادی به اندازه‌ی کافی بالا باشد، نظارت مالکان نهادی، مانع از عملکرد ضعیف مدیران خواهد شد (باشی[1]،۱۹۹۸). مالکان نهادی در کشورهای دارای سازوکارهای حاکمیتی و قانونی مستحکم توانایی کنترل بالاتری نسبت به مدیران شرکت‌ها دارند (بنفراتیلو و سیمبینیلی[2]،۲۰۰۶). انتظار بر این است که مالکیت نهادی میزان عدم تقارن اطلاعاتی و از این رو، مشکلات نمایندگی را کاهش دهد، زیرا مالکیت نهادی می‌تواند به نحو اثربخشی تلاش‌های مدیریت برای دستکاری حساب‌ها را کنترل کند. مالکان نهادی تمام تلاش خود را می‌کنند تا وظایف خود را به بهترین نحو ممکن انجام داده و اطمینان منطقی را نسبت به کیفیت گزارشگری مالی، محافظت از منافع سهامداران و افزایش منافع ناشی از سرمایه‌گذاری را در سرمایه‌گذاران ایجاد کند (یوو[3]،۲۰۰۵).

بنابراین احتمال وقوع رفتارهای فرصت‌طلبانه، برای شرکت‌هایی که سهام آنها توسط مالکان نهادی نگهداری می‌شود، کاهش می‌یابد. با افزایش مالکیت نهادی، تصمیمات مدیریتی شرکت به نحو مناسبی راهبری شده و اقداماتی در جهت ایجاد اطمینان نسبت به کارایی و اثربخشی استفاده از جریان‌های نقد آزاد صورت می پذیرد، همچنین مالکان نهادی با استفاده از تخصص و دانش خود در زمینه‌ی فن‌آوری‌های تولیدی به شرکت‌ها برای دستیابی به حداکثر کارایی کمک می‌کنند (آیتو[4]،۲۰۰۴).

از دیگر ساختارهای مالکیت، مالکیت مدیریتی است که به عنوان درصد سهام در اختیار مدیران داخلی شرکت تعریف می‌شود. سطح مالکیت مدیریتی متفاوت است. این تفاوت سطح می‌تواند معیاری برای اندازه گیری تضاد منافع بین مدیر و مالک مدنظر قرار گیرد (آنگ و همکاران[5]،۲۰۰۰؛ جنسن و مک لینگ،۱۹۸۶). با افزایش سطح مالکیت مدیران داخلی، احتمال وقوع هزینه‌های نمایندگی کاهش می‌یابد (سینگ و دیویدسون[6]،۲۰۰۳). شرکت‌ها با مالکیت مدیریتی بالاتر به منظور حداکثرسازی ارزش سهامداران، از دارایی‌های خود به نحو کاراتری استفاده می‌کنند. مالکیت مدیریتی باعث کاهش انگیزه مدیران برای افزایش منافع شخصی خود و چشم پوشی از منافع سهامداران، می‌شود زیرا، این مدیران تحریک می‌شوند که سخت‌تر و

1 Bushee
2 Benfratello & Sembenelli
3 yoo
4 Ito
5 Ang et al
6 Singh & Davidson

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

کارآتر عمل کرده و درنتیجه با استفاده صحیح از دارایی‌ها، بهره‌وری و منافع مربوط نیز افزایش می‌یابد. مالکیت مدیریتی باعث مشارکت فعال مدیران در راهبری جریان‌های نقد آزاد شرکت برای اطمینان از سرمایه‌گذاری در طرح‌های دارای ارزش افزوده می‌شود (وارفیلد و همکاران[1]،۱۹۹۵). مالکیت مدیریتی نقش بااهمیتی را در اطمینان‌دهی نسبت به استفاده‌ی درست از جریان‌های نقد آزاد در طرح‌های سودآور بلندمدت و حداکثرسازی منافع سهامداران، ایفا می‌کند (آنگ و همکاران، ۲۰۰۰). مدیرانی که سهام شرکت‌ها را نیز در اختیار دارند، توانایی تأثیرگذاری بر تصمیمات شرکت در راستای سرمایه‌گذاری جریان‌های نقد در پروژه‌های با ارزش فعلی مثبت را دارند. این مدیران جریان‌های نقد آزاد را فقط در راستای تأمین منافع سهامداران به اجرا در می‌آورند (وارفیلد و همکاران،۱۹۹۵). به عبارتی هدف مدیران حداکثرسازی بازده سهامداران از طریق استفاده صحیح از جریان‌های نقد آزاد است (خدادادی و همکاران،۱۳۹۲). می‌توان گفت که با افزایش درصد مالکیت مدیران، منافع آن‌ها با سهامداران همسو شده، تضاد به حداقل رسیده و مدیران مبادرت به پذیرش پروژه‌های سرمایه‌گذاری با ارزش فعلی خالص مثبت در جهت حداکثر ساختن ارزش شرکت می ورزند (فخاری و همکاران،۱۳۹۳).

۵-۲-پیشینه پژوهش

۵-۲-۱-پیشینه خارجی

می‌یانگ و همکاران[2] (۲۰۱۶) ارتباط بین معاملات با اشخاص وابسته و قابلیت مقایسه صورت‌های مالی را در شرکت‌های کره جنوبی مورد بررسی قرار دادند. آنان پس از بررسی‌های خود به این نتایج دست یافتند که ۱) بین مقدار کلی معاملات با اشخاص وابسته و قابلیت مقایسه صورت‌های مالی رابطه منفی ومعناداری وجود دارد.۲) بین نوسانات معاملات با اشخاص وابسته وقابلیت مقایسه صورت‌های مالی رابطه منفی و معناداری وجود دارد.۳) بین معاملات با اشخاص وابسته غیر نقدی و قابلیت مقایسه صورت‌های مالی رابطه منفی ومعناداری وجود دارد.

گارسیالارا و همکاران (۲۰۱۶) در پژوهشی به بررسی تأثیر محافظه‌کاری حسابداری بر کارایی سرمایه‌گذاری پرداختند. نتایج پژوهش آنان نشان داد که محافظه‌کاری حسابداری تأثیر مثبت و معناداری بر کارایی سرمایه‌گذاری دارد و این اثر مثبت در شرکت‌هایی که با عدم تقارن اطلاعاتی بیشتری مواجه هستند برجسته‌تر است.

1 Warfield et al
2 Myung et al

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

فرح‌میتا و اوتاما[1] (۲۰۱۵) به بررسی تأثیر سازوکارهای حاکمیت شرکتی بر روی رابطه بین معاملات با اشخاص وابسته و مدیریت سود پرداختند. در این پژوهش داده‌های مربوط به دوره زمانی ۲۰۰۷-۲۰۰۵ را مورد تجزیه‌وتحلیل قراردادند. نتایج نشان می‌دهد که مدیریت سود پیش از آنکه تحت تأثیر سلب مالکیت و سازوکارهای حاکمیت شرکتی باشد، متأثر از معاملات با اشخاص وابسته است و ارتباطی با اندازه و ارزش شرکت ندارد. انتظار می‌رود شرکت‌های درگیر در معاملات با اشخاص وابسته پیش از آنکه منجر به سلب مالکیت با سازوکارهای حاکمیت شرکتی ضعیف شوند، تمایل به افزایش مدیریت سود داشته باشند.

حبیب و همکاران (۲۰۱۵) در پژوهشی به بررسی رابطه معاملات با اشخاص وابسته و حق‌الزحمه حسابرسی در شرکت‌های چینی طی سال‌های ۲۰۰۴ تا ۲۰۱۳ پرداختند. نتایج پژوهش آنان نشان داد که معاملات با اشخاص وابسته رابطه مثبت و معناداری با حق‌الزحمه حسابرسی دارد. همچنین نتایج نشان داد که رقابت بازار محصول موجب تعدیل این رابطه می‌شود.

کلبک و می هو (۲۰۱۴) به بررسی ارتباط بین معاملات با اشخاص وابسته و تجدیدارائه بعد از تاریخ ترازنامه پرداختند تا ارزیابی کنند که آیا این گونه معاملات یک هشدار برای افزایش ریسک تحریف بااهمیت صورت‌های مالی برای حسابرسان و استفاده‌کنندگان صورت‌های مالی هست یا خیر؟ پژوهشگران دریافتند که ۱) یک همبستگی مثبت و قوی بین این گونه معاملات و تجدیدارائه بعد از تاریخ ترازنامه وجود دارد و احتمال تجدیدارائه بعد از تاریخ ترازنامه زمانی که شرکت‌ها معاملاتی با اشخاص وابسته دارند ۱۵٪ بیشتر از زمانی است که شرکت‌ها معاملاتی با اشخاص وابسته ندارند. ۲) به طور خاص، معاملات با کارمندان و مدیران یک ارتباط مثبت قوی با تجدیدارائه بعد از تاریخ ترازنامه دارد.

چن و همکاران (۲۰۱۳) در پژوهشی با عنوان"محدودیت‌های مالی، کارایی سرمایه‌گذاری و حاکمیت شرکتی" به این نتیجه رسیدند که شرکت‌های با محدودیت مالی نسبت به شرکت‌های بدون محدودیت مالی، از حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان‌های نقدی بالاتری برخوردارند و همچنین دریافتند که حاکمیت شرکتی اثر معناداری بر تصمیمات سرمایه‌گذاری شرکت‌ها دارد.

نصرم محمد[2] (۲۰۱۳) در پژوهشی به بررسی تأثیر ساختار مالکیت، حاکمیت شرکتی، تصمیم‌های سرمایه‌گذاری، تصمیم‌های تأمین‌مالی و سیاست تقسیم سود بر ارزش شرکت‌های

1 Farah Mita & Utama
2 Nasrum Mohammad

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

تولیدی پذیرفته در بورس اوراق بهادار اندونزی پرداخت و نتیجه گرفت ساختار مالکیت و حاکمیت شرکتی بر تصمیم‌های سرمایه‌گذاری و ارزش شرکت تأثیر مثبت دارد.

ایون و ایل (۲۰۱۳) در پژوهشی تأثیر معاملات با اشخاص وابسته بر سرمایه‌گذاری بیش از حد را مورد بررسی قرار دادند. نتایج پژوهش آن‌ها نشان داد بین معاملات با اشخاص وابسته و سرمایه‌گذاری بیش از حد رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. نتیجه کلی پژوهش نشان داد که معاملات با اشخاص وابسته فرصت‌طلبانه بوده و باعث تضعیف کارایی سرمایه‌گذاری می‌شود.

بیلت و همکاران[1] (۲۰۱۱) بیان کردند که سهامداران عمده نقش مهمی در بهبود تصمیمات سرمایه‌گذاری دارند. آنان نشان دادند که با وجود سهامداران عمده میزان انحراف در تصمیمات سرمایه‌گذاری مدیران کاهش می‌یابد.

چئونگ و همکاران[2] (۲۰۱۱)، به بررسی سازوکارهای نظام راهبری شرکتی، سرمایه‌گذاری و ارزشیابی شرکت در بازارهای آسیا پرداختند و به این نتیجه رسیدند راهبری خوب شرکت به تصمیم‌های سرمایه‌گذاری بهتر و کاراتر منجر می‌شود.

چن و سو[3] (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. نتایج نشان داد مکانیزم‌های راهبری شرکتی، این معاملات را از معاملات فرصت طلبانه به معاملات کارا تغییر می‌دهند و استقلال هیات مدیره، در این معاملات نقش تعدیل‌کننده را بازی می‌کند.

مسکاریلو[4] (۲۰۱۰) انگیزه‌های معاملات با اشخاص وابسته را با هدف شناسایی دلایل پشت پرده انجام معاملات با اشخاص وابسته و کارا بودن یا فرصت‌طلبانه بودن این معاملات مورد بررسی قرار داد. شواهد نشان از رفتار فرصت‌طلبانه در این معاملات داشت و رابطه معناداری بین مبلغ این معاملات با متغیرهایی که انگیزه‌ها و هزینه‌های تصاحب اموال را تحت تأثیر قرار می‌دهند، مشاهده گردید.

چئونگ و همکاران (۲۰۰۸) معاملات با اشخاص وابسته را در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار هنگ‌کنگ مورد بررسی قرار دادند. آنان به این نتیجه رسیدند که به طور متوسط، شرکت‌ها در زمان اعلام معاملات با اشخاص وابسته و نیز مدت ۱۲ماه پس از آن بازده

1 Billett et al
2 Cheung et al
3 Chen & Hsu
4 Moscariello

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

منفی کسب کرده‌اند. این بازده در مقایسه با بازده معاملات منصفانه مشابه، به طور معناداری کمتر است.

۵-۲-۲-پیشینه داخلی

غیوری مقدم و همکاران (۱۳۹۴) تأثیر معاملات با اشخاص وابسته بر هزینه‌های نمایندگی را مورد بررسی قرار دادند. نتایج پژوهش آنان حاکی از آن بود که هنگامی که هزینه‌های نمایندگی از طریق نسبت کیو توبین اندازه‌گیری می‌شود، تأثیر معاملات با اشخاص وابسته بر هزینه‌های نمایندگی مثبت و معنادار است و هنگامی که هزینه‌های نمایندگی از طریق تعامل بین فرصت‌های رشد و جریان وجه نقد آزاد اندازه‌گیری می‌شود این تأثیر معنادار نیست. نتیجه کلی پژوهش نشان داد که معاملات با اشخاص وابسته فرصت طلبانه بوده و در جهت کسب منافع شخصی توسط مدیران صورت گرفته است.

ابراهیمی و احمدی مقدم (۱۳۹۴) در پژوهشی تأثیر اهرم مالی و محافظه‌کاری شرطی را بر ناکارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران مورد بررسی قرار دادند. نتایج پژوهش آن‌ها نشان داد که اهرم مالی و محافظه‌کاری شرطی تأثیری معکوس و معناداری بر ناکارایی سرمایه‌گذاری می‌گذارد.

کامیابی و همکاران (۱۳۹۳) در پژوهشی به بررسی رابطه بین معاملات با اشخاص وابسته و خطای پیش‌بینی سود و همچنین اثر نسبت اعضای غیر موظف هیأت مدیره بر رابطه‌ی بین معاملات با اشخاص وابسته و خطای پیش‌بینی سود پرداختند، آنان به این نتیجه رسیدند که بین معاملات با اشخاص وابسته و خطای پیش بینی سود رابطه مثبت و معناداری وجود دارد، همچنین نتایج پژوهش حاکی از آن بود که نسبت اعضای غیر موظف هیأت مدیره بر ارتباط بین معاملات با اشخاص وابسته و خطای پیش بینی سود اثر تعدیل کننده دارد.

واعظ و رشیدی باغی (۱۳۹۳) در پژوهشی به بررسی تأثیر ساختار مالکیتی بر ارتباط بین محافظه‌کاری حسابداری و کارایی سرمایه‌گذاری پرداختند. نتایج پژوهش نشان داد بین محافظه‌کاری حسابداری و کارایی سرمایه‌گذاری رابطه معناداری وجود دارد، اما ارتباط بین محافظه‌کاری حسابداری و کارایی سرمایه‌گذاری با توجه به سطوح مالکیت نهادی و مالکیت مدیریتی تایید نشد.

کیان (۱۳۹۳) رابطه بین سازوکارهای حاکمیت شرکتی و کارایی سرمایه‌گذاری را در شرکت‌های دارای محصولات متنوع مورد بررسی قرار داد. نتایج پژوهش وی نشان داد که در شرکت‌های با سطح بالای تنوع محصول رابطه‌ی بین سهام شناور آزاد با کارایی سرمایه‌گذاری منفی و معنادار و رابطه بین مالکیت بلوکی و نقش دوگانه مدیر عامل با کارایی سرمایه‌گذاری

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

مثبت و معنادار است. در حالی که بین سایر سازوکارهای حاکمیت شرکتی با کارایی سرمایه‌گذاری در شرکت‌های با سطح بالای تنوع محصول رابطه‌ی معناداری یافت نشد.

حمیدی و شعری (۱۳۹۱) به بررسی انگیزه‌های معاملات با اشخاص وابسته با استفاده از مدل مسکاریلو (۲۰۱۰) پرداختند. آزمون فرضیه‌ها نشان داد که بین میزان این گونه معاملات و متغیرهای سطح تمرکز مالکیت، نسبت مدیران غیرموظف و اهرم مالی رابطه معنادار مورد انتظار وجود دارد. پژوهشگران به این نتیجه رسیدند که فرضیه وجود رفتار فرصت‌طلبانه در معاملات با اشخاص وابسته رد نمی‌شود و نشانه‌هایی از فرصت‌طلبانه بودن این معاملات در محیط کسب و کار ایران قابل مشاهده است.

هاشمی و بکرانی (۱۳۹۰) به بررسی تاثیر ساختار مالکیت و نظام راهبری شرکتی بر تصمیمات ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج پژوهش آنان حاکی از آن بود که ساختار مالکیت و نظام راهبری شرکتی بر تصمیمات ساختار سرمایه تأثیر معناداری دارد.

۳- فرضیه‌های پژوهش

براساس مبانی نظری و پیشینه مطرح شده، فرضیه‌های پژوهش به صورت زیر تدوین شده است.

فرضیه اول: بین معاملات با اشخاص وابسته و کارایی سرمایه‌گذاری رابطه معناداری وجود دارد.

فرضیه دوم: مالکیت مدیریتی بر رابطه بین معاملات با اشخاص وابسته و کارایی سرمایه‌گذاری تأثیر معناداری دارد.

فرضیه سوم: مالکیت نهادی بر رابطه ی بین معاملات با اشخاص وابسته و کارایی سرمایه‌گذاری تاثیر معناداری دارد.

۴- روش شناسی پژوهش، جامعه و نمونه آماری

این پژوهش با توجه به عدم امکان کنترل کلیه‌ی متغیرهای مربوط، نمی‌تواند از نوع پژوهش‌های تجربی محض باشد، اما با توجه به تجزیه و تحلیل اطلاعات گذشته، از نوع پژوهش‌های شبه تجربی شمرده می‌شود. همچنین، با توجه به اینکه نتایج به‌دست آمده از این پژوهش به حل یک مشکل یا موضوع خاص می‌پردازد، از لحاظ هدف کاربردی و از لحاظ روش نیز از نوع تجزیه و تحلیل همبستگی رگرسیونی است. داده‌های مورد نیاز از لوح فشرده تدبیر پرداز و مراجعه به صورت‌های مالی اساسی حسابرسی شده و یادداشت‌های همراه صورت‌های مالی شرکت‌های مورد بررسی جمع‌آوری شده است. آماده‌سازی و تجزیه و تحلیل داده‌ها با استفاده از نرم‌افزارهای Excelو Eviews انجام شده است.

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

جامعه این پژوهش متشکل از کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی ۱۳۸۴تا ۱۳۹۳ است. با در نظر گرفتن محدودیت‌های زیر نمونه مورد بررسی انتخاب شد.

۱. به لحاظ افزایش قابلیت مقایسه، دوره مالی آن‌ها منتهی به اسفندماه باشد.
۲. سال مالی خود را طی دوره موردنظر تغییر نداده باشند.
۳. شرکت‌های مورد نظر طی دوره زمانی مورد بررسی فعالیت مستمر داشته و سهام آن‌ها بدون وقفه بااهمیت مورد معامله قرار گرفته باشد.
۴. ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام آن‌ها در هیچ سالی منفی نباشد.
۵. کلیه اطلاعات مالی و غیرمالی مورد نیاز برای انجام این پژوهش بخصوص یادداشت‌های همراه صورت‌های مالی در دسترس باشد.
۶. جزء شرکت‌های سرمایه‌گذاری، هلدینگ، بانک‌ها، واسطه‌گری و لیزینگ نباشند (به علت متفاوت‌بودن ماهیت و نوع فعالیت این دسته از شرکت‌ها)

با توجه به شرایط ذکر شده، تعداد ۶۵ شرکت در دوره زمانی ۱۳۸۴ تا ۱۳۹۳ و به عبارتی ۶۵۰ (سال- شرکت) به عنوان نمونه انتخاب شد.

۵- متغیرها و الگوهای پژوهش

۵-۱- متغیر وابسته

در پژوهش حاضر، متغیر وابسته کارایی سرمایه‌گذاری می‌باشد. برای اندازه‌گیری کارایی سرمایه‌گذاری از مدل بکارگرفته شده توسط ریچاردسون[1] (۲۰۰۶)، وردی (۲۰۰۶)، یانگ و جیانگ (۲۰۰۸)، بیدل و همکاران[2] (۲۰۰۹) لی و وانگ[3] (۲۰۱۰) و تهرانی و حصارزاده (۱۳۸۸) استفاده شده است. در این مدل که در زیر آمده است، سطح معمول سرمایه‌گذاری در شرکت‌ها برآورد شده است و از تفاوت بین سطح واقعی سرمایه‌گذاری و سطح برآورد شده سرمایه‌گذاری (به صورت باقیمانده رگرسیون)، کارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌ها بدست می آید.

$$I_{i,t} = a_0 + a_1 * Controls_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

بر این اساس متغیرهای مورد استفاده در این مدل عبارتند از:

1 Richardson
2 Biddle et al
3 Li et al Wang

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

$I_{i,t}$ ، نشان‌دهنده‌ی سرمایه‌گذاری شرکت i در سال t است؛ در این پژوهش سرمایه‌گذاری به عنوان وجه نقد پرداختی شرکتi برای تحصیل یا ساخت دارایی‌های ثابت، دارایی‌های نامشهود و یا سایر دارایی‌های بلندمدت در نظر گرفته شده است که به منظور همگن سازی داده‌ها بر کل دارایی‌های اول دوره تقسیم می‌شود.

Control مترادف متغییر کنترل است و $Controls_{i,t-1}$ موارد زیر را در بر می‌گیرد:

$Cash_{i,t-1}$: وجه نقد نگهداری شده شرکت است. در این پژوهش به عنوان نسبت جمع وجوه نقد و سرمایه‌گذاری کوتاه‌مدت شرکت i در سال t-1 به کل دارایی‌ها در سال t-1 تعریف شده است که میزان نقدینگی و توانایی انجام سرمایه‌گذاری شرکت را نشان می‌دهد (جنسن،۱۹۸۶؛ یانگ و جیانگ، ۲۰۰۸؛ چن و همکاران[1]، ۲۰۱۱؛ تهرانی و حصارزاده، ۱۳۸۸و مهرانی و قربانی، ۱۳۸۸).

$Grow_{i,t-1}$: نشان‌دهنده‌ی فرصت‌های سرمایه‌گذاری شرکت است که از نسبت ارزش بازار شرکت به ارزش دفتری دارایی‌های پایان دوره شرکت i در سال t-1 بدست می‌آید. بیدل و هیلاری (۲۰۰۶) معتقدند که فرصت‌های رشد شرکت، باید سرمایه‌گذاری شرکت را توجیه نمایند. نمازی و زراعت گری (۱۳۸۸) نیز معتقدند که این نسبت با فرصت‌های سرمایه‌گذاری رابطه مستقیم دارد.

$Roa_{i,t-1}$: نسبت سود و زیان خالص به کل دارایی‌های شرکت i در سال t-1 است. این نسبت، میزان سودآوری شرکت را نشان می‌دهد و بیانگر عملکرد آتی شرکت است (یانگ و جیانگ،۲۰۰۸).

$Lev_{i,t-1}$: نسبت بدهی‌ها به دارایی‌های شرکت i در سال t-1 است و میزان توانایی مالی شرکت در بازپرداخت بدهی‌ها را نشان می‌دهد (یانگ و جیانگ، ۲۰۰۸؛ ریچاردسون، ۲۰۰۶)

$Size_{i,t-1}$: لگاریتم کل دارایی‌های شرکت i در سال t-1 است؛ از این متغیر می‌توان برای کنترل ریسک استفاده کرد. اندازه‌ی شرکت یک عامل مهم است که سیاست بدهی شرکت‌ها و در نتیجه ریسک شرکت‌ها را تحت تأثیر قرار می‌دهد (یانگ و جیانگ، ۲۰۰۸؛ ریچاردسون، ۲۰۰۶)

$\varepsilon_{i,t}$: نشان‌دهنده‌ی باقیمانده مدل است؛ باقیمانده مثبت، بیانگر سرمایه‌گذاری بیش از حد و باقیمانده منفی بیانگر سرمایه‌گذاری کمتر از حد است.

1 Chen et al

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

۵-۲- متغیر مستقل

در این پژوهش، معاملات با اشخاص وابسته به عنوان متغیر مستقل در نظر گرفته می‌شود. مقدار این معاملات مطابق با پژوهش (ایون و ایل،۲۰۱۳)، حمیدی و شعری (۱۳۹۱) و غیوری مقدم و همکاران (۱۳۹۴) از لگاریتم طبیعی جمع کل مبالغ معاملات با اشخاص وابسته (خرید کالاها و خدمات از اشخاص وابسته+ فروش کالاها و خدمات به اشخاص وابسته) افشاء شده در یادداشت‌های همراه صورت‌های مالی سالانه شرکت‌های مورد بررسی به دست می‌آید.

۵-۳- متغیرهای تعدیل کننده

مالکیت مدیریتی: در این پژوهش مالکیت مدیریتی از تقسیم سهام نگهداری شده توسط هیئت مدیره بر کل سهام شرکت در هر دوره بدست می‌آید.

مالکیت نهادی: سهامداران نهادی بانک‌ها، شرکت‌های بیمه، شرکت‌های سرمایه‌گذاری و شرکت‌های دولتی و دیگر اجزای دولت هستند. در این پژوهش مالکیت نهادی از مجموع سهام در اختیار سهامداران نهادی بر کل سهام منتشره شرکت بدست می آید.

۵-۴- متغیرهای کنترلی

به منظور کنترل دیگر عوامل احتمالی مؤثر بر کارایی سرمایه‌گذاری مشابه پژوهش‌های وردی (۲۰۰۶)، بیدل و همکاران (۲۰۰۹) و گارسیالارا و همکاران[1] (۲۰۱۰) متغیرهای زیر به عنوان متغیرهای کنترلی در نظر گرفته شدند.

اندازه شرکت (Size): لگاریتم طبیعی کل دارایی‌های شرکت i در سال t تعریف شده است.

نسبت اهرمی (Lev): نسبت کل بدهی‌ها به کل دارایی‌های شرکت i در سال t تعریف شده است.

افزایش وام و دیون پرداختنی بلندمدت (Ld): این متغیر نسبت افزایش وام و دیون پرداختنی بلند مدت شرکت i در سال t به کل دارایی‌های آن در ابتدای سال t تعریف شده است؛ و برای کنترل تأثیر تامین مالی سال جاری بر سرمایه‌گذاری استفاده می‌شود.

۵-۵- الگوهای پژوهش

برای آزمون فرضیه‌های پژوهش، از مدل رگرسیونی چند متغیره با داده‌های ترکیبی استفاده شده است. بنابراین، فرضیه‌های پژوهش به ترتیب براساس الگوهای زیر بررسی شده است.

1 Garsialara et al

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

رابطه شماره (۲) $$INVEST = \beta_0 + \beta_1 RPT + \beta_2 SIZE + \beta_3 LEV + \beta_4 LD + \varepsilon$$

رابطه شماره (۳) $$INVEST = \beta_0 + \beta_1 RPT + \beta_2 MGO + \beta_3 (RPT * MGO) + \beta_4 SIZE + \beta_5 LEV + \beta_6 LD + \varepsilon$$

رابطه شماره (۴) $$INVEST = \beta_0 + \beta_1 RPT + \beta_2 OWN + \beta_3 (RPT * OWN) + \beta_4 SIZE + \beta_5 LEV + \beta_6 LD + \varepsilon$$

۶-تجزیه و تحلیل داده‌ها

۱-۶-آمار توصیفی

آمار توصیفی شامل مجموعه روش‌هایی است که برای جمع‌آوری، خلاصه کردن، طبقه‌بندی و توصیف حقایق عددی به کار می رود. آمار توصیفی متغیرهای پژوهش در جدول شماره (۱) ارائه شده است.

جدول ۱. نتایج تحلیل توصیفی داده‌های کمی پژوهش

متغیرها	میانگین	میانه	انحراف معیار	حداکثر	حداقل
کارایی سرمایه‌گذاری	-۵/۸۹E-۱۷	-۰/۱۲۱۹	۰/۵۱۶۰	٤/۰۰۸٦	-۰/۹٤٤۸
معاملات با اشخاص وابسته	۱۰/۵۳۸٤	۱۱/۰۲۵۲	۲/٤۷۳٦	۱٤/۵۱٦۹	۸/۲۰۳۹
مالکیت مدیریتی	۰/٦۷٦٤	۰/۷	۰/۱۸۸۵	۰/۹۸	۰/۰۹٤۵
مالکیت نهادی	۰/۵۹۲۰	۰/٦۷۹۲	۰/۲۹۵۵	۱	۰/۰۱۸۹
اندازه شرکت	۵/۸۹۷۳	۵/۸۵۵۸	۰/٦۰۹۲	۸/۰۱٤۷	٤/۵٦۲۰
اهرم مالی	۰/٦۰٦۵	۰/٦۳٤۳	۰/۱۹٦۹	۰/۹۱۹٤	۰/۰۹٦٤
نسبت افزایش وام و دیون بلند مدت	۰/۰۰۸۲	۰/۰۰۳٤	۰/۱۰۱٦	۰/۷۰۳۷	-۰/۸۷٦۷
معاملات با اشخاص وابسته* مالکیت مدیریتی	۷/۰۳۹٦	۷/۵۹۵۰	۲/٦۸۹۹	۱۱/۹٦۳۷	۰/۷۷۵۲
معاملات با اشخاص وابسته* مالکیت نهادی	٦/۲٤۷۲	٦/۹٤۲٤	۳/٤۹۸۰	۱۱/۹٤٦۳	۰/۱۵۵۸

مأخذ: یافته های پژوهش

در جدول شماره (۱) برخی مفاهیم آمار توصیفی شامل میانگین، میانه، کمینه، بیشینه مشاهده‌ها و انحراف معیار ارائه شده است. اصلی‌ترین شاخص مرکزی، میانگین است که بیانگر نقطه تعادل و مرکز ثقل توزیع است و شاخص خوبی برای نشان دادن مرکزیت داده‌ها است. میانگین متغیر کارایی سرمایه‌گذاری ۱۷-۵/۸۹E- (بسیار نزدیک به صفر) است. منفی بودن این

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

مقدار نشان می‌دهد که به طور متوسط در شرکت‌های مورد بررسی سرمایه‌گذاری کمتر از حد وجود دارد. همچنین میانه متغیر کارایی سرمایه‌گذاری۰/۱۲۱۹-است. میانگین و میانه معاملات با اشخاص وابسته نیز به ترتیب برابر با ۱۰/۵۳۸۴و ۱۱/۰۲۵۲می باشد. انحراف معیار داده‌ها پراکندگی داده‌ها از میانگین را نشان می‌دهد. انحراف معیار کم نشان دهنده پراکندگی کم داده ها از میانگین و انحراف معیار زیاد نشان‌دهنده پراکندگی زیاد داده‌ها از میانگین می‌باشد. متغیر نسبت افزایش وام و دیون بلندمدت با انحراف معیار ۰/۱۰۱۶دارای کم‌ترین پراکندگی از میانگین و متغیر (معاملات با اشخاص وابسته*مالکیت نهادی) با انحراف معیار ۳/۴۹۸۰دارای بیشترین پراکندگی از میانگین است.

۲-۶-آمار استنباطی

قبل از بررسی تأثیر ساختار مالکیت بر رابطه بین معاملات با اشخاص وابسته و کارایی سرمایه‌گذاری نیاز است آزمون چاو و هاسمن برای هر یک از فرضیه‌های پژوهش اجرا شود. چرا که برای بررسی هر یک از فرضیه‌های مذکور نیاز به برازش یک مدل جداگانه است. لذا نتایج مربوط به اجرای آزمون چاو برای هر یک از فرضیه‌های پژوهش به شرح جدول (۲) می‌باشد.

جدول۲. نتایج آزمون چاو

فرضیه	Statistic	d.f.	Prob.
۱	۲/۰٤۱۱	(٦٤/٥٨١)	۰/۰۰۰۰
۲	۲/٥۰٥٤	(٦٤/٥٧٩)	۰/۰۰۰۰
۳	۲/٥۱۸۹	(٦٤/٥٧٩)	۰/۰۰۰۰

مأخذ: یافته های پژوهش

آزمون چاو به منظور انتخاب از بین مدل داده‌های ترکیبی (پانلی) و مدل برآورد داده‌های تلفیقی مورد استفاده قرار می‌گیرد. نتایج این آزمون برای هر یک از فرضیه‌های پژوهش در جدول (۲) آمده است. مقدار سطح معناداری ۰/۰۰۰۰و ۰/۰۰۰۰و ۰/۰۰۰۰ نشان‌دهنده لزوم استفاده از روش داده‌های ترکیبی برای آزمون هر سه فرضیه است. بنابراین آزمون هاسمن برای هر سه فرضیه نیاز است اجرا شود که نتیجه آن درجدول (۳) ارائه شده است.

جدول۳. نتایج آزمون هاسمن

فرضیه	Statistic	d.f.	Prob.
۱	۱۰/۹۷۸۹	٤	۰/۰۲٦۸
۲	۳۲/٥۲۷٦	٦	۰/۰۰۰۰
۳	۳۰/٤٦٦٥	٦	۰/۰۰۰۰

مأخذ: یافته های پژوهش

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

آزمون هاسمن به منظور انتخاب از بین مدل اثرات ثابت با مدل اثرات تصادفی انجام می‌شود. همان‌گونه که در جدول (۳) مشخص است سطح معناداری ۰/۰۲۶۸ و ۰/۰۰۰۰ و ۰/۰۰۰۰ به ترتیب برای فرضیه‌های ۱و۲و۳ بیانگر انتخاب مدل اثرات ثابت است. بنابراین، با توجه به نتایج آزمون چاو و هاسمن باید از رگرسیون داده‌های ترکیبی (پانلی) با اثرات ثابت برای برازش مدل هر یک از فرضیه‌های پژوهش استفاده کرد. همچنین در پژوهش حاضر، از آزمون دوربین-واتسون برای تشخیص خود همبستگی مدل استفاده شده است. اگر مقدار آماره دوربین واتسون نزدیک به عدد ۲ باشد، استقلال جمله خطای مدل می‌تواند پذیرفته شود. علاوه بر این، از آزمون فیشر برای بررسی معناداری کل مدل استفاده شده است. نتایج آزمون فرضیه‌های پژوهش با استفاده از رگرسیون داده‌های ترکیبی (پانلی) با اثرات ثابت به ترتیب برای هر یک از فرضیه‌های اول و دوم و سوم در جدول های (۴)، (۵) و (۶) ارائه شده است.

۷- نتایج آزمون فرضیه‌های پژوهش

۷-۱- آزمون فرضیه اول

نتایج تخمین مدل فرضیه اول در جدول (۴) ارائه شده است، براساس نتایج بدست آمده می‌توان نتیجه گرفت که مدل این فرضیه معنادار است؛ زیرا مقدار سطح خطای احتمال مربوط به آماره فیشر برابر صفر است و کمتر از ۵ درصد است. در نتیجه، حتی در سطح اطمینان ۹۵ درصد نیز معنادار بودن مدل پذیرفته می‌شود. همچنین، با توجه به مقدار آماره دوربین- واتسون مدل که ۱/۶۷۷۸می‌باشد، می‌توان نتیجه گرفت که مدل پژوهش مشکل خود همبستگی ندارد.

جدول٤. نتایج حاصل از آزمون فرضیه اول

متغیرها	نماد متغیرها	ضرایب	خطای استاندارد	آماره t	معناداری
ضریب ثابت	C	۱/۲۷٤۰	۰/۵۰٤۲	۲/۵۲٦۵	۰/۰۱۱۸
معاملات با اشخاص وابسته	RPT	-۰/۰۲۸٦	۰/۰۱۰٤	-۲/۷۵۳۵	۰/۰۰٦۱
اندازه شرکت	SIZE	-۰/۰۲۰۵	۰/۰۸٤۸	-۲/٤۱۹۷	۰/۰۱۵۸
اهرم مالی	LEV	۰/٤۰۸۹	۰/۰۱٦٦	۲/٤۵٦۱	۰/۰۱٤۳
نسبت افزایش وام و دیون بلند مدت	LD	-۱/۰۳۹۱	۰/۱۹۵٤	-۵/۳۱٦٦	۰/۰۰۰۰
آماره‌های موزون برآورد مدل پژوهش					
احتمال آماره‌ی F	۰/۰۰۰۰	ضریب تعیین تعدیل شده		۰/۱۳۳۸	
آماره‌ی F	۲/٤۷٤۳	آماره‌ی دوربین واتسون		۱/٦۷۷۸	

مأخذ: یافته های پژوهش

مقدار ضریب تعیین تعدیل شده مدل برابر با ۰/۱۳۳۸ است. این آماره نشان دهنده این موضوع است که حدود۰/۱۳ درصد تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای مستقل

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

قابل توصیف است. همچنین احتمال مربوط به فرض صفر، مبنی بر ارتباط بین معاملات با اشخاص وابسته و کارایی سرمایه‌گذاری، برابر ۰/۰۰۶۱است که کوچکتر از ۰,۰۵ است، بنابراین فرض صفر در سطح خطای ۵ درصد رد نمی‌شود. ضریب متغیر معاملات با اشخاص وابسته نیز ۰/۰۲۸۶-است. با توجه به معناداری ضریب متغیر معاملات با اشخاص وابسته و منفی بودن آن می‌توان نتیجه گرفت، بین معاملات با اشخاص وابسته و کارایی سرمایه‌گذاری رابطه منفی و معنی داری وجود دارد.

۷-۲- آزمون فرضیه دوم

نتایج تخمین مدل فرضیه دوم در جدول (۵) ارائه شده است، براساس نتایج بدست آمده می‌توان نتیجه گرفت که مدل این فرضیه معنادار است؛ زیرا مقدار سطح خطای احتمال مربوط به آماره فیشر برابر صفر است و کمتر از ۵ درصد است. در نتیجه، حتی در سطح اطمینان ۹۵ درصد نیز معنادار بودن مدل پذیرفته می‌شود. همچنین، با توجه به مقدار آماره دوربین- واتسون مدل که ۱/۷۰۲۵ می‌باشد، می‌توان نتیجه گرفت که مدل پژوهش مشکل خود همبستگی ندارد.

جدول ۵. نتایج حاصل از آزمون فرضیه دوم

متغیرها	نماد متغیرها	ضرایب	خطای استاندارد	آماره t	معناداری
ضریب ثابت	C	۰/۸٦٦٥	۰/٤۹۹۲	۱/۷۳۵۸	۰/۰۸۳۱
معاملات با اشخاص وابسته	RPT	-۰/۰۲۳۲	۰/۰۱۰۹	-۲/۱۲۲۵	۰/۰۳٤۲
مالکیت مدیریتی	MGO	۰/٤٦٦٦	۰/۱۵۲۱	۳/۰٦٦٤	۰/۰۰۲۳
معاملات با اشخاص وابسته* مالکیت مدیریتی	RPT*MGO	۰/۰۳٦۵	۰/۰۱۲۳۷	۲/۹۵۱٦	۰/۰۰۳۳
اندازه شرکت	SIZE	-۰/۲٤۵۰	۰/۰۸۳۳	-۲/۹٤۱۳	۰/۰۰۳٤
اهرم مالی	LEV	۰/٤۳۳٤	۰/۱٦۳۳	۲/٦۵۳۲	۰/۰۰۸۲
نسبت افزایش وام و دیون بلند مدت	LD	-۰/۹۰۱۵	۰/۱۹٤٦	-٤/٦۳۲۹	۰/۰۰۰۰
آماره‌های موزون برآورد مدل پژوهش					
احتمال آماره‌ی F	۰/۰۰۰۰	ضریب تعیین تعدیل‌شده		۰/۱٦٦۵	
آماره‌ی F	۱/۸۵۲٦	آماره‌ی دوربین واتسون		۱/۷۰۲۵	

مأخذ: یافته های پژوهش

مقدار ضریب تعیین تعدیل شده مدل برابر با ۰/۱۶۶۵ است. این آماره نشان‌دهنده این موضوع است که حدود۰/۱۶ درصد تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای مستقل قابل توصیف است. همچنین احتمال مربوط به فرض صفر، مبنی بر تأثیر مالکیت مدیریتی بر رابطه بین معاملات با اشخاص وابسته و سرمایه‌گذاری، برابر ۰/۰۰۳۳است که کوچکتر از ۰,۰۵ است، بنابراین فرض صفر در سطح خطای ۵ درصد رد نمی‌شود. ضریب

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

متغیـر (معاملات با اشخاص وابسته*مالکیت مدیریتی) نیز ۰/۰۳۶۵اســت. با توجه به معناداری و مثبت بودن ضریب متغیر (معاملات با اشخاص وابسته*مالکیت مدیریتی) و تغییر آن نسبت به ضریب متغیر معاملات با اشخاص وابسته (از۰/۰۲۳۲-به ۰/۰۳۶۵رسیده است)، می‌توان نتیجه گرفت، مالکیت مدیریتی بر رابطه بین بــین معاملات با اشخاص وابسته و کارایی سرمایه‌گذاری تأثیر مثبت و معناداری گذاشته است. این نتیجه حاکی از آن است که فرضیه پژوهش مبنی بر اینکه « مالکیت مدیریتی بر رابطه‌ی بین معاملات با اشخاص وابسته و کارایی سرمایه‌گذاری تاثیر معناداری دارد.»رد نمی‌شود. با توجه به تغییر ضرایب ذکر شده فوق می‌توان دریافت که در شرکت‌هایی بـا مالکیـت مدیریتی بـالاتر نسبت به دیگر شرکت‌ها، رابطه منفی بین معاملات با اشخاص وابسته و کارایی سرمایه‌گذاری به رابطه‌ای مثبت تبدیل می‌شود.

۷-۳- آزمون فرضیه سوم

نتایج تخمین مدل فرضیه سوم در جدول (۶) ارائه شده است، براساس نتایج بدست آمده می‌توان دریافت که مدل این فرضیه معنادار است؛ زیرا مقدار سطح خطـای احتمال مربوط به آماره فیشر برابر صفر اسـت و کمتـر از ۵ درصـد اســت. در نتیجــه، حتــی در ســطح اطمینــان ۹۵ درصد نیز معنادار بودن مدل پذیرفته می‌شود. همچنـین، با توجه به مقدار آمـاره دوربـین-واتسـون مـدل کـه ۱/۷۶۶۲ می‌باشد، مـی‌تـوان نتیجـه گرفت که مدل پژوهش مشکل خود همبسـتگی نـدارد.

جدول٦. نتایج حاصل از آزمون فرضیه سوم

متغیرها	نماد متغیرها	ضرایب	خطای استاندارد	آماره t	معناداری
ضریب ثابت	C	۰/٤۳۱۷	۰/۵۲۰٦	۰/۸۲۹۱	۰/٤۰۷۳
معاملات با اشخاص وابسته	RPT	-۰/۰۳۷۵	۰/۰۱۰۷	-۳/٤۸۲۵	۰/۰۰۰۵
مالکیت نهادی	OWN	۰/٤۵۳۰	۰/۱٦۵۹	۲/۷۲۹٦	۰/۰۰٦۵
معاملات با اشخاص وابسته* مالکیت نهادی	RPT*OWN	۰/۰۲۹۳	۰/۰۱٤۳	۲/۰۳۹۱	۰/۰٤۱۹
اندازه شرکت	SIZE	-۰/۱۳۱۹	۰/۰۸۳۵	-۱/۵۷۸۹	۰/۱۱٤۹
اهرم مالی	LEV	۰/٤۹٦٦	۰/۱٦۲۹	۳/۰٤۸٦	۰/۰۰۲٤
نسبت افزایش وام و دیون بلند مدت	LD	-۱/۰٤۱٦	۰/۱۹۰۲	-۵/٤۷۵۰	۰/۰۰۰۰
آماره‌های موزون برآورد مدل پژوهش					
احتمال آماره‌ی F	۰/۰۰۰۰	ضریب تعیین تعدیل‌شده		۰/۱۷۹۸	
آماره‌ی F	۳/۰۳۳۳	آماره‌ی دوربین واتسون		۱/۷٦٦۲	

مأخذ: یافته های پژوهش

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

مقدار ضریب تعیین تعدیل شده مدل برابر با ۰/۱۷۹۸است. این آماره نشان‌دهنده این موضوع است که حدود۰/۱۷درصد تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای مستقل قابل توصیف است. همچنین احتمال مربوط به فرض صفر، مبنی بر تأثیر مالکیت نهادی بر رابطه بین معاملات با اشخاص وابسته و کارایی سرمایه‌گذاری، برابر ۰/۰۴۱۹ است که کوچکتر از ۰,۰۵ است، بنابراین فرض صفر در سطح خطای ۵ درصد رد نمی‌شود. ضریب متغیر (معاملات با اشخاص وابسته*مالکیت نهادی) نیز ۰/۰۲۹۳ است. با توجه به معناداری و مثبت بودن ضریب متغیر (معاملات با اشخاص وابسته*مالکیت نهادی) و تغییر آن نسبت به ضریب متغیر معاملات با اشخاص وابسته (از۰/۰۳۷۵-به ۰/۰۲۹۳ رسیده است)، می‌توان نتیجه گرفت، مالکیت نهادی بر رابطه بین بین معاملات با اشخاص وابسته و کارایی سرمایه‌گذاری تأثیر مثبت و معناداری گذاشته است. این نتیجه حاکی از آن است که فرضیه پژوهش مبنی بر اینکه « مالکیت نهادی بر رابطه ی بین معاملات با اشخاص وابسته و کارایی سرمایه‌گذاری تاثیر معناداری دارد» رد نمی‌شود. با توجه به تغییر ضرایب ذکر شده فوق می‌توان دریافت که در شرکت‌هایی با مالکیت نهادی بالاتر نسبت به دیگر شرکت‌ها، رابطه منفی بین معاملات با اشخاص وابسته و کارایی سرمایه‌گذاری به رابطه‌ای مثبت تبدیل می‌شود.

۸- نتیجه‌گیری

در این پژوهش، بر اساس مبانی نظری و پیشینه مطرح شده سه فرضیه طراحی شد. فرضیه اول بررسی وجود تأثیر معنادار معاملات با اشخاص وابسته بر کارایی سرمایه‌گذاری، فرضیه دوم بررسی وجود تأثیر معنادار مالکیت مدیریتی بر رابطه بین معاملات با اشخاص وابسته و کارایی سرمایه‌گذاری و فرضیه سوم نیز بررسی وجود تأثیر معنادار مالکیت نهادی بر رابطه بین معاملات با اشخاص وابسته و کارایی سرمایه‌گذاری است.

نتایج بررسی فرضیه اول حاکی از وجود تأثیر معنادار معاملات با اشخاص وابسته بر کارایی سرمایه‌گذاری بود. لذا این رابطه را می‌توان این‌گونه تفسیر کرد که معاملات با اشخاص وابسته تأثیر معکوسی بر کارایی سرمایه‌گذاری دارد. به این معنی که در واحدهای مورد بررسی معاملات با اشخاص وابسته موجب کاهش کارایی سرمایه‌گذاری شده است. این نتیجه بر وجود تضاد منافع در معاملات با اشخاص وابسته تأکید می‌کند. چرا که کارایی سرمایه‌گذاری شرکت را تضعیف نموده و باعث ایجاد اختلال در امر ارزش آفرینی برای سهامداران شده است. همان‌طور که در ادبیات نظری پژوهش اشاره شد، در باب تأثیر معاملات با اشخاص وابسته بر کارایی سرمایه‌گذاری دو فرضیه تضاد منافع و معاملات کارا وجود دارد. فرضیه تضاد منافع بر این موضوع تأکید دارد که گاهی معاملات با اشخاص وابسته به جهت سوء استفاده مدیران از منافع مالکان انجام می‌شود. لذا نتایج این پژوهش بیانگر این است که معاملات با اشخاص وابسته می‌تواند شرایط لازم برای بروز رفتار فرصت طلبانه را فراهم نماید. این نتیجه با نتایج به دست آمده در پژوهش‌های گوردون و همکاران (۲۰۰۴)، چئونگ و همکاران (۲۰۰۸)، مسکاریلو (۲۰۱۰)، (ایون و ایل،۲۰۱۳)، کلبک

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

و می هو (۲۰۱۴)، غیوری مقدم و همکاران (۱۳۹۴) و تا حدودی شعری و حمیدی (۱۳۹۱) هم‌راستا است.

نتایج بررسی فرضیه‌های دوم و سوم حاکی از وجود تأثیر معنادار ساختار مالکیت (مالکیت مدیریتی و مالکیت نهادی) بر رابطه بین معاملات با اشخاص وابسته و کارایی سرمایه‌گذاری بود. لذا این روابط را می‌توان این گونه تفسیر کرد که ساختار مالکیت (مالکیت مدیریتی و مالکیت نهادی) بر رابطه بین معاملات با اشخاص وابسته و کارایی سرمایه‌گذاری تأثیر مثبت و معناداری دارد. به این معنا که در شرکت‌هایی با مالکیت مدیریتی و مالکیت نهادی بالاتر نسبت به دیگر شرکت‌ها، رابطه‌ی منفی بین معاملات با اشخاص وابسته و کارایی سرمایه‌گذاری به رابطه ای مثبت تبدیل شده است. به عبارت دیگر مالکیت مدیریتی و مالکیت نهادی باعث شده است که معاملات فرصت طلبانه با اشخاص وابسته به معاملات کارا با اشخاص وابسته تبدیل شوند. این نتیجه با نتایج بدست آمده در پژوهش‌های چن و سو (۲۰۱۰)، (ایون و ایل،۲۰۱۳)، و تا حدودی با پژوهش‌های بیلت و همکاران (۲۰۱۱)، چئونگ و همکاران (۲۰۱۱)، نصرم محمد (۲۰۱۳) و کامیابی و همکاران (۱۳۹۳) هم‌راستا است و بر این نکته تأیید دارد که با به‌کارگیری مکانیزم‌های نظارتی مناسب یا به‌کارگیری چنین مکانیزم هایی حداقل در باب معاملات با اشخاص وابسته در شرکت‌های مورد بررسی می‌توان تضاد منافع و رفتارهای فرصت‌طلبانه مدیران را به حداقل رساند.

۹-پیشنهادهای پژوهش

۹-۱- پیشنهادهای حاصل از نتایج پژوهش

۱. با توجه به نتایج حاصل از پژوهش مبنی بر رابطه‌ی منفی و معنادار معاملات با اشخاص وابسته و کارایی سرمایه‌گذاری، که نشان از فرصتطلبانه بودن این گونه معاملات دارد، پیشنهاد می‌شود نهادهای تدوین‌کننده استانداردها و قانون‌گذاران به منظور حمایت از سرمایه‌گذاران و اعتباردهندگان، برای سنجش شاخص ریسک و همچنین برای حمایت از حسابرسان برای افزایش کیفیت گزارشگری حسابرسی و اعتباردهی به گزارش‌های مالی، استانداردها و قوانینی برای الزام شرکت‌ها به افشای بیشتر محتوای اقتصادی معاملات با اشخاص وابسته وضع کنند.

۲. با توجه به نتایج پژوهش مبنی بر تأثیر مثبت و معنادار مالکیت مدیریتی بر رابطه بین معاملات با اشخاص وابسته و کارایی سرمایه‌گذاری، پیشنهاد می‌شود دولت و شرکت‌ها نسبت به ایجاد یک سطح مطلوب از مالکیت مدیریتی در جهت همسو کردن منافع مدیران

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

با سهامدارن، کاهش تضاد منافع و رفع رفتارهای فرصت‌طلبانه مدیران، که در نهایت منجر به بهبود عملکرد آن‌ها خواهد شد، اقدام کنند.

۳. با توجه به نتایج پژوهش مبنی بر تأثیر مثبت و معنادار مالکیت نهادی بر رابطه بین معاملات با اشخاص وابسته و کارایی سرمایه‌گذاری که تأییدی بر نقش نظارتی مالکان نهادی (سرمایه‌گذاران نهادی با جمع‌آوری اطلاعات در خصوص تصمیم‌های مدیریت به‌طور ضمنی و از طریق ادارهٔ نحوهٔ عملکرد شرکت به‌شکل صریح، بر شرکت نظارت می‌کنند) است، به سرمایه‌گذاران و اعتباردهندگان جهت ارزیابی خطر و فرصت‌های پیش روی واحد تجاری توصیه می‌شود در هنگام اخذ تصمیمات خرید و فروش سهام و اعطای اعتبار به واحدهای تجاری، درصد سهام در اختیار مالکان نهادی را به عنوان یکی از متغیرهای تصمیم در نظر داشته باشند.

۹-۲-پیشنهاد برای پژوهشهای آتی

به منظور انجام پژوهش‌های آتی موارد زیر پیشنهاد می‌شود:

۱. انجام پژوهش حاضر به تفکیک صنایع مختلف، استفاده از مقیاس‌های متفاوت برای اندازه گیری معاملات با اشخاص وابسته و همچنین استفاده از معیارهای دیگری برای سنجش کارایی سرمایه‌گذاری.

۲. بررسی رابطه بین معاملات با اشخاص وابسته و کارایی سرمایه‌گذاری در مراحل مختلف چرخه عمر شرکت.

۳. با توجه به اینکه کیفیت حسابرسی، به کاهش عدم تقارن اطلاعاتی بین گروه‌های مختلف ذینفعان منجر می‌شود، پیشنهاد می‌شود به بررسی تأثیرکیفیت حسابرسی بر رابطه‌ی بین معاملات با اشخاص وابسته و کارایی سرمایه‌گذاری پرداخته شود.

۴. با توجه به اینکه تصمیم‌های مدیریت، نقش مهمی در کارایی و ناکارایی سرمایه‌گذاری دارد، بنابراین پیشنهاد می‌شود ارتباط بین میزان خوش‌بینی مدیران و کارایی سرمایه‌گذاری بررسی گردد.

۱۰- محدودیت های پژوهش

مهمترین محدودیت های پژوهش حاضر به شرح زیر است:

۱. اولین محدودیت مربوط به ویژگی خاص پژوهش‌های نیمه تجربی است که در حوزه‌ی علوم اجتماعی رایج است. به عبارت دیگر، تاثیر متغیرهای دیگری که کنترل آن‌ها خارج از دسترس پژوهشگر است و امکان تاثیرگذاری آن‌ها بر نتایج پژوهش دور از ذهن نیست.

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

متغیرهایی مانند شاخص‌های عمده‌ی اقتصادی، وضعیت بازار سرمایه، عمر شرکت‌ها، تحصیلات و تجربه‌ی مدیران شرکت‌ها و استفاده‌کنندگان از صورت‌های مالی و سایر اطلاعات مندرج در صورت‌های مالی و یادداشت‌های همراه تعدادی از متغیرهایی هستند که ممکن است در این تاثیرگذاری نقش داشته باشند.

۲. با توجه به استفاده از داده‌های مالی حسابرسی شده، طبیعی است که کیفیت نتایج این پژوهش تحت تأثیر کیفیت حسابرسی صورت‌های مالی قرار گیرد.

۳. شرایط تورمی کشور و عدم تعدیل اقلام صورت‌های مالی، بر محاسبه‌ی متغیرهای پژوهش بسیار مؤثر می باشد، اما به علت عدم انجام این کار در ایران، اثر تورم در پژوهش حاضر نادیده گرفته شده است

۴. به علت برخی معیارهای گزینشی (مانند سال منتهی به پایان اسفندماه، عدم تغییر سال مالی و...) در انتخاب شرکت‌ها و همچنین ناقص بودن داده‌های برخی شرکت‌ها، تعداد سال-شرکت‌های مورد مطالعه به ۶۵۰ شرکت کاهش یافت؛ بنابراین، تعمیم نتایج این پژوهش به سایر شرکت‌ها با احتیاط صورت پذیرد.

منابع

۱. ابراهیمی، سید کاظم و احمدی مقدم، منصور. (۱۳۹۴)؛" تأثیر اهرم مالی و محافظه کاری شرطی بر ناکارایی سرمایه گذاری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، **حسابداری مالی**،۷(۲۷)، ۱۲۰-۱۰۲.

۲. بادآور نهندی، یونس و تقی زاده خانقاه، وحید. (۱۳۹۲)؛" بررسی ارتباط بین کیفیت حسابرسی و کارایی سرمایه گذاری"، **بررسی‌های حسابداری و حسابرسی**، ۲۰(۲)، ۴۲-۱۹.

۳. بادآور نهندی، یونس و تقی زاده خانقاه، وحید. (۱۳۹۴)؛" ارتباط بین برخی مکانیزم های حاکمیت شرکتی و کارآیی سرمایه گذاری در مراحل چرخه عمر"، **دانش حسابداری**، ۵(۱۸)، ۱۴۰-۱۱۳.

۴. برادران حسن زاده، رسول؛ بادآور نهندی، یونس و حسین بابایی، قادر. (۱۳۹۱)؛" بررسی رابطه بین برخی مکانیزم های حاکمیت شرکتی با ارزش ایجاد شده برای صاحبان سهام و ارزش افزوده اقتصادی"، **بررسی‌های حسابداری و حسابرسی**،۱۹ (۶۸)،۱۶-۱.

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

۵. بنافی، محمد؛ غیوری مقدم، علی و دانا، محمد مهدی. (۱۳۹۴)؛"بررسی تأثیر معاملات با اشخاص وابسته بر هزینه های نمایندگی"، **مطالعات تجربی حسابداری مالی**،۱۲(۴۵)، ۱۳۴-۱۱۵.

۶. تهرانی، رضا و حصار زاده، رضا. (۱۳۸۸)؛"تأثیر جریا ن های نقد آزاد و محدودیت در تأمین مالی بر بیش سرمایه گذاری و کم سرمایه گذاری"، **تحقیقات حسابداری**،۳، ۶۷-۵۰.

۷. حاجیها، زهره و اخلاقی، حسنعلِی. (۱۳۹۲)؛" بررسی تاثیر ویژگی های هیات مدیره بر ساختار سررسید بدهی شرکت"، **حسابداری مدیریت**، ۱۷، ۷۴ -۵۹.

۸. حمیدی، الهام و شعری، صابر. (۱۳۹۱)؛" شناسایی انگیزه‌های معاملات با اشخاص وابسته"، **پژوهش‌های تجربی حسابداری**، ۲(۲)، ۶۴-۴۹.

۹. خدادادی، ولی؛ رشیدی باغی، محسن؛ قربانی، رامین و کاویانی، مریم. (۱۳۹۲)؛" تاثیر ساختار مالکیت بر ارتباط بین جریآن‌های نقد آزاد و استفاده بهینه از دارایی ها"، **مدیریت دارایی و تامین مالی**، ۱(۱)، ۱۰۸-۹۳.

۱۰. خدادادی، ولی؛ قربانی، رامین و خوانساری، نیکو. (۱۳۹۳)؛" بررسی تأثیر ساختار مالکیت بر حق الزحمه ی حسابرسی"، **بررسی های حسابداری و حسابرسی**، ۲۱(۱)،۷۲-۵۷.

۱۱. فخاری، حسین؛ کاشانی پور، محمد و رجب بیگی، محمدعلی. (۱۳۹۳)؛" بررسی نقش نظارتی ساختار مالکیت و خط‌مشی بدهی بر کنترل مشکلات نمایندگی ناشی از جریان‌های نقدی آزاد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، **پیشرفت‌های حسابداری**،۱، ۹۰-۶۳.

۱۲. کامیابی، یحیی؛ بوژمهرانی، احسان و نادری پلنگی، فاضل. (۱۳۹۳)؛" خطای پیش بینی سود،معاملات با اشخاص وابسته و نسبت اعضای غیر موظف هیأت مدیره"، **مطالعات تجربی حسابداری مالی**،۱۱(۴۳)، ۱۳۱-۱۵۱.

۱۳. کمیته فنی سازمان حسابرسی. (۱۳۸۶)؛ **اصول و ضوابط حسابداری و حسابرسی، استانداردهای حسابداری**، تهران: انتشارات سازمان حسابرسی.

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

۱۴. کیان، نرگس. (۱۳۹۳)؛"رابطه بین سازو کارهای حاکمیت شرکتی و کارایی سرمایه گذاری در شرکت های دارای محصولات متنوع"، **کنفرانس بین المللی حسابداری، اقتصاد و مدیریت مالی.**

۱۵. محمدزاده سالطه، حیدر؛ بادآور نهندی، یونس و اسماعیل نژاد، مجید. (۱۳۹۴)؛" بررسی تأثیر نظام راهبری شرکت بر ارزش شرکت با تأکید بر کارایی سرمایه گذاری در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، **بررسی‌های حسابداری و حسابرسی**،۲۲(۱)،۱۴۲-۱۲۵.

۱۶. محمود آبادی، حمید و رجایی، سکینه. (۱۳۹۳)؛" ارزیابی رابطه بین هزینه های نمایندگی و کارایی سرمایه گذاری در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، **پژوهش حسابداری**، شماره۱۵.

۱۷. محمود آبادی، حمید و مهتری، زینب. (۱۳۹۰)؛" رابطه‌ی بین محافظه کاری حسابداری و کارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، **پیشرفت-های حسابداری**،۳(۲)، ۱۴۰-۱۱۳.

۱۸. مدرس، احمد و حصارزاده، رضا. (۱۳۸۷)؛"کیفیت گزارشگری مالی و کارایی سرمایه گذاری"، **فصلنامه‌ی بورس اوراق بهادار**،۱(۲)،۱۱۶-۸۵.

۱۹. مهرانی، ساسان و باقری، بهروز. (۱۳۸۸)؛" بررسی اثر جریآن‌های نقدی آزاد و سهامداران نهادی بر مدیریت سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، **تحقیقات حسابداری**،۱(۲)، ۶۰-۵۰.

۲۰. نمازی، محمد و زراعت گری، رامین. (۱۳۸۸)؛" بررسی کاربرد نسبت Qتوبین و مقایسه ی آن با سایر معیارهای ارزیابی عملکرد مدیران در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، **پیشرفت های حسابداری**،۱(۱)، ۲۳۱-۲۶۲.

۲۱. نمازی، محمد و کرمانی، احسان. (۱۳۸۷)؛" تأثیر ساختار مالکیت بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، **بررسی‌های حسابداری و حسابرسی**، ۱۵(۵۳)، ۱۰۰-۸۳.

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

۲۲. واعظ، سید علی و رشیدی باغی، محسن. (۱۳۹۳)؛" تاثیر ساختار مالکیتی بر ارتباط بین محافظه کاری حسابداری و کارایی سرمایه گذاری"، **پیشرفت های حسابداری**، ۶(۲)، ۱۹۵-۱۶۷.

۲۳. هاشمی، سید عباس و بکرانی، کیوان. (۱۳۹۰)؛" تاثیر ساختار مالکیت و نظام راهبری شرکتی بر تصمیمات ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، **حسابداری مالی**،۳(۹)، ۱۸-۱.

24. Aharony, J., J. Wang, H. Yuan. (2010); "Tunneling as an incentive for earnings management during the IPO process in China", **journal of Accounting and Public Policy**, 29(1), 1-26.
25. Ang, J. S., Cole, R. A., and Lin, W. J. (2000); " Agency cost and ownership structure", **Journal of Finance**, 55, 81–106.
26. Benfratello, L., &Sembenelli, A. (2006)); " Foreign ownership and productivity: Is the direction of causality so obvious? ", **International Journal of Industrial Organization**, 24, 733–751.
27. Biddle g. c, Hilary g, verdir. S. (2009); " How does financial reporting quality improw investment efficiency? ",**Journal of accounting and economics**,48, 121-131.
28. Biddle, G. and Hilary, G. (2006); " Accounting quality and firm-level capital investment",**The Accounting Review**, 81, 963-982.
29. Billett, M. T., Garfinkel, A., and Jiang, Y. (2011); " The influence of governance on investment: Evidence from a hazard model", **Journal of Financial Economics**, 102 (3), 643–670.
30. Bushee, B. J. (1998); "The Influence of Institutional Investors on Myopic R&D Investment Behavior", **Accounting Review**, Vol 73, 305-334.
31. Chang, S. J., and J. Hong. (2000); " Economic performance of group-affiliated companies in Korea: Intragroup resource sharing and internal business transaction", **Academy of Management Journal**, 43(3), 429-448.
32. Chen C.U., Hsu. J. (2010); "The Role of Corporate Governance in Related Party Transctioans ",**Working Paper,NationalYunlin University of Science and Technology**.
33. Chen, L., Chunlei, L., and Guanyu, W. (2013); " Financial constraints, investment efficiency and corporate governance:

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

Empirical evidence from China", **Service Systems and Service Management (ICSSSM)**, 10th International conference.

34. Chen-Wen Chen and Chinshun Wu(2010); " Related Party Transactions and Ownership Concentration:Theory and Evidence", **National Sun Yat-sen University.Department of Business Management.**
35. Cheung Y, Jing L., Lu T., Rau P. R., Stouratis A. (2008); " Tunnelling and ProppingUp: An Analysis of Related Party Transactions by Chinese Listed Companies" **Social Science Research Network, www.ssrn.com, working paper series.**
36. Cheung, Y., Stouraitis, A., and Tan, W. (2011); " Corporate governance, investment, and firm valuation in Asian emerging markets" **Journal of International Financial Management & Accounting**, 22 (3), 246-273.
37. Cheung, Y.-l-L., P. R. Rau, and A. Stouraitis. (2006); " Tunneling, propping, and expropriation: Evidence from connected party transactions in Hong Kong", **Journal of Financial Economics**, 82(2), 343-386.
38. Coase, r.h.(1937); " The nature of the firm. Economical", 4(16), 386-405.
39. Dey , A .(2008); " Corporate Governance and Agency Conflicts", **Jounal of Accounting Research**, 46(5), 1143-1181.
40. Djankov, S., R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes, and A Shleifer. (2008); " The law and economics of self-dealing. **Journal of Financial Economics**", 88(3), 430-465.
41. Fama, E., and Jensen, M., (1983); " Agency problems and residual claims", **Journal of Law and Economics**, 26 (2): 327–349.
42. Farah Mita, A., and Utama, S. (2015); " The Influence of Corporate Governance Mechanism on the Relationship between Related Party Transactions and Earnings Management", **International Research Journal of Business Studies**, 7(1), 1-12.
43. Fazzari, Steven, R. Glenn Hubbard and Bruce Petersen (1988); " Financing constraints and corporate investment", **Brookings Papers on Economic Activities**, 1, 141-195.
44. Friedman ,E., S. Johnson, and T . Mitton. (2003); " Propping and tunneling",**Journal of Comparative Economics**, 31(4), 732-450.
45. 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.

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

46. Gordan, E. A., Henry, E. and Palia, D. (2004); " Related Party Transactions: Associations with Corporate Governance and Firm Value", Retrieved from **http://papers.ssrn.com.**
47. Gordan, Elizabeth A. And Elaine Henry. (2005); " Related Party Transactions and Earnings Management", rutgers university. Retrieved from **http://papers.ssrn.com**
48. 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.
49. Ito, K. (2004); " Foreign ownership and plant productivity in the Thai automobile industry in 1996 and 1998: A conditional quartile analysis", **Journal of Asian Economics**, 15, 321–353.
50. Jensen, M. C. (1986); " Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers", **American Economics Reviw**, 76, 323-339
51. Jensen, M. C. and W. H. Meckling (1976); "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Cost, and Ownership Structure", **Journal of Financial Economics**, 3(4), 305-360.
52. Jiang, G., C. M. C. Lee, and H. Yue. (2008); " Tunnelig in China: The remarkable case of inter-corporate loans", **Working paper , Peking University.**
53. Jiang, M., and T. J. Wong. (2010); " Propping through related party transactions", **Review of Accountig Studies**, 15(1), 70-105.
54. Khanna, T., and K. Palepu. (2000); " Is group affiliation profitable in emerging markets? An analyss of diversified Indian business groups", **The Journal of Finance**, 55(2), 867-891.
55. Kholback, Mark j .and Mayhew,brianw. (2014); " Are Related Party Transaction Red Flags? ", Available at ssrn:http://ssrn.com/abstract=2427439 or http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2427439.
56. Kim, Sang Il and Cho, Jung Eun(2013); " Related Party Transactions and Over-investment",**Korea International Accounting Review**. Vol48, 381-404.
57. Kohlbeck, Mark and Brian W. Mayhew. (2004); " Related Party Transactions",**Working Paper, University of Wisconsin-madison.**
58. Li, Q., Wang, T. (2010); " Financial reporting quality and corporate markets",**The Accounting Review**, 86 (4), 1255-1288.
59. Moscariello N. (2010); " Related Party Transctioans: Opportunistic or Efficient Behavior? Evidence From The Italian Listed Company", **Working Paper ,Second University of Naples.**

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

60. Myung, g. l., minjung, k., and ho, y. l. (2016); " Related Party Transactions and financial statement comparability: evidence from south korea", **Isia-pacific journal of accounting and economics**,23(2),224-252.
61. Nasrum, M. (2013); " The Influence of Ownership Structure, Corporate Governance, Investment Decision, Financial Decision and Dividend Policy on the Value of the Firm Manufacturing Companies Listed on The Indonesian Stock Exchange", **Journal Managerial**, 1(1): 1-10.
62. Richardson s.(2006); " Over-investment of free cash flow", **Review of accounting studies**, vol 11, 159-189.
63. Singh, M., and Davidson III, W. N. (2003); "Agency costs, ownership structure and corporate governance mechanisms", **Journal of Banking and Finance**, 27, 793–816.
64. Srinivasan,P. (2013); " An Analysis of Related Party Transactions in India", **Indian Institute of Management Bangalore** .no 402.
65. Stein, J. C. (1997); " Internal capital markets and the competition for corporate resources",**The Journal of Finance**, 52(1), 111-133.
66. Stulz, R. M. (1990); " Managerial discretion and optimal financing policies", **Journal of Financial Economics**, 26(1),3–27.
67. Verdi, R. (2006); " Financial reporting quality and investment efficiency",**Unpublished PhD Dissertation, Faculties of the University of Pennsylvania in Partial Fulfillment, or Working paper, Available at SSRN: http://www.ssrn.com**
68. Warfield, T., Wild, J., and Wild, K. (1995); " Managerial ownership, accounting choices and informativeness of earnings", **Journal of Accounting and Economics**, 20(1), 61–91.
69. Williamson, o.e. (1975); " Markets and hierarchies, analysis and antitrust implications, a study in the economics of internal organization.
70. Yang, J., and Jiang, Y. (2008); " Accounting information quality, free cash flow and overinvestment: A Chinese study", **The Business Review**, 11 (1), 159-166.
71. Yoo, S. (2005); " Essay on corporate ownership and governance in an emerging market", PhD thesis, The Temple University.

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]