

تأثیر اجتناب مالیاتی بر رابطه بین سرمایه‌گذاری بیش از حد و محدودیت در تامین مالی با رویکرد مدلسازی معادلات ساختاری

روح‌الله محمدعلی تبار اندواری^۱

تاریخ دریافت: ۱۴۰۰/۰۶/۰۱ تاریخ چاپ: ۱۴۰۰/۰۶/۱۶

چکیده

این پژوهش به بررسی تأثیر اجتناب از مالیات بر رابطه بین سرمایه‌گذاری بیش از حد و محدودیت در تامین مالی در کشور ایران در جهت کمک به مدیران برای تصمیم‌گیری و عملکرد بهتر در امر پرداخت مالیات، حفظ وجه نقد و استفاده از آن در جهت سرمایه‌گذاری می‌پردازد. در این پژوهش از اطلاعات ۱۵۳ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۹۳ تا ۱۳۹۸ استفاده شده است. به منظور بررسی تأثیر متغیرها از روش مدل سازی معادلات ساختاری (SEM) و برای تحلیل الگوها از رویکرد حداقل مربعات جزئی (PLS) استفاده شده است. یافته‌ها نشان می‌دهد که بین محدودیت در تامین مالی و سرمایه‌گذاری بیش از حد رابطه منفی وجود دارد، اما این رابطه معنادار است. همچنین با وجود رابطه منفی بین محدودیت مالی و اجتناب از مالیات، اجتناب از مالیات به عنوان یک متغیر میانجی، اثر معنادار و مثبتی بر سرمایه‌گذاری بیش از حد دارد. می‌توان نتیجه‌گیری نمود که محدود کردن اجتناب از مالیات سرمایه‌گذاری را کاهش می‌دهد. چرا که اجتناب مالیاتی منبع خوبی از تامین مالی داخلی است که بر سطح سرمایه‌گذاری شرکت تأثیر گذاشته و باعث غلبه بر نرخ‌بندی سرمایه از جنبه انتخاب نامطلوب می‌شود همچنین با تأثیر بر رشد اندازه شرکت باعث ایجاد خطر اخلاقی شود.

واژه‌های کلیدی

سرمایه‌گذاری بیش از حد، محدودیت در تامین مالی، اجتناب از مالیات، مدل‌سازی معادلات ساختاری

^۱ کارشناس ارشد حسابداری، دانشکده مدیریت و اقتصاد، دانشگاه تربیت مدرس، تهران، ایران (rm.alitabar60@gmail.com)

۱. مقدمه

در بازارهای سرمایه کامل، مدیران باید بین منابع داخلی و خارجی بی تفاوت باشند تا منابع لازم برای سرمایه گذاری خود را تامین کنند (مودیگیلانی و میلر^۱، ۱۹۵۸). با این وجود، مطالعات متعدد نشان می دهد که منابع داخلی پیش بینی کننده های مهم سرمایه گذاری در شرکت ها هستند (آلمیدا و کامپلو^۲، ۲۰۰۷). نظریه پردازان معتقدند که بازار سرمایه می تواند به شرکت هایی که با استفاده از منابع داخلی برای سرمایه گذاری استفاده می کنند به دو نقص منجر شود: انتخاب نامطلوب و خطر اخلاقی (استین^۳، ۲۰۰۳). انتخاب، ناخودآگاه رخ می دهد به این دلیل که مدیران اطلاعات بیشتری در مورد ارزش واقعی شرکت دارند و فرصت های سرمایه گذاری خارج از آن را به نفع سهامداران فعلی به ارمغان می آورند (میر^۴، ۱۹۷۷، میرز و ماجلف، ۱۹۸۴). سهامداران جدید بالقوه از مشکل عدم همبستگی داده ها و جیره بندی سرمایه که به مدیران ارائه می دهند، آگاه هستند و از این طریق، تامین مالی خارجی هزینه بیشتری دارد. افزایش هزینه های تامین مالی خارجی، شرکت ها را برای استفاده از وجوه داخلی برای سرمایه گذاری، تشویق می کند. مشکلات نمایندگی و عدم تقارن اطلاعاتی منجر به نقص در بازارهای سرمایه می گردد که این امر به دلیل همسو نبودن منافع سهامداران و مدیران در انتخاب طرح ها می باشد که منجر به انتخاب طرح های با ارزش فعلی خالص منفی و در پی آن سرمایه گذاری بیش از حد می گردد (جنسن^۵، ۱۹۸۶). مدیرانی که بیش از حد اطمینان دارند بازده آتی پروژه های سرمایه گذاری را بیش از حد برآورد کرده که باعث افزایش یافتن مخارج سرمایه ای می شود و این امر منجر به بیش سرمایه گذاری می گردد. (مهربان پور و همکاران، ۱۳۹۶).

یکی از اصلی ترین ابزار کسب درآمد برای دولت ها برای تحقق بخشیدن اهداف اجتماعی و اقتصادی شان، مالیات است. امروزه در بسیاری از کشورها، بیش از ۹۰ درصد از هزینه های عمومی کشور را از طریق درآمد مالیاتی تامین می کنند؛ اما در کشور ما به دلیل ناکارآمدی روش ها و عدم شفافیت سیستم مالیاتی در شناسایی صحیح درآمدها و وجود مسایلی مانند روابط سیاسی عمیق، عموماً مالیات تشخیصی ناچیز بوده و حتی در وصول آن نیز مشکلات بسیار دارند (مهرانی و سیدی، ۱۳۹۳). بخش عمده ای از منابع درآمدی دولت، در اکثر کشورها از طریق مالیات تامین می گردد. لذا دولت ها سعی در وضع قوانین شدیدتر و سختگیرانه تری برای وصول آن دارند؛ اما بسیاری از مودیان مالیاتی بنا به دلایل مختلف از جمله محدودیت در تامین مالی، به دنبال پرداخت کمتر مالیات از طریق روش هایی مانند اجتناب مالیاتی هستند. منظور از اجتناب مالیاتی، تلاش در جهت کاهش مالیات های پرداختی است (هانلون^۶، ۲۰۱۰). نتایج اجتناب از مالیات برای سیاست گذاران بسیار مهم است بخاطر این که آنها تلاش می کنند تا هزینه ها و سودهایی که مربوط به محدود کردن اجتناب مالیاتی است را درک کنند چرا که فرصت های سرمایه گذاری اشتباه یا سرمایه گذاری بیش از حد هزینه های زیادی برای شرکت دارند. (مایبری^۷، ۲۰۱۲).

۲. مبانی نظری

هر واحد تجاری در زمان فعالیت، با فرصت های سرمایه گذاری زیادی مواجه می شود و باید تصمیمات منطقی اخذ شود تا سرمایه گذاری بهینه باشد. برای اتخاذ تصمیم مناسب در جهت سرمایه گذاری در هر واحد تجاری باید به سطح محدودیت در

¹ Modigliani, Moller

² Almeida, Compello

³ Estin

⁴ Mir

⁵ Jensen

⁶ Hanlon

⁷ Mayberry

منابع و کارا بودن آن توجه جدی شود. یکی از اصلی‌ترین مسائل در زمینه سرمایه‌گذاری در شرکت‌ها، تصمیم‌گیری راجع به فرصت‌های سرمایه‌گذاری و انتخاب طرح‌های مناسب توسط مدیران واحدهای تجاری می‌باشد که این امر در جهت منافع شخصی آنها صورت می‌پذیرد (یانگ و جیانگ^۱، ۲۰۰۸). وقتی هزینه تامین مالی خارجی افزایش پیدا می‌کند، شرکت‌ها، بیشتر به جریان‌های نقد داخلی خود اتکا می‌کنند تا منابع مالی لازم جهت پروژه‌های سرمایه‌گذاری را تامین کنند. به همین دلیل حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان‌های نقد داخلی افزایش می‌یابد (کلمنت و همکاران^۲، ۲۰۱۰). شرکت‌هایی که با محدودیت مالی مواجه هستند برای جلوگیری از هدر رفتن فرصت‌های سرمایه‌گذاری و بهره‌برداری از این فرصت‌های سودآور آتی، تلاش می‌کنند تا بخشی از جریان نقد خود را ذخیره کنند. به همین دلیل بین میزان وجه نقد موجود در شرکت‌های با محدودیت مالی و اجتناب از پرداخت مالیات، رابطه قوی‌تری وجود دارد (آلمیدا و همکاران، ۲۰۰۴).

محدودیت‌های مالی به دو دسته قابل تقسیم می‌باشند: محدودیت‌های مالی داخلی و محدودیت‌های مالی خارجی. آن دسته از محدودیت‌های مالی که در ارتباط با منابع (وجوه نقد) داخل واحد تجاری می‌باشد محدودیت مالی داخلی اطلاق می‌گردد؛ و محدودیت‌هایی که در ارتباط با منابع مالی خارج از واحد تجاری بوده و از طریق انتشار سهام، اوراق قرضه و... حاصل می‌شود محدودیت مالی خارجی گفته می‌شود (کاشانی‌پور و تقی‌نژاد، ۱۳۸۸). شرکت‌های بدون محدودیت به شرکت‌هایی اطلاق می‌شود که به نسبت از دارایی‌های با قابلیت نقد شوندگی بالا برخوردار هستند. در واقع خالص دارایی‌های آنها بالاست. در مقابل شرکت‌های با محدودیت مالی بیشتر، دسترسی کمتر و محدودتری به بازار سرمایه دارند. از این سو آنها انگیزه بیشتری برای اجتناب از مالیات در جهت تامین منابع مالی خود دارند (چن و لای^۳، ۲۰۱۳). سرمایه‌گذاری بیش از حد زمانی که منابع داخلی بیشتر است برجسته می‌باشد چرا که اولویت مدیران برای شرکت‌های بزرگتر، مستقل از فرصت‌های سرمایه‌گذاری است. شرکت‌هایی که نوسانات جریان نقد بیشتری دارند احتمال بیشتری دارد که کسری در تامین مالی را تجربه کنند (مایری، ۲۰۱۲).

شرکت‌های با سرمایه‌گذاری بیش از حد، نسبت به جریان نقد آزاد حساسیت بیشتری دارند. در شرکت‌های با جریان نقد آزاد مثبت، سرمایه‌گذاری بیش از حد بیشتر وجود دارد. همچنین برخی از ویژگی‌های حاکمیت شرکتی، بطور قابل توجهی به سطح سرمایه‌گذاری شرکت‌ها وابسته‌اند. برای شرکت‌های با سرمایه‌گذاری بیش از حد، مالکیت دولتی، برای غلبه بر بیش سرمایه‌گذاری، افزایش می‌یابد. در حالی که شرکت‌های با سهم بیشتری از سهام قابل معامله هیئت‌مدیره بزرگتر نظارت‌کنندگان یا اهرم بالاتر، سرمایه‌گذاری بیش از حد را کاهش می‌دهند (ژین‌چن^۴ و همکاران، ۲۰۱۶). عدم تقارن اطلاعات باعث ایجاد چندین تضاد بین صاحبان منافع اصلی می‌شود که این امر به سرمایه‌گذاری بیش از حد یا کمتر از حد منجر می‌شود. با وجود عدم تقارن اطلاعاتی، مدیران در جهت افزایش منافع خود، از جریان نقد آزاد و طرح‌هایی با ارزش فعلی خالص منفی استفاده می‌کنند که این اقدام به سرمایه‌گذاری بیش از حد منتهی می‌شود. یکی از عوامل کلیدی در ایجاد سرمایه‌گذاری بیش از حد، جریان نقد آزاد می‌باشد (جنسن، ۱۹۸۶).

¹ Yang, Jiang

² Celement et al

³ Chen, lai

⁴ Chen et al

همبستگی بین سرمایه‌گذاری و جریان نقد آزاد، باعث بروز دو نوع از مشکلات نمایندگی می‌شود. مشکلات بین سهامداران کنترلی و سرمایه‌گذاران اقلیت و مشکلات بین مدیران و سهامداران. سهامداران کنترلی در شرکت‌ها تصمیمات مورد نظر و مورد علاقه خود را می‌گیرند و ترجیح می‌دهند به جای این که جریان نقد آزاد ایجاد شده را به عنوان سود سهام به سهامداران پرداخت کنند، آن را در پروژه‌های غیرسودآور سرمایه‌گذاری کنند که این امر منجر به سرمایه‌گذاری بیش از حد می‌شود. زمانی که شرکت‌ها با مشکلات نمایندگی مواجه می‌شوند جریان نقد آزاد بیشتری دارند و ترجیح می‌دهند که این وجوه را سرمایه‌گذاری کنند. از این رو، بین بیش سرمایه‌گذاری و جریان نقد آزاد رابطه مثبتی وجود دارد (گوارگلیا و یانگ^۱، ۲۰۱۶).

تئوری اقتصاد اطلاعات بیان می‌کند که سرمایه‌گذاری بیش از حد عمدتاً ریشه در عدم تقارن اطلاعاتی دارد که بین سرمایه‌گذاران بیرونی و شرکت‌های موجود در بازارهای سرمایه‌ای وجود دارد. یکی از عوامل کلیدی در ایجاد سرمایه‌گذاری بیش از حد، عدم تقارن اطلاعات است. در شرکت‌هایی با جریان نقد آزاد بالا، در مقایسه با شرکت‌هایی با جریان نقد آزاد پایین، تضاد منافع شدیدتر است و مدیران انگیزه بیشتری دارند تا از جریان نقد آزاد استفاده کنند تا بتوانند منافع خود را افزایش دهند (یانگ و جیانگ^۲، ۲۰۰۸).

ارتباطات سیاسی بر رفتار سرمایه‌گذاری شرکت‌ها تأثیرگذار است و باعث کاهش محدودیت‌های جریان تامین مالی شرکت‌ها می‌شود. دولت‌ها به دو طریق مستقیم و غیرمستقیم در شرکت‌های سهامی سرمایه‌گذاری می‌کنند. کنترل بخش بانکداری و سرمایه‌گذاری نهادی جزء روش‌های غیرمستقیم می‌باشد. شاخص ارتباط سیاسی یا همان حمایت سیاسی دولت سه بعد دارد. بعد اول آن، بعد اقتصادی است. بعد دوم، بعد اجتماعی و بعد سوم، بعد فردی است. بعد اقتصادی آن عبارت است از درصد مالکیت مستقیم دولت از سرمایه‌های در شرکت‌ها. یا به عبارتی، شرکتی که ۵۰ درصد از سهام آن متعلق به دولت باشد دارای ارتباطات سیاسی است. بعد اجتماعی آن که بیانگر حمایت نهادهای دولتی می‌باشد عبارت است از سرمایه‌گذاری نهادهای وابسته به دولت در سرمایه شرکت‌ها. بعد فردی آن عبارت است از شرکت‌هایی که افرادی از دولت مانند رئیس‌جمهور، وزیر، نماینده مجلس، استاندار و یا نماینده‌ای از طرف ایشان در سطح مدیریت شرکت از جمله مدیر عامل، هیئت مدیره و ... حضور داشته باشد، در تعریف شرکت‌های سیاسی قرار می‌گیرد (اعتمادی و احمدی، ۱۳۹۴).

کسری بودجه شرکت‌های غیرسیاسی، عمدتاً از طریق منابع مالی نقدی و البته بخشی هم از منابع مالی حاصل از فروش تأمین می‌شود، چرا که آنها با محدودیت در تامین مالی مواجه هستند. به همین جهت می‌توان گفت که حساسیت سرمایه‌گذاری به منابع مالی داخلی در شرکت‌های ذکر شده بالاست. در مقابل، شرکت‌های سیاسی، بدلیل اینکه دسترسی آسانتری به منابع مالی خارجی دارند، وجه نقد کمتری نگهداری کرده و بدهی بیشتری را منتشر می‌کنند، بدین جهت حساسیت سرمایه‌گذاری به منابع مالی داخلی در این شرکت‌ها کاهش می‌یابد (آقای و گورجی، ۱۳۹۴).

در اکثر کشورها بخش عمده‌ای از منابع درآمدی دولت از طریق مالیات تامین می‌شود. در این میان، اجتناب و فرار مالیاتی در کشورها باعث شده است تا درآمدهای مالیاتی کشورها همواره از آنچه که برآورد شده است کمتر باشد. به فعالیت‌هایی که

¹ Guariglia, Yang

² Yang, Jiang

سبب فرار از مالیات بدون تخطی و نقض قوانین و درون چارچوب قوانین مالیات صورت می‌گیرد، اجتناب از مالیات گفته می‌شود (اگراوال^۱، ۲۰۰۷). اجتناب از پرداخت مالیات به عنوان استفاده قانونی از نظام مالیاتی برای منافع شخصی تعریف شده است تا بتوان از این طریق میزان مالیات پرداختی را کاهش داد (پاستریک و ریکو^۲، ۲۰۰۸). نحوه حاکمیت و رهبری شرکت‌ها بر سطح اجتناب از مالیات شرکت‌ها تأثیر می‌گذارد. در شرکت‌های با نظام حاکمیتی قوی، اجتناب از مالیات باعث افزایش ارزش شرکت می‌شود. حاکمیت شرکتی ضعیف باعث افزایش سطح اجتناب از مالیات می‌شود (دسای و همکاران^۳، ۲۰۰۷). با افزایش منابع داخلی شرکت‌ها، اجتناب مالیاتی احتمال خطر اخلاقی بین مدیران و سرمایه‌گذاران را بدلیل افزایش عدم تقارن اطلاعات، افزایش می‌دهد (مایبری، ۲۰۱۲). اجتناب مالیاتی می‌تواند بر سطح سرمایه‌گذاری شرکت‌ها تأثیر بگذارد در شرایطی که شرکت‌ها به منابع داخلی وابسته‌اند. اجتناب مالیات، نسبت به شرکت‌هایی که سطوح اجتناب مالیاتی کمتری دارند، درصد کمتری از درآمد خود را به دولت پرداخت می‌کنند. شرکت‌ها می‌توانند از افزایش جریان نقدی پس از اجتناب مالیاتی به منظور کاهش تأثیرات سهمیه‌بندی سرمایه و حفظ سطح بالاتری از سرمایه‌گذاری در مقایسه با شرکت‌هایی با میزان پایین‌تر از اجتناب مالیاتی استفاده کنند؛ بنابراین پول صرفه‌جویی شده در اجتناب از پرداخت مالیات برای مدیران، یک منبع اضافی است که از این منبع اضافی در دسترس برای سرمایه‌گذاری استفاده می‌کنند (مایبری ۲۰۱۲). می‌توان از وجه نقد حاصل شده از فعالیت‌های اجتناب از مالیات، برای تامین مالی پروژه‌های شرکت‌ها استفاده نمود. در واقع اجتناب مالیاتی منافع نهایی سپر مالیاتی بهره را کاهش می‌دهد و این امکان وجود دارد که بر تصمیمات مربوط به ساختار سرمایه اثر بگذارد. (گراهام و توکر^۴، ۲۰۰۶). فعالیت‌های اجتناب از پرداخت مالیات می‌تواند منجر به صرفه‌جویی هزینه شود که مبلغی با ارزش برای ضعف مالی شرکت می‌باشد و تامین مالی از طریق بدهی یا وجه نقد را کاهش دهد (کیم^۵، ۲۰۰۵). می‌توان بررسی رابطه بین اجتناب مالیاتی و سرمایه‌گذاری را از جنبه دو نقص بازار سرمایه نیز بررسی کرد که همان پیامدهای عدم تقارن اطلاعات می‌باشند: انتخاب نامطلوب و خطر اخلاقی (مایبری، ۲۰۱۲). انتخاب نامطلوب، مالکیت مدیریتی شرکت‌ها را افزایش می‌دهد، بخاطر این که مدیران بیشتر منفعی که از فرصت‌های مالی خارجی بدست می‌آورند را درونی می‌کنند. سرمایه‌گذاری بیش از حد با مالکیت مدیریتی کاهش می‌یابد، چون مدیران بیشتر هزینه‌های سرمایه‌گذاری بیش از حد را درونی می‌کنند. شرکت‌هایی با فرصت‌های سرمایه‌گذاری پایین و جریان نقد آزاد مثبت، منابع داخلی بزرگتری دارند که مربوط به فرصت‌های سرمایه‌گذاری است و احتمال کمتری وجود دارد تا نقص‌هایی در تامین مالی را نسبت به شرکت‌هایی با فرصت سرمایه‌گذاری بیشتر و جریان نقد آزاد منفی تجربه کنند (هادلک^۶، ۱۹۹۸). اجتناب مالیاتی می‌تواند باعث ایجاد مشکلاتی در رابطه با خطر اخلاقی بوسیله تسهیل در استخراج اجاره مدیریتی در شکل سرمایه‌گذاری بیش از حد شود. شرکت‌هایی که معیار سرمایه را تجربه می‌کنند به علت انتخاب نامطلوب، به منابع مالی داخلی وابسته‌اند و بر آن تاکید بیشتری

¹ Egraval

² Pastric, Riko

³ Desai et al

⁴ Graham, Tucker

⁵ Kim

⁶ Hadlak

دارند تا از این طریق سرمایه مورد نیاز خود را برای فرصت‌های سرمایه‌گذاری تامین کنند چرا که هزینه تامین مالی خارجی بالاست. همچنین خطر اخلاقی می‌تواند مدیران را برای سرمایه‌گذاری بیش از حد ترقیب کند، جایی که مدیران، یک سرمایه‌گذاری غیر سودآور را برای افزایش اندازه شرکت برای کسب شخصیت مدیریتی انجام می‌دهند (جنسن، ۱۹۸۶).

۳. پیشینه پژوهش

۳-۱. پژوهش‌های خارجی

دسای و همکاران^۱ (۲۰۰۶) مدیران سعی می‌کنند تا با پیچیده‌تر کردن ساختار شرکت به منافع مورد نظر خود دست یابند. به همین جهت آنها معاملاتی که باعث کاهش مالیات می‌شود را انجام می‌دهند تا بتوانند از این طریق در جهت منافع شخصی خود، منابع شرکت را بکار بگیرند. یکی از راه‌های مقابله با این امر می‌تواند، وجود ماموران مالیاتی قوی برای افزایش نظارت بر کار مدیران باشد تا بتوان سوء استفاده از منابع داخلی شرکت‌ها را کاهش داد.

ادواردز و همکاران^۲ (۲۰۱۳)، طی پژوهشی نشان دادند شرکت‌هایی که با محدودیت مالی روبه‌رو می‌شوند، نرخ موثر مالیاتی نقدی کمتری نشان می‌دهند. هزینه اجرای استراتژی‌های اجتناب مالیاتی برای شرکت‌هایی که محدودیت مالی دارند افزایش نمی‌یابد، این نشان می‌دهد که شرکت‌ها اجتناب مالیات را افزایش خواهند داد زیرا دسترسی به منابع خارجی هزینه بیشتری خواهد داشت.

ترانکوسو و ورگارا^۳ (۲۰۱۰)، طی پژوهشی بر شرکت‌های تولیدی در ایالت متحده، دریافتند که نرخ بهره و موقعیت نقدی دارای تاثیر مهمی بر فرار یا اجتناب از مالیات دارند. آنها با دسته‌بندی شرکت‌ها با توجه به وابستگی تامین مالی خارجی و سطح دسترسی به بازارهای اعتباری، دریافتند که بنگاه‌های با وابستگی خارجی بالاتر بیشتر به نرخ بهره پاسخگو هستند که بیانگر شرایط تامین مالی خارجی است. در حالی که شرکت‌هایی با دسترسی محدود به اعتبار کمتر به نرخ بهره و بیشتر به موقعیت نقدی پاسخ می‌دهند.

مایبری^۴ (۲۰۱۲)، طی پژوهشی بیان نمود که اجتناب از مالیات مانند دیگر فرم‌هایی از منابع داخلی، می‌تواند بر سطح سرمایه‌گذاری تاثیرگذار باشد. شواهد وجود رابطه مثبتی بین اجتناب از مالیات و سرمایه‌گذاری بیش از حد را نشان داده و باعث افزایش سطح سرمایه‌گذاری بیش از حد می‌شود.

دسای و دارماپالا^۵ (۲۰۰۶)، بیان نمودند که رابطه بالقوه میان راهبردهای مالیاتی شرکت و نقدشوندگی سهام می‌تواند بر اساس تئوری‌های حاکمیت شرکتی تبیین شود. تفکیک مالکیت و مدیریت در واحد تجاری به اتخاذ راهبردهای مالیاتی در جهت تامین منافع شخصی مدیران منجر می‌شود. مشکلات نمایندگی در شرکت‌ها موجب می‌شود که مدیران راهبردهای مالیاتی متهورانه یا محافظه کارانه انتخاب کنند. در مجموع تئوری‌های نمایندگی و بازخورد مثبت پیش‌بینی

¹ Desai et al

² Edvards at al

³ Trancoso, Vergara

⁴ Mayberry

⁵ Desai, Darmapala

می‌کنند که هرچه سطح نقدشوندگی سهامشان بالاتر باشد، از سیاست‌های اجتناب از پرداخت مالیات بیش از حد متهورانه یا بیش از حد محافظه‌کارانه، کمتر استفاده می‌کنند.

ژانگ و همکاران^۱ (۲۰۱۶)، در پژوهشی تأثیر اجتناب مالیات شرکت بر عملکرد مالی شرکت‌های چین را بررسی کردند. نتایج حاصل از مدل‌سازی معادلات ساختاری (SEM) نشان می‌دهد که بین اجتناب مالیاتی و ارزش بازار رابطه مستقیم معناداری وجود دارد. این امر نشان می‌دهد که ماهیت مبهم بازار سهام چین فرصت‌هایی را برای مدیران که از اجتناب مالیات به عنوان یک ابزار برای شرکت در فعالیت‌های خرید اجاره‌ای ایجاد می‌کنند که به ارزش سهامداران آسیب می‌زند. با این وجود، این پژوهش نیز ارتباطات غیرمستقیم بین اجتناب مالیات و ارزش بازار را نشان می‌دهد که رشد اقتصادی و افزایش سودآوری را تحریک کرده است.

چن و لای^۲ (۲۰۱۳)، در پژوهشی رابطه بین محدودیت مالی و اجتناب از مالیات در شرکت‌های آمریکایی را مورد بررسی قرار دادند. نتایج حاکی از آن بود که شرکت‌های دارای محدودیت مالی با شدت بیشتری نسبت به شرکت‌های بدون محدودیت مالی، به اجتناب از پرداخت مالیات می‌پردازند. همچنین آنها به این مسئله پی بردند که با به کارگیری رفتار جسورانه مالیاتی، شرکت‌هایی که از نظر مالی در محدودیت قرار دارند می‌توانند وجه نقد بیشتری را صرفه جویی کنند و این شرکت‌ها تمایل دارند که از وجه نقد صرفه جویی شده برای حل مشکل سرمایه‌گذاری استفاده کنند.

گرن‌تلی، تیلور و گرن‌ت ریچاردسون^۳ (۲۰۱۳)، با پژوهش بر روی ۲۰۳ شرکت سهامی عام در استرالیا در دوره ۲۰۰۶ تا ۲۰۰۹ (۸۱۲ سال شرکت) به بررسی ساختارهای اجتناب از مالیات شرکت‌های با سرمایه‌گذاری کم پرداختند. نتایج پژوهش آنها نشان داد که موقعیت سرمایه‌گذاری کم شرکت‌ها رابطه قابل توجه و مثبتی با چند ملیتی و پناهگاه‌های مالیاتی، عدم پرداخت مالیات و عدم اطمینان مالیاتی دارد. همچنین نتایج رگرسیون آنها نشان داد که ساز و کارهای نظارت حاکمیت شرکتی مربوط به استقلال هیئت مدیره، مالکیت نهادی و استفاده از حساب‌برسان بزرگ رابطه منفی و قابل توجهی با ساختارهای اجتناب از مالیات شرکت‌های با سرمایه‌گذاری کم دارند.

۲-۳. پژوهش‌های داخلی

اعتمادی و احمدی گورجی (۱۳۹۴)، اثر ارتباطات سیاسی بر سرمایه‌گذاری و کاهش محدودیت‌های تامین مالی را بررسی کردند. یافته‌های این پژوهش نشان داد که ارتباط سیاسی بر رفتار سرمایه‌گذاری شرکت‌ها تأثیر گذاشته و سبب کاهش محدودیت جریان تامین مالی شرکت شده است.

بادآور نهن‌دی و تقی‌زاده (۱۳۹۷)، ارتباطات سیاسی می‌تواند به شرکت‌ها کمک کند تا منابع مالی بیشتری به دست آورند، اما دسترسی به وام‌های تجاری نشئت گرفته از ارتباطات سیاسی، اعتبار مضاعفی ایجاد کرده و هزینه‌های مالی را افزایش می‌دهد. علاوه بر این، دخالت سیاستمداران ممکن است موجب تحریف در تخصیص منابع اجتماعی شده و به سرمایه‌گذاری

¹ Jang et al

² Chen, Lai

³ Teylor, Richardson

بیشتر از حد و تضعیف عملکرد شرکت منجر شود. نتایج حاصل از پژوهش نشان می‌دهد ارتباطات سیاسی بر سرمایه‌گذاری بیشتر از حد تاثیر مثبتی داشته و بر عملکرد شرکت تاثیر منفی می‌گذارد.

ثقفی، بولو و محمدیان (۱۳۹۰)، طی پژوهشی به مطالعه رابطه بین کیفیت اطلاعات حسابداری، سرمایه‌گذاری بیش از حد و جریان نقد آزاد در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بین سال‌های ۱۳۸۰ تا ۱۳۸۹ پرداختند. نتایج بدست آمده حاکی از آن بود که هرچه کیفیت اطلاعات حسابداری شرکت‌ها بالاتر باشد، مساله‌ی سرمایه‌گذاری بیش از حد، کم‌تر بوجود می‌آید و این رابطه در شرکت‌هایی با جریان نقد آزاد بالا بیشتر رخ می‌دهد و تاثیر کاهش سرمایه‌گذاری بیش از حد از طریق کیفیت اطلاعات حسابداری در این شرکت‌ها به مراتب بیشتر است.

مرادی، موسوی و مرندی (۱۳۹۶)، به بررسی رابطه بین محدودیت مالی و جریان نقد آزاد مثبت و منفی بر سرمایه‌گذاری بیش از حد در دارایی‌های شرکت پرداختند. نتایج پژوهش نشان داد در حالت ایستای محدودیت مالی باعث تشدید تاثیر معنادار جریان نقد آزاد بر سرمایه‌گذاری بیش از حد می‌شود. این تاثیر برای جریان نقد آزاد مثبت به صورت مستقیم و برای جریان نقد آزاد منفی به صورت معکوس بوده است. در حالت پویا محدودیت مالی تاثیر تشدیدکننده بر رابطه بین جریان نقد آزاد منفی و سرمایه‌گذاری بیش از حد دارد. محدودیت مالی نقش تعدیل‌کننده بر رابطه بین جریان نقد آزاد مقادیر مثبت و منفی در هر دو رویکرد ایستا و پویا بر روی سرمایه‌گذاری ناکافی نداشته است.

علیزده و همکاران (۱۳۹۴)، طی پژوهشی بر روی ۱۲۰ شرکت در فاصله سال‌های ۱۳۸۶ تا ۱۳۹۱ و با در نظر گرفتن دو قید حاکمیت شرکتی و محدودیت‌های مالی به بررسی رابطه بین نقدشوندگی سهام و اجتناب مالیاتی پرداختند. نتایج حاکی از آن بود که ارتباط معناداری بین نقد شونده‌گی سهام و اجتناب از پرداخت مالیات در این شرکت‌ها وجود دارد. این ارتباط در شرکت‌هایی که از محدودیت‌های مالی بیشتری برخوردارند، قوی‌تر از شرکت‌هایی است که محدودیت‌های مالی کمتری دارند. همچنین تاثیر این رابطه در شرکت‌هایی که در سطوح پایین حاکمیت شرکتی قرار دارند، تقویت می‌شود.

مهربان‌پور و همکاران (۱۳۹۶)، طی پژوهشی به بررسی عوامل موثر بر اجتناب از مالیات و تاثیر آن بر معیارهای ارزیابی عملکرد پرداختند. یافته‌ها نشان داد که اجتناب از مالیات بر بازده دارایی‌ها و ارزش افزوده اقتصادی اثر معناداری ندارد اما بر بازده حقوق صاحبان سهام، ارزش شرکت و وجه نقد عملیاتی اثر معنادار و مثبتی دارد.

۴. فرضیه‌های پژوهش

مساله اصلی پژوهش این است که آیا محدودیت در تامین مالی باعث اجتناب از مالیات در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌شود؟ اگر اجتناب از مالیات صورت گیرد چه تاثیری بر سرمایه‌گذاری بیش از حد می‌گذارد؟ در این راستا و با توجه به مساله پژوهش و با توجه به مبانی نظری و پیشینه پژوهش و همچنین در راستای اهداف پژوهش، فرضیه‌های زیر تدوین گردید:

فرضیه اول: اجتناب از مالیات بر سرمایه‌گذاری بیش از حد تاثیر مستقیم و مثبت دارد.

فرضیه دوم: محدودیت مالی بر سرمایه‌گذاری بیش از حد تاثیر مستقیم و مثبت دارد.

فرضیه سوم: محدودیت مالی بر اجتناب از مالیات تاثیر مستقیم و مثبت دارد.

۵. روش‌شناسی پژوهش

این پژوهش از نظر هدف، از دسته کاربردی به شمار می‌رود. هدف پژوهش کاربردی توسعه دانش کاربردی در یک زمینه خاص است و چون نتایج این پژوهش را می‌توان در جهت بهبود تصمیم‌گیری در شرکت‌ها به کار برد از نوع توسعه‌ای می‌باشد. از اجتناب مالیاتی به عنوان متغیر میانجی استفاده شده است. متغیر میانجی متغیری است که به صورت غیرمستقیم بر جهت رابطه یا میزان رابطه متغیرهای مستقل و وابسته می‌تواند موثر باشد. شیوه استدلال استقرایی است به دلیل آن که گردآوری داده‌ها از مسیر اطلاعات اولیه برای قبول یا رد فرضیه‌ها انجام می‌پذیرد. روش پژوهش نیمه تجربی می‌باشد که شامل طرح و بیان موضوع یا سوال و فرضیه‌های مورد نظر و بررسی ارزیابی اولیه اطلاعات موجود، گردآوری داده‌ها و اجرای پژوهش، تحلیل داده‌ها و انجام محاسبات آماری و تحلیل و تفسیر نتایج آن می‌باشد. به منظور گردآوری داده‌های مربوط به مبانی نظری و ادبیات پژوهش از روش کتابخانه‌ای و از کتب، مجلات تخصصی فارسی و انگلیسی و پایان‌نامه‌های دانشگاهی استفاده شده است و اطلاعات مورد نیاز پژوهش جهت محاسبه متغیرها از سایت شرکت بورس اوراق بهادار تهران (www.tse.ir) - سامانه جامع اطلاع رسانی ناشران (www.codal.ir) - نرم‌افزار ره‌آوردنوین استخراج شده است. پس از گردآوری داده‌ها به منظور انجام محاسبات و آماده نمودن داده‌ها و اطلاعات مورد نیاز از نرم‌افزارهای SPSS، excel و Smart PLS3 استفاده شده است.

جامعه و نمونه آماری از شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در یک بازه ۶ ساله از سال ۱۳۹۳ تا ۱۳۹۸ انتخاب شده است. جامعه آماری پژوهش به روش حذفی سیستماتیک انتخاب می‌شود (در این روش ابتدا شرایطی جهت انتخاب نمونه تعریف می‌شود و نمونه‌های فاقد شرایط از نمونه حذف می‌گردند) که باید مجموعه شرایط زیر را داشته باشد:

۱. پایان سال مالی شرکت به تاریخ پایان اسفند ماه باشد.

۲. شرکت در دوره مورد مطالعه تغییر سال مالی نداشته باشد.

۳. داده‌های مالی شرکت در دوره مورد مطالعه در دسترس باشد.

۴. شرکت جزء بانک‌ها و موسسات مالی نباشد.

با در نظر گرفتن شرایط بالا، تعداد ۱۵۳ شرکت به عنوان نمونه انتخاب شده‌اند که در مجموع تعداد ۹۱۸ سال شرکت را شامل می‌شود.

۵-۱. سرمایه‌گذاری بیش از حد

سرمایه‌گذاری بیش از حد از ناهمسویی بین منافع مدیران و سهامداران نشئت می‌گیرد. شرکت‌های با سرمایه‌گذاری بیش از حد، بیشتر نسبت به جریان نقد آزاد حساس هستند. متغیر وابسته این پژوهش سرمایه‌گذاری بیش از حد است و برای اندازه‌گیری آن از مدل چن و همکاران (۲۰۱۳) استفاده می‌کنیم:

$$\begin{aligned} OverInv_{i,t} = & \alpha + \beta_1 CONF_{i,t} + \beta_2 FCF_{i,t} + \beta_3 DIV_{i,t1} + \beta_4 DA_{i,t} \\ & + \beta_5 CONOWN_{i,t} + \beta_6 HHI_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \end{aligned} \quad (1)$$

$OverInv_{i,t}$ نشان‌دهنده سرمایه گذاری بیشتر از حد، $CONF_{i,t}$ ارتباطات سیاسی، $FCF_{i,t}$ جریانهای نقد آزاد، $DIV_{i,t}$ سود سهام پرداختنی، $DA_{i,t}$ اقلام تعهدی اختیاری، $CONOWN_{i,t}$ تمرکز مالکیت، $HHI_{i,t}$ شاخص هرفیندال - هریشمن (رقابت بازار محصول).

۲-۵. محدودیت در تأمین مالی

بر اساس شاخص محدودیت در تأمین مالی (KZ) شرکت‌هایی که از یک سو دارای جریانهای نقدی، نسبت سود تقسیمی، مانده وجه نقد و نسبت Q توین کمتر هستند و از طرفی دیگر دارای نسبت اهرمی بزرگتر هستند، بالاترین K و در نتیجه بیشترین محدودیت را در تأمین مالی دارند. در این پژوهش از شاخص محدودیت در تأمین مالی کاپلان و زینگالس استفاده می‌کنیم که توسط تهرانی و حصارزاده در مدل زیر بومی شده است:

$$KZ_{IR} = 17.330 - 37.486 C - 15.216 Div + 3.394 Lev - 1.402 MTB \quad (۲)$$

متغیرهای این مدل به صورت ذیل تعریف می‌شود:

C از تقسیم موجودی نقد به کل دارایی‌های شرکت بدست می‌آید. Div میانگر تقسیم سود تقسیمی بر کل دارایی‌ها می‌باشد. Lev از تقسیم بدهی به دارایی‌های شرکت بدست می‌آید. MTB یا نسبت Q توین، از مجموع ارزش بازار حقوق صاحبان سهام به علاوه ارزش دفتری بدهی‌ها تقسیم بر ارزش دفتری دارایی‌ها بدست می‌آید. برای استفاده از این شاخص، بایستی ابتدا مقادیر واقعی را در معادله شاخص KZ وارد نموده تا بتوان مقدار KZ را محاسبه کرد. سپس مقادیر را از کوچکتر به بزرگتر مرتب می‌کنیم. بعد آن را به پنج طبقه تقسیم می‌کنیم. شرکت‌هایی که در پنجک چهارم و پنجم قرار گیرند دارای محدودیت در تأمین مالی می‌باشند. (تهرانی، حصارزاده، ۱۳۸۸). با توجه به آزمون انجام شده تعداد ۳۶۶ سال شرکت به عنوان شرکت‌های محدود در تأمین مالی شناسایی شد.

۳-۵. اجتناب مالیاتی

متغیر میانجی این پژوهش اجتناب مالیاتی می‌باشد که برای اندازه‌گیری آن مطابق با مدل چن و لای (۲۰۱۳) استفاده شده است:

$$TAX_AVOIDANCE_{it} = \alpha_0 + \beta_1 KZ_{it} + \beta_2 ROA_{it} + \beta_3 SIZE_{it} + \beta_3 LEV_{it} \quad (۳)$$

KZ شاخص محدودیت در تأمین مالی می‌باشد.

ROA (بازده دارایی‌ها): از تقسیم سود خالص قبل از کسر مالیات به جمع دارایی‌ها بدست می‌آید.

$SIZE$ (اندازه شرکت): با محاسبه لگاریتم طبیعی جمع دارایی‌های شرکت بدست می‌آید.

LEV (اهرم مالی): از نسبت جمع بدهی‌ها به جمع دارایی‌های شرکت بدست می‌آید.

در این پژوهش به منظور شناسایی شرکت‌های درگیر در سطوح مختلف اجتناب مالیاتی از دو معیار، (۱) نرخ موثر مالیاتی و (۲) تفاوت دفتری مالیات استفاده می‌کنیم.

نرخ موثر مالیاتی نشان می‌دهد مالیات بر درآمد شرکت چند درصد درآمد قبل از مالیات می‌باشد؛ که از تقسیم مجموع

مالیات شرکت i در پایان سال t بر درآمد قبل از مالیات شرکت i در پایان سال t به دست می‌آید. کاهش میزان نرخ موثر

مالیاتی، نشان‌دهنده سطح بالایی از اجتناب مالیاتی است. (قوی‌پنجه و غریب، ۱۳۹۷).

$$AETR_{it} = \frac{TAX}{EBT}$$

TAX مالیات شرکت در دوره جاری می‌باشد که در صورت سود و زیان نشان داده می‌شود.

EBT درآمد عملیاتی یا همان سود قبل از کسر مالیات می‌باشد.

بین نرخ موثر مالیاتی و اجتناب از پرداخت مالیات رابطه معکوسی وجود دارد؛ یعنی هرچه میزان نرخ موثر مالیاتی بیشتر باشد، اجتناب از پرداخت مالیات کمتر می‌باشد و این بدین معناست که شرکت‌ها در طی دوره مالیات بیشتری پرداخت کرده‌اند. (خواجوی و همکاران، ۱۳۹۷).

تفاوت دفتری مالیات: برای محاسبه تفاوت دفتری مالیات بایستی درآمد قبل از مالیات شرکت i در پایان سال t را محاسبه کرد و از درآمد مالیاتی کسر نمود. سپس نتیجه بدست آمده را بر کل دارایی‌های شرکت i در پایان سال t تقسیم نمود. درآمد مالیاتی نیز از تقسیم بر نرخ ۲۲٫۵٪ (نرخ مالیات ماده ۱۰۵ قانون مالیات‌های مستقیم و معافیت ماده ۱۴۳ قانون مالیات‌های مستقیم) به دست می‌آید. افزایش مقدار تفاوت درآمد قبل از مالیات و درآمد مشمول مالیات، نشان‌دهنده سطح بالایی از اجتناب مالیاتی است. (قوی‌پنجه و غریب، ۱۳۹۷)

$$BTD_{it} = \frac{EBT - \frac{TX}{22.5\%}}{TA}$$

ROA بازده دارایی‌ها: یک شاخص از چگونگی سودآوری شرکت وابسته به کل دارایی‌های آن شرکت می‌باشد و از طریق تقسیم سود خالص قبل از کسر مالیات به جمع دارایی‌های ابتدای دوره (برای کنترل سودآوری و وضعیت عدم اطمینان فعالیت شرکت) بدست می‌آید. در واقع ROA به ما می‌گوید چه مقدار سود، از دارایی‌های سرمایه‌گذاری شده بدست آمده است.

SIZE اندازه شرکت: از طریق محاسبه لگاریتم طبیعی جمع دارایی‌های شرکت بدست می‌آید.

۴-۵. مدل سازی معادلات ساختاری

مدل‌سازی معادلات ساختاری (SEM)، شامل تعدادی از روش‌های آماری برای برآورد شبکه‌ای از روابط علی است که بر پایه یک مدل نظری تعریف می‌شود و دو یا چند مفهوم پیچیده پنهان را با هم مرتبط می‌سازد که هر یک از آن‌ها توسط تعدادی از شاخص‌های مشاهده‌پذیر اندازه‌گیری می‌شوند. برای مفهوم سازی مناسب مدل پیشنهادی در SEM، متمایز کردن متغیرهای وابسته و مستقل اهمیت دارد. متغیرهایی که در مدل، دست‌کم یک مسیر (فلش یک طرفه) از متغیر دیگر می‌گیرند متغیرهای وابسته نامیده شده و متغیرهایی که مسیرها از آنها بیرون می‌آیند متغیرهای مستقل نامیده می‌شوند.

در پژوهش حاضر از مدل‌سازی معادلات ساختاری با تکنیک حداقل مربعات جزئی (PLS) استفاده شده است. هدف آماری PLS به صورت کلی همانند رگرسیون خطی است، یعنی نشان دادن R^2 بالا و مقادیر T معنی‌دار و بنابراین رد فرض صفر. (مومنی و همکاران، ۱۳۹۶).

۶. یافته‌های پژوهش

۶-۱. آمار توصیفی

جدول ۱ اطلاعات مربوط به آمار توصیفی شرکت‌های نمونه می‌باشد که حاوی اطلاعات از جمله: میانگین، حداکثر، حداقل، انحراف معیار آن‌ها می‌باشد.

جدول ۱: آماره‌های توصیفی متغیرهای پژوهش

متغیر	علامت اختصاری	کمترین	بیشترین	میانگین	انحراف معیار
نرخ موثر مالیاتی	AETR	-۰/۱۵۱	۰/۸۶۳	۰/۲۰۹	۰/۳۰۰
تفاوت دفتری مالیات	BTB	-۰/۴۰۰	۰/۵۷۶	۰/۰۴۷	۰/۲۷۹
ارتباطات سیاسی	PC	۰	۱	۰/۳۹۹	۰/۴۴۹
جریان نقد آزاد	FCF	-۰/۵۵۶	۱/۰۳۵	۰/۰۸۱	۰/۴۴۷
رقابت بازار	HHI	۰/۰۵۹	۰/۹۵۴	۰/۳۵۶	۰/۲۶۲
تمرکز مالکیت	CONOWN	۰/۰۰۸	۱	۰/۴۹۶	۰/۲۸۳
اقدام تعهدی اختیاری	DACC	۰/۰۲۶	۰/۹۲۲	۰/۳۷۶	۰/۲۶۱
وجه نقد	C	۰	۰/۴۶۰	۰/۱۵۲	۰/۱۵۰
کیو توین	MTB	۰/۸۲۲	۱۲/۲۷۱	۴/۴۶	۳/۶۰۱
اهرم مالی	LEV	۰/۰۹۰	۱/۵۶۶	۰/۷۳۹	۰/۴۳۲
سود سهام پرداختنی	DIV	-۱/۰۷۵	۰/۷۷۰	۰/۰۲۹	۰/۵۳۴
بازده دارایی‌ها	ROA	-۰/۴۰۰	۰/۶۷۵	۰/۱۲۶	۰/۱۵۱
اندازه شرکت	SIZE	۱۰/۵۰۱	۱۹/۳۷۳	۱۴/۳۶۸	۲/۵۹۴

همانطور که در جدول شماره ۱ دیده می‌شود، مقدار میانگین متغیر نرخ موثر مالیاتی ۰/۲۰۹ است؛ و این نشان‌دهنده آن است که ۲۰ درصد از سود قبل از مالیات شرکت‌های نمونه مورد بررسی، مالیات دوره جاری بوده است. مقدار میانگین متغیر اهرم مالی ۰/۷۳۹ می‌باشد و نشان‌دهنده این است که بطور متوسط ۷۴ درصد از دارایی‌های شرکت‌های نمونه مورد بررسی از محل بدهی تامین شده است. همچنین میانگین بازده دارایی‌های نمونه نیز برابر ۰/۱۲۶ است و بیانگر این موضوع است که ۱۲ درصد از سرمایه‌گذاری‌های انجام شده در دارایی‌های شرکت‌های مورد بررسی دارای بازده بوده‌اند. میانگین اقدام تعهدی اختیاری ۰/۳۷۶ می‌باشد و این بدین معنی است که ۳۷ درصد از دارایی‌های شرکت‌ها مربوط به اقدام تعهدی اختیاری است. همچنین حداقل مقدار جریان‌های نقد آزاد -۰/۵۵۶ می‌باشد و نشان‌دهنده این است که برخی از شرکت‌ها با جریان نقد آزاد منفی روبرو هستند.

۶-۲. بررسی برازش مدل

در این پژوهش برازش الگو از طریق برازش مدل اندازه گیری و برازش مدل ساختاری صورت می گیرد. برای بررسی برازش مدل اندازه گیری از سه مورد (۱) پایایی شاخص (۲) روایی همگرا (۳) روایی واگرا استفاده می شود. لازم به ذکر است که پایایی شاخص نیز خود از طریق سه معیار (۱) آلفای کرونباخ (۲) پایایی ترکیبی (۳) ضرایب بارهای عاملی مورد اندازه گیری و سنجش قرار می گیرد. برای سنجش بارهای عاملی باید مقدار همبستگی شاخص های سازه را محاسبه نمود. این مقدار باید برابر یا بیشتر از عدد ۰,۴ باشد که نشان دهنده پایایی قابل قبول در مدل اندازه گیری است. (مومنی و همکاران، ۱۳۹۶). جدول ۲ بارهای عاملی این پژوهش را نشان می دهد.

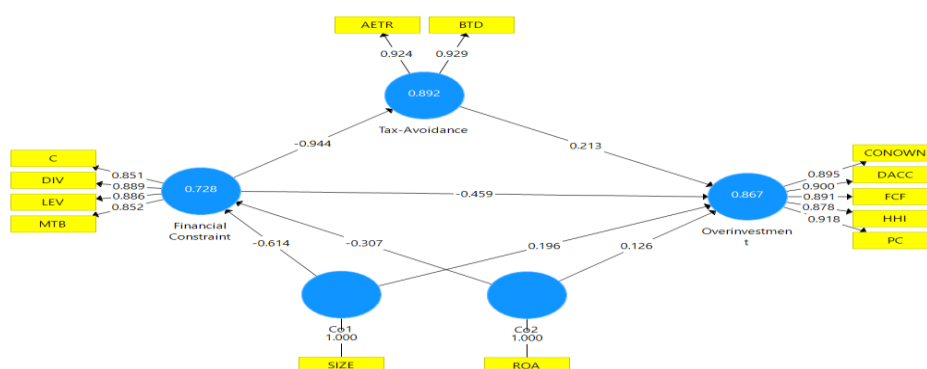
جدول ۲: سنجش بارهای عاملی

سازه	متغیرها	علامت اختصاری	بار عاملی
سرمایه گذاری بیش از حد	ارتباطات سیاسی	PC	۰/۹۱۸
	جریان نقد آزاد	FCF	۰/۸۹۱
	اقدام تعهدی اختیاری	DACC	۰/۹۰۰
	تمرکز مالکیت	CONOWN	۰/۸۹۵
	رقابت بازار محصول	HHI	۰/۸۷۸
محدودیت تامین مالی	وجه نقد	C	۰/۸۵۱
	سود تقسیمی	DIV	۰/۸۸۹
	اهرم مالی	LEV	۰/۸۸۶
	کیو توین	MTB	۰/۸۵۲
	نرخ موثر مالیاتی	AETR	۰/۹۲۴
اجتناب مالیاتی	تفاوت دفتری مالیات	BTD	۰/۹۲۹
	بازده دارایی ها	ROA	۱
متغیرهای کنترلی	اندازه شرکت	SIZE	۱

همسانی درونی نشانه دهنده میزان همبستگی بین سازه و شاخص های مربوط به آن سازه است. اگر ضریب آلفای کرونباخ از ۰/۷ بزرگتر باشد، آزمون از پایایی قابل قبولی برخوردار است. در محاسبه ضریب آلفای کرونباخ برای تمامی شاخص ها اهمیت مساوی در نظر گرفته می شود اما در محاسبه پایایی ترکیبی، شاخص ها با بارهای عاملی بیشتر، اهمیت زیادتری دارند. مقدار پایایی ترکیبی نیز باید بیشتر از ۰/۷ باشد. در روش PLS از هر دو معیار آلفای کرونباخ و پایایی ترکیبی برای سنجش پایایی سازه استفاده می شود. میانگین واریانس استخراج شده یا همان معیار AVE نشان دهنده میانگین به اشتراک گذاشته شده بین هر سازه با شاخص های خود است. به بیانی دیگر این معیار نشان دهنده همبستگی یک سازه با شاخص های خود است. اگر مقدار AVE بیشتر از ۰/۵ باشد بدین معنی است که روایی همگرایی مدل قابل قبول است.

جدول ۳: ضریب آلفای کروناخ، ضریب پایایی ترکیبی و میانگین واریانس استخراجی

عنوان در مدل	ضریب آلفای کروناخ (Alpha > ۰/۷)	ضریب پایایی ترکیبی (Alpha > ۰/۷)	میانگین واریانس استخراجی (AVE > 0.5)
سرمایه گذاری بیش از حد	۰/۹۳۳	۰/۹۴۹	۰/۷۹۰
محدودیت مالی	۰/۸۹۲	۰/۹۲۵	۰/۷۵۶
اجتناب مالیاتی	۰/۸۳۵	۰/۹۲۳	۰/۸۵۸


 شکل ۱: ضرایب استاندارد شده مسیرها و مقدار ضریب تعیین (R^2)

۳-۶. معیار ضریب تعیین (R^2)

ضریب تعیین نشان دهنده تاثیر یک متغیر برونزا بر یک متغیر درونزا می باشد. اگر مقدار ضریب تعیین ۰/۱۹ باشد نشان دهنده مقادیر ضعیف، ۰/۳۳ نشان دهنده مقدار متوسط و ۰/۶۷ نشان دهنده مقدار قوی است. مقدار ضریب تعیین برای متغیر سرمایه گذاری ۰/۸۶۷ می باشد که با توجه به سطوح ضرایب گفته شده برای ملاک مناسب بودن آن، مناسب بودن مدل ساختاری پذیرفته می شود.

۴-۶. معیار Q^2

معیار Q^2 قدرت پیش بینی مدل را مشخص می کند. اگر مقدار آن برابر با ۰/۰۲ باشد نشان دهنده قدرت پیش بینی ضعیف است. اگر ۰/۱۵ باشد متوسط و اگر مقدار آن ۰/۳۵ باشد نشان دهنده قدرت پیش بینی قوی یا سازه های مربوط به آن را دارد.

 جدول ۴: مقدار Q^2 در پیش بینی الگو

سازه ها	۱-SSE/SSO
سرمایه گذاری بیش از حد	۰/۶۷۸
محدودیت مالی	۰/۵۴۶
اجتناب مالیاتی	۰/۷۵۰

۵-۶. آزمون فرضیه ها

آزمون فرضیه اول

جدول ۵ نتایج حاصل از بررسی فرضیه اول را نشان می دهد.

فرضیه	ضریب مسیر	آماره t	نتیجه آزمون
اجتناب از مالیات بر سرمایه گذاری بیش از حد تأثیر مستقیم و مثبت دارد	۰/۲۱۳	۵/۲۶۷	رابطه مستقیم و معنادار

ضریب معناداری مسیر یا همان آماره t، بین متغیر اجتناب مالیاتی و سرمایه گذاری بیش از حد ۵/۲۶۷ بوده که بیشتر از ۱/۹۶ است و این امر نشان از معنادار بودن تأثیر اجتناب از مالیات بر سرمایه گذاری بیش از حد در سطح اطمینان ۹۵ درصد دارد. همچنین ضریب مسیر بین متغیرهای اجتناب مالیاتی و سرمایه گذاری بیش از حد ۰/۲۱۳ بوده که نشان دهنده رابطه مثبت بین این دو متغیر است؛ بنابراین فرضیه فوق پذیرفته می شود؛ بنابراین می توان بیان نمود با افزایش (کاهش) سطح اجتناب از مالیات، سرمایه گذاری بیش از حد افزایش (کاهش) می یابد.

آزمون فرضیه دوم

جدول ۶ نتایج حاصل از بررسی فرضیه دوم را نشان می دهد.

فرضیه	ضریب مسیر	آماره t	نتیجه آزمون
محدودیت مالی بر سرمایه گذاری بیش از حد تأثیر مستقیم و مثبت دارد	-۰/۴۵۹	۱۱/۱۴	رابطه معکوس و معنادار

ضریب معناداری مسیر (آماره t)، بین متغیر محدودیت مالی و سرمایه گذاری بیش از حد ۱۱/۱۴ بوده که بیشتر از ۱/۹۶ است و این امر نشان از معنادار بودن تأثیر محدودیت مالی بر سرمایه گذاری بیش از حد در سطح اطمینان ۹۵ درصد دارد؛ اما با توجه به ضریب مسیر بین متغیرهای محدودیت مالی و سرمایه گذاری بیش از حد که -۰/۴۵۹ است، نشان دهنده رابطه منفی و معکوس بین این دو متغیر است؛ بنابراین می توان بیان نمود در شرکت هایی که دارای محدودیت مالی هستند سرمایه گذاری کمتری صورت می گیرد و این به دلیل کمبود منابع لازم برای سرمایه گذاری است.

آزمون فرضیه سوم

جدول ۷ نتایج حاصل از بررسی فرضیه سوم را نشان می دهد.

فرضیه	ضریب مسیر	آماره t	نتیجه آزمون
محدودیت مالی بر اجتناب مالیاتی تأثیر مستقیم و مثبت دارد	-۰/۹۴۴	۴۳۴/۲۹۴	رابطه معکوس و معنادار

ضریب معناداری مسیر (آماره t)، بین متغیر محدودیت مالی و اجتناب مالیاتی ۴۳۴/۲۹۴ بوده که بیشتر از ۱/۹۶ است و این امر نشان از معنادار بودن تأثیر محدودیت مالی بر سرمایه گذاری بیش از حد در سطح اطمینان ۹۵ درصد دارد؛ اما ضریب مسیر بین متغیرهای محدودیت مالی و اجتناب مالیاتی -۰/۹۴۴ است و بیانگر این موضوع است که بین این دو متغیر رابطه منفی و معکوس وجود دارد. در نگاه اول، انتظار بر این بود که شرکت های دارای محدودیت مالی به احتمال زیاد، اجتناب مالیاتی

بیشتری انجام خواهند داد ولی بر خلاف انتظارمان، نتایج این پژوهش، فرضیه فوق را تایید نکرد؛ و این بدان معناست که محدودیت مالی یکی از فاکتورهای مهم و با اهمیت تاثیرگذار بر اجتناب مالیاتی نیست.

۷. نتیجه گیری و پیشنهادات

پژوهش حاضر با هدف بررسی تاثیر نقش میانجی اجتناب از مالیات بر رابطه بین سرمایه گذاری بیش از حد و محدودیت در تامین مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران صورت پذیرفت. در این راستا سه فرضیه تبیین شد و مورد بررسی و آزمون قرار گرفت.

بر اساس مبانی نظری و شواهد بدست آمده، یکی از سیاست هایی که شرکت ها برای تامین مالی داخلی بکار می گیرند، سیاست اجتناب مالیاتی است یا حداقل به تعویق انداختن زمان شناسایی مالیات و پرداخت آن می باشد تا از این طریق ارزش فعلی مالیات پرداختنی خود را کاهش دهند. محدود کردن اجتناب از مالیات سرمایه گذاری را کاهش می دهد. اجتناب مالیاتی منبع خوبی از تامین مالی داخلی است که می تواند بر سطح سرمایه گذاری شرکت تاثیر گذاشته و باعث غلبه بر نرخ بندی سرمایه از جنبه انتخاب نامطلوب شود. دوم این که اجتناب مالیاتی با تاثیر بر رشد اندازه شرکت فراتر از حد بهینه سرمایه گذاری، باعث ایجاد خطر اخلاقی، یکی دیگر از جنبه های نقص بازار سرمایه شود. اجتناب از مالیات منافع نهایی سپر مالیاتی بهره را کاهش می دهد و ممکن است بر تصمیمات مربوط به سرمایه گذاری تاثیر بگذارد. همچنین اجتناب مالیاتی باعث کاهش هزینه مالیات و افزایش جریان نقدی و افزایش ثروت سهامداران می گردد. نتایج بدست آمده از پژوهش با نتایج مایبری (۲۰۱۲)، گراهام و توکر (۲۰۰۶) و پژوهش مشایخی و سیدی (۱۳۹۴) همخوانی دارد. شرکت هایی که تحت مالکیت دولت قرار دارند به دلیل دارا بودن شرایطی خاص مانند ارتباطات سیاسی با دولت و یا داشتن روابط بانکی، توانایی بیشتری در تامین مالی با هزینه بسیار پایین را دارند؛ بنابراین در شرکت های دولتی مدیران نگرانی چندانی در رابطه با منابع مالی نقدی داخلی ندارند؛ اما در شرکت های غیرسیاسی، حساسیت سرمایه گذاری به منابع مالی داخلی بالاست؛ بنابراین انتظار بر این است که با افزایش محدودیت مالی، سطح سرمایه گذاری کاهش یابد. نتایج بدست آمده از پژوهش با نتایج پژوهش اعتمادی و احمدی (۱۳۹۴)، آقایی و احمدی (۱۳۹۴)، لاری دشت بیاض و همکاران (۱۳۹۷)، پونست و همکاران (۲۰۱۰) یکسان است. نتایج بدست آمده از آزمون فرضیه سوم این پژوهش مخالف نتایج بدست آمده از پژوهش چن و لای (۲۰۱۳) و ادواردز و همکاران (۲۰۱۳) می باشد اما با نتایج قوی پنجه و غریب (۱۳۹۷) همخوانی دارد. یکی از دلایل این امر می تواند قوانین سختگیرانه مالیاتی در کشور باشد چرا که شرکت ها علی رغم داشتن محدودیت مالی، مجبور به پرداخت مالیات هستند. دلیل دیگر می تواند ریشه در تفاوت سیاست های مالیاتی دیگر کشورها با سیاست های مالیاتی کشور ایران باشد.

با توجه به نتایج پژوهش پیشنهاد می شود:

۱. با توجه به تاثیری که اجتناب از مالیات بر ارزش شرکت و بازده حقوق صاحبان سهام و وجه نقد عملیاتی شرکت دارد، به مدیران پیشنهاد می شود میزان خروجی وجه نقد حاصل از عایدات شرکت را از طریق فعالیت های اجتناب از پرداخت مالیات، کاهش دهند.

۲. هرچه محدودیت مالی داخلی کاهش یابد حساسیت سرمایه‌گذاری نسبت به جریان‌های نقدی افزایش می‌یابد؛ که این مطابق با نتایج گوارگلیا (۲۰۰۸) می‌باشد. با توجه به این که محدودیت در تامین مالی تضاد منافع بین سهامداران و مدیران را افزایش می‌دهد و بر کاهش قیمت سهام تأثیرگذار است، بنابراین به سرمایه‌گذاران پیشنهاد می‌شود تا در موقع تصمیم‌گیری از محدودیت مالی به عنوان یکی از عوامل تأثیرگذار در تحلیل سرمایه‌گذاری خود لحاظ کنند.

۳. با توجه به فرضیه سوم پژوهش مبنی بر این که بین محدودیت مالی و اجتناب از مالیات رابطه معکوس وجود دارد که این امر نشان دهنده این است که محدودیت مالی یکی از عوامل مهم تأثیرگذار بر اجتناب از مالیات نیست. شاید این امر به دلیل قوانین شدید و سختگیرانه‌ای باشد که از طرف سازمان امور مالیاتی کشور وضع می‌شود، چرا که شرکت‌ها حتی با وجود محدودیت مالی مجبور به پرداخت مالیات هستند؛ بنابراین به مدیران و مسئولان امر تصمیم‌گیری در این خصوص پیشنهاد می‌شود مقررات و قوانین به گونه‌ای وضع گردد که محدودیت مالی شرکت‌ها نیز در آن لحاظ گردد. به منظور استفاده بهتر و بیشتر از نتایج این پژوهش و کمک به روشن‌تر شدن رابطه بین محدودیت مالی و سرمایه‌گذاری همراه با در نظر گرفتن جزییات آنها در آینده، موضوعات زیر به پژوهشگران پیشنهاد می‌شود:

۱. استفاده از شاخص‌های مالی و غیر مالی گسترده‌تر

۲. استفاده از جامعه و نمونه آماری بزرگتر

۳. استفاده از روش‌های مختلف دیگر برای اندازه‌گیری متغیرها

۴. استفاده از اطلاعات شرکت‌های فرابورس

منابع و مآخذ

- آقای، محمدعلی، احمدی‌گورجی، جلیل (۱۳۹۴). بررسی حساسیت سرمایه‌گذاری به تامین مالی داخلی و استقراض شرکت‌های سیاسی و غیرسیاسی. *مجله دانش حسابداری*، ۲ (۳)، ۱-۲۲.
- اعتمادی، حسین، احمدی‌گورجی، جلیل (۱۳۹۴). بررسی اثر ارتباط سیاسی بر سرمایه‌گذاری و کاهش محدودیت‌های تامین مالی در بورس اوراق بهادار تهران. *پژوهش‌های حسابداری و حسابرسی*، ۹ (۲)، ۴-۲۳.
- بادآورنهندي، یونس، تقی‌زاده خانقاه، وحید (۱۳۹۷). تأثیر ارتباطات سیاسی بر سرمایه‌گذاری بیشتر از حد و عملکرد شرکت. *بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، ۲۵ (۲)، ۱۸۱-۱۹۸.
- تهرانی، رضا، حصارزاده، رضا (۱۳۸۸). تأثیر جریان‌های نقد آزاد و محدودیت در تامین مالی بر بیش سرمایه‌گذاری و کم سرمایه‌گذاری. *تحقیقات حسابداری*، ۱ (۳)، ۵۰-۶۷.
- ثقفی، علی، بولو، قاسم، محمدیان، محمد (۱۳۹۰). کیفیت داده‌ها حسابداری، سرمایه‌گذاری بیش از حد و جریان نقد آزاد. *پیشرفت‌های حسابداری*، ۳ (۲)، ۳۷-۶۳.
- خواجوی، شکرالله، صالحی‌نیا، محسن (۱۳۹۳). محدودیت‌های تامین مالی و رشد شرکت. *فصلنامه علمی پژوهشی حسابداری مالی*، ۷ (۲۵)، ۲۹-۴۸.

۷. عزیزاده، امیر خادم، حنجری، سارا، امینی، محمدعلی، رسائیان، امیر (۱۳۹۴). نقدشوندگی سهام و اجتناب مالیاتی با در نظر گرفتن اهمیت حاکمیت شرکتی و محدودیت‌های مالی. *بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، ۲۲ (۴)، ۴۶۱-۴۷۸.
۸. قوی پنجه، رامین، غریب، حجت (۱۳۹۷). بررسی رابطه بین محدودیت در تامین مالی و اجتناب مالیاتی. *فصلنامه سیاست‌های مالی و اقتصادی*، سال ششم، شماره ۲۱، بهار ۱۳۹۷، صص ۱۵۹-۱۸۲.
۹. کاشانی‌پور، احمد، تقی‌نژاد، بیژن (۱۳۸۸). بررسی اثر محدودیت‌های مالی بر حساسیت جریان‌ات نقدی وجه نقد. *مجله پژوهش‌های حسابداری*، ۲، ۷۲-۹۳.
۱۰. مرادی، مهدی، موسوی، سیده فهیمه، مرنندی، زکيه (۱۳۹۶). بررسی ارتباط محدودیت مالی و جریان نقد آزاد مثبت و منفی بر سرمایه‌گذاری بیش از حد و ناکافی در دارایی‌های شرکت با استفاده از مدل ایستا و پویا. *پژوهش‌های کاربردی در گزارشگری مالی*، ۶ (۱۱)، ۲۳۳-۲۶۰.
۱۱. مشایخی، بیتا، سیدی، سیدجلال (۱۳۹۴). راهبرد شرکتی و اجتناب مالیاتی. *مجله دانش حسابداری*، ۶ (۲۰)، ۸۳-۱۰۳.
۱۲. مهران، ساسان، سیدی، سید جلال (۱۳۹۳). بررسی رابطه اجتناب مالیاتی و اختلاف مالیاتی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *تحقیقات حسابداری و حسابرسی*، ۲۴، ۱-۲۶.
۱۳. مهربان‌پور، محمدرضا، آهنگری، مهناز، وقفی، سیدحسام، مام صالحی، پرویز (۱۳۹۶). بررسی عوامل موثر بر اجتناب از مالیات و تاثیر آن بر معیارهای ارزیابی عملکرد با استفاده از معادلات ساختاری. *مجله دانش حسابداری*، ۴ (۳)، ۶۵-۸۶.
۱۴. مومنی، منصور، دشتی، مجتبی، بایرام‌زاده، سونا، سلطان محمدی، ندا (۱۳۹۶). مدل‌سازی معادلات ساختاری با تاکید بر سازه‌های بازتابنده و سازنده، *انتشارات مولف، تهران*.
15. Almeida, H., and M. Campello. (2007). Financial Constraints, Asset Tangibility, and Corporate Investment. *Review of Financial Studies* 20 (5):1429-1460.
16. Chen, C. Lai, sh (2013). "Financial Constraint and Tax Aggressiveness", Department of Accounting & Finance, The University of Auckland, NEW ZEALAND.
17. Desai, M. & Dharmapala, D. (2006). Corporate Tax Avoidance and High-Powered Incentives. *Journal of Financial Economics*, (79): 145-179.
18. Desai, M. Dyck, I. Zingales, L. (2007). Theft and Taxes. *Journal of financial economics*, 84: 591-623.
19. Edwards. A. Schwab, C & Shevlin, T. (2013). Financial constraint and incentive for tax planning, Working paper, Available at SSRN: <http://ssrn.com2216875>.
20. Graham, J.R., Tucker, A (2006). Tax Shelters and Corporate
21. Guariglia, A., and Yang, J. (2016). A balancing act: Managing financial constraints and agency costs to minimize investment inefficiency in the Chinese market, *Journal of Corporate Finance*, 36: 111-130.
22. Hadlock, C. J. 1998. Ownership, liquidity, and investment. *RAND Journal of Economics* 29 (3):487-508.
23. Hanlon, M. & Heitzman, S. (2010). A review of tax research. *Journal of Accounting and Economics*, 50, 127-178.
24. Jensen, M. C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers. *American Economic Review*, 76 (2): 323-329.

25. Mayberry, M., (2012). Tax Avoidance and Investment distinguishing the effects of Capital rationing and Overinvestment. Phd.
26. Modigliani, F., and M. H. Miller. (1958). The Cost of Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investment. *American Economic Review* 48 (3):261.
27. Myers, S. C., and N. S. Majluf. 1984. Corporate Financing and Investment Decisions when Firms have Information that Investors Do Not Have. *Journal of Financial Economics* 13 (2):187-221.
28. Pasternak, M., Rico, C (2008). Tax Interpretation, Planning, and Avoidance: Some Linguistic Analysis. *Akron Tax Journal*, 33. *Quant Finance Acc* 25:33-53.
29. Poncet S, Steingress W, Vandenbussche H,(2010), "Financial constraints in China: Firm-level evidence", *China Economic Review*, Vol.21,pp. 411-422.
30. Stein, J. C. (2003). Agency, Information, and Corporate Investment. In *handbook of the Economics of Finance*, vol.,111-165.

The effect of tax avoidance on the relationship between overinvestment and financial constraints with structural equation modeling approach

Rouhollah Mohammad Ali Tabar Andvari ¹

Date of Receipt: 2021/08/23 Date of Issue: 2021/09/07

Abstract

This study examines the impact of tax avoidance on the relationship between overinvestment and financial constraints in Iran to help managers make better tax decisions and practices, maintain cash and use it for investment. In this study, the information of 153 companies listed on the Tehran Stock Exchange during the years 1391 to 1398 has been used. Structural equation modeling (SEM) was used to investigate the effect of variables and the partial least squares (PLS) approach was used to analyze the patterns. The findings show that there is a negative relationship between financial constraints and over-investment, but this relationship is significant. Also, despite the negative relationship between financial constraints and tax avoidance, tax avoidance as an intermediary variable has a significant and positive effect on over-investment. In conclusion, Limiting tax avoidance reduces investment. Because Tax avoidance is a good source of internal financing that can affect the level of investment of the company and overcome the capital in terms of Adverse selection, as well as affecting the growth of the size of the company causes moral hazard.

Keyword

between overinvestment, financial constraint, tax avoidance, structural equation modeling

¹ MSc in Accounting, Faculty of Management and Economic, University of Tarbiat Modares, Tehran, Iran (rm.alitabar60@gmail.com)