

بررسی تاثیر ساختار مالکیت و اهرم مالی بر رابطه بین مخارج بلند مدت (مخارج تحقیق و توسعه و تبلیغات و بازاریابی) و عملکرد در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

تاریخ دریافت مقاله: خرداد ۱۴۰۰

تاریخ پذیرش مقاله: تیر ۱۴۰۰

فری ناز قهرمانی

کارشناسی ارشد، حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی، واحد اهر، اهر، ایران

نویسنده مسئول:

فری ناز قهرمانی



چکیده

به دلیل جدایی مالکیت از مدیریت در شرکت‌های سهامی و تضاد منافع بالقوه میان آنها، الزاماً مدیران در راستای منافع مالکان اقدام به سرمایه‌گذاری‌های بلند مدت نمی‌کنند زیرا این مخارج دارای منافع در بلندمدت خواهند بود و الزاماً در دوره تصدی مدیریت به بازدهی نمی‌رسند. هدف این پژوهش بررسی تاثیر ساختار مالکیت و اهرم مالی بر رابطه بین مخارج بلند مدت و عملکرد در شرکت های پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران است. در این پژوهش، ۶۲ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بین سالهای ۱۳۸۷-۱۳۹۴، که به روش حذف سیستماتیک انتخاب شدند، با استفاده از داده‌های پانلی، برای تخمین مدل پژوهش با استفاده از نرم افزار ۸-Eviews استفاده شده است. نتایج حاصل از آزمون فرضیات پژوهش بیانگر این است که ساختار مالکیت در قالب مالکیت نهادی، تمرکز مالکیت و مالکیت-مدیریت بر رابطه بین مخارج بلند مدت و عملکرد شرکت، تاثیر مثبت و اهرم مالی تاثیر منفی دارد.

کلمات کلیدی: تضاد منافع، ساختار مالکیت، اهرم مالی، مخارج بلند مدت، عملکرد.

۱- مقدمه

یکی از عوامل مؤثر بر میزان موفقیت عملکرد اقتصادی شرکت‌ها، شکل مالکیت یا رابطه بین مالک و مدیر است. از همین رو ایران و هر کشوری که قصد دارد مالکیت خصوصی را توسعه دهد، باید به این نکته توجه داشته باشد و از آنجا که در ایران همچون بسیاری از کشورهای در حال توسعه، فرآیند خصوصی‌سازی یعنی انتقال مالکیت از دولت به بخش خصوصی، جهت سازماندهی به عملکرد شرکت‌ها در جریان است، تحقیق حاضر می‌تواند به تسریع روند یاد شده کمک کند. از سوی دیگر اهمیت تحقیق و توسعه به حدی است که کشورها براساس معیار نسبت بودجه‌های تحقیقاتی از درآمد ناخالص ملی، به توسعه یافته یا توسعه نیافته تقسیم می‌شوند. هزینه‌های تحقیق و توسعه علاوه بر محرک بودن رشد و توسعه اقتصادی جامعه، افزایش دهنده سود بنگاه نیز است. اهمیت راهبری شرکتی در جذب سرمایه‌گذاری بلندمدت به بازار سرمایه، حفظ رشد اقتصادی، و در نهایت افزایش ثروت و رفاه کلی کشور پس از بحران مالی و رسوایی گزارشگری مالی از شرکت‌های بزرگ در سراسر جهان با ارزشمندتر شده است. علاوه بر این، انتظار می‌رود یک سیستم راهبری شرکتی قوی با نظم بخشیدن به سرمایه‌گذاری (میسلیس و همکاران، ۲۰۰۷)، جلوگیری از مدیریت سود (ژوی و همکاران، ۲۰۰۳) و بهبود محیط اطلاعاتی (کورانا و وافس، ۲۰۰۵) به طور مؤثر می‌تواند از تصمیمات نامطلوب مدیریتی جلوگیری کند (پنایانس و همکاران، ۲۰۱۵). در نتیجه‌ی کاهش تصمیمات نامطلوب مدیریتی قابلیت اطمینان از سود گزارش شده افزایش می‌یابد. هم‌چنین یک سیستم راهبری شرکتی سازمان یافته به کاهش مشکلات نمایندگی ناشی از یک واگرایی مالکیت از کنترل یک شرکت بین مدیران و صاحبان، محدود کردن فعالیت‌های مدیریت سود فرصت طلبانه، و به تبع آن افزایش صحت حسابداری و اطلاعات مالی کمک می‌کند (جنسن و مک‌لینگ، ۱۹۷۶). بنابراین همسو شدن منافع مالکان و مدیران موجب افزایش اعتماد به نفس بیشتر سرمایه‌گذاران نسبت به یکپارچگی بازارهای سرمایه، و در نتیجه جذب سرمایه‌گذاران بالقوه به بازار سرمایه می‌شود. در این پژوهش، با توجه به تأثیری که ساختار مالکیت می‌تواند بر محیط نظارتی شرکت (راهبری شرکتی)، شفافیت گزارشگری مالی و تغییر رفتار شرکت داشته باشد، می‌تواند سبب کاهش هزینه نمایندگی و در نهایت باعث افزایش کیفیت سود، عملکرد آتی و ارزش شرکت شود و در نتیجه‌ی افزایش عملکرد شرکت و ارزش شرکت، بازده سهام افزایش می‌یابد و منافع همه گروه‌های ذینفع تامین گردد. اگر مدیریت شرکت دارای دوره تصدی کوتاه مدتی در شرکت باشد، به احتمال زیاد در راستای تامین منافع شخصی خود از انجام سرمایه‌گذاری‌های بلند مدت اجتناب خواهد کرد. زیرا این مخارج دارای منافع بلندمدتی هستند و الزاما در دوره تصدی مدیریت در شرکت به بازدهی نمی‌رسند که مدیریت از این بازده نیز سهم برد. بنابراین در راستای جلوگیری از کاهش سود سالانه، که مبنای سنجش عملکرد و در نتیجه مبنای پرداخت پاداش مدیر است، تا حد امکان از انجام چنین مخارج بلندمدتی اجتناب خواهد کرد که سبب کاهش عملکرد و ارزش شرکت در بلند مدت شده و منافع مالکان شرکت در بلند مدت و کوتاه مدت را کاهش می‌دهد. سوال اساسی پژوهش حاضر، این است که آیا ساختار مالکیت به عنوان بخشی از نظام راهبری شرکتی و نیز اهرم مالی به عنوان عامل فزاینده ریسک شرکت، بر تأثیر مخارج بلندمدت بر عملکرد شرکت تأثیرگذار است؟ این پژوهش به بررسی تأثیر ساختار مالکیت و اهرم مالی بر رابطه بین مخارج بلند مدت (مخارج تحقیق و توسعه و تبلیغات و بازاریابی) و عملکرد شرکت در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌پردازد.

۲- مروری بر مبانی نظری پژوهش

۲-۱. مخارج بلندمدت و عملکرد

مخارج بلند مدت (تحقیق و توسعه و تبلیغات و بازاریابی) را به‌طور کلی، می‌توان پژوهش و یا کاوشی اساسی و برنامه‌ریزی شده نامید که با هدف کسب دانش جدید برای ایجاد محصول و خدمتی نو و بهبود مؤثر در محصولات و فرایندهای تولیدی، به کار گرفته می‌شود (لیپزینسکی و همکاران، ۲۰۰۵). فعالیت‌های نوآورانه به موضوع اساسی در پژوهش‌های نظری و تجربی در اقتصاد صنعتی و رشد اقتصادی، تبدیل شده است (رزاکانو، ۲۰۰۴). در بیشتر مطالعات اقتصاد صنعتی، عنوان شده است که مخارج بلند مدت (تحقیق و توسعه و تبلیغات و بازاریابی) توسط بنگاه‌ها اهمیت بالایی دارد، به‌گونه‌ای که تغییرات فناورانه بر عرضه، کیفیت محصولات، اشتغال، دستمزد و سود تأثیر داشته است. نه تنها فعالیت‌های تحقیق و توسعه موفق مزایایی را در عملکرد بنگاه دارد، بلکه تحقیق و توسعه نیز نقش مهم و تعیین‌کننده‌ای در رشد اقتصادی و بهبود رفاه اجتماعی ایفا می‌کند (لیپزینسکی و همکاران، ۲۰۰۵). مخارج بلند مدت (تحقیق و توسعه و تبلیغات و بازاریابی)، شامل کار خلاقانه‌ای است که به‌طور سیستماتیک،

به منظور افزایش موجودی دانش و استفاده آن در جهت اختراع برنامه‌ها و نوآوری‌های جدید انجام می‌گردد. ژوزف شومپیتر، در کتاب سرمایه‌داری، سوسیالیسم و دموکراسی، کالاهای مصرفی، روش‌های تولید و بازارهای جدید را علت اصلی ایجاد و ثبات سرمایه و سود معرفی می‌کند (لیپینسکی و همکاران، ۲۰۰۵). رابطه نوآوری و تحقق و توسعه این‌گونه تحلیل می‌شود که سرمایه‌گذاری در تحقیق و توسعه و یا سرمایه‌ی انسانی اختصاص داده شده به مخارج بلند مدت (تحقیق و توسعه و تبلیغات و بازاریابی) باعث توسعه نوآوری شده و نوآوری‌ها باعث بهبود عملکرد بنگاه‌ها می‌شوند. بنابراین، مخارج بلند مدت (تحقیق و توسعه و تبلیغات و بازاریابی) می‌توانند معیاری جایگزین برای اندازه‌گیری نوآوری در نظر گرفته شوند. چراکه اگر یک بنگاه هزینه‌های بیشتری را صرف واحدهای مخارج بلند مدت (تحقیق و توسعه و تبلیغات و بازاریابی) خود کند، زمینه بهتری برای محققانش فراهم خواهد کرد، و به دنبال آن نوآوری موفقیت آمیزتری به دست خواهد آمد. برخی مطالعات گذشته نشان می‌دهد که هزینه‌های تحقیق و توسعه، سودآوری بنگاه‌ها را به طور مثبت تحت تأثیر قرار داده است. در این خصوص می‌توان به پژوهش چان و همکاران (۲۰۰۱) اشاره کرد. اما برخی از مطالعات دیگر که در داخل و خارج از کشور انجام شده‌اند، همچون مطالعات موجود در پیشینه تحقیق، عکس این قضیه را نشان می‌دهند. با توجه به این مطالعات می‌توان دریافت که هیچ نتیجه نهایی در مورد تأثیر هزینه‌های تحقیق و توسعه بر سود وجود ندارد و بررسی تأثیرپذیری عملکرد اقتصاد از سرمایه‌گذاری‌های تحقیق و توسعه به پژوهش‌های بیشتری نیاز دارد.

۲-۲. اهرم مالی، مخارج بلندمدت و عملکرد

استفاده از اهرم مالی ممکن است باعث کاهش هزینه سرمایه شرکت شود، ولی از طرفی ممکن است که موجب افزایش ریسک مالی و هزینه درماندگی گردد. وجود اهرم مالی در ساختار سرمایه شرکت‌ها ایجادکننده ریسک مالی است زمانی که این ریسک با ریسک درماندگی مالی همراه باشد می‌تواند اثرات مختلفی بر بازده سهام ایجاد نماید (هسو، ۲۰۱۶). اهرم مالی به‌عنوان عامل مشخص‌کننده توانایی مالی شرکت، معرفی شده است و اعتقاد بر این است که اهرم مالی، درجه درماندگی مالی را افزایش می‌دهد. اهرم مالی ریسک شرکت را افزایش می‌دهد. پژوهش‌های زیادی نیز در مدل‌های خود، اهرم مالی شرکت را به‌عنوان متغیر نشانگر ریسک شرکت یا هزینه‌های مربوط به ساختار سرمایه، مورد استفاده قرار دادند. مطالعات گوناگون انجام شده، تأثیر اهرم مالی بر عملکرد شرکت را منفی ارزیابی نمودند که نشان می‌دهد اهرم مالی شرکت‌ها، ریسک آن‌ها را افزایش می‌دهد (هسو و جانگ، ۲۰۰۸؛ پارک و لی، ۲۰۰۹) بنابراین، اهرم مالی ریسک شرکت را افزایش داده و در نتیجه‌ی افزایش ریسک شرکت عملکرد شرکت کاهش می‌یابد. همچنین در شرکت‌هایی که هزینه‌های تحقیق و توسعه انجام می‌شود، استفاده‌کنندگان درونی و بیرونی صورت‌های مالی به تجزیه و تحلیل اطلاعات درباره پیامدهای اقتصادی هزینه‌های تحقیق توسعه می‌پردازند. سودمندی این اطلاعات بر اساس میزان تأثیر پیامدها بر ارزش شرکت تأیید می‌شود زیرا تجربه نشان داده است که هزینه‌های تحقیق و توسعه رابطه با اهمیتی با عملکرد آتی شرکت دارد. مشاهدات و تجربیات متعددی وجود دارد که نشان می‌دهند رابطه مثبتی بین مخارج تحقیق و توسعه کارایی آتی عملیات وجود دارد (هسو، ۲۰۱۶). اوبراین (۲۰۰۳) دریافت که شدت تحقیق و توسعه رابطه منفی با اهرم دارد. این یافته نشان می‌دهد که شرکت‌های رقیب در نوآوری، ساختار سرمایه با اهرم مالی کمتر را انتخاب می‌کنند. بوگاش (۲۰۰۴) به بررسی تصمیم‌گیری شرکت‌های کوچک در هزینه‌های تحقیق و توسعه پرداخت و نشان داد، نسبت بالا از هزینه تحقیق و توسعه به احتمال کمی به دلیل میزان بالایی از بدهی ناشی از سرمایه‌گذاری خارجی باشند. سینگ (۲۰۰۵) نشان داد، یک رابطه منفی بین هزینه تحقیق و توسعه، منابع مالی مورد نیاز شرکت و اهرم مالی در شرکت‌های بزرگ وجود دارد. با این وجود، سرمایه‌گذاری در هزینه تحقیق و توسعه باعث ایجاد دارایی‌های نامشهود که به احتمال زیاد به شکست بازار منجر خواهد شد، می‌شود. اوو هاینز (۲۰۰۶) نشان دادند هزینه تحقیق و توسعه می‌تواند به عنوان یک وثیقه مؤثر برای حمایت از بدهی ناشی از ارائه خدمات مورد استفاده قرار گیرد. علاوه بر این، اهرم مالی دارای تأثیر منفی بر هزینه تحقیق و توسعه می‌باشد، که به نوبه خود می‌تواند تأثیر منفی بر عملکرد و رشد شرکت بگذارد. بنابراین، انتظار می‌رود که رابطه بین سرمایه‌گذاری و هزینه تحقیق و توسعه می‌تواند بر عملکرد شرکت تأثیر بگذارد (هسو، ۲۰۱۶).

۲-۳. ساختار مالکیت، مخارج بلندمدت و عملکرد

آزادی عمل مدیریت با توجه به تنوع روش‌های پذیرفته شده، سبب کاهش شفافیت اطلاعاتی در محیط اطلاعاتی شرکت شده و یک محیط نامطمئن برای سرمایه‌گذاران ایجاد می‌کند. افزایش عدم اطمینان در محیط اطلاعاتی شرکت سبب می‌شود ارزش ذاتی شرکت با ارزشی که سرمایه‌گذاران در بازار برای سهام موردنظر قائل می‌شوند، متفاوت باشد. در

نتیجه، ارزش واقعی سهام شرکت با ارزش مورد انتظار تفاوت داشته و منجر به افزایش کاهش عملکرد آن شرکت می‌شود (وانگ و همکاران، ۲۰۱۷). مدیر به‌عنوان سهامدار بزرگ (مالک-مدیر)، منافع خود را از طریق کاهش منافع سایر سهامداران افزایش می‌دهد که سبب کاهش عملکرد شرکت می‌شود (کیم و لو، ۲۰۱۱). اگر منافع مدیران بیشتر از سهام آنان باشد امکان دارد آنان ریسک را افزایش دهند و زمانی که سطح مالکیت آنان افزایش یابد ممکن است تمایلی به افزایش ریسک نداشته باشند زیرا ممکن است به منافع خود آسیب وارد کنند. افزایش مالکیت مدیریت سبب می‌شود که فعالیت‌های مدیریت کمتر قابل مشاهده باشد و شرکت در معرض یک محیط نامطمئن‌تر قرار گیرد در نتیجه، آزادی عمل مدیریت با توجه به تنوع روش‌های پذیرفته شده سبب کاهش شفافیت در محیط اطلاعاتی شرکت شده و یک محیط نامطمئن برای سرمایه‌گذاران ایجاد می‌کند. افزایش عدم اطمینان در محیط اطلاعاتی شرکت سبب می‌شود ارزش ذاتی شرکت با ارزشی که سرمایه‌گذاران در بازار برای سهام مورد نظر قائل می‌شوند، متفاوت باشد. در نتیجه، ارزش واقعی سهام شرکت با ارزش مورد انتظار تفاوت داشته و منجر به کاهش عملکرد شرکت می‌شود. مدیران دسترسی بهتری به اطلاعات داخلی دارند، این موضوع سبب ایجاد عدم تقارن اطلاعاتی در بازار می‌شود. افزایش اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام (افزایش عدم تقارن اطلاعاتی) در بازار سبب می‌شود که خریداران هیچ‌گاه از ارزش واقعی دارایی مالی مورد معامله آگاه نباشند (افزایش انتخاب نامطلوب^۱) در نتیجه، سهام در قیمتی دور از ارزش ذاتی معامله شود. این موضوع منجر به کاهش نقد شوندگی سهام شرکت و در نتیجه کاهش عملکرد شرکت می‌شود (پاستور و استام باگ، ۲۰۰۳).

مالکان نهادی به دلیل سهام بیشتر، انگیزه‌ی بیشتری برای گردآوری اطلاعات و نظارت بر مدیریت به سبب منافع بیشتر نسبت به سهامداران کوچک دارند. بر اساس الگوی نظارت بیان شده، استدلال می‌شود که سهامداران نهادی از طریق نظارت و افشای اطلاعات شرکت، نگهداری اخبار بد توسط مدیریت را کاهش داده و سبب افزایش نقدینگی سهام و در نتیجه عملکرد می‌شوند (جفری و فانگ، ۲۰۱۱). جیانگ چنگ و همکاران (۲۰۱۱)، استدلال می‌کنند سهامداران نهادی به دو دلیل انگیزه زیادی برای افزایش عملکرد شرکت و کاهش ریسک شرکت دارند. اول، چون ریسک بیشتر با هزینه‌ی سرمایه بیشتر و کاهش ارزش شرکت مرتبط است. لذا دارندگان اوراق قرضه در زمان تأمین مالی برای پوشش ریسک، بازده بیشتری را طلب می‌کنند بنابراین، این انگیزه در سهامداران نهادی وجود دارد که به منظور کاهش هزینه‌ی سرمایه، سطح ریسک را کاهش دهند. دوم، سهامداران نهادی معمولاً درصد بیشتری از سهام شرکت را در اختیار دارند در نتیجه، ثروت آنان به ارزش شرکت وابسته است. ریسک بیشتر ارزش شرکت را کاهش می‌دهد. بنابراین، سهامداران نهادی به سبب حفظ ثروت خود انگیزه زیادی برای کاهش سطح ریسک دارند. بسیاری از منتقدان معتقدند که سهامداران نهادی بر عملکرد کوتاه مدت تأکید می‌کنند. به همین دلیل، مدیران بیش از حد نگران جلب رضایت سهامداران نهادی در ارتباط با سودهای کوتاه مدت هستند. زیرا، ممکن است موجب شود سهامداران نهادی، سهام خود را بفروشند و سبب ایجاد کاهش ارزش موقت در قیمت سهام شوند. در نتیجه استدلال می‌شود که سهامداران نهادی تمایل سهامداران برای عدم افشای اخبار بد را افزایش می‌دهند و سبب افزایش ریسک سقوط قیمت سهام می‌شوند (جفری و فانگ، ۲۰۱۱).

اگر شرکت فاقد سهامدار بزرگ باشد با توجه به اینکه هزینه‌ی نظارت بر مدیریت شرکت زیاد است لذا سهامداران کوچک با سهم کم نمی‌توانند از عهده این هزینه‌ها برآیند، در نتیجه کنترل مدیریت کاهش می‌یابد. این موضوع سبب افزایش ریسک سهامداران در ارتباط با هزینه‌ی نمایندگی زیاد می‌شود (جرمی و آلفونز، ۲۰۰۴). وانگ و همکاران (۲۰۱۷)، معتقدند که ارتباط مثبتی میان تمرکز مالکیت و عملکرد شرکت وجود دارد. آنان استدلال می‌کنند زمانی که مالکیت شرکت به صورت متمرکز باشد عملکرد شرکت به شدت افزایش می‌یابد زیرا سهامداران بزرگ بر عملکرد مدیریت نظارت داشته و موجب کاهش سوءاستفاده‌های مدیریت شرکت از اطلاعات محرمانه شده و سبب کاهش عدم تقارن اطلاعاتی و کاهش هزینه‌های نمایندگی و در نهایت افزایش عملکرد شرکت می‌شوند.

۳- پیشینه پژوهش

هانفگ و لکسین (۲۰۰۵) طی مقاله‌ای به طور تجربی ارتباط بین سرمایه‌گذاری تحقیق و توسعه و عملکرد را بررسی کردند. نتایج این مطالعه نشان داد که ارتباط بین سرمایه‌گذاری تحقیق و توسعه در صنایع با فناوری بالا و عملکرد این

¹ Adverse Selection

صنایع معنی دار است. چن و ژان (۲۰۰۶) ارتباط میان هزینه‌های تحقیق و توسعه و عملکرد بنگاه‌ها پرداختند. یافته‌های این مطالعه بیانگر این است که اثر هزینه‌های تحقیق و توسعه بر عملکرد طی سال‌های مورد بررسی کاهشی بوده است. زوبایی و رشید (۲۰۰۸) به بررسی رابطه اهرم مالی، اندازه و سودآوری پرداختند. آنها دریافتند که اهرم مالی اثر مثبت معناداری بر سودآوری دارد، اهرم عملیاتی فاقد اثر معنادار بر سودآوری است و میان سودآوری و نقدینگی رابطه مثبت وجود دارد. همچنین میان بدهی استفاده‌شده در شرکت‌ها و سودآوری آنها یک رابطه منفی معناداری وجود دارد. فنگ (۲۰۰۹) طی مقاله‌ای با عنوان اثر سرمایه‌گذاری تحقیق و توسعه بر توان سوددهی بنگاه‌ها به طور تجربی نشان دهنده اثر مثبت و معنی دار هزینه‌های تحقیق و توسعه است. اکیامپونگ و همکاران (۲۰۱۴)، به بررسی اثر اهرم مالی و اندازه شرکت را بر روی بازده پرداختند. نتایج تحقیق حاکی از این است که یک ارتباط منفی معناداری بین اهرم مالی و بازده سهام وجود دارد. همچنین ارتباط بین اندازه شرکت و بازده سهام مثبت و معنادار می‌باشد. یاکین (۲۰۱۴) طی مقاله‌ای به مطالعه تجربی عوامل تأثیرگذار بر سودآوری ۱۲۹ بنگاه در صنعت داروسازی چین با استفاده از مدل‌های رگرسیونی چندگانه پرداختند. از جمله این عوامل هزینه‌های تحقیق و توسعه است که یک دارایی غیر فیزیکی است و تأثیر مثبت بر سودآوری دارد. پارک و همکاران (۲۰۱۴) به نحوه احتساب هزینه‌های تحقیق و توسعه به عنوان دارایی یا منظور کردن آن به عنوان هزینه در صورت سود و زیان شرکت پرداخته‌اند و آن را به عنوان نگرش متفاوت به این هزینه‌ها از منظرهای مختلف مورد بحث و بررسی قرار داده تا نشانه‌هایی از نگرش سرمایه‌ای به این مخارج را برجسته سازند. هرچند همچنان بسیاری از مدیران صنعتی فکر می‌کنند که مخارج تحقیق و توسعه نوعی هزینه است و از آثار سودآور این مخارج غافل هستند. چن و همکاران (۲۰۱۴) با استفاده از داده‌های مربوط به شرکت‌های تازه خصوصی شده به بررسی رابطه نوع مالکیت و کارایی سرمایه‌گذاری پرداختند. نتایج حاصل بیانگر این است که مالکیت دولتی موجب کاهش کارایی سرمایه‌گذاری و مالکیت خارجی موجب افزایش کارایی سرمایه‌گذاری می‌گردد. همچنین شواهد بیانگر نقش با اهمیت نوع مالکیت در رفتار و کارایی سرمایه‌گذاری در شرکت می‌باشد. هسو (۲۰۱۶) در پژوهشی به بررسی تأثیر ساختار مالکیت و اهرم مالی بر رابطه بین هزینه تحقیق و توسعه و عملکرد شرکت پرداخت. نتایج پژوهشی وی حاکی از آن بود که ساختار مالکیت تأثیر مثبت و معنادار و اهرم مالی تأثیر منفی و معناداری بر رابطه بین هزینه تحقیق و توسعه و عملکرد مالی دارند. وانگ و همکاران (۲۰۱۷) در پژوهشی تحت عنوان هزینه‌های تحقیق و توسعه، مالکیت نهایی و عملکرد عملیاتی آتی به این نتیجه رسیدند که ارتباط بین سرمایه‌گذاری تحقیق و توسعه و عملکرد آینده بسیار مشروط به عوامل محیطی برونزا است. مهرانی و همکاران (۱۳۹۱) پژوهشی تحت عنوان رابطه بین مالکیت نهادی، تمرکز مالکیت نهادی و مربوط بودن ارزش اطلاعات حسابداری انجام دادند. نتایج، بیانگر آن است که بین مالکیت نهادی و تمرکز مالکیت نهادی با مربوط بودن ارزش اطلاعات حسابداری روابط معناداری وجود دارد؛ ولی جهت این روابط متفاوت است. افزایش مالکیت نهادی، مربوط بودن ارزش اطلاعات صورت سود و زیان را افزایش می‌دهد؛ ولی مربوط بودن ارزش اطلاعات ترازنامه‌ای را کاهش می‌دهد. صدایی و ذبیحی دان (۱۳۹۱) در پژوهشی با عنوان بررسی تحقیق و توسعه بر عملکرد بنگاه‌ها در صنایع (بر اساس رویکرد ساختار-رفتار-عملکرد) پرداختند. این مطالعه نشان می‌دهد تحقیق و توسعه بیشتر در یک صنعت باعث می‌شود سودآوری در آن صنعت کاهش پیدا کند. سعیدی و همکاران (۱۳۹۲) پژوهشی تحت عنوان رابطه بین فعالیت‌های مدیریت سود واقعی و عملکرد آتی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران انجام دادند. نتایج نشان می‌دهد که بین معیارهای مدیریت سود واقعی با عملکرد آتی رابطه معکوس و معناداری وجود دارد. به عبارت دیگر دستکاری فعالیت‌های واقعی در دوره جاری، سبب کاهش عملکرد آتی شرکت می‌شود. خانی و همکاران (۱۳۹۳) در مقاله خود تحت عنوان تأثیر هزینه‌های تحقیق و توسعه بر بازده سهام شرکت‌های داروسازی فعال در بورس اوراق بهادار تهران نشان دادند که رابطه معنادار بین هزینه‌های تحقیق و توسعه با بازده سهام وجود ندارد همچنین بین هزینه‌های تحقیق و توسعه و صرف ریسک نیز در پرتفوی پوشش ریسک، رابطه‌ای معنادار یافت نشد.

۴- فرضیه‌های پژوهش

بوشی (۱۹۹۸) نشان داد که مدیران با احتمال کمتری برای کاهش درآمد، میزان کمتری سرمایه‌گذاری در هزینه تحقیق و توسعه انجام بدهند. برخی دیگر می‌گویند که در تجارت کوتاه‌مدت تمرکز مالکان نهادی باعث تعامل آنها در رفتار سرمایه‌گذاری متعصبانه می‌شود. گریوز (۱۹۸۸) نشان داد که ساختار مالکیت ممکن است باعث کاهش هزینه تحقیق و توسعه و رشد شود و در نتیجه باعث کاهش رقابت شرکت‌ها در ایالات متحده شوند. گریوز (۱۹۹۰) به بررسی اثر مالکیت

نهادی بر هزینه تحقیق و توسعه در ۱۳۳ شرکت در شش صنعت پرداخت. او به این نتیجه رسید که رابطه معناداری بین مالکیت نهادی و سرمایه‌گذاری در هزینه تحقیق و توسعه جود ندارد. همچنین، می‌توان بیان کرد که مالکان نهادی با استفاده از تخصص و دانش خود در زمینه فن‌آوری‌های تولیدی به شرکتها برای دستیابی به حداکثر کارایی کمک می‌کنند (ایتو، ۲۰۰۴). مالکان نهادی که درصد بالاتری از مالکیت شرکت را در اختیار دارند، انگیزه بیشتری برای راهبری و کنترل فعالیتهای مدیریتی دارند، به نحوی که با افزایش درصد مالکان نهادی، موجب استفاده بهینه از منابع شرکت، کاهش مشکلات نمایندگی و عدم تقارن اطلاعاتی می‌شود و در نتیجه کاهش مشکلات نمایندگی و عدم تقارن اطلاعاتی و افزایش عملکرد شرکت و در نتیجه کاهش مخارج بلند مدت گردد. بنابراین فرضیه اول پژوهش به شرح زیر بیان می‌شود.

فرضیه اول: مالکیت نهادی بر رابطه بین مخارج بلندمدت (هزینه تحقیق توسعه، تبلیغات و بازار یابی) و عملکرد شرکت تاثیر معناداری دارد.

بسیاری از تحقیقات این موضوع را که افزایش سهامداران عمده و بزرگ، موجب محدود شدن مسایل و مشکلات نمایندگی می‌شود و انگیزه کافی برای نظارت بر مدیران را دارند مورد بررسی قرار داده اند. یو (۲۰۰۶)، یو و همکاران (۲۰۰۲)، دلگادو هرتادو (۲۰۰۱) به این نتیجه رسیدند که شرکتهای با مالکیت نهادی بزرگتر و سهامداران عمده بیشتر دارای اقدام تعهدی اختیاری کمتر و در نتیجه کیفیت سود بالاتر می‌باشند. شواهد تجربی نشان می‌دهد که نقش نظارتی سهامداران عمده موجب بهبود فرایند گزارشگری و کاهش تضاد میان مدیران و سهامداران و در نتیجه کاهش مخارج بلند مدت گردد. بنابراین فرضیه دوم پژوهش به شرح زیر بیان می‌شود.

فرضیه دوم: تمرکز مالکیت بر رابطه بین مخارج بلندمدت (هزینه تحقیق توسعه، تبلیغات و بازار یابی) و عملکرد شرکت تاثیر معناداری دارد.

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، ۱۹۹۵). مالکیت مدیریتی نقش با اهمیتی را در اطمیناندهی نسبت به استفاده درست از جریانهای نقد آزاد در طرحهای سودآور بلندمدت و حداکثرسازی منافع سهامداران، ایفا میکند. براساس نظریه نمایندگی، مالکیت مدیریتی به تامین منافع هر دوی مدیران و مالکان کمک می‌کند (انگ و همکاران، ۲۰۰۰). بنابراین می‌توان بیان کرد که چنانچه مدیریت در مالکیت شرکت سهم داشته باشد منافع مدیران و سهامداران به هم نزدیک و موجب استفاده بهینه از منابع شرکت می‌شود، از این رو عدم تقارن اطلاعاتی بین سهامداران و مدیران کاهش می‌یابد و در نتیجه افزایش عملکرد شرکت و در نهایت کاهش مخارج بلند مدت گردد. بنابراین فرضیه سوم پژوهش به شرح زیر بیان می‌شود.

فرضیه سوم: مالکیت مدیریتی بر رابطه بین مخارج بلندمدت (هزینه تحقیق توسعه، تبلیغات و بازار یابی) و عملکرد شرکت تاثیر معناداری دارد.

تحقیقات نشان می‌دهد که شرکتهای با تکنولوژی بالا ترجیح می‌دهند، برای سرمایه‌گذاری خود حجم بالایی بدهی تحقیق و توسعه متحمل شوند. باگات و ولش (۱۹۹۵) نشان دادند که نسبت بدهی با هزینه تحقیق و توسعه رابطه منفی دارد. اوبراین (۲۰۰۳) دریافت که شدت تحقیق و توسعه رابطه منفی با اهرم دارد. این یافته نشان می‌دهد که شرکتهای رقیب در نوآوری، ساختار سرمایه با اهرم مالی کمتر را انتخاب می‌کنند. بوگاش (۲۰۰۴) به بررسی تصمیم‌گیری شرکت‌های کوچک در هزینه‌های تحقیق و توسعه پرداخت و نشان داد، نسبت بالا از هزینه تحقیق و توسعه به احتمال کمی به دلیل میزان بالایی از بدهی ناشی از سرمایه‌گذاری خارجی باشند. سینگ (۲۰۰۵) نشان داد، یک رابطه منفی بین هزینه تحقیق و توسعه، منابع مالی مورد نیاز شرکت و اهرم مالی در شرکتهای بزرگ وجود دارد. با این وجود، سرمایه‌گذاری در هزینه تحقیق و توسعه باعث ایجاد دارایی‌های نامشهود که به احتمال زیاد به شکست بازار منجر خواهد شد، می‌شود. او و هاینز (۲۰۰۶) نشان دادند هزینه تحقیق و توسعه می‌تواند به عنوان یک وثیقه مؤثر برای حمایت از بدهی ناشی از ارائه خدمات مورد استفاده قرار گیرد. علاوه بر این، اهرم مالی دارای تأثیر منفی بر هزینه تحقیق و توسعه می‌باشد، که به نوبه خود می‌تواند تأثیر منفی بر عملکرد و رشد شرکت بگذارد. بنابراین، انتظار می‌رود که رابطه بین سرمایه‌گذاری و هزینه تحقیق و توسعه می‌تواند بر عملکرد شرکت تأثیر بگذارد. بنابراین فرضیه چهارم به شرح زیر بیان می‌شود.

فرضیه چهارم: اهرم مالی بر رابطه بین مخارج بلندمدت (هزینه تحقیق توسعه، تبلیغات و بازار یابی) و عملکرد شرکت تاثیر معناداری دارد.

۵- متغیرهای پژوهش

۱-۵. متغیر مستقل

۱-۱-۵. اهرم مالی (LEV): از نسبت کل بدهی‌ها به کل دارایی‌های شرکت در پایان دوره به دست می‌آید (وانگ و همکاران، ۲۰۱۷).

۱-۲-۵. مخارج بلندمدت (R&D): برابر است نسبت هزینه تحقیق و توسعه و هزینه بازاریابی به جمع کل فروش شرکت اندازه گیری می‌شود (وانگ و همکاران، ۲۰۱۷). داده‌های مربوط به هزینه‌های تحقیق و توسعه در فایل‌های pdf پاداش‌های همراه صورت‌های مالی موجود است و این داده‌ها به این طریق استخراج گردیدند.

۱-۳-۵. ساختار مالکیت: در این پژوهش از سه معیار ساختار مالکیت شامل مالکیت نهادی، مالکیت مدیریتی و تمرکز مالکیت به شرح زیر استفاده خواهد شد.

۱-۳-۱-۵. میزان مالکیت سرمایه گذران نهادی (InsOwn): درصد مالکیت سهامداران شرکت‌ها نظیر بانک‌ها، شرکت‌های بیمه و شرکت‌های سرمایه‌گذاری (وانگ و همکاران، ۲۰۱۷).

۱-۳-۲-۵. تمرکز مالکیت (CentOwn): مجموعه درصد سه سهامدار عمده به عنوان تمرکز مالکیت (وانگ و همکاران، ۲۰۱۷).

۱-۳-۳-۵. مالکیت مدیریتی (ManOwn): درصد مالکیت سهام در اختیار مدیریت شرکت است (وانگ و همکاران، ۲۰۱۷).

۲-۵. متغیر وابسته:

در این پژوهش برای اندازه‌گیری عملکرد شرکت از بازده دارایی‌ها استفاده خواهد شد. بازده دارایی‌ها (ROA): بیانگر شاخص سودآوری که برابر است با سود قبل از بهره و مالیات تقسیم بر مجموع دارایی‌های شرکت i در سال t (وانگ و همکاران، ۲۰۱۷).

۳-۵. متغیرهای کنترلی

برای بررسی دقیق‌تر تأثیر بررسی ساختار مالکیت و اهرم مالی بر رابطه بین مخارج بلند مدت (مخارج تحقیق و توسعه و تبلیغات و بازاریابی) و عملکرد شرکت از متغیرهای کنترلی زیر مطابق پژوهش هسو (۲۰۱۶) استفاده خواهد شد.

۱-۳-۵. اندازه شرکت (SIZE): برابر با لگاریتم طبیعی جمع دارایی‌های شرکت در پایان دوره است (وانگ و همکاران، ۲۰۱۷).

۲-۳-۵. نقدینگی شرکت (LIQ): برابر است با نسبت وجه نقد و سرمایه گذاری کوتاه مدت به جمع کل دارایی‌ها (وانگ و همکاران، ۲۰۱۷).

۳-۳-۵. شدت سرمایه (CAPX): برابر است با نسبت دارایی‌های ثابت به جمع دارایی‌های شرکت (وانگ و همکاران، ۲۰۱۷).

با توجه به چارچوب نظری و پیشینه‌ی پژوهش، الگوی پژوهش از نوع رگرسیون چند متغیره است. بنابراین، مدل‌های زیر برای انجام آزمون فرضیه‌ها انتخاب شده است (وانگ و همکاران، ۲۰۱۷).

$$ROA_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 R\&D_{i,t} + \beta_2 InsOwn_{i,t} + \beta_3 InsOwn * R\&D_{i,t} + \beta_4 LIQ_{i,t} + \beta_5 SIZE_{i,t} + \beta_6 CAPI_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

الگوی (۲) برای آزمون فرضیه دوم استفاده خواهد شد.

$$ROA_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 R\&D_{i,t} + \beta_2 CentOwn_{i,t} + \beta_3 CentOwn * R\&D_{i,t} + \beta_4 LIQ_{i,t} + \beta_5 SIZE_{i,t} + \beta_6 CAPI_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

الگوی (۳) برای آزمون فرضیه سوم استفاده خواهد شد.

$$ROA_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 R\&D_{i,t} + \beta_2 ManOwn_{i,t} + \beta_3 ManOwn * R\&D_{i,t} + \beta_4 LIQ_{i,t} + \beta_5 SIZE_{i,t} + \beta_6 CAPI_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

الگوی (۴) برای آزمون فرضیه چهارم استفاده خواهد شد.

$$ROA_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 R\&D_{i,t} + \beta_2 LEV_{i,t} + \beta_3 LEV * R\&D_{i,t} + \beta_4 LIQ_{i,t} + \beta_5 SIZE_{i,t} + \beta_6 CAPI_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (4)$$

۶- روش پژوهش

پژوهش حاضر بر اساس هدف، از نوع توصیفی و بر اساس ماهیت و روش از نوع همبستگی است. با توجه به این که این پژوهش می‌تواند در فرآیند تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران مورد استفاده قرار گیرد، پژوهش کاربردی محسوب می‌شود و از روش رگرسیون چند متغیره و مدل‌های اقتصادسنجی استفاده می‌شود. نمونه‌گیری به روش حذف سیستماتیک به شرح زیر انجام شده است: الف) سال مالی منتهی به پایان اسفند ماه، عدم تغییر سال مالی و ... در انتخاب شرکتها، ب) ناقص بودن داده‌های برخی شرکتها، ج) حذف بانک‌ها و موسسات مالی و شرکت‌های سرمایه‌گذاری مالی (به دلیل ماهیت متفاوت فعالیت آن‌ها از سایر واحدهای تجاری) بنابراین تعداد شرکت‌های مورد مطالعه به ۶۲ شرکت کاهش یافت. بنابراین تعمیم نتایج این تحقیق به سایر شرکت‌ها در صنعت مربوطه باید با احتیاط صورت پذیرد.

جدول ۱- انتخاب نمونه

تعداد شرکتها	نوع محدودیت
۴۳۵	تعداد کل شرکت‌های بورسی
۷۵	محدودیت الف
۱۴۹	محدودیت ب
۱۴۵	محدودیت ج
۶۲	شرکت‌های باقی مانده

۷- آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

همان‌طور که در جدول شماره ۲ مشاهده می‌شود، نتایج آمار توصیفی متغیرهای تحقیق نشان داده شده است.

جدول ۲- آمار توصیفی متغیرهای تحقیق

متغیر	میانگین	میانه	بیشینه	کمینه	انحراف معیار
ROA	۰/۱۴۴	۰/۱۳۸۱	۰/۵۵۷	-۰/۲۳۳	۰/۱۲۳
SIZE	۱۳/۴۵۳	۱۳/۳۰۷	۱۸/۵۰۵	۱۰/۱۳۵	۱/۳۲۱
LEV	۰/۶۱۸	۰/۶۴۰	۰/۹۹۹	۰/۰۱۲۷	۰/۲۰۶
LIQ	۰/۰۴۹۰	۰/۰۳۱۰	۰/۴۷۹	۰/۰۰۰۶	۰/۰۶۲۰
CAPX	۰/۲۲۱	۰/۱۷۷	۰/۸۷۷	۰/۰۰۰۶	۰/۱۶۹
MANOWN	۰/۶۲۹	۰/۶۸۵	۰/۹۹۲	۰/۰۰۰	۰/۲۴۳
INSOWN	۰/۶۵۰	۰/۷۷۹	۱	۰/۰۰۰	۰/۳۲۵
CENTOWN	۰/۷۳۳	۰/۷۹۱	۰/۹۹۹	۰/۰۰۰	۰/۲۲۴
R&D	۰/۰۰۴۳	۰/۰۰۰۶	۰/۱۰۹۱	۰/۰۰۰	۰/۰۱۲۸

* منبع: یافته‌های تحقیق

جدول ۲ آمار توصیفی مربوط به متغیرهای پژوهش را نشان می‌دهد که بیانگر پارامترهای توصیفی برای هر متغیر به صورت مجزا است. میانگین متغیر اندازه واحد تجاری (SIZE) برابر است با ۱۳/۴۶۳ است که نشان می‌دهد بیشتر داده‌های مربوط به این متغیر حول این نقطه تمرکز یافته‌اند. میانه یکی دیگر از شاخص‌های مرکزی است که وضعیت جامعه را نشان می‌دهد. میانه متغیر اهرم مالی (LEV) برابر با ۰/۶۴۰ که نشان می‌دهد نیمی از داده‌ها کمتر از این مقدار و نیمی دیگر بیشتر از این مقدار هستند. به طور کلی، پارامترهای پراکندگی معیاری برای تعیین میزان پراکندگی داده‌ها با یکدیگر یا میزان پراکندگی آنها نسبت به میانگین است از جمله مهم‌ترین پارامترهای پراکندگی، انحراف معیار است. مقدار این پارامتر برای متغیر اندازه واحد تجاری (SIZE) برابر ۱/۳۲۱ و برای متغیر تحقیق و توسعه (R&D) برابر با ۰/۰۱۲۸ است که نشان می‌دهد در بین متغیرهای پژوهش، SIZE و R&D به ترتیب دارای بیشترین و کمترین میزان

پراکندگی هستند. همچنین، لازم به توضیح است به منظور اجتناب از تاثیر داده‌های پرت بر نتایج تحقیق، کلیه داده‌های پرت متغیرها در سطح یک درصد حذف شده‌اند.

۸- آمار استنباطی و آزمون فرضیات

قبل از برآزش الگوها لازم است تا آزمون F لیمر به منظور بررسی استفاده از روش داده‌های تابلویی با اثرات ثابت در مقابل روش داده‌های ترکیبی برای الگوهای مزبور انجام شود. نتایج حاصل آزمون F لیمر برای الگوهای مزبور در جدول ۳ نشان داده شده است.

جدول ۳- نتایج آزمون F لیمر برای الگوی پژوهش

الگوی مورد بررسی	آماره	سطح خطا	روش پذیرفته شده
الگوی (۱)	۲/۵۷۲	۰/۰۱۸۵	روش اثرات ثابت
الگوی (۲)	۲/۶۵۹	۰/۰۱۵۳	روش اثرات ثابت
الگوی (۳)	۲/۲۹۲	۰/۰۳۴۴	روش اثرات ثابت
الگوی (۴)	۴/۴۵۶	۰/۰۰۰۲	روش اثرات ثابت

با توجه به آماره و سطح معناداری آزمون F لیمر برای تمامی الگوها، لازم است برای انتخاب از بین الگوی داده‌های تابلویی با اثرات ثابت یا داده‌های تابلویی با اثرات تصادفی، آزمون هاسمن نیز انجام شود. نتایج مربوط به آزمون هاسمن نیز در جدول ۴ نشان داده شده است.

جدول ۴- نتایج آزمون هاسمن برای الگوی پژوهش

الگوی مورد بررسی	آماره	سطح خطا	روش پذیرفته شده
الگوی (۱)	۱۵/۵۵۷	۰/۰۱۶۲	روش اثرات ثابت
الگوی (۲)	۱۵/۹۵۵	۰/۰۱۴۰	روش اثرات ثابت
الگوی (۳)	۱۳/۷۵۷	۰/۰۳۲۵	روش اثرات ثابت
الگوی (۴)	۲۶/۷۹۰	۰/۰۰۰۲	روش اثرات ثابت

همانطور که در جدول ۴ قابل مشاهده است، نتایج حاکی از آن است که الگوی داده‌های تابلویی با اثرات ثابت برای الگوهای (۱ تا ۴) برای الگوی روش ارجح است؛ بنابراین، به تخمین الگوی پژوهش با توجه به روش ارجح پرداخته شد. در ادامه نتایج تخمین الگوی پژوهش با روش داده‌های تابلویی با اثرات تصادفی نشان داده شده است.

جدول ۵- نتایج حاصل از برآورد الگوی (۱) پژوهش برای آزمون فرضیه اول

متغیر	ضریب متغیر	آماره تی	سطح خطا
α_0	۰/۴۰۳	۷/۶۵۹	۰/۰۰۰
R&D	۳/۰۱۷	۵/۷۱۵	۰/۰۰۰
INSOWN	۰/۰۵۹	۳/۸۸۳	۰/۰۰۰۱
INSOWN * R&D	۰/۹۲۱	۲/۰۵۵	۰/۰۴۰۵
SIZE	-۰/۰۲۲	-۵/۶۶۷	۰/۰۰۰
LIQ	۰/۱۳۷	۱/۷۱۳	۰/۰۸۷۳
CAPX	-۰/۱۱۲	-۳/۸۷۰	۰/۰۰۰۱
ضریب تعیین	۰/۳۵۶		
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۳۳۸		
آماره‌ی دوربین-واتسون	۱/۵۳۵		
آماره‌ی F	۱۹/۱۸۴		
احتمال آماره‌ی F	۰/۰۰۰		

با توجه به نتایج قابل مشاهده در جدول ۵ و با توجه آماره‌ی F بدست آمده (۱۹/۱۸۴) و سطح خطای آن (۰/۰۰۰)، می‌توان ادعا کرد که در مجموع الگوی تحقیق از معناداری بالایی برخوردار است. همچنین، با توجه به ضریب تعیین تعدیل شده بدست آمده برای الگو که برابر ۳۳ درصد است، می‌توان بیان کرد که در مجموع متغیرهای مستقل و کنترل تحقیق بیش از ۳۳ درصد تغییرات متغیر وابسته را توضیح می‌دهند. افزون بر این، با توجه به مقدار آماره‌ی دوربین واتسون که برابر ۱/۵۳۵ است، می‌توان ادعا کرد که خود همبستگی مرتبه‌ی اول میان باقی‌مانده‌های الگو وجود ندارد. ضریب مثبت مالکیت نهادی بر رابطه بین مخارج بلندمدت بیانگر آن است که آن است که افزایش مالکیت نهادی سبب افزایش مخارج بلندمدت می‌شود و در نتیجه افزایش مخارج بلندمدت عملکرد مالی افزایش می‌یابد. در نتیجه، این فرضیه در سطح اطمینان ۰/۹۵ مورد تأیید قرار می‌گیرد. نتیجه آزمون این فرضیه، منطبق با مبانی نظری تحقیق و با پژوهش وانگ و همکاران (۲۰۱۷) مطابقت دارد.

جدول ۶- نتایج حاصل از برآورد الگوی (۲) پژوهش برای آزمون فرضیه دوم

متغیر	ضریب متغیر	آماره تی	سطح خطا
α_0	۰/۳۸۰	۷/۰۹۱۴	۰/۰۰۰
R&D	۲/۷۲۴	۲/۹۳۶	۰/۰۰۳۵
CENTOWN	۰/۰۶۴	۲/۷۲۹	۰/۰۰۶۶
CENTOWN * R&D	۱/۰۱۶	۲/۷۲۹	۰/۰۰۶۶
SIZE	-۰/۰۲۱۳	-۵/۵۶۴	۰/۰۰۰
LIQ	۰/۱۵۷	۱/۹۶۲	۰/۰۵۴
CAPX	-۰/۱۰۲	-۳/۵۰۸	۰/۰۰۵
ضریب تعیین	۰/۳۴۹		
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۳۳۰		
آماره‌ی دوربین-واتسون	۱/۵۷۲		
آماره‌ی F	۱۸/۵۹۱		
احتمال آماره‌ی F	۰/۰۰۰		

با توجه به نتایج قابل مشاهده در جدول ۶ و با توجه آماره‌ی F بدست آمده (۱۸/۵۹۱) و سطح خطای آن (۰/۰۰۰)، می‌توان ادعا کرد که در مجموع الگوی تحقیق از معناداری بالایی برخوردار است. همچنین، با توجه به ضریب تعیین تعدیل شده بدست آمده برای الگو که برابر ۳۳ درصد است، می‌توان بیان کرد که در مجموع متغیرهای مستقل و کنترل تحقیق بیش از ۳۳ درصد تغییرات متغیر وابسته را توضیح می‌دهند. افزون بر این، با توجه به مقدار آماره‌ی دوربین واتسون که برابر ۱/۵۷۲ است، می‌توان ادعا کرد که خود همبستگی مرتبه‌ی اول میان باقی‌مانده‌های الگو وجود ندارد. ضریب مثبت تمرکز مالکیت بر رابطه بین مخارج بلندمدت بیانگر آن است که آن است که افزایش تمرکز مالکیت سبب افزایش مخارج بلندمدت می‌شود و در نتیجه افزایش مخارج بلندمدت عملکرد مالی افزایش می‌یابد. در نتیجه، این فرضیه در سطح اطمینان ۰/۹۵ مورد تأیید قرار می‌گیرد. نتیجه آزمون این فرضیه، منطبق با مبانی نظری تحقیق و با پژوهش وانگ و همکاران (۲۰۱۷) مطابقت دارد.

جدول ۷- نتایج حاصل از برآورد الگوی (۳) پژوهش برای آزمون فرضیه سوم

متغیر	ضریب متغیر	آماره تی	سطح خطا
α_0	۰/۳۹۲	۷/۳۵۲	۰/۰۰۰
R&D	۲/۵۳۷	۴/۷۱۹	۰/۰۰۰
MANOWN	۰/۰۴۱۸	۲/۰۶۲۷	۰/۰۳۹۸
MANOWN* R&D	۱/۹۰۷	۳/۴۱۲	۰/۰۰۰۷
SIZE	-۰/۰۲۰۹	-۵/۴۴۳	۰/۰۰۰
LIQ	۰/۱۵۳	۱/۹۰۸	۰/۰۵۷
CAPX	-۰/۰۹۴	-۳/۲۱۴	۰/۰۰۱۴
ضریب تعیین	۰/۳۴۷		
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۳۲۹		
آماره‌ی دوربین-واتسون	۱/۵۴۶		
آماره‌ی F	۱۸/۴۴۷		
احتمال آماره‌ی F	۰/۰۰۰		

با توجه به نتایج قابل مشاهده در جدول ۷ و با توجه آماره‌ی F بدست آمده (۱۸/۴۴۷) و سطح خطای آن (۰/۰۰۰)، می‌توان ادعا کرد که در مجموع الگوی تحقیق از معناداری بالایی برخوردار است. همچنین، با توجه به ضریب تعیین تعدیل شده بدست آمده برای الگو که برابر ۳۲ درصد است، می‌توان بیان کرد که در مجموع متغیرهای مستقل و کنترل تحقیق بیش از ۳۲ درصد تغییرات متغیر وابسته را توضیح می‌دهند. افزون بر این، با توجه به مقدار آماره‌ی دوربین واتسون که برابر ۱/۵۴۶ است، می‌توان ادعا کرد که خود همبستگی مرتبه‌ی اول میان باقی‌مانده‌های الگو وجود ندارد. ضریب مثبت ضریب مالکیت مدیریتی بر رابطه بین مخارج بلندمدت بیانگر آن است که آن است که افزایش مالکیت مدیریتی سبب افزایش مخارج بلندمدت می‌شود و در نتیجه افزایش مخارج بلندمدت عملکرد مالی افزایش می‌یابد. در نتیجه، این فرضیه در سطح اطمینان ۰/۹۵ مورد تأیید قرار می‌گیرد. نتیجه آزمون این فرضیه، منطبق با مبانی نظری تحقیق و با پژوهش وانگ و همکاران (۲۰۱۷) مطابقت دارد.

جدول ۸ - نتایج حاصل از برآورد الگوی (۴) پژوهش برای آزمون فرضیه چهارم

متغیر	ضریب متغیر	آماره تی	سطح خطا
α_0	۰/۳۴۶	۸/۸۳۲	۰/۰۰۰
R&D	۳/۹۴۲	۱۱/۳۳۲	۰/۰۰۰
LEV	-۰/۲۲۸	-۹/۹۸۲	۰/۰۰۰
LEV* R&D	-۲/۹۱۵	-۵/۵۶۲	۰/۰۰۰۰
SIZE	-۰/۰۰۴۱	-۱/۲۹۴	۰/۱۹۶۲
LIQ	۰/۰۹۵۸	۱/۳۸۲	۰/۱۶۶۱
CAPX	-۰/۰۸۸۸	-۳/۵۵۵	۰/۰۰۰۴
ضریب تعیین	۰/۵۰۹		
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۴۹۶		
آماره‌ی دوربین-واتسون	۱/۶۵۵		
آماره‌ی F	۳۷/۶۶۸		
احتمال آماره‌ی F	۰/۰۰۰		

با توجه به نتایج قابل مشاهده در جدول ۸ و با توجه آماره‌ی F بدست آمده (۳۷/۶۶۷) و سطح خطای آن (۰/۰۰۰)، می‌توان ادعا کرد که در مجموع الگوی تحقیق از معناداری بالایی برخوردار است. همچنین، با توجه به ضریب تعیین تعدیل شده بدست آمده برای الگو که برابر ۴۹ درصد است، می‌توان بیان کرد که در مجموع متغیرهای مستقل و کنترل تحقیق بیش از ۴۹ درصد تغییرات متغیر وابسته را توضیح می‌دهند. افزون بر این، با توجه به مقدار آماره‌ی دوربین واتسون که برابر ۱/۶۵۵ است، می‌توان ادعا کرد که خود همبستگی مرتبه‌ی اول میان باقی‌مانده‌های الگو وجود ندارد. ضریب منفی اهرم مالی بر رابطه بین مخارج بلندمدت بیانگر آن است که آن است که افزایش اهرم مالی سبب کاهش مخارج بلندمدت می‌شود و در نتیجه کاهش مخارج بلندمدت عملکرد مالی کاهش می‌یابد. در نتیجه، این فرضیه در سطح اطمینان ۰/۹۵ مورد تأیید قرار می‌گیرد. نتیجه آزمون این فرضیه، منطبق با مبانی نظری تحقیق و با پژوهش وانگ و همکاران (۲۰۱۷) مطابقت دارد.

۹- بحث و نتیجه‌گیری

هدف این پژوهش بررسی تأثیر اهرم مالی و ساختار مالکیت بر رابطه بین مخارج بلند مدت و عملکرد مالی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته شد. برای اندازه‌گیری ساختار مالکیت از سه معیار شامل مالکیت نهادی، تمرکز مالکیت و مالکیت مدیریتی استفاده شده است. بدین منظور چهار فرضیه برای بررسی این موضوع تدوین و داده‌های موجود مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفت. نتایج پژوهش حاکی از آن است که مالکیت نهادی تأثیر مثبت و معناداری بر رابطه بین مخارج بلندمدت و عملکرد مالی دارد. بدین معنی است که سرمایه‌گذاران بزرگ می‌توانند نقش نظارتی بر رفتارهای متعصبانه مدیر را داشته باشند. مالکان نهادی به شرکتها برای دستیابی به حداکثر کارایی کمک می‌کنند و مالکان نهادی که درصد بالاتری از مالکیت شرکت را در اختیار دارند، انگیزه بیشتری برای راهبری و کنترل فعالیتهای مدیریتی دارند، به نحوی که با افزایش درصد مالکان نهادی، موجب استفاده بهینه از منابع شرکت، کاهش مشکلات نمایندگی و عدم تقارن اطلاعاتی می‌شود و در نتیجه‌ی کاهش مشکلات نمایندگی و عدم تقارن اطلاعاتی و افزایش عملکرد شرکت و در نتیجه افزایش مخارج بلند مدت گردد. تمرکز مالکیت تأثیر مثبت و معناداری بر رابطه بین مخارج بلندمدت و عملکرد شرکت دارد. بدین معنی است که افزایش سهامداران عمده و بزرگ، موجب محدود شدن مسایل و مشکلات نمایندگی می‌شود و انگیزه کافی برای نظارت بر مدیران را دارند. این نتایج هم راستا با نتایج پژوهش گرانی از جمله یو (۲۰۰۶)، یو و همکاران (۲۰۰۲)، دلگادو هرتادو (۲۰۰۰) است که به این نتیجه رسیدند شرکتها با مالکیت نهادی بزرگتر و سهامداران عمده بیشتر دارای اقلام تعهدی اختیاری کمتر و در نتیجه کیفیت سود بالاتر می‌باشند. شواهد تجربی نشان می‌دهد که نقش نظارتی سهامداران عمده موجب بهبود فرایند گزارشگری و کاهش تضاد میان مدیران و سهامداران و در نتیجه افزایش مخارج بلند مدت گردد و در نتیجه افزایش

مخارج بلندمدت عملکرد مالی افزایش می‌یابد. مالکیت مدیریتی تاثیر مثبت و معناداری بر رابطه بین مخارج بلندمدت و عملکرد شرکت می‌شود. بدین معنی است که مالکیت مدیریتی باعث مشارکت فعال مدیران در راهبری جریانهای نقد آزاد شرکت برای اطمینان از سرمایه‌گذاری در طرح‌های دارای ارزش افزوده، می‌شود. هم‌چنین مالکیت مدیریتی نقش با اهمیتی را در اطمیناندهی نسبت به استفاده درست از جریانهای نقد آزاد در طرحهای سودآور بلندمدت و حداکثرسازی منافع سهامداران، ایفا می‌کند. براساس نظریه نمایندگی، مالکیت مدیریتی به تامین منافع هر دوی مدیران و مالکان کمک می‌کند. بنابراین می‌توان بیان کرد که چنانچه مدیریت در مالکیت شرکت سهم داشته باشد منافع مدیران و سهامداران به هم نزدیک و موجب استفاده بهینه از منابع شرکت می‌شود، از این رو عدم تقارن اطلاعاتی بین سهامداران و مدیران کاهش می‌یابد و در نتیجه افزایش عملکرد شرکت نتیجه‌ی افزایش مخارج بلند مدت افزایش می‌یابد. اهرم مالی تاثیر منفی و معناداری بر رابطه بین مخارج بلندمدت و عملکرد مالی شرکت دارد. بدین معنی است که شرکت‌های با تکنولوژی بالا ترجیح می‌دهند، برای سرمایه‌گذاری خود حجم بالایی بدهی تحقیق و توسعه متحمل شوند. این نتیجه هم راستا با پژوهش اوبراین (۲۰۰۳)، بوگاش (۲۰۰۴)، هاینز و او (۲۰۰۶) و هاینز و او (۲۰۰۶) است که دریافتند شدت تحقیق و توسعه رابطه منفی با اهرم دارد. این یافته نشان می‌دهد که شرکت‌های رقیب در نوآوری، ساختار سرمایه با اهرم مالی کمتر را انتخاب می‌کنند. بنابر این، اهرم مالی دارای تأثیر منفی بر هزینه تحقیق و توسعه می‌باشد، که به نوبه خود می‌تواند تأثیر منفی بر عملکرد و رشد شرکت بگذارد. با توجه به نتایج آزمون فرضیه‌های پژوهش مبنی بر وجود رابطه‌ی معنادار میان برخی متغیرهای حسابداری (مخارج بلندمدت، ساختار مالیکت و اهرم مالی) و عملکرد شرکت پیشنهاد می‌شود که کلیه استفاده‌کنندگان در تصمیمات سرمایه‌گذاری خود همواره باید این نکته را مد نظر قرار دهند که به موازات افزایش میزان مخارج بلندمدت به هر دلیلی (از جمله ساختار مالکیت) منجر به کاهش ریسک سرمایه‌گذاری می‌شود. به عبارتی دیگر سرمایه‌گذاران ریسک‌گریز هیچ‌گاه شرکت‌هایی را که در آنها مخارج بلندمدت در سطح حداقل می‌باشد به عنوان شرکت‌های مطلوب جهت سرمایه‌گذاری در نظر نمی‌گیرند.

منابع و مراجع

۱. صدرایی جواهری، احمد و ذبیحیدان، محمد سعید. (۱۳۹۱) بررسی تأثیر تحقیق و توسعه بر عملکرد بنگاه‌ها در صنایع کارخانه‌ای ایران بر اساس رویکرد ساختار-رفتار-عملکرد. فصلنامه راهبردی اقتصادی، سال اول، شماره سوم، صص ۹۴-۱۱۸.
۲. Bhagat, S. and I Welch (1995). Corporate research & development investments: International comparison. *Journal of Accounting and Economics*, 19, 443- 470.
۳. Bougheas, S. (2004). Internal vs External Financing of R&D. *Small Business Economics*, 22, 11-17.
۴. Bushee, B. J. (1998). The Influence of Institutional Investor on Myopic R&D Investment Behavior. *The Accounting Review*, 73(3), 305-333.
۵. Chan, L. K., Lakonishok, J. and Sougiannis, T. (2001). "The Stock Market Valuation of Research and Development Expenditures." *The Journal of Finance* 6: 2431-455.
۶. Cheng, H., Zhang, Y. and Chang, Y. (2006). "An Empirical Study on the Relationship between R&D Inputs and Performance". *Scientific Management Research*. 3, p110-113 (in Chinese).
۷. Fang, W. (2009). "The Influence of R&D Investment on Corporate Profit Ability". *Securities Market Herald*, 6, p71-77(in Chinese).
۸. Graves, S. & Waddock, S. (1994). Institutional owners and corporate social performance. *Academy of Management Journal*, Vol. 37, No.4, pp.1034-1046.
۹. Graves, S. B. (1988). Institutional ownership and corporate R&D in the computer industry. *Academy of Management Journal*, 31, 417-427.
۱۰. Graves, S.B. (1990). Institutional Ownership and Corporate R&D Investment: A Multi-Industry Study. *Technological Forecasting and Social Change*, 37, 59-76.
۱۱. Hsiu J. F. (2006). Effect of Financial Information Transparency on Investor Behavior in Taiwan Stock Market.

12. Hsu, Hsueh-En. (2016). the effects of leverage and ownership structure as moderating effects between R&D expenditures and firm Performance. South East Asia Journal of Contemporary Business, Economics and Law, Vol. 2, Issue 1.
13. Jeffrey, L, C., & Fang, X. (2011). Institutional Investors and Crash Risk: Monitoring or Expropriation?. www.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1804697
14. Jensen, M. and Meckling, W., (1976), Theory of the firm: Managerial behaviour, agency costs and ownership structure, Journal of Financial Economics, 3, pp. 305-360.
15. Karamanou, I., and N. Vafeas. (2005). The Association between Corporate Boards, Audit Committees, and Management Earnings Forecasts: An Empirical Analysis. Journal of Accounting Research, Vol. 43, Pp. 453-486.
16. Lipczynski, J. Wilson, J. and Goddard, J. (2005). "Industrial Organization, Second Edition, Pearson Education.
17. Masulis, R., Wang, C., and F. Xie. (2007). Corporate Governance and Acquirer Returns. Journal of Finance, Vol. 62, Pp. 1851-1889.
18. O'Brien, J. P. (2003). The capital structure implications of pursuing a strategy of innovation. Strategic Management Journal, 24(5), 415-431.
19. Ou, C., and G. W Haynes (2006). Acquisition of additional equity capital by small firms-findings from the National Survey of Small Business Finances. Small Business Economics, 27 , 157-168.
20. Singh, M., and S. Faircloth (2005). The impact of corporate debt on long term investment and firm performance. Applied Economics, 37, 875-883.
21. Panayiotis C.A., Constantinos, A., Joanne, H., and L. Christodoulos. (2015). Corporate Governance and Firm-Specific Stock Price Crashes. <http://ssrn.com/>.
22. Rzakhanov, Z. (2004). "Innovation, Product Development and Market Value: Evidence from the Biotechnology Industry". Economics of Innovation and New Technology, December.
23. Warfield, T. Wild, J. and K. Wild. (1995). Managerial Ownership, Accounting choices and Informativeness of Earnings. Journal of Accounting and Economics, Vol. 20, No.1, Pp.61-91.
24. Xie, B., Davidson III, W.N, D., and P.J.Dalt. (2003). Earnings Management and Corporate Governance: The Roles of the Board and the Audit Committee. Journal of Corporate Finance, Vol. 9, Pp. 295-316.
25. Yu, Frank, (2006)," Corporate Governance and Earnings Management", Available at [www. Google.Com](http://www.Google.Com).
26. Yuqian , Sh. and Wenlin, G. (2014). "An Empirical Study on the Profitability and its Influencing Factors of the Pharmaceutical Industry". Journal of Chemical and Pharmaceutical Research, 6(6):1191-1195.