

## مقاله پژوهشی:

# تأثیر اجتناب از پرداخت مالیات بر معیارهای حسابداری ارزش شرکت: جریان نقد آزاد برای واحد تجاری و جریان نقد آزاد ناشی از کسب و کار

مریم نوبخت \*

یونس نوبخت \*\*

## چکیده

اجتناب از پرداخت مالیات از مهمترین تصمیمات مدیران است که به واسطهٔ جلوگیری از انتقال منابع شرکت به دولت ممکن است آثار مساعد یا نامساعدی بر ارزش شرکت داشته باشد. هدف از این پژوهش، بررسی تأثیر اجتناب از پرداخت مالیات بر ارزش شرکت در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران با حجم نمونه ۱۸۰ شرکت برای سال‌های ۱۳۹۷-۱۳۸۸ می‌باشد. فرضیه‌های پژوهش با بهره‌گیری از مدل‌های رگرسیونی چند متغیره آزمون و برای بررسی ارزش شرکت از دو معیار حسابداری جریان نقد آزاد برای واحد تجاری و جریان نقد آزاد ناشی از کسب و کار استفاده گردیده است. همچنین جهت اندازه‌گیری اجتناب مالیاتی نیز نرخ مؤثر مالیاتی جریان نقد عملیاتی بکار گرفته شده است. یافته‌های پژوهش نشان می‌دهد که اجتناب از پرداخت مالیات بر معیارهای حسابداری ارزش شرکت تأثیر مثبت و معنی‌داری دارد، به این معنی که با افزایش اجتناب مالیاتی ارزش شرکت افزایش می‌یابد. شدت این افزایش در ارزش برآوردی شرکت از طریق جریان نقد آزاد ناشی از کسب و کار نسبت به ارزش برآوردی شرکت از طریق جریان نقد آزاد برای واحد تجاری بیشتر است که می‌تواند ناشی از خنثی شدن اثر تأمین مالی در آن باشد. بدین ترتیب نتایج پژوهش حاکی از تأیید تئوری ارزش آفرینی در رابطه بین فعالیت‌های اجتناب مالیاتی و ارزش شرکت است.

واژگان کلیدی: اجتناب مالیاتی، ارزش شرکت، جریان نقد آزاد برای واحد تجاری، جریان نقد آزاد ناشی از کسب و کار.

\* دانشجوی دکتری مالی، دانشکده مدیریت، دانشگاه استانبول، استانبول، ترکیه (نویسنده مسئول) nobaxt.tabriz@yahoo.com

\*\* دکتری مالی و حسابداری، دانشکده اقتصاد و علوم اداری، دانشگاه سلچوک، کنیا، ترکیه

تاریخ پذیرش: ۱۳۹۹/۰۷/۰۸

تاریخ دریافت: ۱۳۹۹/۰۳/۲۰

## مقدمه

موضوع مالیات به دلیل نقش خاص، تأثیرات و همچنین قوانین، مقررات و ساز و کارهای حاکم بر آن، از دیرباز مورد توجه صاحب‌نظران اقتصاد، مالیه عمومی، سیاسیون، تشکل‌ها و حتی عموم مردم قرار داشته است (سعیدی و کلامی، ۱۳۸۸). مالیات در حقیقت، به نوعی، پرداخت هزینه زندگی اجتماعی محسوب می‌شود. با این حال، مالیات بر درآمد از منظر شرکت‌ها هزینه است (ولک و همکاران<sup>۱</sup>، ۲۰۱۳)، هزینه‌ای که بر تمام واحدهای انتفاعی که به نوعی درآمدزایی می‌کنند، از جانب دولت تحمیل می‌شود. بدین ترتیب چنانچه شرکت‌ها و اشخاص حقوقی به عنوان واحدهایی تلقی شوند که در راستای کسب سود و انتفاع فعالیت می‌کنند، می‌توان انتظار داشت که به دنبال راهکارهایی برای کاهش مالیات پرداختی خود باشند. در ادبیات مالی، تلاش‌ها و راهکارهای قانونی شرکت‌ها به منظور کاهش هزینه مالیاتی را به نام‌های متفاوتی همچون؛ مدیریت مالیاتی، اجتناب از پرداخت مالیات و یا رویه مالیاتی جسورانه می‌شناسند.

اجتناب از پرداخت مالیات طیفی از استراتژی‌های مالیاتی را شامل می‌شود که در یک سر آن استراتژی فعالیت‌های قانونی و در سر دیگر آن استراتژی فعالیت‌های متهورانه قرار دارد (هانلون و هیتزمن<sup>۲</sup>، ۲۰۱۰). اگرچه در ظاهر اجتناب از پرداخت مالیات می‌تواند مزایایی برای شرکت به همراه آورد، ولی هزینه‌های بسیاری نیز به شرکت تحمیل خواهد نمود. از این رو پیرامون شیوه اثرگذاری آن بر واکنش بازار و ارزش شرکت، دیدگاه‌های متفاوتی وجود دارد. بر اساس دیدگاه اثرگذاری آن بر واکنش بازار و ارزش شرکت، دیدگاه‌های متفاوتی وجود دارد. بر اساس دیدگاه ارزش آفرینی می‌توان با استفاده از اجتناب مالیاتی اقدام به افزایش ارزش شرکت و در نتیجه ارزش آفرینی نمود؛ زیرا اجرای استراتژی اجتناب از پرداخت مالیات منجر به حفظ منابع در درون شرکت می‌گردد. اگر هزینه و ریسکی برای اجتناب مالیاتی وجود نداشته باشد، بدین ترتیب جریان‌های نقد و سود خالص افزایش می‌یابد. مدیران توانمند نیز می‌توانند از منابع ایجاد شده به منظور افزایش ثروت سهامداران استفاده نمایند. در صورت برقراری این شرایط، شرکت‌ها تمایل به اجتناب از پرداخت مالیات خواهند داشت. دیدگاه دوم مبتنی بر نظریه نمایندگی است. بر اساس این دیدگاه هزینه‌های مشهود و نامشهود ناشی از اجرای اجتناب مالیاتی می‌تواند مزایای آن را حذف نماید و از این رو، ارزش شرکت را کاهش دهد (کمالی منفرد و علی‌احمدی،

1- Wolk et al

2- Hanlon & Heitzman

۱۳۹۶). هزینه‌های مستقیم اجتناب مالیاتی عبارتند از؛ زمان، منابع انسانی، بکارگیری منابع برای اجرای استراتژی، احتمال تجدید ارائه صورت‌های مالی، افزایش ریسک مربوط به دعوی حقوقی بر علیه شرکت، ریسک بررسی مدارک شرکت توسط مأموران مالیاتی و هزینه‌های سیاسی (چن و همکاران<sup>۱</sup>، ۲۰۱۰).

هدف از این مقاله، بررسی تأثیر اجتناب از پرداخت مالیات بر ارزش شرکت در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد. در این مطالعه برای ارزشیابی ارزش شرکت از معیارهای حسابداری جریان نقد آزاد برای واحد تجاری<sup>۲</sup> و جریان نقد آزاد ناشی کسب و کار<sup>۳</sup> استفاده شده است. بدین ترتیب، این پژوهش علاوه بر بررسی اثرات اجتناب از پرداخت مالیات بر ارزش شرکت، با استفاده از معیارهای حسابداری جریان نقد آزاد در ارزشیابی ارزش شرکت‌ها به توسعه ادبیات مالی در این زمینه نیز کمک خواهد نمود. علاوه بر این در اغلب پژوهش‌ها برای محاسبه متغیر اجتناب از پرداخت مالیات از نرخ مؤثر مالیات نقدی استفاده می‌شود، در صورتی که این نرخ، دو اثر متمایز اجتناب از پرداخت مالیات و مدیریت سود افزایشی را به صورت هم‌زمان منعکس می‌کند (رهنمای روپشتی و همکاران، ۱۳۹۶). از این رو در این پژوهش برای اولین بار در ایران از نرخ مؤثر مالیاتی جریان نقد عملیاتی برای محاسبه متغیر اجتناب از پرداخت مالیات استفاده می‌شود تا مانع از حصول نتایج اشتباه گردد که نوآوری این مقاله محسوب می‌شود.

## مبانی نظری

### اجتناب از پرداخت مالیات

پاسترناک و ریکو<sup>۴</sup> (۲۰۰۸) اجتناب مالیاتی را استفاده قانونی از شکاف‌های قوانین مالیاتی جهت کاهش هزینه مالیات تعریف نمودند. هانلون و هیتزمن (۲۰۱۰) نیز اجتناب مالیاتی را به‌عنوان کاهش آشکار مالیات به‌زای هر واحد از سود حسابداری یا جریان‌های نقدی در نظر گرفتند. دزایی و دارماپالا<sup>۵</sup> (۲۰۰۹) افزایش تفاوت بین سود حسابداری و سود مشمول مالیات، کاهش نرخ مؤثر مالیاتی و رشد سود شرکت‌ها بدون شناسایی بدهی‌های مالیاتی

1- Chen et al

2- Free Cash Flow to the Firm

3- Free Cash Flow from the Business

4- Pasternak & Rico

5- Desai & Dharmapala

را از جمله نشانه‌های فعالیت‌های اجتناب مالیاتی مدیران برشمردند. مرور ادبیات مالی در این زمینه نشان می‌دهد؛ به‌طور کلی دو دیدگاه در ارتباط با اجتناب مالیاتی وجود دارد. دیدگاه نخست، هدف فعالیت‌های اجتناب مالیاتی را تنها کاهش تعهدات و بدهی‌های مالیاتی شرکت‌ها قلمداد می‌کند. طرفداران این دیدگاه معتقدند که از نظر سرمایه‌گذاران، اجتناب مالیاتی به عنوان فعالیتی تلقی می‌شود که ارزش شرکت را افزایش می‌دهد و باید مدیران را برای بکارگیری چنین اقداماتی تشویق نمود و به آن‌ها پاداش داد. نمونه بارز چنین وضعیتی را می‌توان مبنا قرار دادن سود بعد از مالیات به عنوان طرح‌های پاداش مدیران نام برد که منجر به کاهش نرخ مؤثر مالیاتی می‌شود. در عین حال زمان‌بر بودن این فعالیت برای مدیران و کشف آن توسط نهادهای نظارتی و مالیاتی از هزینه‌های بالقوه این دیدگاه به‌شمار می‌رود. بنابراین می‌توان چنین نتیجه‌گیری نمود که در این دیدگاه ممکن است تضاد منافع بین مدیران و سهامداران طبق تئوری نمایندگی به فراموشی سپرده شده اما در مقابل، رابطه شرکت و دولت بر مبنای تئوری ذینفعان به چالش کشیده شود. در دیدگاه دوم، فعالیت‌های اجتناب از پرداخت مالیات ابعاد بیشتری از مسائل نمایندگی بین مدیران و سهامداران از قبیل فرصت‌طلبی مدیران و سوءاستفاده از منابع شرکت را شامل می‌شود. دزایی و دارماپالا (۲۰۰۹) معتقدند، پیچیدگی فعالیت‌های اجتناب مالیاتی می‌تواند ابزارها، پوشش‌ها و قضاوت‌هایی را برای مدیران ایجاد نماید که زمینه‌ساز رفتارهای فرصت‌طلبانه آن‌ها مانند دستکاری سود، معاملات با اشخاص وابسته و سوءاستفاده از منابع شرکت به نفع مدیران گردد. به عبارت دیگر، در این دیدگاه ممکن است اجتناب مالیاتی و انحراف مدیران مکمل یکدیگر قرار گیرند.

### ارزش شرکت

تعیین ارزش انواع دارایی‌های مالی در تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران نقش قابل توجهی دارد، زیرا سرمایه‌گذاران قبل از خرید انواع اوراق بهادار، علاقه‌مند هستند از ارزش آن‌ها آگاهی یابند. با تبیین ارزش شرکت در فرآیند ارزشیابی اوراق بهادار، شواهدی بدست می‌آید که بر پایه آن بتوان عملکرد شرکت را اندازه‌گیری کرد و در خصوص بازدهی آتی اوراق بهادار و تداوم فعالیت شرکت، راهکارهای عملی و اجرایی ارائه نمود. برای ارزیابی ارزش واحدهای اقتصادی روش‌های گوناگونی مورد استفاده قرار می‌گیرد. برخی از این روش‌ها مبنای اقتصادی، برخی دیگر مبنای حسابداری دارند. از میان روش‌های

حسابداری، جریان نقد آزاد، یکی از مهم‌ترین معیارهای ارزیابی ارزش محسوب می‌شود. جریان نقد آزاد معیاری است که سودآوری شرکت را پس از همه هزینه‌ها و سرمایه‌گذاری‌ها اندازه‌گیری می‌کند. تاکنون تعریف واحدی از جریان نقد آزاد ارائه نشده است اما تعاریف متعددی توسط افراد مختلف به منظور محاسبه جریان نقد آزاد ارائه شده است. طبق تعریف جنسن<sup>۱</sup> (۱۹۸۶) جریان نقد آزاد، باقیمانده جریان‌های نقدی پس از کسر وجوه لازم برای پروژه‌هایی است که خالص ارزش فعلی آن‌ها مثبت ارزیابی می‌شود. این پروژه‌ها، طرح‌های سرمایه‌گذاری هستند که ارزش فعلی جریان‌های نقدی ورودی مورد انتظار از آن‌ها بیش از ارزش فعلی جریان‌های نقدی خروجی مورد انتظار از آن‌ها است. از نظر لن و پلسن<sup>۲</sup> (۱۹۸۹) جریان نقد آزاد، پس از کسر وجوه پرداختی بابت مالیات، هزینه بهره، سود سهامداران ممتاز و سود سهامداران عادی از سود عملیاتی قبل از هزینه استهلاک به دست می‌آید. کاپلند<sup>۳</sup> (۱۹۹۱) جریان نقد آزاد را اینگونه تعریف می‌کند؛ سود عملیاتی پس از کسر مالیات به اضافه هزینه‌های غیرنقدی پس از کسر سرمایه‌گذاری، اموال، ماشین‌آلات، تجهیزات و سایر دارایی‌ها. در ایران نیز مهام و همکاران (۱۳۸۷) ضمن تفکیک جریان نقد آزاد به جریان نقد آزاد برای واحد تجاری و جریان نقد ناشی از کسب و کار، تعریف‌های زیر را ارائه نموده‌اند:

جریان نقد آزاد برای واحد تجاری: جریان نقد آزاد برای واحد تجاری نشان‌دهنده وجوه نقدی است که بعد از پرداخت تمام هزینه‌ها، بازپرداخت بدهی‌ها و پرداخت سود سهام در شرکت باقی می‌ماند و می‌توان آن را جریان نقد آزاد با اثر اهرمی نامید. جریان‌های نقد آزاد ناشی از کسب و کار: جریان نقد آزاد ناشی از کسب و کار نشان‌دهنده جریان نقد آزاد شرکت است که اثر تأمین مالی در آن خنثی شده است و می‌توان آن را جریان نقد آزاد بدون اهرم نیز نامید و وجه نقدی را نشان می‌دهد که پس از کسر هزینه‌ها و بازپرداخت بدهی‌ها در شرکت باقی می‌ماند.

### پیشینه پژوهش و تدوین فرضیه‌ها

گوئنتر و همکاران<sup>۴</sup> (۲۰۱۲) در پژوهشی با عنوان "اجتناب مالیاتی و ریسک شرکت" به این موضوع پرداخته‌اند که آیا تصمیمات مالیاتی بر ریسک شرکت تأثیر دارد و تا چه حد

1- Jensen

2- Lehn & Poulsen

3- Copeland et al

4- Guenther et al

معیارهای تجربی اجتناب مالیاتی شرکت، منعکس کننده انتخاب مخاطره‌آمیز مالیات شرکت است. نتایج پژوهش نشان داد که رابطه مثبتی بین انحراف معیار نرخ مؤثر مالیات نقدی و نوسانات بازده سهام وجود دارد، ولی بین پایین بودن نرخ مؤثر مالیات نقدی و یا بالا بودن منافع مالیاتی شناسایی نشده با نوسانات بازده سهام، رابطه معناداری وجود ندارد. چن و همکاران<sup>۱</sup> (۲۰۱۴) در مطالعه‌ای به بررسی ارتباط بین اجتناب مالیاتی و ارزش شرکت، همچنین تأثیر شفافیت اطلاعاتی بر رابطه بین آن‌ها پرداختند. در این پژوهش که برای اندازه‌گیری اجتناب مالیاتی از دو سنجۀ تفاوت دفتری مالیات و نرخ مؤثر مالیاتی و همچنین برای اندازه‌گیری ارزش شرکت از نسبت کیوتوین استفاده گردیده است، نتایج حاکی است، بین اجتناب مالیاتی و ارزش شرکت رابطه منفی و معناداری وجود دارد. علاوه بر این نتایج نشان داد که با افزایش شفافیت اطلاعاتی، اثر منفی اجتناب مالیاتی بر ارزش شرکت کاهش می‌یابد.

پارک و همکاران<sup>۲</sup> (۲۰۱۶) در پژوهشی به بررسی رابطه توانایی مدیریت و اجتناب مالیاتی در کشور کره پرداختند. نتایج پژوهش ایشان نشان می‌دهد؛ بین اجتناب مالیاتی و ارزش شرکت رابطه منفی وجود دارد، از سوی دیگر توانایی مدیریت، رابطه منفی بین اجتناب مالیاتی و ارزش شرکت را کاهش می‌دهد.

شین و وو<sup>۳</sup> (۲۰۱۸) در مطالعه‌ای تأثیر اجتناب مالیاتی را بر هزینه سرمایه بدهی مورد بررسی قرار دادند. نتایج این مطالعه حاکی است؛ رابطه مثبتی بین اجتناب مالیاتی و هزینه سرمایه بدهی وجود دارد. زمانی که نسبت هزینه سرمایه بدهی بالاست اجتناب مالیاتی به طور قابل توجهی کاهش می‌یابد. از طرف دیگر، سودآوری یک شرکت، رابطه مثبت بین اجتناب از پرداخت مالیات و هزینه سرمایه بدهی را افزایش می‌دهد، زیرا اجتناب مالیاتی زمانی افزایش می‌یابد که سودآوری شرکت مطلوب باشد. بنابراین سودآوری یک شرکت از عوامل حیاتی است که بر رابطه بین اجتناب مالیاتی و هزینه سرمایه بدهی تأثیر می‌گذارد. چن و همکاران<sup>۴</sup> (۲۰۱۹) در پژوهشی ارتباط بین نقدشوندگی سهام و اجتناب از پرداخت مالیات را مورد مطالعه قرار دادند. یافته‌های پژوهش ایشان نشان داد که تأثیر نقدشوندگی سهام بر اجتناب مالیاتی از لحاظ آماری معنی‌دار است و هرچه نقدشوندگی سهام بالاتر باشد، اجتناب از پرداخت مالیات کمتری وجود خواهد داشت.

1- Chen et al

2- Park et al

3- Shin &amp; Woo

4- Chen et al

مشایخی و صبری (۱۳۹۴) در مطالعه‌ای تأثیر راهبری شرکتی بر رابطه بین اجتناب مالیاتی و ارزش شرکت را مورد بررسی قرار دادند. نتایج تحقیق ایشان حاکی از وجود رابطه مثبت یا به بیانی دیگر تأیید تئوری ارزش آفرینی در رابطه بین فعالیت‌های اجتناب از مالیات و ارزش شرکت است.

عابدی و صفری گرایلی (۱۳۹۵) تأثیر شفافیت اطلاعاتی را بر رابطه بین اجتناب مالیاتی و ارزش شرکت مورد بررسی قرار دادند. ایشان برای سنجش اجتناب مالیاتی از دو سنجه تفاوت دفتری مالیات (BTD) و نرخ مؤثر مالیاتی (ETR) و همچنین از نسبت کیوتوبین به عنوان سنجه ارزش شرکت استفاده نمودند. یافته‌های بدست آمده از این پژوهش حاکی از آن است که اجتناب مالیاتی، سبب کاهش ارزش شرکت می‌گردد. علاوه بر این، نتایج نشان می‌دهد که شفافیت اطلاعاتی اثر منفی اجتناب مالیاتی بر ارزش شرکت را تعدیل می‌کند.

غلامی کیان و فقیه (۱۳۹۶) در مطالعه‌ای به بررسی تأثیر اجتناب مالیاتی بر قدرت پیش-بینی سود پرداختند. نتایج پژوهش ایشان نشان داد که اجتناب مالیاتی، قدرت پیش‌بینی سود را کاهش می‌دهد. به بیان دیگر، اگرچه اجتناب مالیاتی منجر به افزایش جریان‌های نقدی آتی می‌گردد، اما ممکن است به دلیل عدم قطعیت و تحقق آن از قدرت پیش‌بینی سود بکاهد.

حسینی القار و شعری آناقیز (۱۳۹۶) در پژوهشی ویژگی‌های شخصیتی مدیران را به عنوان یکی از مهمترین عوامل تعیین‌کننده اجتناب مالیاتی مورد بررسی قرار داده‌اند. نتایج این مطالعه نشان داد؛ توانایی مدیریت تأثیر مثبت و معناداری بر اجتناب مالیاتی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران دارد. از طرف دیگر یافته‌ها نشان-دهنده تأثیر غیرمستقیم اندازه شرکت و اهرم مالی بر اجتناب از پرداخت مالیات است.

آقایی و همکاران (۱۳۹۷) در پژوهشی نقش توانایی مدیریتی در اجتناب مالیاتی شرکت‌ها را مورد بررسی قرار دادند. نتایج بررسی ایشان نشان داد؛ بین توانایی مدیریتی و اجتناب از پرداخت مالیات، رابطه مثبت و معناداری وجود دارد، در واقع توانایی مدیریتی بر رفتار اجتناب مالیاتی شرکت مؤثر است. مدیران با سطح توانایی بالا، کمتر درگیر فعالیت-های اجتناب مالیاتی می‌شوند.

نوبخت و نوبخت (۱۴۰۰) در مطالعه‌ای تأثیر اجتناب از پرداخت مالیات را بر معیارهای حسابداری و اقتصادی عملکرد شرکت مورد بررسی قرار دادند. نتایج پژوهش ایشان نشان

داد که اجتناب مالیاتی بر معیارهای حسابداری و اقتصادی عملکرد تأثیر منفی و معنی‌داری دارد، بدین معنی که با افزایش اجتناب مالیاتی عملکرد شرکت‌ها کاهش یافته است. شدت این کاهش در متغیر ارزش افزوده بازار نسبت به معیارهای ارزش افزوده اقتصادی و جریان نقد آزاد بیشتر است.

مطالعه مبانی نظری و پیشینه پژوهش نشان می‌دهد که اجتناب از پرداخت مالیات حاصل مهم‌ترین تصمیمات مدیران شرکت است که به واسطه جلوگیری از انتقال منابع شرکت به دولت ممکن است، آثار مساعد یا نامساعدی بر ارزش شرکت داشته باشد. بدین ترتیب فرضیه‌های زیر مطرح و آزمون شده است:

فرضیه اول: اجتناب مالیاتی بر ارزش برآوردی شرکت از طریق جریان نقد آزاد واحد تجاری تأثیر دارد.

فرضیه دوم: اجتناب مالیاتی بر ارزش برآوردی شرکت از طریق جریان نقد آزاد ناشی از کسب و کار تأثیر دارد.

### روش‌شناسی پژوهش

این مطالعه از لحاظ هدف جزء مطالعات کاربردی بوده و از نظر روش نیز، پژوهشی تجربی از نوع پس‌رویدادی می‌باشد. داده‌ها و اطلاعات مالی پژوهش از طریق مراجعه به صورت‌های مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و همچنین بانک‌های اطلاعاتی نظیر ره‌آورد نوین به دست آمده است. فرضیه‌های پژوهش نیز با بهره‌گیری از مدل‌های رگرسیونی چند متغیره آزمون شده‌اند. با توجه به اعمال محدودیت‌های زیر، تعداد نمونه پژوهش ۱۸۰ شرکت یا به عبارتی ۱۶۲۰ سال شرکت برای سال‌های ۱۳۸۸-۱۳۹۷ می‌باشد.

(۱) اطلاعات مالی شرکت برای دوره زمانی پژوهش در دسترس باشد؛ (۲) در طی دوره زمانی پژوهش در بورس اوراق بهادار تهران حضور داشته باشد؛ (۳) سال مالی آن منتهی به ۲۹ اسفند ماه باشد؛ (۴) دوره مالی آن طی بازه زمانی پژوهش تغییر نکرده باشد؛ (۵) از شرکت‌های بیمه، سرمایه‌گذاری، مؤسسات مالی و اعتباری، بانک‌ها و لیزینگ نباشد؛ (۶) زیان سنواتی نداشته باشد؛ (۷) سود قبل از مالیات آن در طی دوره زمانی پژوهش مثبت باشد.

متغیرهای پژوهش و نحوه محاسبه آنها



### نحوه اندازه‌گیری اجتناب مالیاتی

در اغلب پژوهش‌ها برای محاسبه متغیر اجتناب مالیاتی از نرخ مؤثر مالیات نقدی استفاده می‌شود، در صورتی که این نرخ معیار مناسبی برای اندازه‌گیری اجتناب مالیاتی نیست، چرا که این نرخ، دو اثر متمایز اجتناب مالیاتی و مدیریت سود افزایشی را به صورت هم‌زمان منعکس می‌کند (رهنمای روپشتی و همکاران، ۱۳۹۶). از سوی دیگر به نظر لو و نیسیم<sup>۱</sup> (۲۰۰۴) شرکت‌هایی که سود قبل از مالیات خود را مدیریت می‌کنند، نرخ مؤثر مالیات نقدی پایینی خواهد داشت که ممکن است به اشتباه به عنوان نشانه‌ای از اجتناب مالیاتی تفسیر شود. دلیل این امر نیز وجود سود قبل از مالیات در مخرج کسر این نرخ است که می‌تواند تحت تأثیر فعالیت‌های مربوط به مدیریت سود قرار گیرد. بنابراین در این پژوهش از معیاری جایگزین برای اندازه‌گیری اجتناب مالیاتی استفاده شده است که در مخرج کسر آن از جریان نقد عملیاتی استفاده و نرخ مؤثر مالیاتی جریان نقد عملیاتی نام دارد. به دلیل وجود جریان نقد عملیاتی در مخرج کسر، این نرخ کمتر تحت تأثیر انتخاب‌های حسابداری و مدیریت سود قرار می‌گیرد. استفاده از این معیار می‌تواند مانع از حصول نتایج اشتباه گردد. چراکه علاوه بر اجتناب مالیاتی راه‌های دیگری نظیر فرار مالیاتی، محافظه-کاری و مدیریت سود نیز برای عدم پرداخت و به تعویق انداختن مالیات‌ها وجود دارد، لذا انتخاب معیاری مناسب که تحت تأثیر این رویدادها نباشد می‌تواند اجتناب مالیاتی را به -درستی انعکاس داده و پیامدهای واقعی مربوط به اجتناب مالیاتی و نه هیچ رویداد دیگری را شناسایی نماید و با قابلیت اتکای بالایی به اجتناب مالیاتی نسبت داده شود (رهنمای روپشتی و همکاران، ۱۳۹۶).

نرخ مؤثر مالیاتی جریان نقد عملیاتی ( $COF ETR_{i,t}$ ) نشان‌دهنده اجتناب از پرداخت مالیات است، بالا بودن نرخ مؤثر مالیاتی نشان‌دهنده اجتناب مالیاتی کمتر و پایین بودن این نسبت نشان از افزایش اجتناب مالیاتی دارد، که برابر است با؛ نسبت مجموع مالیات‌های نقدی پرداختی در طول یک دوره زمانی ۵ ساله بر مجموع جریان‌های نقد عملیاتی قبل از مالیات همان دوره که به شرح زیر می‌باشد:

$$COF ETR_{i,t} = \frac{\sum_{t-4}^t \text{Cash Taxes Paid}_{i,t}}{\sum_{t-4}^t \text{Pretax operating Cash flows}_{i,t}} \quad (\text{رابطه ۱})$$

<sup>۱</sup>- Lev & Nissim

که در آن؛  $COF ETR_{i,t}$  نرخ مؤثر مالیاتی که نشان‌دهنده اجتناب مالیاتی است؛  $Cash Taxes Paid_{i,t}$  مالیات‌های پرداختی؛  $Pretax operating Cash flows_{i,t}$  جریان‌های نقد عملیاتی قبل از مالیات.

مالیات‌های نقدی پرداخت شده با مراجعه مستقیم به صورت جریان وجوه نقد بدست می‌آید و به دلیل فاصله یک ساله اعلام مالیات‌های پرداختی برای هر دوره، مالیات پرداختی آن سال، مالیات پرداختی مندرج در صورت جریان وجوه نقد یک سال بعد آن خواهد بود.

### نحوه اندازه‌گیری ارزش شرکت

در این پژوهش برای اندازه‌گیری ارزش شرکت از دو معیار برآوردی جریان نقد آزاد برای واحد تجاری و جریان نقد آزاد ناشی از کسب و کار استفاده شده است.

ارزش برآوردی شرکت از طریق جریان نقد آزاد برای واحد تجاری: ارزش برآوردی شرکت از طریق جریان نقد آزاد برای واحد تجاری برابر با مجموع جریان‌های نقد آزاد ایجاد شده برای واحد تجاری با فرض تداوم فعالیت است که به وسیله میانگین موزون هزینه سرمایه بعد از مالیات (WACC) تنزیل و به صورت زیر محاسبه می‌شود (داموداران<sup>۱</sup>، ۲۰۰۲؛ ارجان و بان<sup>۲</sup>، ۲۰۰۵؛ کلاسون<sup>۳</sup>، ۲۰۱۱؛ آلتان و کاراحان<sup>۴</sup>، ۲۰۱۶):

$$FVFCFF = \frac{FCFF}{WACC - G_n} \quad (\text{رابطه ۲})$$

که در آن؛  $FVFCFF$  ارزش برآوردی شرکت از طریق جریان نقد آزاد برای واحد تجاری؛  $FCFF$  جریان نقد آزاد برای واحد تجاری که برابر است با جریان نقد ناشی از فعالیت‌های عملیاتی - مخارج سرمایه‌ای - سود سهام پرداختی + خالص استقراض + سود دریافتی بابت سپرده‌های کوتاه و بلندمدت + سود سهام دریافتی - سود پرداختی بابت تسهیلات - مالیات پرداختی؛  $WACC$  میانگین موزون هزینه سرمایه است که با استفاده از فرمول عمومی زیر اندازه‌گیری می‌شود.

$$WACC = (W_d \times K_d) + (W_s \times K_s) \quad (\text{رابطه ۳})$$

که در آن،  $W_d$  نسبت بدهی در ساختار سرمایه؛  $W_s$  نسبت حقوق صاحبان سهام در ساختار سرمایه؛  $K_d$  هزینه بدهی (هزینه تأمین مالی از طریق اخذ وام یا انتشار اوراق مشارکت). با

1- Damodaran

2- Ercan

3- Claesson

4- Altan & Karahan

توجه به تعداد وام‌های دریافتی توسط شرکت‌ها و نیز تفاوت نرخ بهره‌ این وام‌ها، می‌توان یک میانگین را به صورت زیر به‌عنوان هزینه بهره آن‌ها در نظر گرفت:

$$K_d = \frac{\text{هزینه تأمین مالی}}{\text{بدهی بهره‌دار}} \times (1 - t) \quad \text{رابطه ۴}$$

$K_S$  هزینه حقوق صاحبان سهام است که نحوه محاسبه آن به صورت زیر می‌باشد:

$$K_S = R_f + \beta (R_m - R_f) \quad \text{رابطه ۵}$$

که در آن،  $R_f$  نرخ بازده بدون ریسک (نرخ اوراق مشارکت دولتی به‌عنوان نرخ بازده بدون ریسک استفاده گردیده است)؛  $\beta$  شاخص ریسک سیستماتیک (ضریب بتای شرکت‌ها از نرم‌افزار ره‌آورد نوین استخراج شده است)؛  $R_m$  نرخ بازده مورد انتظار مجموعه سرمایه‌گذاری بازار، که از طریق رابطه زیر محاسبه می‌گردد:

$$R_m = \frac{I_t - I_{t-1}}{I_{t-1}} \quad \text{رابطه ۶}$$

$I_t$  شاخص کل بازار در پایان سال  $t$  و  $I_{t-1}$  شاخص کل بازار در سال  $t-1$ .

$G_n$  نرخ رشد ثابت شرکت در سال  $n$ ، که از طریق رابطه زیر محاسبه می‌گردد:

$$G_n = \text{Retention Rate} \times \text{Return on Equity} \quad \text{رابطه ۷}$$

که در آن؛  $\text{Retention Rate}$  نسبت نگهداری و  $\text{Return on Equity}$  بازده حقوق صاحبان سهام است که به صورت زیر محاسبه می‌شوند:

نسبت نگهداری: (سود خالص - سود تقسیمی) ÷ سود خالص؛ نشان‌دهنده درصدی از سود شرکت است که به سهامداران پرداخت نشده است.

بازده حقوق صاحبان سهام: سود خالص ÷ مجموع حقوق صاحبان سهام؛ نشان‌دهنده میزان بازدهی سرمایه‌گذاران نسبت به سود شرکت است.

ارزش برآوردی شرکت از طریق جریان نقد آزاد ناشی از کسب و کار: ارزش برآوردی شرکت از طریق جریان نقد آزاد ناشی از کسب و کار برابر است با مجموع جریان‌های نقد آزاد ناشی از کسب و کار که به وسیله میانگین موزون هزینه سرمایه بعد از مالیات (WACC) تنزیل و به صورت زیر محاسبه می‌شود:

$$FVFCFB = \frac{FCFB}{WACC - G_n} \quad \text{رابطه ۸}$$

که در آن؛  $FVFCFB$  ارزش برآوردی شرکت از طریق جریان نقد آزاد ناشی از کسب و

کار؛ FCFB جریان نقد آزاد ناشی از کسب و کار که برابر است با وجوه نقد ناشی از فعالیت‌های عملیاتی - مخارج سرمایه‌ای - مالیات پرداختی؛ WACC میانگین موزون هزینه سرمایه و  $G_n$  نرخ رشد ثابت شرکت که نحوه محاسبه آن‌ها در بخش قبلی توضیح داده شد.

### متغیرهای کنترلی

**SIZE<sub>i,t</sub>**: اندازه شرکت؛ لگاریتم طبیعی فروش شرکت. یکی از عوامل تعیین‌کننده وجه نقد از دیدگاه نظریه جریان نقد آزاد، اندازه شرکت‌هاست. شرکت‌های بزرگ به دلیل مقدار منابع مالی مورد نیاز، احتمالاً کمتر با تملک‌های ناخواسته مواجه می‌شوند. بنابراین، انتظار می‌رود که مدیران شرکت‌های بزرگ در خصوص سرمایه‌گذاری و سیاست‌های مالی، قدرت و اختیار بیشتری داشته باشند که این کار، موجب ایجاد مقدار بیشتری مانده وجه نقد می‌شود (فریرا و ویللا، ۲۰۰۴).

**LEV<sub>i,t</sub>**: اهرم مالی شرکت؛ نسبت کل بدهی به کل دارایی شرکت. وجود بدهی باعث می‌شود که مدیران جهت پرداخت اصل و بهره بدهی، جریان نقد آزاد کمتری در دسترس داشته باشند، به گونه‌ای که امکان سرمایه‌گذاری در پروژه‌هایی که فاقد ارزش افزوده هستند وجود نداشته باشد. همچنین با افزایش میزان بدهی رسیدگی و نظارت توسط اعتباردهندگان افزایش یافته در نهایت امکان سرمایه‌گذاری غیربهبه‌توسط مدیریت محدود می‌شود (خدادادی، فرازمنند و قربانی، ۱۳۹۲). برعکس شرکت‌های با اهرم مالی ضعیف، کمتر مشمول نظارت و کنترل هستند. این وضعیت، اختیار بیشتری به مدیریت می‌دهد، بنابراین انتظار می‌رود که اهرم مالی، با مانده وجه نقد رابطه معکوس داشته باشد (جنسن، ۱۹۸۶).

**MTB<sub>i,t</sub>**: فرصت‌های رشد شرکت؛ نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام شرکت در هر دوره. بررسی‌ها نشان می‌دهد جریان نقد آزاد می‌تواند تحت تأثیر فرصت‌های رشد آتی آن شرکت قرار گیرد به گونه‌ای که بازار سرمایه جریان نقد آزاد شرکت‌هایی با فرصت‌هایی رشد بالا را بیشتر ارزش‌گذاری می‌کند (پنمان و یهودا<sup>۲</sup>، ۲۰۰۹؛ حبیب<sup>۳</sup>، ۲۰۱۱). بدین ترتیب با توجه به مطالب ذکر شده در این پژوهش؛ اندازه،

1- Ferreira & Vilela  
2- Penman & Yehuda  
3- Habib

اهرم مالی و فرصت‌های رشد، به‌عنوان متغیرهای کنترلی انتخاب گردیده است.

### الگوهای پژوهش

با طراحی الگوهای زیر، فرضیه‌های پژوهش مورد بررسی قرار گرفته است:

$$FVFCFF_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 TaxAgg_{i,t} + \beta_2 SIZE_{i,t} + \beta_3 LEV_{i,t} + \beta_4 MTB_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad \text{رابطه ۹}$$

$$FVFCFB_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 TaxAgg_{i,t} + \beta_2 SIZE_{i,t} + \beta_3 LEV_{i,t} + \beta_4 MTB_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad \text{رابطه ۱۰}$$

که در آن؛  $FVFCFF_{i,t}$  ارزش برآوردی شرکت از طریق جریان نقد آزاد برای واحد تجاری؛  $FVFCFB_{i,t}$  ارزش برآوردی شرکت از طریق جریان نقد آزاد ناشی از کسب و کار؛  $TaxAgg_{i,t}$  اجتناب از پرداخت مالیات؛  $SIZE_{i,t}$  اندازه شرکت؛  $LEV_{i,t}$  اهرم مالی شرکت؛  $MTB_{i,t}$  فرصت‌های رشد شرکت و  $\varepsilon_{i,t}$  باقی‌مانده مدل.

### آمار توصیفی و استنباطی

نتایج حاصل از تحلیل توصیفی داده‌ها در جدول شماره ۱ ارائه شده است. بر اساس یافته‌ها، میانگین که به‌عنوان نماینده شاخص مرکزی داده‌ها شناخته می‌شود، برای شاخص متغیر مستقل اجتناب مالیاتی برابر ۰/۱۵۰، متغیرهای وابسته ارزش شرکت ناشی از جریان نقد آزاد برای واحد تجاری برابر با ۰/۶۲۵ و ارزش شرکت ناشی از جریان نقد آزاد کسب و کار ۰/۱۱۷ می‌باشد. همانطور که از نتایج بدست آمده مشخص است، مقادیر میانه برای تمامی متغیر بسیار نزدیک به مقادیر میانگین متغیرهای پژوهش است که این امر می‌تواند به دلیل نرمال بودن توزیع این متغیرها باشد.

جدول ۱. آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

متغیر	نماد	میانگین	انحراف معیار	میانه	کمینه	بیشینه
نرخ مؤثر مالیاتی (اجتناب مالیاتی)	TaxAgg	۰/۱۵۰	۰/۱۶۱	۰/۱۱۸	-۰/۱۳۳	۰/۷۳۰
ارزش شرکت ناشی از جریان نقد آزاد واحد تجاری	FVFCFF	۰/۶۵۲	۰/۰۷۵	۰/۶۴۶	-۰/۳۵۶	۰/۹۷۵
ارزش شرکت ناشی از جریان نقد آزاد کسب و کار	FVFCFB	۰/۱۱۷	۰/۰۱۶	۰/۱۱۵۴	-۰/۵۶۱	۰/۵۳۷
اندازه شرکت	SIZE	۵/۷۷۰	۰/۷۵	۵/۷۵	۳/۶۵	۸/۴۳
اهرم مالی شرکت	LEV	۰/۶۶۰	۰/۳۳۰	۰/۶۴۰	۰/۱۲۹	۰/۷۳۱
فرصت‌های رشد شرکت	MTB	۰/۱۹۳	۰/۰۸۶	۰/۳۴۶	-۱/۱۲۸	۲/۷۳۰

### آزمون نرمال بودن متغیرهای تحقیق

فرض نرمال بودن متغیرهای نمونه مورد بررسی با استفاده از آزمون کلموگروف-اسمیرنوف در سطح اطمینان ۰/۹۹ مورد آزمون قرار گرفته است. نتایج بدست آمده از این آزمون حاکی از آن است که متغیر مستقل اجتناب مالیاتی، متغیرهای وابسته ارزش شرکت ناشی از جریان نقد آزاد واحد تجاری و ارزش شرکت ناشی از جریان نقد آزاد کسب و کار به ترتیب ۰/۵۴۳، ۰/۰۸۶ و ۰/۶۵۱ می باشند، همچنین متغیرهای کنترلی به ترتیب ۰/۱۶۸، ۰/۲۶۷ و ۰/۳۲۴ هستند. بنابراین سطح معنی داری بیشتر از سطح خطا  $\alpha > \alpha' = 0/01$  است. لذا فرض نرمال بودن تمامی متغیرها را می توانیم بپذیریم.

جدول ۲. آزمون کلموگروف-اسمیرنوف

نوع متغیر	متغیر	نماد	معنی داری	نتیجه
مستقل	اجتناب مالیاتی	TaxAgg	۰/۵۴۳	نرمال
وابسته	ارزش شرکت ناشی از جریان نقد آزاد واحد تجاری	FVFCFF	۰/۰۸۶	نرمال
وابسته	ارزش شرکت ناشی از جریان نقد آزاد کسب و کار	FVFCFB	۰/۶۵۱	نرمال
کنترل	اندازه شرکت	SIZE	۰/۲۶۷	نرمال
کنترل	اهرم مالی شرکت	LEV	۰/۳۲۴	نرمال
کنترل	فرصت های رشد شرکت	MTB	۰/۱۶۸	نرمال

### آزمون همبستگی بین متغیرهای تحقیق

جدول شماره ۳ نتایج آزمون همبستگی بین متغیرهای مستقل و کنترلی با متغیرهای وابسته را نشان می دهد. متغیرهایی که در پژوهش حاضر به عنوان عوامل تأثیرگذار بر متغیرهای وابسته مورد آزمون قرار گرفتند، شامل: اجتناب مالیاتی، فرصت های رشد، اندازه و اهرم مالی شرکت می باشند.

جدول ۳. همبستگی بین متغیرهای تحقیق

همبستگی	FVFCFB	FVFCFF	MTB	SIZE	LEV	TaxAgg
FVFCFB	۱					
FVFCFF	۰/۴۲۱	۱				
MTB	-۰/۳۹۵	۰/۲۴۷	۱			
SIZE	۰/۳۸۱	-۰/۲۶۹	-۰/۲۱۷	۱		
LEV	-۰/۰۱۲	-۰/۲۹۸	-۰/۱۷۴	۰/۳۷۴	۱	

۱	-۰/۶۸۷	۰/۵۷۱	-۰/۳۳۵	-۰/۲۴۷	-۰/۳۸۵	TaxAgg
---	--------	-------	--------	--------	--------	--------

### آزمون ریشه واحد یا مانائی متغیرهای تحقیق

نتایج آزمون پایایی در جدول شماره ۴ برای متغیرهای مستقل، وابسته و کنترلی با در نظر گرفتن کل شرکت‌ها نشان داده شده است. با توجه به این جدول مشاهده می‌شود که تمامی متغیرها از نظر آماری در سطح معنی‌داری ۰/۰۰۰ معنی‌دار هستند. به عبارت دیگر هیچ کدام از متغیرها ریشه واحد ندارند. زیرا مقدار احتمال تمامی آن‌ها کوچک‌تر از ۰/۰۵ است. بنابراین استفاده از این متغیرها در تحلیل رگرسیون مناسب می‌باشد.

جدول شماره ۴. نتایج آزمون پایایی ریشه واحد دیکی فولر و فیلیپس-پرون متغیرهای تحقیق

آزمون ریشه واحد دیکی فولر			آزمون فیلیپس-پرون		نماد	متغیر
مقدار احتمال	مقدار بحرانی	آماره	مقدار بحرانی	آماره		
۰/۰۰۰	-۲/۹۵	-۵/۸۲۴	-۲/۹۵	-۵/۸۹۶۳	TaxAgg	اجتناب مالیاتی
۰/۰۰۰	-۲/۹۵	-۴/۳۶۲	-۲/۹۵	-۶/۲۵۲	FVFCFF	ارزش شرکت ناشی از جریان نقد آزاد واحد تجاری
۰/۰۰۰	-۲/۹۵	-۴/۳۷۴	-۲/۹۵	-۴/۶۸۵۳	FVFCFB	ارزش شرکت ناشی از جریان نقد آزاد کسب و کار
۰/۰۰۰	-۲/۹۵	-۳/۳۷۵	-۲/۹۵	-۴/۲۹۷۴	SIZE	اندازه شرکت
۰/۰۰۰	-۲/۹۵	-۶/۳۶۹	-۲/۹۵	-۳/۲۳۲۱	LEV	اهرم مالی شرکت
۰/۰۰۰	-۲/۹۵	-۵/۳۶۷	-۲/۹۵	-۵/۲۹۵۱	MTB	فرصت‌های رشد شرکت

بدین ترتیب پیش از تخمین مدل‌ها، سطح معنی‌داری آماره F لیمر (آزمون چاو)، و آزمون هاسمن، استفاده از روش اثرات ثابت برای تخمین داده‌های ترکیبی حمایت کرد. همچنین با توجه به نتایج آزمون وایت ناهمسانی واریانس در مدل مشاهده نگردید. در آزمون بروس گادفری نیز مشاهده می‌شود که خود همبستگی سریالی در مدل رگرسیونی وجود ندارد. در نهایت با توجه به نتایج بدست آمده برای برآزش مدل از رگرسیون داده‌های تابلویی با اثرات ثابت استفاده گردید.

### نتایج مدل‌های پژوهش و آزمون فرضیه‌ها

#### نتایج آزمون فرضیه اول

اجتناب مالیاتی بر ارزش برآوردی شرکت از طریق جریان نقد آزاد واحد تجاری تأثیر

دارد.

جدول شماره ۵. نتایج فرضیه اول

متغیرها	ضریب	مقدار	Sig	t آماره	نتیجه ضریب	VIF
عرض از مبدا	-	۶/۹۳	۰/۰۰۰۱	۶/۵۷۳	معنی دار	-
اجتناب مالیاتی	TaxAgg	-۵/۲۶۱۳	۰/۰۰۲۳	-۵/۳۵۲	معنی دار	۱/۶۳
اندازه شرکت	SIZE	۱/۰۵۶	۰/۰۰۰	۱۵/۷۷	معنی دار	۱/۹۷
اهرم مالی شرکت	LEV	۰/۷۷۰	۰/۰۰۴۹	۷/۵۸۱	معنی دار	۱/۳۲
فرصت‌های رشد شرکت	MTB	۱/۰۵۶	۰/۰۰۲۶	۴/۶۳	معنی دار	۱/۲۶۸
آماره F لیمر		۲/۷۳۶		ضریب همبستگی مدل اصلی		۰/۲۴۷
لیمر F سطح معنی‌داری آزمون		۰/۰۰۰		R <sup>2</sup> ضریب تعیین		۰/۲۳۰
آماره دوربین واتسون		۱/۹۲۸		رگرسیون F آماره		۱۸/۴۳۷
آزمون خودهمبستگی سریالی بروش گادفری		۲/۳۶۷		سطح معنی‌داری آزمون رگرسیون		۰/۰۰۰
سطح معنی‌داری آزمون بروش گادفری		۰/۹۶		مقدار ویژه		۰/۶۸۷
آزمون ناهمسانی واریانس (وایت)		۱/۶۳۵		شاخص وضعیت		۱/۲۳۸
سطح معنی‌داری آزمون وایت		۰/۱۶۸		تولرانس		۰/۰۳۵

همان‌طور که مشاهده می‌شود ضریب همبستگی چندگانه که برابر قدر مطلق ضریب همبستگی متغیرهاست ۰/۲۴۷ شده است. با توجه به این که ضریب تعیین ۰/۲۳۰ می‌باشد، می‌توان گفت ۲۳ درصد از تغییرات متغیر وابسته ارزش شرکت ناشی از جریان نقد آزاد واحد تجاری توسط متغیر مستقل اجتناب از پرداخت مالیات و متغیرهای کنترلی توضیح داده می‌شود.

برای متغیر اجتناب مالیاتی، سطح معنی‌داری آزمون، وجود ضریب کمتر از ۰/۰۵ را نشان می‌دهد، لذا می‌توانیم فرض معنی‌داری ضریب این متغیر را در سطح اطمینان ۰/۹۵ بپذیریم. همان‌طور که مشخص است، ضریب این متغیر منفی شده است، از این‌رو نتایج بدست آمده باید بر اساس روش اندازه‌گیری اجتناب مالیاتی که بیان می‌کند بالا بودن نرخ مؤثر مالیاتی نشان‌دهنده اجتناب مالیاتی کمتر و پایین بودن آن نشان از افزایش اجتناب مالیاتی دارد، تفسیر شود. بدین ترتیب با توجه به نتایج به‌دست آمده، اجتناب مالیاتی بر ارزش برآوردی شرکت از طریق جریان نقد آزاد واحد تجاری تأثیر مثبت و معناداری دارد؛ به بیان دیگر، با افزایش اجتناب مالیاتی ارزش شرکت ناشی از جریان نقد آزاد واحد تجاری افزایش می‌یابد.

## نتایج آزمون فرضیه ۲



اجتناب مالیاتی بر ارزش برآوردی شرکت از طریق جریان نقد آزاد ناشی از کسب و کار تأثیر دارد.

جدول شماره ۶. نتایج فرضیه دوم

متغیرها	نماد	مقدار	Sig	آماره t	نتیجه ضریب	VIF
عرض از مبدا	-	۷/۳۲۸	۰/۰۰۱۳	۶/۲۶۷	معنی دار	-
اجتناب مالیاتی	TaxAgg	-۳/۲۷۴	۰/۰۰۷۱	-۴/۱۴۷	معنی دار	۱/۰۲۴
اندازه شرکت	SIZE	۲/۱۴۵	۰/۰۰۰۹	۶/۹۶۲	معنی دار	۱/۳۱
اهرم مالی شرکت	LEV	۰/۶۹۸	۰/۰۰۲۸	۵/۲۴۸	معنی دار	۱/۱۰۹
فرصت‌های رشد شرکت	MTB	۱/۲۴۷	۰/۰۰۸۶	۴/۷۵۳	معنی دار	۱/۰۴۷
آماره F لیمر		۲/۶۴۸			ضریب همبستگی مدل اصلی	۰/۳۸۵
سطح معنی داری آزمون F لیمر		۰/۰۰۰			ضریب تعیین R <sup>2</sup>	۰/۳۷۰
آماره دوربین واتسون		۱/۹۲۷			آماره F رگرسیون	۱۹/۲۶۱
آزمون خودهمبستگی سریالی بروش گادفری		۲/۳۴۹			سطح معنی داری آزمون رگرسیون	۰/۰۰۰
سطح معنی داری آزمون بروش گادفری		۰/۸۶			مقدار ویژه	۰/۱۰۸
آزمون ناهمسانی واریانس (وایت)		۱/۴۱۵			شاخص وضعیت	۱/۱۰۳
سطح معنی داری آزمون وایت		۰/۲۱۹			تولرانس	۰/۶۲

همان طور که مشاهده می‌شود ضریب همبستگی چندگانه که برابر قدر مطلق ضریب همبستگی متغیرهاست ۰/۳۸۵ شده است. با توجه به این که ضریب تعیین ۰/۳۷۰ می‌باشد، می‌توان گفت ۳۷ درصد از تغییرات متغیر وابسته ارزش شرکت ناشی از جریان نقد آزاد کسب و کار توسط متغیر مستقل اجتناب مالیاتی و متغیرهای کنترلی توضیح داده می‌شود. برای متغیر اجتناب مالیاتی، سطح معنی داری آزمون، وجود ضریب کمتر از ۰/۰۵ را نشان می‌دهد، لذا می‌توانیم فرض معنی داری ضریب این متغیر را در سطح اطمینان ۰/۹۵ بپذیریم. همان‌طور که مشخص است، ضریب این متغیر منفی شده است، از این‌رو نتایج بدست آمده باید بر اساس روش اندازه‌گیری اجتناب مالیاتی که بیان می‌کند بالا بودن نرخ مؤثر مالیاتی نشان‌دهنده اجتناب مالیاتی کمتر و پایین بودن آن نشان از افزایش اجتناب مالیاتی دارد، تفسیر شود. بدین ترتیب با توجه به نتایج به‌دست آمده، اجتناب مالیاتی بر ارزش برآوردی شرکت از طریق جریان نقد آزاد کسب و کار تأثیر مثبت و معناداری دارد؛ به بیان دیگر، با افزایش اجتناب مالیاتی ارزش شرکت ناشی از جریان نقد کسب و کار افزایش می‌یابد.

جدول شماره ۷. ضریب تأثیرگذاری اجتناب مالیاتی بر ارزش شرکت

اجتناب مالیاتی	ضریب تأثیرگذاری بر ارزش شرکت
-۵/۲۶۱۳	ارزش برآوردی شرکت از طریق جریان نقد آزاد برای واحد تجاری
-۳/۲۷۴	ارزش برآوردی شرکت از طریق جریان نقد آزاد ناشی از کسب و کار

بدین ترتیب یافته‌های پژوهش نشان داد؛ اجتناب مالیاتی بر هر دو معیار ارزش شرکت (جریان نقد آزاد ناشی از واحد تجاری و جریان نقد آزاد ناشی از کسب و کار) تأثیر مثبت و معناداری دارد، اما شدت تأثیر آن بر ارزش برآوردی شرکت از طریق جریان نقد آزاد ناشی از کسب و کار (-۳/۲۷۴) نسبت به ارزش برآوردی شرکت از طریق جریان نقد آزاد برای واحد تجاری (-۵/۲۶۱) بیشتر است.

### نتیجه‌گیری و پیشنهادها

نظریات مرسوم در خصوص اجتناب مالیاتی بیان می‌دارند که اجتناب مالیاتی، انتقال منابع از مالکان به دولت را کاهش داده و منجر به افزایش ثروت سهامداران می‌گردد. بنابراین یک فرض بر این است که مدیران به وسیله اجتناب از پرداخت مالیات، بتوانند ارزش شرکت را افزایش دهند تا از این طریق برای سهامداران خود ارزش آفرین باشند. از سوی دیگر، طبق نظریه نمایندگی این امکان وجود دارد که مدیران فرصت طلب، از شرایط ابهام ذاتی اجتناب مالیاتی سوءاستفاده کرده و اقدام به حیف و میل منابع سهامداران نمایند و از این طریق موجبات کاهش ارزش شرکت را فراهم کنند. در هر صورت ملاحظه می‌شود که فعالیت‌های اجتناب از پرداخت مالیات می‌تواند ارزش شرکت‌ها را دستخوش تغییر نماید.

از این‌رو در این پژوهش، تأثیر اجتناب از پرداخت مالیات بر ارزش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران مورد بررسی قرار گرفت، تا مشخص گردد فعالیت‌های اجتناب از پرداخت مالیات چه تأثیری بر ارزش شرکت‌ها در بازار سرمایه ایران دارد. بدین منظور در این مطالعه برای ارزشیابی ارزش شرکت از معیارهای حسابداری جریان نقد آزاد برای واحد تجاری و جریان نقد آزاد ناشی از کسب و همچنین برای محاسبه متغیر اجتناب از پرداخت مالیات از نرخ مؤثر مالیاتی جریان نقد عملیاتی استفاده گردید. آزمون فرضیه‌های پژوهش نشان داد؛ اجتناب از پرداخت مالیات تأثیر مثبت و معنی‌داری بر ارزش برآوردی شرکت از طریق جریان نقد آزاد داشته است؛ به این شکل که با افزایش

اجتناب مالیاتی (کاهش نرخ مؤثر مالیاتی) ارزش شرکت بدست آمده از جریان نقد آزاد برای واحد تجاری و همچنین جریان نقد آزاد ناشی از کسب و کار افزایش یافته است. بر اساس فرض حداکثر کردن ثروت سهامداران در مدیریت مالی، مدیران باید از یک طرف عایدات شرکت را افزایش و از طرف دیگر ریسک شرکت را کاهش دهند. یکی از اقداماتی که می‌تواند باعث افزایش عایدات شرکت و در نتیجه ثروت سهامداران شود، استفاده از راهکارهایی جهت کاهش مالیات پرداختی به دولت می‌باشد. بر اساس نتایج بدست آمده از این پژوهش می‌توان استنباط نمود که هرچه مدیران شرکت‌ها راه‌های قانونی فرار از مالیات را بدانند و با توسل به این قوانین مالیات کمتری پرداخت کنند، منابع مالی شرکت افزایش می‌یابد. منابع مالی کافی نیز موجب استفاده از فرصت‌های سرمایه‌گذاری بیشتر می‌شود که این امر سبب افزایش بازدهی و عملکرد مالی شده در نتیجه افزایش ارزش شرکت را در پی خواهد داشت. ولی باید در نظر داشت، پیچیدگی فعالیت‌های اجتناب مالیاتی می‌تواند ابزارها، پوشش‌ها و قضاوت‌هایی را برای مدیران ایجاد نماید که زمینه‌ساز رفتارهای فرصت‌طلبانه آنها مانند دستکاری سود، معاملات با اشخاص وابسته و سوءاستفاده از منابع شرکت گردد. از طرف دیگر مدیران با اتخاذ سیاست‌های اجتناب مالیاتی به منظور کاهش پرداخت مالیات، شرکت را در برابر منافع دولت قرار داده موقعیت شرکت را با خطر مواجه می‌سازند. یافته‌های این پژوهش با یافته‌های مشایخی و صبری (۱۳۹۴) مطابقت و با نتایج پژوهش‌های عابدی و صفری‌گرایلی (۱۳۹۵)، چن و همکاران (۲۰۱۴) و پارک و همکاران (۲۰۱۶) مغایرت دارد.

با توجه به نتایج پژوهش و تأثیر مثبت اجتناب از پرداخت مالیات بر معیارهای حسابداری ارزش شرکت، پیشنهاد می‌گردد تأثیر اجتناب از پرداخت مالیات بر معیارهای اقتصادی ارزش شرکت از جمله ارزش افزوده اقتصادی و ارزش افزوده بازار نیز مورد بررسی قرار گیرد، تا نتایج و تفاوت‌ها از این منظر نیز مشخص گردد.

### محدودیت‌های پژوهش

انجام این پژوهش نیز مانند سایر پژوهش‌ها با مشکلاتی مواجه بوده که در تعمیم نتیجه باید مورد توجه قرار گیرد. نخست آن که با توجه به شرایط محیطی و قوانین و مقررات مربوطه، امکان استفاده از برخی الگوهای اجتناب مالیاتی میسر نبود. همچنین، شرکت‌هایی که برای نمونه آماری انتخاب می‌شوند، درآمد مشمول آن‌ها باید قطعی شده باشد، که

اکثر شرکت‌ها داری مشکل عدم قطعیت درآمد مشمول بودند که این امر موجب کاهش حجم نمونه آماری شده است.

## منابع

- آقای، محمدعلی؛ حسنی، حسن و باقری، حسن. (۱۳۹۷). نقش توانایی مدیریتی در اجتناب مالیاتی شرکت: شواهدی از بورس اوراق بهادار تهران، مطالعات تجربی حسابداری مالی. ۱۵(۵۷): ۴۷-۲۴.
- حساس یگانه، یحیی و رضایی، شهروز. (۱۳۹۷). مدلی برای تأثیرمسئولیت اجتماعی و هزینه های مدیریت مالیات شرکت بر اجتناب و فرار مالیاتی، مطالعات تجربی حسابداری مالی. ۱۵(۵۸): ۵۸-۲۷.
- حسنى القار، مسعود و شعری آناقیز، صابر. (۱۳۹۶). بررسی تأثیر توانایی مدیریت بر اجتناب مالیاتی. دانش حسابداری، ۸(۱): ۱۳۴-۱۰۷.
- سعیدی، پرویز و کلامی، عبدالحکیم. (۱۳۸۷). تأثیر تغییر قانون مالیات بر درآمد شرکت‌ها بر سرمایه‌گذاری شرکت‌های تولیدی. پژوهشنامه مالیات، ۶(۳): ۱۱۲-۹۳.
- کمالی منفرد، شیما و علی‌احمدی، سعید. (۱۳۹۶). تأثیر توانایی مدیریت بر اجتناب مالیاتی و ارزش شرکت با استفاده از روش تحلیل پوششی داده‌ها، دانش حسابداری، ۸(۲۸): ۱۳۵-۱۵۴.
- مهام، کیهان؛ فرج زاده، علی اکبر و حسینی، جواد. (۱۳۸۷). جریان نقدی آزاد. دانش و پژوهش حسابداری، ۴(۱۳): ۳۷-۳۰.
- رهنمای رودپشتی، فریدون؛ دیانتی دیلمی، زهرا و فخاری، فاطمه سادات. (۱۳۹۶). نرخ مؤثر مالیاتی نقدی معیار سنجش اجتناب مالیاتی یا مدیریت سود افزایشی؟. پژوهش‌های تجربی حسابداری، ۷(۲): ۱۱۵-۹۳.
- غلامی کیان، علی‌رضا و فقیه، محسن. (۱۳۹۶). تأثیر اجتناب مالیاتی بر قدرت پیش‌بینی سود (مطالعه موردی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران). پژوهشنامه مالیات، ۲۵(۳۳): ۲۲۸-۲۲۴.
- عابدی، نیلوفر و صفری گرایلی، مهدی. (۱۳۹۵). تأثیر شفافیت اطلاعاتی بر رابطه اجتناب مالیاتی و ارزش شرکت. حسابداری مدیریت، ۹(۳۱): ۷۹-۶۵.
- مشایخی، بیتا؛ صبری، علی‌پناه. (۱۳۹۴). تأثیر راهبری شرکتی بر رابطه بین اجتناب از مالیات و ارزش شرکت. پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، ۷(۲۵): ۷۰-۵۵.
- نوبخت، یونس و نوبخت، مریم. (۱۴۰۰). تأثیر اجتناب از پرداخت مالیات بر معیارهای حسابداری و اقتصادی عملکرد شرکت: شواهدی از بورس اوراق بهادار تهران. فصلنامه

حسابداری، پاسخگویی و منافع جامعه، آماده انتشار.

- Altan, M & Karahan, N.S. (2016). Firmaya serbest nakit akimlari, özsermayeye serbest nakit akimlari ve ekonomik katma değer yöntemleri ile firma değerlemesi: borsa istanbulda karşılaştırmalı bir uygulama. Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, 35, 11-23.
- Ercan, M.K. & Ban. Ü. (2016). *Finansal yönetim*, Ankara, Gazi Kitabevi.
- Chen, S., Chen, X., Cheng, Q., Shevlin, T. (2010). Are family firms more tax aggressive than non-family firms?. *Journal of Financial Economics*, 95(1), 41- 61.
- Chen, X. Hu, N. Wang, X. & Tang, X. (2014). Tax avoidance and firm value: evidence from China. *Nankai Business Review International*, 5(1), 25-42.
- Chen, Y., Ge, R., Louis, H., & Zolotoy, L. (2019). Stock liquidity and corporate tax avoidance. *Review of Accounting Studies*, 24(1), 309-340.
- Claesson, G. (2011). Which model gives me the most accurate share price, the Dividend Discount Model or the Free Cash Flow to Equity model?. Master Thesis of Jönköping University.
- Copeland, T. E., T. Koller, T. & Mrrinu, J. (1991). *Valuation, measuring and managing the value of companies*. Second edition, John wiley and Sons Publishing.
- Damodaran, A. (2002). *Investment Valuation*. 2.edn, John Wiley and Sons; New York, USA.
- Desai, M.A. & Dharmapala, D. (2009). Corporate tax avoidance and firm value. *Review of Economics & Statistics*, 91(3), 537-546.
- Ferreira, M. & Vilela, A. (2004). Why do firms fold cash? Evidence from EMU countries. *European Financial Management*, 10(2), 295-319.
- Guenther, D.A., Matsunaga, S. R. & Williams, B.M. (2012). Corporate tax aggressiveness and firm risk. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract-2153187>.
- Habib, A. (2011). Growth opportunities, earnings permanence and the valuation of free cash flow. *Journal of Australasian Accounting Business and Finance*, 5(4), 125-139.
- Hanlon, M. & Heitzman, S. (2010). A review of tax research. *Journal of Accounting and Economics*, 50(2- 3), 127-178.
- Jensen, M. C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers. *American Economic Review*, 76(2), 323-329.
- Lehn, K. & Poulsen, A. (1989). Free cash flow and stockholder gains

- in going private transactions. *The Journal of Finance*, 44(3), 771-787.
- Lev, B. & Nissim, D. (2004). Taxable income, future earnings, and equity values. *The Accounting Review*, 79, 1039-1074.
- Park, J., Ko, C.Y., Jung, H. & Lee, Y.S. (2016). Managerial ability and tax avoidance: Evidence from Korea. *Asia-Pacific Journal of Accounting & Economics*, 23(4), 1-29.
- Pasternak, M. & Rico, C. (2008). Tax interpretation, planning, and avoidance: Some linguistic analysis. *Akron Tax Journal*, 23, 32-47.
- Penman, S.H. & Yehuda, N. (2009). The pricing of earnings and cash flows and an affirmation of accrual accounting. *Review of Accounting Studies*, 50(2), 453-479.
- Shin, H. J. & Woo, Y.S. (2018). The effect of tax avoidance on cost of debt capital: Evidence from Korea. *South African Journal of Business Management*, 48, 83 – 89.
- Wolk, H.I., Dodd, J. and Rozycki, J. (2013). *Accounting theory, conceptual issues in a political and economic environment*. Sega publication edition 8, United States of America.