Shahid Bahonar University of Kerman

Journal of Accounting Knowledge

Print ISSN: 2008 - 8914 Online ISSN: 2476 - 292X

Iranian Accounting Association

Opportunistic Related Party Transactions and Sensitivity of Investments and External Financing to Market Value and Internally Generated Cash Flows

Ahmad Ghorbanzade[1], **Seyed Mohammad Moshashaei**[2], and **Gholamreza Mahfoozi**[3]

1. Department of Accounting, Faculty of Management & Economics, University of Guilan, Rasht, Iran. **Email:** ahmadqorbanzade99@gmail.com
2. **Corresponding Author**, Department of Accounting, Faculty of Management & Economics, University of Guilan, Rasht, Iran. **Email:** moshashaei@guilan.ac.ir
3. Department of Accounting, Faculty of Management & Economics, University of Guilan, Rasht, Iran. **Email:** ghmahfoozi@guilan.ac.ir

Article Info

Article Type:
Research Article.

Article History:
Received: 22 June 2025
Received in revised form: 26 September 2025
Accepted: 15 October 2025
Available online:

***Keywords*:**
Opportunistic Related Party Transactions,
Investment,
External Financing.

JEL Classification:
M41, G31, G34.

A B S T R A C T

Objective: Investors and creditors pay special attention to the market value and internally generated cash flow by companies; however, according to agency theory, the existence of opportunistic related party transactions (RPT) may have a different impact on their decision. This study examines how different types of RPTs influence the sensitivity of a firm's investment and external financing decisions.

Method: Employing a descriptive-correlational methodology, this applied research analyzed a final sample of 134 companies (804 observations) from the population of all firms listed on the Tehran Stock Exchange between 2018 and 2023.

Results: The results show that opportunistic RPTs are associated with a significant decrease in the sensitivity of external financing to the Tobin's Q. According to the research results, opportunistic RPTs are associated with an increase in the sensitivity of investment to the Tobin's Q. Also, the relationship between investment sensitivity to internally generated cash flow and the relationship between external financing sensitivity to internally generated cash flow in the presence of opportunistic RPTs is not significant.

Conclusion: According to the results, opportunistic RPTs affect the decision of creditors, but this has not been observed in the case of investors. Also, investors and creditors pay more attention to the market value than to the internally generated cash flow in the company in making decisions. This study has a contribution by separating RPTs into two types normal and opportunistic and examining them more closely from the perspective of conflict of interest.

Cite this article: Ghorbanzade, A., Moshashaei, S. M., & Mahfoozi, Gh. (2022). Opportunistic related party transactions and sensitivity of investments and external financing to market value and internally generated cash flows. *Journal of Accounting Knowledge*, *(*), *-*. htttt

Publisher: Shahid Bahonar University of Kerman.
© The Author(s).

Introduction

This study aims to investigate the relationship between related party transactions (RPT) type and sensitivity of investment and external financing decisions among companies listed on the Tehran Stock Exchange. Major corporate financial scandals in the United States and Europe over the past decades have undermined public confidence in the financial reporting process and auditing function. RPTs appear to have been a major problem in these financial scandals. As RPTs disclosure in the notes accompanying financial statements is required by accounting standards, one of the important responsibilities of independent auditors is to examine RPTs. By looking more closely at the types of RPTs, we can conclude that not all RPTs necessarily carry a high risk and possibility of distortion, and on the contrary, they are sometimes beneficial for the efficiency of operations in companies. Therefore, RPTs can be divided into two categories based on the type of transactions: normal RPTs and opportunistic RPTs. Normal RPTs are transactions that are carried out in the normal course of business of the company and follow fair and market conditions. In contrast, opportunistic RPTs are transactions that are carried out for the benefit of one party (usually a related party) and with the aim of transferring benefits from the company to that party; for example, selling an asset at a price below market value.

When faced with high agency costs, company managers engage in unethical activities through opportunistic actions. Accordingly, when surplus cash is generated as a result of profitable activities, managers are motivated to misuse these funds, which may be done through inappropriate investments and lead to investment inefficiency. Therefore, company managers may abandon plans with positive net present value and accept plans with negative net present value through transactions with related parties in order to achieve their personal interests; this will result in the investment not being optimal in relation to the company's performance. Based on the results of previous research, companies with higher market value and better internal performance and liquidity have more investment opportunities and amounts, and opportunistic transactions with related parties can be used to secure the personal interests of managers or a specific group, which causes investment inefficiency and reduces its sensitivity to the company's performance. Also, RPTs can affect access to external financing. Especially in companies where such transactions lack transparency or are made with opportunistic motives, the credibility of financial information is reduced and the risk perceived by lenders and investors increases. This can lead to an increase in the cost of capital, a decrease in market confidence, and ultimately, a decrease in the company's ability to attract external financial resources; therefore, the relationship between RPTs and external financing can play an important role in determining the level of investment of companies and the quality of their financial decisions. Therefore, the research hypotheses are as follows:

Hypothesis 1: Opportunistic RPTs are associated with reduced investment sensitivity to the Tobin’s Q.

Hypothesis 2: Opportunistic RPTs are associated with increased investment sensitivity to firms' internally generated cash flows.

Hypothesis 3: Opportunistic RPTs are associated with reduced sensitivity of external financing to Tobin’s Q.

Hypothesis 4: Opportunistic RPTs are associated with increased sensitivity of external financing to firms' internally generated cash flows.

Method

Employing a descriptive-correlational methodology, this applied research analyzed a final sample of 134 companies (804 observations) from the population of all firms listed on the Tehran Stock Exchange between 2018 and 2023.

To test the research hypotheses, the multivariate regression method based on panel data was used.

$$INV_t == \beta_0 + \beta_1(Q_{t-1} * TONE_{t-1}) + \beta_2(CF_{t-1} * TONE_{t-1}) + \beta_3 Q_{t-1} + \beta_4 CF_{t-1} + \beta_5 TONE_{t-1} + +\beta_6 SIZE_{t-1} + \beta_7 LEV_{t-1} + \varepsilon_t$$

$$EXTFIN_t = \beta_0 + \beta_1(Q_{t-1} * TONE_{t-1}) + \beta_2(CF_{t-1} * TONE_{t-1}) + \beta_3 Q_{t-1} + \beta_4 CF_{t-1} + \beta_5 TONE_{t-1} + +\beta_6 SIZE_{t-1} + \beta_7 LEV_{t-1} + \varepsilon_t$$

Results

The results show that opportunistic RPTs are associated with a significant decrease in the sensitivity of external financing to the Tobin's Q. According to the research results, opportunistic RPTs are associated with an increase in the sensitivity of investment to the Tobin's Q. Also, the relationship between investment sensitivity to internally generated cash flow and the relationship between external financing sensitivity to internally generated cash flow in the presence of opportunistic RPTs is not significant.

However, the study confirms a significant and negative relationship between opportunistic RPTs and the sensitivity of external financing to the Tobin's Q index. This indicates that firms engaging in such transactions tend to rely more heavily on internal funds when making external financing decisions, possibly reflecting increased financing constraints or reduced access to external capital markets due to perceived risks associated with opportunistic behavior. Conversely, the anticipated association between opportunistic RPTs and the sensitivity of external financing to internal cash flows is not statistically substantiated.

Conclusions

The first hypothesis assumed that in companies with opportunistic RPTs, investment sensitivity decreases with an increase in the Tobin's Q ratio; however, the results of the study reject this negative relationship. In the presence of opportunistic RPTs, there is a positive and significant relationship between Tobin's Q and investment sensitivity, which may be due to investors' inattention to these transactions and their opportunistic nature. The results of the second hypothesis indicate that in companies where opportunistic RPTs exist, there is no significant relationship between the internally generated cash flow and investment sensitivity. This lack of significance may be due to the lack of attention to the opportunistic nature of RPTs and, the weakness of corporate governance controls. In contrast, the third hypothesis, which examined the relationship between the Tobin's Q ratio and external financing in the presence of opportunistic RPTs, was negative and significant. The findings showed that in companies where opportunistic RPTs occurred, there is a negative and significant relationship between the Tobin's Q index and external financing. In other words, opportunistic RPTs are associated with reduced sensitivity of external financing to Tobin's Q. In the presence of opportunistic transactions, a high Tobin's Q index does not motivate lenders, especially financial institutions and banks. On the contrary, the existence of these transactions increases risk and uncertainty and leads to a decrease in the willingness of foreign investors to provide facilities to such companies. The fourth hypothesis, which examined the effect of opportunistic RPTs on the sensitivity of external financing to internally generated cash flow, was also rejected. In other words, although opportunistic RPTs are associated with an increase in the overall level of external financing, this financing does not show a significant response to the internally generated cash flow.

Author Contributions

Conceptualization: Ahmad Ghorbanzade; **Methodology:** Ahmad Ghorbanzade., Dr. Seyed Mohammad Moshashaei and Dr. Gholamreza Mahfoozi; **Validation:** Dr. Seyed Mohammad Moshashaei and Dr. Gholamreza Mahfoozi; **Formal Analysis:** Ahmad Ghorbanzade; **Writing—Original Draft Preparation:** Ahmad Ghorbanzade; **Writing—Review and Editing:** Dr. Seyed Mohammad Moshashaei and Dr. Gholamreza Mahfoozi; **Supervision:** Dr. Seyed Mohammad Moshashaei and Dr. Gholamreza Mahfoozi; **Project**

Administration: Dr. Seyed Mohammad Moshashaei. All authors have read and agreed to the published version of the manuscript.

Acknowledgements

The authors would like to thank all participants in the present study.

Ethical Considerations

The authors avoided data fabrication, falsification, plagiarism, and misconduct.

Funding

This research did not receive any specific grant from funding agencies in the public, commercial, or not-for-profit sectors.

Conflict of Interest

The authors declare no conflict of interest.

مجله دانش حسابداری
شاپا چاپی: ۸۹۱۴-۲۰۰۸ شاپا الکترونیکی: ۲۴۷۶-۲۹۲X
دانشگاه شهید باهنر کرمان
انجمن حسابداری ایران

معاملات فرصت‌طلبانه با اشخاص وابسته و حساسیت سرمایه‌گذاری و تأمین مالی خارجی نسبت به ارزش بازار و جریان نقدی داخلی

احمد قربان‌زاده[۱]، سید محمد مشعشعی[۲]✉ و غلامرضا محفوظی[۳]

۱. گروه حسابداری، دانشکده مدیریت و اقتصاد، دانشگاه گیلان، رشت، ایران. **رایانامه:** ahmadqorbanzade99@gmail.com
۲. **نویسنده مسئول**، گروه حسابداری، دانشکده مدیریت و اقتصاد، دانشگاه گیلان، رشت، ایران. **رایانامه:** moshashaei@guilan.ac.ir
۳. گروه حسابداری، دانشکده مدیریت و اقتصاد، دانشگاه گیلان، رشت، ایران. **رایانامه:** ghmahfoozi@guilan.ac.ir

اطلاعات مقاله

نوع مقاله: مقاله پژوهشی.

تاریخ‌ها:
تاریخ دریافت: ۱۴۰۴/۴/۱
تاریخ بازنگری: ۱۴۰۴/۷/۴
تاریخ پذیرش: ۱۴۰۴/۷/۲۳
تاریخ انتشار برخط:

واژه‌های کلیدی:
معاملات فرصت‌طلبانه با اشخاص وابسته،
سرمایه‌گذاری،
تأمین مالی خارجی.

طبقه‌بندی JEL:
M41, G31, G34.

چکیـــده

هدف: سرمایه‌گذاران و وام‌دهندگان توجه خاصی به ارزش بازار و جریان نقدی داخلی ایجاده شده در شرکت‌ها دارند؛ اما با توجه به تئوری نمایندگی، وجود معاملات فرصت‌طلبانه با اشخاص وابسته ممکن است بر تصمیم آنها تأثیر متفاوتی بگذارد. هدف پژوهش حاضر بررسی ارتباط نوع معاملات با اشخاص وابسته و حساسیت سرمایه‌گذاری و تأمین مالی خارجی است.

روش: این پژوهش از لحاظ هدف، کاربردی و از نظر روش‌شناسی، در زمره پژوهش‌های توصیفی- همبستگی قرار دارد. برای آزمون فرضیه‌های پژوهش، از روش رگرسیون چند متغیره مبتنی بر داده‌های پانل استفاده شده است. جامعه آماری این پژوهش شامل کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۹۷ الی ۱۴۰۲ است که در نهایت ۱۳۴ شرکت (۸۰۴ مشاهده) مورد بررسی قرار گرفتند.

یافته‌ها: نتایج نشان داد معاملات فرصت‌طلبانه با اشخاص وابسته با کاهش معنادار حساسیت تأمین مالی خارجی نسبت به کیوتوبین ارتباط دارد. طبق نتایج پژوهش، معاملات فرصت‌طلبانه با اشخاص وابسته با افزایش حساسیت سرمایه‌گذاری نسبت به شاخص کیوتوبین در شرکت‌ها ارتباط دارد. همچنین، ارتباط حساسیت سرمایه‌گذاری نسبت به جریان نقدی داخلی و نیز ارتباط حساسیت تأمین مالی خارجی به جریان نقدی داخلی در حضور معاملات فرصت‌طلبانه اشخاص وابسته، معنادار نیست.

نتیجه‌گیری: بر اساس نتایج پژوهش، معاملات فرصت‌طلبانه با اشخاص وابسته شرکت بر تصمیم وام‌دهندگان تأثیرگذار است اما در مورد سرمایه‌گذاران چنین چیزی مشاهده نشده است. همچنین، سرمایه‌گذاران و وام‌دهندگان در تصمیم‌گیری به ارزش بازار شرکت نسبت به جریان نقدی داخلی ایجاد شده در شرکت توجه بیشتری دارند. این پژوهش با تفکیک معاملات به دو نوع عادی و فرصت‌طلبانه و بررسی مربوطتر آن از دیدگاه تضاد منافع منجر به ارزش افزوده علمی در پژوهش‌های مربوط خواهد شد.

استناد: قربان‌زاده، احمد؛ مشعشعی، سید محمد و محفوظی، غلامرضا (۱۴۰۵). معاملات فرصت‌طلبانه با اشخاص وابسته و حساسیت سرمایه‌گذاری و تأمین مالی خارجی نسبت به ارزش بازار و جریان نقدی داخلی. *مجله دانش حسابداری*، *(*)، *-*. https://doi.org.

ناشر: دانشگاه شهید باهنر کرمان.
© نویسنده/ نویسندگان.

۱- مقدمه

در سال‌های اخیر، تصمیم‌گیری‌های سرمایه‌گذاری و تأمین مالی شرکت‌ها در بازارهای درحال‌توسعه با پیچیدگی‌ها و ریسک‌های متعددی مواجه شده است. یکی از عوامل کلیدی در این فرایند، معاملات با اشخاص وابسته است (بهانداری[1] و همکاران، ۲۰۲۲). بر اساس استاندارد حسابداری شماره ۱۲ ایران و ۲۴ بین‌المللی[2] یک شخص در صورتی وابسته به واحد تجاری است که به‌طور مستقیم، یا غیرمستقیم از طریق یک یا چند واسطه واحد تجاری را کنترل کند، یا توسط واحد تجاری کنترل شود، یا با آن تحت کنترل واحد قرار داشته باشد (شامل واحدهای تجاری اصلی، واحدهای تجاری فرعی و واحدهای تجاری فرعی هم‌گروه)، در واحد تجاری نفوذ قابل ملاحظه داشته باشد، یا بر واحد تجاری کنترل مشترک داشته باشد؛ واحد تجاری وابسته آن واحد باشد؛ مشارکت خاص آن واحد باشد؛ از مدیران اصلی واحد تجاری یا واحد تجاری اصلی آن باشد یا خویشاوند نزدیک این اشخاص باشد. بر اساس این استانداردها، معامله با اشخاص وابسته به‌صورت انتقال منابع، خدمات یا تعهدات بین یک واحد تجاری و شخص وابسته آن، صرف‌نظر از منصفانه بودن قیمت معامله تعریف می‌شود. معاملات با اشخاص وابسته جزء ویژگی‌های معمول یک واحد تجاری است. شرکت‌ها بسیاری از فعالیت‌های خود را از طریق واحد فرعی، مشارکت خاص و اشخاص وابسته انجام می‌دهند؛ در چنین شرایطی شرکت‌ها می‌توانند از طریق کنترل یا نفوذ قابل‌ملاحظه بر سیاست‌های مالی شرکتی که در آن سرمایه‌گذاری کرده‌اند اثر بگذارند. این ارتباط با اشخاص وابسته اثر مهمی بر نتایج و وضعیت مالی شرکت دارد؛ به این دلیل که اشخاص وابسته می‌توانند معاملاتی با شرکت انجام دهند که سایر افراد غیروابسته نمی‌توانند (الزماری[3] و همکاران، ۲۰۱۸). با نگاه دقیق‌تر به نوع معاملات با اشخاص وابسته می‌توان به این نتیجه رسید که لزوماً همه معاملات با اشخاص وابسته دارای ریسک و احتمال تحریف بالا نیستند و برعکس، گاهی برای کارایی عملیات در شرکت‌ها مفیدند (الیستراتوا[4] و همکاران، ۲۰۲۲). بنابراین، معاملات با اشخاص وابسته را می‌توان به دو نوع عادی و فرصت‌طلبانه تقسیم کرد. معاملات فرصت‌طلبانه با اشخاص وابسته شامل معاملات با مدیران، اعضای هیئت‌مدیره و سهام‌داران عمده است؛ مانند وام، دیون، ضمانت‌نامه‌ها، خدمات مشاوره و سرمایه‌گذاری، فعالیت‌های تجاری نامرتبط و معاملات سهام.

با توجه به نقش مؤثر تأمین مالی و جذب سرمایه‌گذاری در توسعه بازار سرمایه و چالش‌های ساختاری ناشی از معاملات با اشخاص وابسته و همچنین با توجه به نقش حیاتی شفافیت و اعتماد در توسعه بازار سرمایه، پژوهش حاضر از اهمیت و ضرورت نظری و عملی بالایی برخوردار است. معاملات با اشخاص وابسته به‌دلیل ماهیت ذاتی آنها که امکان سوءاستفاده و تضاد منافع را افزایش می‌دهد، همواره به عنوان یکی از چالش‌های اساسی حاکمیت شرکتی مطرح بوده و انجام پژوهش‌هایی که نوع معاملات (عادی و فرصت‌طلبانه) را در نظر می‌گیرند، ضرورت دارد (مشعشعی و همکاران، ۱۴۰۳). از سوی دیگر، در شرایط کنونی اقتصاد ایران که محدودیت‌های شدید دسترسی به منابع مالی وجود دارد، تأمین مالی و جذب سرمایه‌گذاری برای رشد و پایداری شرکت‌های بازار سرمایه ضروری است.

مدیران شرکت‌ها وقتی که با حجم زیاد هزینه‌های نمایندگی روبرو می‌شوند، با اقدامات فرصت‌طلبانه، فعالیت‌های غیراخلاقی را سبب می‌شوند (احمدی فارسانی و محمدی، ۱۴۰۴). بر این اساس، وقتی که درنتیجه فعالیت‌های سودآور، وجوه نقد مازادی ایجاد می‌شود، مدیران به سوءاستفاده از این وجوه، برانگیخته می‌شوند که این کار ممکن است از طریق

[1] Bhandari
[2] IAS 24
[3] Al-Dhamari
[4] Elistratova

سرمایه‌گذاری‌های نامناسب انجام شود و منجر به عدم کارایی سرمایه‌گذاری شود (کولبک و می‌هیو[1]، ۲۰۱۷). 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. بر اساس نتایج پژوهش‌های قبلی، شرکت‌های با ارزش بازار بیشتر و عملکرد و نقدینگی داخلی بهتر، فرصت و مبالغ سرمایه‌گذاری بیشتری دارند و معاملات فرصت‌طلبانه با اشخاص وابسته می‌تواند برای تأمین منافع فردی مدیران یا گروه خاصی به‌کارگرفته شود که سبب عدم کارایی سرمایه‌گذاری و کاهش حساسیت آن نسبت به عملکرد شرکت می‌شود (کولبک و می‌هیو، ۲۰۱۰). همچنین، معاملات با اشخاص وابسته می‌توانند بر دسترسی به تأمین مالی خارجی تأثیرگذار باشند. بویژه در شرکت‌هایی که این‌گونه معاملات فاقد شفافیت یا با انگیزه‌های فرصت‌طلبانه صورت می‌گیرند، اعتبار اطلاعات مالی کاهش‌یافته و ریسک ادراک‌شده توسط وام‌دهندگان و سرمایه‌گذاران افزایش می‌یابد. این موضوع می‌تواند منجر به افزایش هزینه سرمایه، کاهش اعتماد بازار و در نهایت، کاهش توان شرکت در جذب منابع مالی خارجی گردد؛ بنابراین، روابط حاکم میان معاملات با اشخاص وابسته و تأمین مالی خارجی، می‌تواند نقش مهمی در تعیین سطح سرمایه‌گذاری شرکت‌ها و کیفیت تصمیمات مالی آن‌ها ایفا کند (بندریان و همکاران، ۱۴۰۳). مسئله اصلی این پژوهش این است که آیا بین انواع این معاملات (فرصت‌طلبانه و عادی) و حساسیت سرمایه‌گذاری و تأمین مالی خارجی شرکت نسبت به ارزش بازار (شاخص کیوتوبین) و جریان نقد داخلی ارتباطی وجود دارد؟

پژوهش حاضر از دو منظر سهم مؤثری در گسترش مرزهای دانش دارد. نخست آن که با تمرکز بر بافت خاص بازار سرمایه ایران، به ادبیات نسبتاً محدود اما حیاتی حوزه معاملات با اشخاص وابسته و پیامدهای آن بر تصمیمات تأمین مالی و سرمایه‌گذاری شرکت‌ها می‌افزاید. جنبه دوم و حائز اهمیت، نوآوری روش‌شناختی این مطالعه است؛ به گونه‌ای که با تفکیک این معاملات به دو دسته عادی و فرصت‌طلبانه، مسیر تحلیلی دقیق‌تری برای درک آنها و اثرات متفاوت هر نوع ارائه می‌دهد. با توجه به بررسی‌های انجام‌شده، به نظر می‌رسد مطالعه‌ای که با این سطح از تفکیک به محیط بازار سرمایه ایران پرداخته باشد، پیش‌تر صورت نگرفته است. این تمایزگذاری نه تنها امکان ارائه نتایج قابل‌اطمینان‌تر و پیشنهادهای سیاستی کاربردی‌تر را فراهم می‌آورد، بلکه زمینه را برای مطالعات آتی در راستای طراحی مکانیزم‌های نظارتی هوشمند و آزمون مدل‌های تئوریک در سایر بافت‌های اقتصادی مشابه نیز هموار می‌سازد.

۲- مبانی نظری و توسعه فرضیه‌ها

معاملات با اشخاص وابسته عبارت است از معاملات یک شرکت با اشخاص یا سازمان‌های وابسته به آن شرکت؛ مانند مدیران، اعضای هیئت‌مدیره، سهامداران عمده و شرکت‌های وابسته. معاملات با اشخاص وابسته شامل فعالیت‌هایی از قبیل خریدوفروش، تضامین، تسهیلات و مبادله دارایی است (الزماری و همکاران، ۲۰۱۸). به‌طورکلی دو دیدگاه متفاوت در مورد نقش و تأثیرگذاری معاملات با اشخاص وابسته در شرکت‌ها وجود دارد: دیدگاه کارایی عملیاتی و دیدگاه تضاد منافع. مطابق با دیدگاه کارایی عملیاتی، این‌گونه معاملات بخشی از تقاضای واحد تجاری است. سازوکارهای ناکارآمد بازار، هزینه‌های معاملات را برای شرکت‌ها افزایش می‌دهد، در این حالت، شرکت می‌تواند با استفاده از معاملات با اشخاص وابسته موجب

[1] Kohlbeck & Mayhew

تخصیص بهینه منابع داخلی شده، هزینه‌های معاملات را کاهش داده و نرخ بازده دارایی‌ها را بهبود بخشد. وونگ[1] و همکاران (۲۰۱۵) معتقدند معاملات با اشخاص وابسته ابزاری برای بهبود کارایی تخصیص منابع در میان شرکت‌های وابسته در یک گروه تجاری است. هرچند دیدگاه کارایی عملیات نمی‌تواند در محیط‌هایی که اجرای قوانین موجود جهت حمایت از منافع سهامداران اقلیت کمتر از حد مطلوب است، کاربردی باشد؛ و سهامداران عمده می‌توانند با اعمال قدرت در شرکت‌های فرعی، منابع شرکت را از سهامداران اقلیت به‌سوی خود سوق دهند. بر اساس دیدگاه تضاد منافع، معاملات با اشخاص وابسته را می‌توان با هدف سلب مالکیت و به طور فرصت‌طلبانه‌ای به کار برد. معاملات با اشخاص وابسته، فعالیت مخرب ارزش شرکت است که از رابطه نمایندگی و عدم تقارن اطلاعاتی در جهت منافع سهامداران عمده استفاده می‌شود (مشعشعی و همکاران، ۱۴۰۳). بنابراین، شناسایی و تفکیک معاملات عادی با اشخاص وابسته از معاملات فرصت‌طلبانه می‌تواند برای گروه‌های ذی‌نفع و تصمیم‌گیر شرکت مهم حیاتی باشد. معاملات عادی با اشخاص وابسته اغلب با هدف بهینه‌سازی زنجیره تأمین، کاهش هزینه‌های تراکنش یا تسهیل فرایندهای عملیاتی انجام می‌شوند و در صورت افشا و قیمت‌گذاری منصفانه، می‌توانند منجر به افزایش ارزش سهامداران شوند (جیان و وانگ[2]، ۲۰۱۰). در مقابل، معاملات فرصت‌طلبانه با اشخاص وابسته اغلب بدون انگیزه‌های اقتصادی مشروع و با هدف انتقال منافع شخصی به مدیران یا سهامداران عمده صورت می‌گیرد. در چنین شرایطی، منابع شرکت برای منافع فردی منحرف شده و کارایی اقتصادی کاهش می‌یابد (دو[3] و همکاران، ۲۰۲۲ و بهانداری و همکاران، ۲۰۲۲).

مطالعات متعددی به این نتیجه رسیده‌اند که معاملات فرصت‌طلبانه با اشخاص وابسته می‌توانند اثرات مستقیم و غیرمستقیمی بر تصمیمات سرمایه‌گذاری و تأمین مالی شرکت‌ها داشته باشند. این اثرات غالباً از مسیر کاهش شفافیت اطلاعاتی، افزایش عدم تقارن اطلاعات و بی‌اعتمادی فعالان بازار نسبت به اطلاعات افشا شده بروز می‌کند. در این شرایط، دو عامل اصلی که رفتار مالی شرکت را نمایندگی می‌کنند؛ یعنی حساسیت سرمایه‌گذاری و حساسیت تأمین مالی خارجی، دچار دگرگونی می‌شوند. به عبارت دقیق‌تر، میزان واکنش سرمایه‌گذاری و تأمین مالی به شاخص‌های کلیدی اقتصادی نظیر کیوتوبین و جریان نقد داخلی، در حضور معاملات فرصت‌طلبانه تضعیف یا تقویت می‌گردد و این نشانه‌ای از انحراف در تخصیص بهینه منابع خواهد بود (بهانداری و همکاران، ۲۰۲۲ و کولبک و می‌هیو، ۲۰۱۷).

سرمایه‌گذاری یکی از اصلی‌ترین تصمیمات مالی شرکت‌هاست (امینی و همکاران، ۱۴۰۴) که در نظریه‌های سنتی مالی باید بر پایه شاخص‌هایی همچون شاخص کیوتوبین انجام گیرد. این شاخص که نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری دارایی‌ها را نشان می‌دهد، طبق دیدگاه‌هایی مانند نظریه بازار کارا، نقش شاخصی از انتظارات بازار درباره بازده آتی شرکت را ایفا می‌کند. در شرکت‌هایی که ساختار تصمیم‌گیری آن‌ها شفاف و مبتنی بر منافع کل سهامداران است، افزایش کیوتوبین باید با افزایش سرمایه‌گذاری همراه باشد. اما هنگامی که معاملات فرصت‌طلبانه با اشخاص وابسته رواج دارد، این رابطه مختل می‌شود. بر اساس نظریه نمایندگی (جنسن و مکلین[4]، ۱۹۷۶)، هنگامی که کنترل شرکت در اختیار مدیرانی قرار می‌گیرد که منافعشان با منافع سهامداران هم‌راستا نیست، تضاد منافع ایجاد می‌شود. در این شرایط، مدیران ممکن است به‌جای حداکثرسازی ارزش شرکت، منابع آن را به پروژه‌هایی اختصاص دهند که بیشتر منافع شخصی یا گروهی خاص را

[1] Wang
[2] Jian & Wong
[3] Dou
[4] Jensen & Meckling

تأمین می‌کند. این رفتار، بویژه در حضور معاملات فرصت‌طلبانه با اشخاص وابسته که کمتر شفاف و قابل رصد هستند، تشدید می‌شود و در نتیجه حساسیت سرمایه‌گذاری به شاخص‌هایی مانند کیوتوبین کاهش می‌یابد. مطالعه بهانداری و همکاران (۲۰۲۲)، نشان داد حساسیت سرمایه‌گذاری به کیوتوبین در شرکت‌هایی با سابقه انجام معاملات فرصت‌طلبانه با اشخاص وابسته پایین‌تر از حد معمول است. همچنین شین و لی[1] (۲۰۲۳) تأیید کردند که ضعف در افشا و حاکمیت شرکتی باعث می‌شود که مدیران کمتر به سیگنال‌های بازار مثل کیوتوبین پاسخ دهند. بنابی قدیم و همکاران (۱۴۰۱) بدون تفکیک معاملات به عادی و فرصت‌طلبانه به بررسی ارتباط معاملات با اشخاص وابسته و حساسیت سرمایه‌گذاری پرداختند. یافته‌های پژوهش آن‌ها نشان داد که حساسیت سرمایه‌گذاری و تأمین مالی خارجی به کیوتوبین تحت تأثیر معاملات با اشخاص وابسته قرار نمی‌گیرد. باتوجه‌به مباحث مطرح‌شده و شواهد تجربی ارائه‌شده، فرضیه اول به شرح زیر تبیین می‌شود:

فرضیه اول: معاملات فرصت‌طلبانه با اشخاص وابسته با کاهش حساسیت سرمایه‌گذاری نسبت به شاخص کیوتوبین در شرکت‌ها ارتباط دارد.

یکی از محورهای مهم در ادبیات مالی، بررسی نقش جریان‌های نقدی داخلی در فرایند تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاری است. در شرایط ایده‌آل، شرکت‌ها باید باتوجه‌به شاخص‌هایی همچون کیوتوبین و بازده موردانتظار پروژه‌ها اقدام به سرمایه‌گذاری کنند؛ اما در محیط‌هایی با محدودیت‌های مالی، ضعف حاکمیت شرکتی، یا معاملات فرصت‌طلبانه با اشخاص وابسته، منابع نقدی داخلی نقش غالب در هدایت تصمیمات سرمایه‌گذاری پیدا می‌کنند. این پدیده که به «وابستگی به وجه نقد داخلی» شناخته می‌شود، نشانه‌ای از ناکارایی سرمایه‌گذاری است؛ چرا که در آن تصمیم‌گیری نه بر اساس ارزیابی فرصت‌ها بلکه بر مبنای توان نقدینگی لحظه‌ای شرکت انجام می‌شود. از دیدگاه نظری، نظریه جریان نقد آزاد بیان می‌کند که مدیران در شرکت‌هایی با وجه نقد داخلی مازاد، در غیاب سازوکارهای نظارتی قوی، ممکن است این منابع را صرف پروژه‌هایی کم‌بازده یا حتی زیان‌ده کنند که بیشتر در راستای منافع فردی یا تثبیت قدرت مدیریتی آنان است. چنین رویکردی منجر به تخصیص غیربهینه منابع و کاهش ارزش شرکت می‌شود. در حضور معاملات اشخاص وابسته فرصت‌طلبانه، این رفتار شدت می‌گیرد، چراکه ابزارهای نظارتی تضعیف شده و افشای اطلاعات ناقص است. معاملات فرصت‌طلبانه با اشخاص وابسته احتمالاً به دو دلیل ارتباط بین سرمایه‌گذاری و جریان نقدی ایجاد شده داخلی را افزایش می‌دهند. اول، تضاد نمایندگی با معاملات فرصت‌طلبانه با اشخاص وابسته، نگرانی‌های تأمین‌کنندگان مالی خارجی را در مورد تخصیص سرمایه افزایش می‌دهد و در نتیجه، دسترسی شرکت به تأمین مالی خارجی را محدود می‌کند. دوم، مدیران شرکت‌های با روابط معاملات فرصت‌طلبانه با اشخاص وابسته، بیشتر به وجه نقد تولید شده داخلی برای سرمایه‌گذاری‌ها متکی خواهند بود تا اینکه با نیروهای نظارتی مرتبط با دسترسی به بازارهای سرمایه خارجی مواجه شوند. در مجموع، سرمایه‌گذاری‌ها در حضور روابط با اشخاص وابسته فرصت‌طلب، بیشتر به وجه نقد تولید شده داخلی وابسته خواهند بود (مک‌لین و همکاران، ۲۰۱۲). مطالعات بن محمد (۲۰۲۱) و چن[2] و همکاران (۲۰۱۸)، نشان می‌دهد در شرکت‌هایی با ضعف نظارتی یا ساختار مالکیت متمرکز، جریان نقد داخلی بیشتر در پروژه‌هایی با بازده پایین یا غیرمرتبط

[1] Shin & Lee
[2] Chen

با منافع عمومی شرکت مصرف می‌شود. همچنین دو[1] و همکاران (۲۰۲۲) در مطالعه‌ای بر روی شرکت‌های چینی نشان دادند که وجود معاملات فرصت‌طلبانه، با کاهش کیفیت افشا و ایجاد هزینه‌های نمایندگی بالا، منجر به افزایش حساسیت سرمایه‌گذاری نسبت به جریان‌های نقد داخلی می‌شود. درواقع، در غیاب نظارت و شفافیت، وجه نقد داخلی به ابزاری برای تأمین منافع شخصی مدیران یا گروه‌های کنترل‌کننده تبدیل می‌شود و معیارهای اقتصادی در اولویت دوم قرار می‌گیرند. یافته‌های بنابی قدیم و همکاران (۱۴۰۱) نشان داد حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقد داخلی با افزایش معاملات با اشخاص وابسته افزایش می‌یابد. با توجه به مرور مبانی نظری و شواهد حاصل از مطالعات تجربی، فرضیه دوم به شرح زیر است:

فرضیه دوم: معاملات فرصت‌طلبانه با اشخاص وابسته با افزایش حساسیت سرمایه‌گذاری نسبت به جریان نقد داخلی شرکت‌ها ارتباط دارد.

تأمین مالی خارجی یکی از مهم‌ترین تصمیمات راهبردی در شرکت‌هاست که در شرایط عادی باید مبتنی بر شاخص‌های اقتصادی مانند کیوتوبین صورت گیرد. در حالت مطلوب، شرکت‌هایی با کیوتوبین بالا باید توانایی بیشتری در جذب منابع مالی خارجی داشته باشند، چرا که این شاخص توسط بازار به‌عنوان سیگنالی از ارزش و پتانسیل شرکت تفسیر می‌شود. بااین‌حال، درصورتی‌که شرکت درگیر معاملات فرصت‌طلبانه با اشخاص وابسته باشد، این سیگنال توسط بازار بی‌اعتبار تلقی می‌شود. معاملات اشخاص وابسته فرصت‌طلبانه اغلب همراه با کاهش شفافیت اطلاعاتی، سوءاستفاده از منابع شرکت، و انتقال منافع به نفع سهام‌داران کنترلی هستند. در این شرایط، ریسک ادراک‌شده توسط سرمایه‌گذاران افزایش می‌یابد و هزینه سرمایه بالا می‌رود. از این منظر، حتی اگر شاخص کیوتوبین شرکت در وضعیت مطلوبی باشد، سرمایه‌گذاران ممکن است به دلیل نگرانی از مدیریت غیرشفاف و دست‌کاری در اطلاعات مالی، علاقه‌ای به تأمین مالی نداشته باشند. به بیان دیگر، معاملات فرصت‌طلبانه موجب تضعیف نقش اطلاعاتی شاخص کیوتوبین در فرایند تصمیم‌گیری تأمین مالی می‌شود. مطالعات اخیر این موضوع را تأیید کرده‌اند. برای مثال، حبیب و همکاران (۲۰۲۰)، در بررسی شرکت‌های چینی نشان دادند که وجود معاملات اشخاص وابسته غیرعادی با افزایش معنادار هزینه سرمایه و کاهش تمایل بانک‌ها به اعطای وام همراه است. یافته‌های چوئی[2] و همکاران (۲۰۲۲) نیز نشان داد توانایی مدیریتی به‌تنهایی نمی‌تواند بر این کاهش حساسیت غلبه کند، مگر در صورت وجود افشای کامل و نظام حاکمیت شرکتی قوی؛ اما مطالعه بنابی قدیم و همکاران (۱۴۰۱) بدون تفکیک انواع معاملات نشان داد که حساسیت تأمین مالی خارجی به کیوتوبین تحت تأثیر معاملات با اشخاص وابسته قرار نمی‌گیرد. در واقع، از دیدگاه نظری می‌توان گفت که تضعیف نقش کیوتوبین ناشی از معاملات اشخاص وابسته فرصت‌طلبانه، حاصل هم‌پوشانی چند عامل است: کاهش کارایی بازار در تفسیر اطلاعات مالی، افزایش ریسک نامتقارن بودن اطلاعات و بی‌اعتمادی نسبت به انگیزه‌های مدیریتی. در چنین شرایطی، ساختار تأمین مالی شرکت به‌جای پاسخ به شاخص‌های اقتصادی، وابسته به برداشت ذهنی بازار از شفافیت و صداقت رفتاری شرکت می‌شود. در نتیجه، حساسیت تأمین مالی خارجی به کیوتوبین که باید یک رابطه مثبت و قوی باشد، در عمل کاهش‌یافته و تأثیر واقعی خود را از دست می‌دهد؛ بنابراین، با عنایت به مبانی نظری مرتبط و پژوهش‌های صورت‌گرفته در این حوزه، فرضیه سوم به شرح زیر تبیین می‌شود:

فرضیه سوم: معاملات فرصت‌طلبانه با اشخاص وابسته با کاهش حساسیت تأمین مالی خارجی نسبت به کیوتوبین ارتباط دارد.

---

[1] Dou

[2] Choi

در شرایطی که شرکت‌ها با محدودیت‌های مالی روبرو هستند و بازار سرمایه نسبت به آن‌ها اعتماد کافی ندارد، امکان جذب سرمایه خارجی به‌شدت کاهش می‌یابد. این شرایط در شرکت‌هایی که سابقه معاملات فرصت‌طلبانه با اشخاص وابسته دارند، تشدید می‌شود. در چنین مواردی، جریان‌های نقدی داخلی نه‌تنها برای سرمایه‌گذاری بلکه برای تأمین وثیقه، بازپرداخت بدهی‌ها، یا حتی جلب حداقلی اعتماد سرمایه‌گذاران مورداستفاده قرار می‌گیرند. این وابستگی شدید به منابع داخلی برای انجام تأمین مالی خارجی، نشانه‌ای از اختلال در دسترسی به بازارهای پولی و سرمایه‌ای است. علاوه بر نظریه محدودیت مالی، نظریه سلسله مراتب منابع مالی[1] نیز می‌تواند چارچوب مناسبی برای تبیین این رابطه فراهم کند. طبق این نظریه، شرکت‌ها در انتخاب منابع مالی تمایل دارند ابتدا از منابع داخلی استفاده کنند، سپس در صورت نیاز به بدهی متوسل شوند و نهایتاً از انتشار سهام استفاده کنند. در حضور معاملات فرصت‌طلبانه و کاهش اعتماد بازار، این سلسله‌مراتب تشدید می‌شود و شرکت‌ها ترجیح می‌دهند تا حد ممکن از منابع داخلی استفاده کنند تا از ارزیابی و قضاوت منفی بازار جلوگیری نمایند. مک‌لین و همکاران (۲۰۱۲) استدلال می‌کنند تأمین مالی خارجی حساسیت منفی به جریان نقدی دارد. در شرایط برابر، شرکت‌های با جریان نقدی پایین، با افزایش حمایت از سرمایه‌گذاران، بهتر می‌توانند تأمین مالی خارجی را تأمین کنند. با افزایش ریسک برای سرمایه‌گذاران، عکس این قضیه صادق خواهد بود. مطابق با این منطق، معاملات فرصت‌طلبانه با اشخاص وابسته که منافع مدیریتی را با هزینه سرمایه‌گذاران به حداکثر می‌رسانند، نگرانی‌های سرمایه‌گذاران خارجی را افزایش می‌دهند. در نتیجه، تأمین مالی خارجی احتمالاً برای شرکت‌های دارای معاملات فرصت‌طلبانه با اشخاص وابسته بیشتر به پول نقد تولید شده در داخل وابسته است (مک‌لین و همکاران، ۲۰۱۲). بر اساس مدل هادلاک و پیرس[2] (۲۰۱۰)، شرکت‌هایی که به منابع بیرونی دسترسی محدود دارند، مجبور به استفاده از منابع داخلی برای پشتیبانی از نیازهای مالی خود هستند. مطالعات دو و همکاران (۲۰۲۲) و شین و لی (۲۰۲۳) نیز نشان داده‌اند که در شرکت‌های دارای ساختار مالکیت متمرکز و سطح پایین شفافیت، جریان نقدی داخلی نقش محرک تأمین مالی خارجی را ایفا می‌کند؛ به‌طوری که افزایش وجه نقد داخلی، تنها راه ممکن برای جلب حداقلی اعتماد بازار است. در چنین محیط‌هایی، حتی تأمین مالی خارجی (مثلاً دریافت وام بانکی) نیز تابعی از توان داخلی شرکت تلقی می‌شود. بنابراین، با استناد به نظریه‌های محدودیت مالی، نظریه سلسله‌مراتب منابع مالی و مطالعات تجربی، فرضیه چهارم به شرح زیر تبیین می‌شود:

فرضیه چهارم: معاملات فرصت‌طلبانه با اشخاص وابسته با افزایش حساسیت تأمین مالی خارجی نسبت به جریان نقد داخلی ارتباط دارد.

۳- روش‌شناسی پژوهش

این پژوهش از لحاظ هدف، کاربردی و از نظر روش‌شناسی، در زمره پژوهش‌های توصیفی همبستگی قرار دارد. برای آزمون فرضیه‌های پژوهش، از روش رگرسیون چند متغیره با استفاده از داده‌های پانل بهره‌برداری شده است. مبانی نظری و پیشینه پژوهش به شیوه کتابخانه‌ای و از طریق مطالعه کتاب‌ها و مقالات جمع‌آوری شده است. همچنین، داده‌های لازم برای آزمون فرضیه‌ها از طریق بانک اطلاعاتی ره‌آورد نوین، وب‌سایت سازمان بورس اوراق بهادار و بررسی صورت‌های مالی شرکت‌ها گردآوری شده است. به‌منظور خلاصه‌سازی و سازماندهی داده‌ها، از نرم افزار Excel و برای تحلیل داده‌ها، از نرم‌افزار Eviews استفاده شده است. جامعه آماری این پژوهش شامل تمامی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق

[1] Pecking Order Theory
[2] Hadlock & Pierce

بهادار تهران در بازه زمانی ۱۳۹۷ الی ۱۴۰۲ است. درنهایت، ۱۳۴ شرکت در بازه ۶ ساله (۸۰۴ مشاهده سال- شرکت) به عنوان نمونه مورد مطالعه انتخاب شدند. نحوه دستیابی به تعداد نمونه در جدول ۱ نشان داده شده است:

جدول ۱. مراحل دستیابی به نمونه پژوهش

شرح	تعداد
شرکت‌های فعال در بورس در پایان سال ۱۴۰۲	۳۹۲
شرکت‌هایی که سال مالی آن‌ها ۲۹ اسفند نیست	(۸۶)
بانک‌ها، بیمه‌ها، شرکت‌های سرمایه‌گذاری و...	(۳۹)
شرکت‌های با اطلاعات ناقص و بدون دسترسی	(۴۳)
شرکت‌هایی که بعد از سال ۱۳۹۷ وارد بورس شدند	(۹۰)
تعداد نمونه نهایی	۱۳۴

۳-۱- مدل پژوهش، متغیرها و نحوه اندازه‌گیری آن‌ها

به‌منظور آزمون فرضیه‌های اول و دوم و بر اساس پژوهش بهانداری و همکاران (۲۰۲۲)، از مدل ۱ استفاده می‌شود:

(۱)

$$INV_t == \beta_0 + \beta_1(Q_{t-1} * TONE_{t-1}) + \beta_2(CF_{t-1} * TONE_{t-1}) + \beta_3 Q_{t-1} + \beta_4 CF_{t-1} + \beta_5 TONE_{t-1} + +\beta_6 SIZE_{t-1} + \beta_7 LEV_{t-1} + \varepsilon_t$$

در مدل فوق درصورتی‌که $\beta_1 < 0$ و معنادار باشد فرضیه اول تأیید و در صورتی که $\beta_2 > 0$ و معنادار باشد فرضیه دوم تأیید می‌شود.

به‌منظور آزمون فرضیه‌های سوم و چهارم و بر اساس پژوهش بهانداری و همکاران (۲۰۲۲)، از مدل ۲ استفاده می‌شود:

(۲)

$$EXTFIN_t = \beta_0 + \beta_1(Q_{t-1} * TONE_{t-1}) + \beta_2(CF_{t-1} * TONE_{t-1}) + \beta_3 Q_{t-1} + \beta_4 CF_{t-1} + \beta_5 TONE_{t-1} + +\beta_6 SIZE_{t-1} + \beta_7 LEV_{t-1} + \varepsilon_t$$

در مدل فوق درصورتی‌که $\beta_1 < 0$ و معنادار باشد فرضیه سوم تأیید و در صورتی که $\beta_2 > 0$ و معنادار باشد فرضیه چهارم تأیید می‌شود.

۳-۲- تعریف عملیاتی متغیرها

۳-۲-۱- متغیرهای وابسته

- **سرمایه‌گذاری** (INV): مجموع مخارج تحقیق‌وتوسعه و مخارج انجام‌شده برای اموال، ماشین‌آلات و تجهیزات در طی سال تقسیم بر ارزش دفتری جمع دارایی‌های پایان سال قبل (بهانداری و همکاران، ۲۰۲۲).
- **تأمین مالی خارجی** (EXTFIN): مجموع تأمین مالی صورت‌گرفته برای سهام (فروش سهام عادی منهای خرید سهام عادی از سال t-1 تا t) و تأمین مالی بدهی‌هایی که به‌عنوان بدهی بلندمدت اندازه‌گیری می‌شوند که به‌صورت زیر محاسبه می‌شود (بهانداری و همکاران، ۲۰۲۲):

۱) تأمین مالی خارجی از محل حقوق صاحبان سهام (EQFIN): تغییر در ارزش دفتری حقوق صاحبان از زمان t-1 تا t ناشی از افزایش سرمایه از محل فروش سهام جدید، تقسیم بر کل دارایی‌های پایان دوره قبل.

۲) تأمین مالی از محل بدهی (DEBTFIN): تغییر در کل بدهی، به صورت جمع بدهی‌های جاری و بدهی‌های بلندمدت از زمان t-1 تا t، تقسیم بر کل دارایی‌های پایان دوره قبل محاسبه می‌شود.

۳) تأمین مالی خارجی (EXTFIN): مجموع تأمین مالی از محل حقوق صاحبان سهام (EQFIN) و بدهی (DEBTFIN).

۲-۳-۲- متغیرهای مستقل

- **کیوتوبین (Q):** به‌صورت ارزش دفتری کل بدهی‌ها به‌اضافه ارزش بازار حقوق صاحبان سهام تقسیم بر ارزش دفتری کل دارایی‌ها اندازه‌گیری می‌شود (بهانداری و همکاران، ۲۰۲۲).
- **جریان نقدی (CF):** سود عملیاتی به‌اضافه استهلاک دارایی‌های مشهود و نامشهود و هزینه‌های تحقیق‌وتوسعه، تقسیم بر ارزش دفتری کل دارایی‌های پایان سال قبل (بهانداری و همکاران، ۲۰۲۲).
- **معاملات اشخاص وابسته فرصت‌طلبانه (TONE):** درصورتی‌که شرکت در سال حداقل یک معامله فرصت‌طلبانه با شخص وابسته گزارش کند برابر با یک و در غیر این صورت برابر با صفر است (کولبک و می‌هیو، ۲۰۱۷).

نحوه طبقه‌بندی معاملات اشخاص وابسته به معاملات عادی وفرصت‌طلبانه در جدول ۲ نشان داده‌شده است:

جدول ۲. طبقه‌بندی معاملات با اشخاص وابسته

نوع معامله	مدیران و سهامداران عمده	شرکت‌های وابسته
وام و استقراض	فرصت‌طلبانه	عادی
تضامین	فرصت‌طلبانه	عادی
خدمات مشاوره‌ای، حقوقی یا سرمایه‌گذاری	فرصت‌طلبانه	فرصت‌طلبانه
اجاره‌ها	عادی	عادی
فعالیت‌های تجاری مرتبط مانند خرید یا فروش کالا	عادی	عادی
فعالیت‌های تجاری غیرمرتبط	فرصت‌طلبانه	فرصت‌طلبانه
معاملات سهام	فرصت‌طلبانه	عادی

منبع: کولبک و می‌هیو (۲۰۱۷)

- **اندازه شرکت (SIZE)** : لگاریتم طبیعی ارزش دفتری کل دارایی‌ها (بهانداری و همکاران، ۲۰۲۲).
- **اهرم مالی (LEV):** نسبت کل بدهی به کل دارایی‌ها (بهانداری و همکاران، ۲۰۲۲).

۴- یافته‌های پژوهش

۴-۱- آمار توصیفی

آماره‌های توصیفی متغیرهای به شرح جدول ۳ است.

جدول ۳. آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

متغیر	نماد	میانگین	میانه	کمترین مقدار	بیشترین مقدار	انحراف معیار	چولگی	کشیدگی
سرمایه‌گذاری	INV	۰/۰۲۸۹	۰/۰۱۱۵	۰	۱/۰۸۳۴	۰/۰۶۲۱	۸/۵۳۸	۱۱۷/۱۵
تأمین مالی خارجی	EXTFIN	۰/۳۹۶۲	۰/۲۵۳۷	-۰/۵۸۹۳	۲۰/۲۰۰۱	۰/۹۰۱	۱۴/۶۲۸	۲۹۹/۷۷
کیوتوبین	Q	۵/۱۳۴۵	۳/۷۰۰۴	۰/۲۴۶۲	۵۰/۲۴۳۸	۵/۱۵۱	۴/۲۱۵	۲۹/۱۷
جریان نقد داخلی	CF	۰/۳۴۴۴	۰/۲۹۵۴	-۰/۳۶۲۸	۱/۴۴۷۵	۰/۲۷۹	۰/۹۰۱	۳/۹۵
اندازه شرکت	SIZE	۱۵/۷۶۰۱	۱۵/۴۴۵۶	۱۱/۴۰۶۹	۲۱/۵۷۱۷	۱/۷۳۰	۰/۷۵۶	۳/۴۵
اهرم مالی	LEV	۰/۵۰۴۰	۰/۵۰۸۷	۰/۰۱۳۹	۱/۵۱۲۸	۰/۲۱۹	۰/۳۱۴	۳/۴۹

طبق جدول ۳، همچنین انحراف معیار بالا در تأمین مالی خارجی نشان می‌دهد که برخی از شرکت‌ها تا حدود ۲۰ برابر تأمین مالی خارجی بیشتری نسبت به سایر شرکت‌ها دارند که حاکی از تفاوت شدید در نوع تأمین مالی شرکت‌هاست. در مورد اهرم مالی با میانگین ۰/۵ می‌توان اذعان داشت که شرکت‌ها به‌طور میانگین ۵۰ درصد از منابع خود را از طریق بدهی تأمین می‌کنند. همچنین، جریان نقد داخلی (CF) میانگین مثبت و پراکندگی نسبتاً کمی دارد که نشان‌دهنده توزیع متعادل‌تری است اما وجود مقادیر منفی نشان‌گر وجود شرکت‌هایی با عملکرد ضعیف است. جدول ۴ نشان می‌دهد حدود ۵۵ درصد از مشاهده‌های سال- شرکت، حداقل یک‌بار معامله فرصت‌طلبانه با اشخاص وابسته داشته‌اند.

جدول ۴. جدول فراوانی متغیر معاملات فرصت‌طلبانه

متغیر	نماد	تعداد فراوانی ۱	درصد فراوانی ۱	تعداد فراوانی ۰	درصد فراوانی ۰
معاملات فرصت‌طلبانه	TONE	۴۴۵	٪۵۵	۳۵۹	٪۴۵

۴-۲- نتایج آزمون فرضیه‌ها

این بخش به تخمین مدل‌های اول و دوم پژوهش به‌منظور آزمون فرضیه‌های اول تا چهارم اختصاص دارد. برای استفاده از مدل رگرسیونی به روش پانل دیتا، لازم است ابتدا آزمون F لیمر برای سنجش داده‌های پانل در مقابل داده‌های تلفیقی مورد آزمون قرار گیرد. سپس آزمون هاسمن (در صورت استفاده از داده‌های پانل) نوع مناسب اجرای مدل را تعیین می‌کند. نتایج این آزمون‌ها در جداول ۴ و ۵ ارائه شده است.

جدول ۵. نتایج آزمون F لیمر

مدل	آماره آزمون	درجه آزادی	سطح معناداری	نتیجه
اول	۶/۲۲۷	(۶۶۳-۱۳۳)	۰/۰۰۰	پانل دیتا در اجرا مدل مناسب است
دوم	۲/۰۵۱	(۶۶۳-۱۳۳)	۰/۰۰۰	پانل دیتا در اجرا مدل مناسب است

نتایج آزمون F لیمر در جدول ۵ بیانگر رد فرضیه صفر و وجود ناهمگنی بین مقاطع در سطح ۵ درصد است. درواقع، بیانگر مناسب بودن روش پانل دیتا برای برآورد مدل است؛ بنابراین برای تعیین اثرات ثابت یا اثرات تصادفی از آزمون هاسمن استفاده نموده‌ایم که نتایج آن در جدول ۶ ارائه شده است.

جدول ۶. نتایج آزمون هاسمن

مدل	آماره آزمون	درجه آزادی	سطح معناداری	نتیجه
اول	۱۴/۱۲۲	۷	۰/۰۴۹	پانل با اجرای اثرات ثابت
دوم	۶۰/۶۶۵	۷	۰/۰۰۰	پانل با اجرای اثرات ثابت

نتایج بیانگر آن است که در این آزمون، فرضیه صفر در هر دو مدل رد شده و اثرات ثابت برای برآورد مدل‌ها مناسب است. قبل از برآورد مدل رگرسیونی، ارزیابی فروض کلاسیک رگرسیون از اهمیت بالایی برخوردار است. در مواردی که داده‌های پانل به کار می‌روند، تنها فرض همسانی واریانس‌ها و وجود یا عدم وجود خودهمبستگی دارای اعتبار هستند (هاشمی و همکاران، ۱۳۹۱). برای بررسی همسانی واریانس اجزای اخلال در مدل‌های پژوهش از آزمون نسبت درست‌نمایی (LR) استفاده شد که نتایج آن در جدول ۷ ارائه شده است.

جدول ۷. بررسی ناهمسانی واریانس مدل‌های پژوهش

مدل	آماره آزمون	درجه آزادی	سطح معناداری	نتیجه آزمون
اول	۱۹۵۸/۴	۱۳۴	۰/۰۰۰	ناهمسانی واریانس
دوم	۱۷۱۰/۳	۱۳۴	۰/۰۰۰	ناهمسانی واریانس

نتایج آزمون ناهمسانی واریانس در جدول ۷ نشان داد که سطح معناداری کمتر از ۰/۰۵ است، لذا فرض صفر رد شده و ناهمسانی واریانس در هر دو مدل وجود دارد. بنابراین با استفاده از روش حداقل مربعات تعمیم‌یافته (GLS) نسبت به تعدیل مدل اقدام شده است. در این روش، با استفاده از اطلاعات مربوط به ساختار واریانس خطاها، مدل به‌گونه‌ای برآورد می‌شود که ناهمسانی واریانس را در نظر بگیرد. نتایج حاصل از تخمین مدل‌های پژوهش در جدول ۸ ارائه شده است.

جدول ۸. خلاصه نتایج برازش مدل رگرسیونی و برآورد ضرایب

متغیرها	مدل اول (سرمایه‌گذاری INV)				مدل دوم (تأمین مالی خارجی EXTFIN)			
	ضریب	سطح معناداری	آماره t	VIF	ضریب	سطح معناداری	آماره t	VIF
ضریب ثابت	−۰/۰۰۵۶	۰/۵۷۳	−۰/۵۶۴	۰	−۰/۰۲۲۸	۰/۹۱۹۹	−۰/۱۰۰	۰
نسبت کیو توبین ($Q_{i,t-1}$)	۰/۰۰۰۳	۰/۰۱۹۸	۲/۳۳۶	۲/۰۹۲	۰/۰۳۵۷	۰/۰۰۰۰	۷/۲۱۱	۲/۰۹۲
وجه نقد داخلی ($CF_{i,t-1}$)	۰/۰۱۱۶	۰/۰۰۰۳	۳/۶۳۱	۲/۴۴۳	۰/۵۹۹	۰/۰۰۰۰	۹/۵۹۵	۲/۴۴۳
معاملات فرصت‌طلبانه $TONE_{i,t-1}$	−۰/۰۰۳۶	۰/۰۵۴۴	−۱/۹۲۳	۳/۵۱۰	۰/۱۲۵۴	۰/۰۱۴۶	۲/۴۵۱	۳/۵۱۰
$Q_{i,t-1} * TONE_{i,t-1}$	۰/۰۰۰۹	۰/۰۰۰۵	۳/۵۱۲	۲/۸۱۲	−۰/۰۱۵۳	۰/۰۱۴۲	−۲/۴۶۱	۲/۸۱۲
$CF_{I,t-1} * TONE_{I,t-1}$	۰/۰۰۳۱	۰/۳۹۹۳	۰/۸۴۳	۳/۴۷۲	۰/۰۴۳۸	۰/۵۵۲۵	۰/۵۹۴	۳/۴۷۸
اندازه شرکت ($SIZE_{i,t-1}$)	۰/۰۰۱۷	۰/۰۰۵۱	۲/۸۰۸	۱/۲۵۴	−۰/۰۴۷۸	۰/۰۲۱۱	−۲/۳۱۲	۱/۲۵۴
اهرم مالی ($LEV_{i,t-1}$)	۰/۰۰۳۵	۰/۳۵۱۲	۰/۹۳۳	۱/۳۰۸	۰/۳۳۳۷	۰/۰۰۰۵	۳/۵۰۶	۱/۳۰۸
نتایج برازش مدل	آماره F (سطح معناداری)			۶/۸۶۰(۰/۰۰۰)	آماره F (سطح معناداری)			۳/۵۸۱(۰/۰۰۰)
	ضریب تعیین تعدیل‌شده			۰/۵۰۵	ضریب تعیین تعدیل‌شده			۰/۳۵۲
	آماره دوربین واتسون			۲/۱۰۰	آماره دوربین واتسون			۲/۱۸۴

با توجه به نتایج ارائه‌شده در جدول ۸، می‌توان گفت مدل‌های تخمینی پژوهش از برازش مناسبی برخوردارند. آماره فیشر در هر دو مدل معنادار گزارش شده، که نشان از کلیت معناداری مدل‌های رگرسیونی دارد. ضریب تعیین تعدیل‌شده نیز در مدل اول برابر با ۵۰ و در مدل دوم برابر با ۳۵ درصد است؛ حاکی از توان نسبتاً مناسب مدل‌ها در تبیین تغییرات متغیرهای وابسته است. مقدار آماره دوربین- واتسون نیز در بازه‌ی قابل قبول قرار دارد که مؤید عدم خودهمبستگی شدید میان باقی‌مانده‌هاست. همچنین، شاخص تورم واریانس (VIF) کمتر از ۵ برای تمامی متغیرها نشان می‌دهد که مشکل هم‌خطی چندگانه در مدل‌ها وجود ندارد.

در رابطه با فرضیه‌های اول و دوم که به بررسی ارتباط معاملات فرصت‌طلبانه با اشخاص وابسته و حساسیت سرمایه‌گذاری نسبت به شاخص کیوتوبین و جریان نقدی داخلی می‌پردازند، تخمین مدل اول به این دو فرضیه اختصاص دارد. نتایج حاکی از آن است که ضریب β_1 (Q*Tone) در مدل اول برابر با ۰/۰۰۰۹ و سطح معناداری ۰/۰۰۰۵ است؛ بنابراین، معاملات فرصت‌طلبانه با اشخاص وابسته با افزایش حساسیت سرمایه‌گذاری نسبت به شاخص کیوتوبین در شرکت‌ها ارتباط دارد. به عبارت دیگر، در شرکت‌هایی که معاملات فرصت‌طلبانه گزارش شده است، کیوتوبین با سرمایه‌گذاری ارتباط مثبت دارد و معاملات فرصت طلبانه با اشخاص وابسته نقش تعدیل‌کنندگی مثبت دارد. در نتیجه، فرضیه اول پژوهش رد می‌شود. همچنین، ضریب β_2 (CF*Tone) در مدل اول برابر با ۰/۰۰۳۱ و سطح معناداری ۰/۳۹۹۳ است. در نتیجه، ارتباط معنادار در مورد معاملات فرصت‌طلبانه با اشخاص وابسته با حساسیت سرمایه‌گذاری نسبت به جریان نقدی داخلی وجود ندارد و فرضیه دوم پژوهش نیز رد می‌شود. در اینجا، معاملات فرصت طلبانه اثر تعدیل‌گر ندارد.

در رابطه با فرضیه‌های سوم و چهارم که به بررسی ارتباط معاملات فرصت‌طلبانه با اشخاص وابسته و حساسیت تأمین مالی خارجی نسبت به شاخص کیوتوبین و جریان نقدی داخلی می‌پردازند، تخمین مدل دوم به این دو فرضیه اختصاص دارد. نتایج

حاکی از آن است که ضریب β_1 (Q*Tone) در مدل دوم برابر با ۰/۰۱۵۳- و سطح معناداری ۰/۰۱۴۲ است؛ بنابراین، معاملات فرصت‌طلبانه با اشخاص وابسته با کاهش حساسیت تأمین مالی خارجی نسبت به شاخص کیوتوبین در شرکت‌ها ارتباط دارد. به عبارت دیگر، در شرکت‌هایی که معاملات فرصت‌طلبانه گزارش شده است، کیوتوبین با تأمین مالی خارجی ارتباط منفی دارد. به عبارت دیگر، معاملات فرصت طلبانه با اشخاص وابسته اثر تعدیلی منفی بر رابطه بین تأمین مالی خارجی و کیوتوبین دارد. در نتیجه، فرضیه سوم پژوهش تأیید می‌شود. همچنین، ضریب β_2 (CF*Tone) در مدل دوم برابر با ۰/۰۴۳۸ با سطح معناداری ۰/۵۵۲۵ است. در نتیجه، ارتباط معنادار در مورد معاملات فرصت‌طلبانه با اشخاص وابسته با حساسیت تأمین مالی خارجی نسبت به جریان نقدی داخلی وجود ندارد و فرضیه چهارم پژوهش نیز رد می‌شود. در اینجا، معاملات فرصت طلبانه با اشخاص وابسته بر رابطه بین تأمین مالی خارجی و جریان نقدی داخلی اثر تعدیل‌گر ندارد.

۵- آزمون اضافی

به منظور تحلیل حساسیت نتایج پژوهش، با توجه به اهمیت راهبری شرکت و مکانیزم‌های آن، بر اساس پژوهش‌های قبلی مانند بهانداری و همکاران (۲۰۲۲) مدل‌های پژوهش با اضافه کردن متغیرهای راهبری شرکتی مجدداً تخمین زده شدند. در این پژوهش، متغیرهای استقلال هیئت‌مدیره، اندازه هیئت‌مدیره، استقلال کمیته حسابرسی، اندازه کمیته حسابرسی و درصد سهامداران نهادی به عنوان متغیرهای راهبری شرکتی وارد مدل شدند. نتایج تخمین مجدد مدل‌ها در جدول ۹ ارائه شده است. همانکونه که در این جدول قابل مشاهده است، تغییری در یافته‌ها و نتایج پژوهش ایجاد نشده است.

جدول ۹. خلاصه نتایج برازش مدل رگرسیونی با حضور متغیرهای راهبری شرکتی

متغیرها	مدل اول (سرمایه‌گذاری INV)				مدل دوم (تأمین مالی خارجی EXTFIN)			
	ضریب	سطح معناداری	آماره t	VIF	ضریب	سطح معناداری	آماره t	VIF
ضریب ثابت	-۰/۰۲۳	۰/۲۱۱	-۱/۲۵۲	۰	-۰/۵۳۷	۰/۱۴۸	-۱/۴۴۸	۰
نسبت کیو توبین ($Q_{i,t-1}$)	۰/۰۰۱	۰/۰۰۸	۲/۶۶۷	۲/۱۰۵	۰/۰۴۰	۰/۰۰۰۰	۸/۳۶۷	۲/۱۰۵
وجه نقد داخلی ($CF_{i,t-1}$)	۰/۰۱۳	۰/۰۰۰	۴/۳۲۰	۲/۴۷۶	۰/۶۴۳	۰/۰۰۰۰	۱۰/۶۰۰	۲/۴۷۶
معاملات فرصت‌طلبانه $TONE_{i,t-1}$	-۰/۰۰۳	۰/۱۲۶	-۱/۵۳۲	۳/۵۳۸	۰/۱۴۰	۰/۰۰۶	۲/۷۵۸	۳/۵۳۸
$Q_{i,t-1} * TONE_{i,t-1}$	۰/۰۰۱	۰/۰۰۰	۳/۴۰۶	۲/۸۳۳	-۰/۰۱۷	۰/۰۰۵	-۲/۸۲۵	۲/۸۳۳
$CF_{I,t-1} * TONE_{I,t-1}$	۰/۰۰۲	۰/۶۰۵	۰/۵۱۸	۳/۵۱۲	۰/۰۱۱	۰/۸۷۹	۰/۱۵۴	۳/۵۱۲
اندازه شرکت ($SIZE_{i,t-1}$)	۰/۰۰۲	۰/۰۰۴	۲/۸۶۵	۱/۳۰۸	-۰/۰۰۷	۰/۶۱۷	-۰/۵۰۰	۱/۳۰۸
اهرم مالی ($LEV_{i,t-1}$)	۰/۰۰۴	۰/۲۸۴	۱/۰۷۳	۱/۳۳۱	۰/۳۸۳	۰/۰۰۰	۳/۸۷۸	۱/۳۳۱
استقلال هیئت‌مدیره ($BI_{i,t-1}$)	۰/۰۰۵	۰/۱۱۴	۱/۵۸۲	۱/۰۶۰	-۰/۰۸۲	۰/۱۷۷	-۱/۳۵۲	۱/۰۶۰
اندازه هیئت‌مدیره ($BS_{i,t-1}$)	۰/۰۰۱	۰/۸۲۶	۰/۲۲۰	۱/۰۴۰	۰/۰۶۰	۰/۲۵۰	۱/۱۵۳	۱/۰۴۰
استقلال کمیته حسابرسی ($ACI_{i,t-1}$)	-۰/۰۰۱	۰/۹۰۲	-۰/۱۲۳	۱/۰۶۹	۰/۰۳۶	۰/۵۲۵	۰/۶۳۶	۱/۰۶۹
اندازه کمیته حسابرسی ($ACS_{i,t-1}$)	۰/۰۰۱	۰/۵۹۱	۰/۵۳۷	۱/۰۲۸	۰/۰۴۴	۰/۰۸۵	۱/۷۲۵	۱/۰۲۸
سهامداران نهادی ($INS_{i,t-1}$)	۰/۰۰۱	۰/۰۰۹	۲/۶۱۷	۱/۰۴۸	-۰/۰۰۱	۰/۵۸۶	-۰/۵۴۴	۱/۰۴۸
نتایج کلی مدل	آماره F (سطح معناداری)		(۰/۰۰۰)۶/۸۵۲		آماره F (سطح معناداری)		(۰/۰۰۰)۳/۷۲۲	
	ضریب تعیین تعدیل‌شده		۰/۵۱۴		ضریب تعیین تعدیل‌شده		۰/۳۷۲	
	آماره دوربین واتسون		۲/۱۲۳		آماره دوربین واتسون		۲/۱۷۸	

۶- بحث و نتیجه‌گیری و پیشنهادها

هدف اصلی این پژوهش، بررسی ارتباط نوع معاملات با اشخاص وابسته و حساسیت سرمایه‌گذاری و تأمین مالی خارجی نسبت به کیوتوبین و جریان نقدی داخلی است. به همین منظور، اطلاعات ۱۳۴ شرکت طی سال‌های ۱۳۹۷ تا ۱۴۰۲ مورد ارزیابی قرار گرفت. یافته‌های پژوهش نشان داد که در حضور معاملات فرصت‌طلبانه با اشخاص وابسته ، تأمین مالی خارجی به فرصت‌های رشد (کیوتوبین) ارتباط منفی و معناداری دارد. به‌عبارت‌دیگر، وجود این معاملات رابطه بین

فرصت‌های رشد و تأمین مالی خارجی را تضعیف می‌کند و اعتباردهندگان به علت ریسک بالای تأمین مالی این شرکت‌ها، از سرمایه‌گذاری در این شرکت‌ها خودداری می‌کنند.

در فرضیه اول فرض بر این بود که در شرکت‌های با معامله اشخاص وابسته فرصت‌طلبانه، با افزایش نسبت کیوتوبین حساسیت سرمایه‌گذاری کاهش می‌یابد؛ اما نتایج پژوهش این رابطه منفی را رد می‌کند. در حضور معاملات اشخاص وابسته فرصت‌طلبانه بین کیوتوبین و حساسیت سرمایه‌گذاری رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. این نتیجه، با نظریه نمایندگی همسو نبوده که ممکن است به دلیل بی‌توجهی سرمایه‌گذاران به این معاملات و ماهیت فرصت‌طلبانه آن باشد. یافته‌های این پژوهش با پژوهش بهانداری و همکاران (۲۰۲۲) و بنابی قدیم و همکاران (۱۴۰۱) همسو نیست. علت مغایرت با پژوهش بنابی قدیم و همکاران (۱۴۰۱) که ارتباط معناداری مشاهده نکردند، می‌تواند به دلیل عدم تفکیک معاملات با اشخاص وابسته به دو نوع معاملات عادی و فرصت‌طلبانه باشد.

نتایج حاصل از بررسی فرضیه دوم «معاملات فرصت‌طلبانه با اشخاص وابسته با افزایش حساسیت سرمایه‌گذاری نسبت به جریان نقد داخلی شرکت‌ها ارتباط دارد» حاکی از آن است، در شرکت‌هایی که در آن‌ها معاملات فرصت‌طلبانه با اشخاص وابسته وجود دارد بین جریان نقد داخلی ایجاد شده توسط شرکت و حساسیت سرمایه‌گذاری رابطه معناداری وجود ندارد. این نتیجه مغایر با نظریه نمایندگی و جریان نقدی آزاد بوده و ممکن است به دلیل عدم توجه به ماهیت فرصت‌طلبانه معاملات اشخاص وابسته و همچنین ضعف کنترل‌های مربوط به حاکمیت شرکتی باشد. یافته‌های این پژوهش با پژوهش دو و همکاران (۲۰۲۲)، بهانداری و همکاران (۲۰۲۲) و بنابی قدیم و همکاران (۱۴۰۱) همسو نیست.

در مقابل، فرضیه سوم که رابطه بین نسبت کیوتوبین و تأمین مالی خارجی را در حضور معاملات فرصت‌طلبانه با اشخاص وابسته بررسی می‌کرد، منفی و معنادار بود. یافته‌ها نشان داد در شرکت‌هایی که معاملات با اشخاص وابسته از نوع فرصت‌طلبانه رخ داده و گزارش شده است، بین شاخص کیوتوبین و تأمین مالی خارجی رابطه منفی و معنادار وجود دارد که کاملاً منطبق با نظریه نمایندگی و نظریه سلسله مراتبی است. به عبارت دیگر، معاملات فرصت‌طلبانه با اشخاص وابسته با کاهش حساسیت تأمین مالی خارجی نسبت به کیوتوبین ارتباط دارد. در حضور معاملات از نوع فرصت‌طلبانه، شاخص عملکردی کیوتوبین بالا منجر به ایجاد انگیزه در وام‌دهندگان خصوصاً مؤسسات مالی اعتباری و بانک‌ها نشده و برعکس، وجود این معاملات، ریسک و عدم اطمینان را افزایش داده و منجر به کاهش رغبت برون‌سازمانی‌ها برای اعطای تسهیلات به چنین شرکت‌هایی می‌شود. یافته‌های ما با پژوهش بهانداری و همکاران (۲۰۲۲) و حبیب و همکاران (۲۰۲۰) همسو است اما با پژوهش بنابی قدیم و همکاران (۱۴۰۱) همسو نیست. فرضیه چهارم نیز که اثر معاملات فرصت‌طلبانه را بر حساسیت تأمین مالی خارجی نسبت به شاخص جریان نقدی داخلی بررسی می‌کرد، رد شد. به بیان دیگر، اگرچه معاملات فرصت‌طلبانه با افزایش سطح کلی تأمین مالی خارجی همراه هستند، اما این تأمین مالی نسبت به جریان نقدی داخلی شرکت‌ها واکنش معناداری نشان نمی‌دهد. نتیجه این فرضیه با نظریه نمایندگی و نظریه سلسله مراتبی همسو نیست. یافته‌های ما با پژوهش بنابی قدیم و همکاران (۱۴۰۱) همسو نیست. درنهایت، با توجه به نتایج بدست آمده، می‌توان گفت که در محیط بازار سرمایه ایران، تأثیر معاملات فرصت‌طلبانه با اشخاص وابسته بیشتر در الگوی تأمین مالی شرکت‌ها نمایان است تا در فرآیند تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاری. همچنین یافته‌ها نشان می‌دهند صرف انجام معاملات درون‌گروهی به‌خودی‌خود مسئله‌ساز نیست، بلکه نحوه انجام و ماهیت این معاملات است که می‌تواند بر ساختار تأمین مالی و ریسک‌های اطلاعاتی شرکت‌ها اثرگذار باشد.

این نتایج ضمن تأکید بر اهمیت نظارت بر ماهیت و انگیزه‌های پشت پرده چنین معاملاتی، می‌تواند برای نهادهای سیاست‌گذار، حسابرسان مستقل، و سرمایه‌گذاران نهادی جهت طراحی سازوکارهای کنترلی و شفاف‌سازی اطلاعاتی، راهگشا باشد. بر این اساس، به سازمان بورس توصیه می‌شود با توجه به اهمیت تفکیک معاملات با اشخاص وابسته و ارزش اطلاعاتی آن، در دستورالعمل افشای معاملات با اشخاص وابسته به تشریح معاملات عادی و فرصت‌طلبانه و چگونگی تفکیک آن‌ها بپردازد. به شرکت‌ها توصیه می‌شود به منظور جذب ارزان و حداکثری منابع مورد نیاز، از انجام معاملات فرصت‌طلبانه صرف نظر کرده و یا آن را به حداقل ممکن کاهش دهند تا اعتباردهندگان به اعطای منابع رغبت بیشتری داشته باشند و وجود معاملات فرصت‌طلبانه در شرکت‌ها ریسک ادراک شده آن‌ها را افزایش ندهد. همچنین، از آنجاییکه مطابق با فرضیه‌های اول و دوم، حساسیت سرمایه‌گذاری به حضور معاملات فرصت‌طلبانه با اشخاص وابسته در شرکت‌ها واکنش منفی نشان نداده است، به سرمایه‌گذاران توصیه می‌شود در تحلیل فرصت‌های سرمایه‌گذاری به معاملات فرصت‌طلبانه‌ای که در شرکت‌ها با اشخاص وابسته انجام می‌شود و مقدار ریسک احتمالی آن توجه نمایند تا در تصمیم‌گیری مناسب به آنها کمک نماید.

با توجه به نتایج این پژوهش توصیه می‌شود در مطالعات آینده ابعاد دیگر معاملات با اشخاص وابسته مانند ماهیت معامله اعم از خرید و فروش، وام‌ها، سرمایه‌گذاری‌ها، معاملات سهام و ...، تغییرات غیرعادی معاملات نسبت به سال قبل و بررسی پیچیدگی معاملات طبق معیارهای موجود در ادبیات پژوهش بپردازند. بررسی ابعاد مختلف این معاملات در پژوهش‌های آینده قادر خواهند بود چارچوبی جامع‌تر برای فهم تأثیر معاملات با اشخاص وابسته در شرکت‌ها فراهم آورند.

ملاحظات اخلاقی

پیروی از اصول اخلاق پژوهش

نویسندگان اصول اخلاقی را در انجام و انتشار این پژوهش علمی رعایت و این موضوع مورد تأیید همه آنهاست.

مشارکت نویسندگان

این مقاله برگرفته از پایان‌نامه **احمد قربان‌زاده** در رشته **حسابداری** به راهنمایی **دکتر سید محمد مشعشعی** در **دانشگاه گیلان** است.

نویسنده اول: تهیه و آماده‌سازی نمونه‌ها، انجام آزمایش و گردآوری داده‌ها، انجام محاسبات، تجزیه و تحلیل آماری داده‌ها، تحلیل و تفسیر اطلاعات و نتایج، تهیه پیشنویس مقاله.

نویسنده دوم: استاد راهنمای پایان‌نامه، طراحی پژوهش، نظارت بر مراحل انجام پژوهش، بررسی و کنترل نتایج، اصلاح، بازبینی و نهایی‌سازی مقاله.

نویسنده سوم: استاد مشاور پایان‌نامه، مشارکت در طراحی پژوهش، نظارت بر پژوهش، مطالعه و بازبینی مقاله.

تعارض منافع

بنا بر اظهار نویسندگان این مقاله تعارض منافع ندارد.

حامی مالی

نویسندگان هیچگونه حمایت مالی برای تحقیق، تألیف و انتشار این مقاله دریافت نکرده‌اند.

تقدیر و تشکر

از تمامی افراد و مؤسساتی که در انجام این تحقیق مؤلفین را مساعدت نمودند، قدردانی می‌شود.

منابع

احمدی فارسانی، فرشید و محمدی، مهدی (۱۴۰۴). تأثیر خوانایی گزارشگری مالی بر رابطه میان رفتارهای فرصت‌طلبانه مدیران شامل بیش‌اعتمادی و هموارسازی و مدیریت سود در واگرایی عقاید سرمایه‌گذاران. *مجله دانش حسابداری*، ۱۶(۱)، ۱۰۴-۸۳. https://doi.org/jak.2024.3998.

امینی، پیمان؛ افلاطونی، عباس و زنگنه، مهلا (۱۴۰۴). اثر کووید ۱۹ بر خالص سرمایه‌گذاری: بررسی نقش تعدیل‌گر انعطاف‌پذیری نقدی. *مجله دانش حسابداری*، ۱۶(۲)، ۴۸-۳۱. 10.22103/jak.2024.23092.4028.

بندریان، امیرعلی؛ کیانی‌فر، آزیتا و امامی ده‌چشمه، سعید (۱۴۰۳). نقش تعاملی محدودیتهای مالی بر رابطه بین معاملات فرصت‌طلبانه با اشخاص وابسته و حساسیت سرمایه‌گذاری وجه نقد و تامین مالی در بورس اوراق بهادار تهران. *فصلنامه چشم‌انداز حسابداری و مدیریت*، ۷(۹۸)، ۲۱۸-۱۹۶. https://www.jamv.ir/article_218619.html.

بنابی قدیم، رحیم؛ واعظ، سید علی؛ و ملکانی، رقیه (۱۴۰۱). حساسیت سرمایه‌گذاری و تامین مالی به عملکرد شرکت با تاکید بر نقش معاملات اشخاص وابسته. *تحقیقات حسابداری و حسابرسی*، ۱۴(۵۵)، ۲۰-۵. DOI: 10.22034/iaar.2022.162389.

مشعشعی، سیدمحمد؛ آراد، حامد و حسینی، سیده‌مریم (۱۴۰۳). معاملات با اشخاص وابسته و ریسک حسابرسی: آیا مقررات افشای معاملات با اشخاص وابسته مهم است؟ *مجله دانش حسابداری*، ۱۵(۴)، ۵۶-۴۱. DOI: 10.22103/jak.2024.21883.3918.

هاشمی، سید عباس؛ امیری، هادی و معین قفقازی، رویا (۱۳۹۱). تأثیر به‌کارگیری هزینه سرمایه بر رابطه سود و بازده سهام. *مطالعات تجربی حسابداری مالی*، ۱۰(۳۸)، ۹۱-۱۱۷. https://dor.isc.ac/dor/20.1001.1.28210166.1391.10.38.5.8.

References

Ahmadi Farsani, F. and Mohammadi, M. (2024). The effect of financial reporting readability on relationship between managers' opportunistic behaviors including overconfidence and smoothing and earnings management in divergence of investors' opinions. *Journal of Accounting Knowledge*, *16*(1), 83-104. DOI: 10.22103/jak.2024.22659.3998 [In Persian].

Al-Dhamari, R.A., Al-Gamrh, B., Ku Ismail, K., & Haji, S.S. (2018). Related party transactions and audit fees: the role of the internal audit function. *Journal of Management and Governance*, 22, 187–212. DOI: 10.1007/s10997-017-9376-6.

Amini, P., Aflatooni, A., & Zangeneh, M. (2025). The effect of COVID-19 on net investment expenditure: The Moderating role of cash flexibility. *Journal of Accounting Knowledge*, *16*(2), 31-48. DOI: 10.22103/jak.2024.23092.4028 [In Persian].

Bandariyan, A. , Kiyanifar, A., & Emami Dehcheshmeh, S. (2024). The interactive role of financial constraints on the relationship between opportunistic transactions with related parties and the sensitivity of cash investment and financing Constraints in Tehran Stock Exchange. *Journal of Accounting and Management Vision*, *7*(98), 196-218. https://www.jamv.ir/article_218619.html [In Persian].

Ben Mohamed, E. (2021). Managerial optimism, investment cash flow sensitivity and agency costs: Evidence from NYSE panel data firms. *Journal of Behavioral and Experimental Finance*, *30*, 100-481. DOI: 10.1016/j.jbef.2021.100481.

Bhandari, A., Kohlbeck, M.J., & Mayhew, B.W. (2022). Association of related party transactions with sensitivity of investments and external financing. *Journal of Corporate Finance*, *72*, 102-146. DOI:10.2139/ssrn.591285.

Bonabi Ghadim, R., Vaez, A., & Malekani, R. (2022). Sensitivity of investment and financing to the performance, with an emphasis on related party transaction. *Accounting & Auditing Researches*, 14(55). 5-20. DOI: 10.22034/iaar.2022.162389 [In Persian].

Chen, H., & Chen, S.J. (2011). Investment-cash flow sensitivity cannot be a good measure of financial constraints: Evidence from the time series. *Journal of Financial Economics*, 102(3), 549–562. DOI:10.1016/j.jfineco.08.009.

Chen, Q., Jiang, X., & Zhang, Y. (2018). The effects of audit quality disclosure on audit effort and investment efficiency. *The Accounting Review*, 94(4), 189–213. DOI:10.2308/accr-52286.

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. https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2004.08.012.

Choi, W., Chung, C.Y., Rabarison, M.K., & Wang, K. (2022). Related party transactions and corporate environmental responsibility. *Finance Research Letters, 46*, 102490. https://doi.org/10.1016/j.frl.2021.102490.

Dou, H., Liu, Y., Shi, Y., & Xu, H. (2022). Are related-party transactions beneficial or detrimental in emerging markets? New evidence of financial services agreements from China. *International Review of Financial Analysis*, *81*, 102-144. DOI:10.1016/j.irfa.2022.102144.

Elistratova, M., Bona Sánchez, C., & Pérez Alemán, J. (2022). Related party transactions and audit fees in a dominant owner context. *Spanish Journal of Finance and Accounting*, *52*(2), 294-315. DOI: 10.1080/02102412.2022.2058297.

Habib, A., Huang, H.J., & Jia, Jing (2020). Related party transactions and the cost of debt: evidence from China. University of Tasmania. *Journal Contribution*. https://hdl.handle.net/102.100.100/554412.

Hadlock, C.J., & Pierce, J.R. (2010). New evidence on measuring financial constraints: Moving beyond the KZ index. *The Review of Financial Studies*, *23*(5), 1909–1940. https://doi.org/10.1093/rfs/hhq009.

Hashemi, S.A., Amiri, H., & Moeein Ghafghazi, R. (2012). The effects of cost of capital on the relationship between earnings and stock returns. *Empirical Studies in Financial Accounting*, 10(38), 91-117. https://dor.isc.ac/dor/20.1001.1.28210166.1391.10.38.5.8 [In Persian].

Jensen, M.C., & Meckling, W.H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3, 305-360. https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X

Jian, M., & Wong, T.J. (2010). Propping through related party transactions. *Review of Accounting Studies, 15*, 70–105. https://doi.org/10.1007/s11142-008-9081-4.

Kohlbeck, M., & Mayhew, B. (2017). Are related party transaction red flags? *Contemporary Accounting Research*, 34(2), 900-928. DOI: 10.1111/1911-3846.12296.

Kohlbeck, M., Mayhew, B.W. (2010). Valuation of Firms that Disclose Related Party Transactions. *Journal of Accounting Public Policy,* 29(2), 115-137. DOI:10.1016/j.jaccpubpol.2009.10.006

Mclean, D., Zhang, T., & Zhao, M. (2012). Why does the law matter? Investor protection and its effects on investment, finance, and growth. *Journal of Financ*, 67(1), 313–350. https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2011.01713.x.

Moshashaei, S.M., Arad, H., & Hosseini, S.M. (2024). Related party transactions and audit risk: Do regulations on related party transaction disclosure matter? *Journal of Accounting Knowledge*, *15*(4), 41 56. DOI: 10.22103/jak.2024.21883.3918 [In Persian].

Shin, I., & Lee, H. (2023). Do related party transactions promote or depress a firm's investment in organization capital? *Applied Economics*, 55(31), 3661–3674. DOI:10.1080/00036846.2023.2174933.

Wong, R.M., Kim, J.B., & Lo, A.W. (2015). Are related-party sales value-adding or value-destroying? Evidence from China. *Journal of International Financial Management and Accounting*, 26(1), 1–38. DOI:10.1111/jifm.12023.