

## بررسی تأثیر حساسیت سرمایه‌گذاری وجه نقد بر اجتناب مالیاتی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران

علیرضا زینالی

کارشناسی ارشد حسابداری، واحد اسلامشهر، دانشگاه آزاد اسلامی، اسلامشهر، ایران. (نویسنده مسئول)  
Alireza.zeinali@iran.ir

### چکیده

موضوع مالیات از زمان‌های گذشته در جوامع مختلف بشری مطرح بوده است. در زمان انسان‌های اولیه که گروه‌های اجتماعی کوچک‌تر از زمان حال بوده‌اند، اخذ مالیات به صورت نقدی وجود نداشته اما هر فرد به طور مستقیم در انجام کارهای عمومی جامعه مشارکت داشته است از طرفی جریان‌های نقدی در یک واحد تجاری از اساسی‌ترین رویدادهایی است که اندازه‌گیری حسابداری بر اساس آن‌ها انجام می‌شود و به نظر می‌آید که بستانکاران و سرمایه‌گذاران نیز بر مبنای جریان‌های نقدی تصمیم می‌گیرند. هدف این تحقیق، پاسخگویی به این سؤال است که آیا حساسیت سرمایه‌گذاری وجه نقد بر اجتناب مالیاتی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر معناداری دارد یا خیر؟ به این منظور، اطلاعات ۱۲۶ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران در بازه زمانی بین ۱۳۹۰ الی ۱۳۹۶ مورد بررسی قرار گرفته شده است. در نهایت به منظور بررسی هر یک از فرضیه‌ها از مدل‌های رگرسیونی استفاده گردید. بر اساس نوع روش تخمین مشخص شده طی آزمون‌های  $F$  لیمر و هاسمن، مدل‌های تحقیق برآورد گردید و نتایج تخمین برای فرضیه تحقیق مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفت. نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌ی تحقیق بیانگر این است که حساسیت سرمایه‌گذاری وجه نقد بر اجتناب مالیاتی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر مستقیم و معناداری دارد.

**واژه‌های کلیدی:** حساسیت سرمایه‌گذاری وجه نقد، بر اجتناب مالیاتی، نرخ موثر مالیاتی.

### مقدمه

یکی از اهداف مهم تأمین مالی، انجام سرمایه‌گذاری در شرکت‌ها برای سودآوری بیشتر می‌باشد. مدیران شرکت به منظور حداکثر کردن ارزش شرکت به دنبال اجرای سرمایه‌گذاری‌های سودآور می‌باشند که انجام این پروژه‌های سودآور مستلزم تأمین مالی می‌باشد. تنها منابع تأمین مالی کمبود نقدینگی تسهیلات بانکی نیست و راهکارهای دیگری نیز وجود دارد. محدودیت‌های مالی داخلی محدودیت‌هایی هستند که در ارتباط با منابع (وجه نقد) داخل واحد تجاری مطرح بوده و می‌توان تحت عنوان هزینه نمایندگی مطرح کرد. میزان اتکا یک شرکت بر منابع داخلی نیز از طریق "حساسیت سرمایه‌گذاری-جریان نقدی" آن شرکت تعیین می‌شود (حسین پور، ۱۳۸۵).

هدف این تحقیق بررسی تأثیر حساسیت سرمایه‌گذاری وجه نقد بر اجتناب مالیاتی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد. بنابراین در این تحقیق در پی موضوع فوق فرضیه تحقیق مورد بررسی قرار می‌گیرد.

بی‌شک وجه نقد از منابع مهم و حیاتی در هر واحد انتفاعی است و ایجاد توازن بین وجوه نقد در دسترس و نیازهای نقدی، مهم‌ترین عامل سلامت هر واحد تجاری شمرده می‌شود. وجه نقد از طریق عملیات عادی و منابع تأمین مالی دیگر، به واحد تجاری وارد و برای اجرای عملیات، پرداخت سود، بازپرداخت بدهی‌ها و گسترش واحد تجاری، به مصرف می‌رسد. روند ورود و خروج وجه نقد در هر واحد تجاری، بازتاب تصمیم‌گیری‌های مدیریت در مورد برنامه‌های کوتاه‌مدت و بلندمدت عملیاتی و طرح‌های سرمایه‌گذاری و تأمین مالی است (دستگیر و تالانه، ۱۳۸۵).

مسئله سرمایه‌گذاری بهینه یکی از مهم‌ترین وظایف مدیران ارشد یک سازمان تلقی می‌شود. عدم سرمایه‌گذاری صحیح، هزینه‌های زیادی را به شرکت تحمیل خواهد کرد. اگر شرکت مبالغ زیادی را سرمایه‌گذاری کند، به تبع آن، هزینه‌هایش نیز افزایش خواهند یافت و این امر در صورت بروز شرایط نامناسب اقتصادی باعث ضرر و زیان زیاد و حتی ورشکستگی شرکت خواهد شد. از طرفی، عدم سرمایه‌گذاری به اندازه کافی نیز باعث کاهش توان رقابتی شرکت شده و سهم بازار شرکت را به رقبای واگذار خواهد نمود، همچنین، مشتریان از دست‌رفته و فروش کاهش می‌یابد که جبران این موارد بسیار پرهزینه و زمان‌بر است. در این بین، بسط و توسعه سرمایه و همچنین، افزایش کارایی سرمایه‌گذاری از جمله مسائل بسیار بااهمیت جهت‌ها حل مشکلات اقتصادی شرکت می‌باشد. باین بیان این گفته‌ها پدیده‌ای به نام حساسیت سرمایه‌گذاری جریان‌های نقدی نمایان می‌شود (کاشانی پور و نقی نژاد، ۱۳۸۸).

در اکثر کشورها، بخش عمده‌ای از منابع درآمدی دولت از طریق مالیات تأمین می‌شود. سهم از کل درآمدهای عمومی در میان کشورها متفاوت است دولت‌ها همواره در زمان‌ها و مکان‌های گوناگون باید در خصوص برآورده کردن نیازها و خواسته‌های اساسی، همچون ایجاد شغل، برقراری امنیت داخلی و ملی، تثبیت قیمت‌ها و غیره، در برابر مردم پاسخگو باشند. بدیهی است برای دستیابی به اهداف فوق، برخورداری از منابع مالی کافی ضروری است. بنابراین عجیب نیست مالیات از دیرباز موضوع مطرحی در جوامع باشد و توجه نهادها و افراد مختلف را به خود جلب کند. به دلیل نقش خاص مالیات و تأثیر بدیهی آن بر جوامع و دولت‌ها، موضوع مالیات، قوانین و سازوکارهای مربوط به آن، در کانون توجه صاحب‌نظران اقتصاد، مالی عمومی، سیاستمداران و حتی عموم مردم قرار گرفته است. در نتیجه، قوانین مالیاتی از جمله قوانین اصلی در زمینه‌های اقتصادی، شاید یکی از مهم‌ترین ابزار اعمال سیاست‌های اقتصادی دولت است. مالیات یکی از ابزارهای مهمی است که دولت‌ها به کمک آن در متغیرهای کلان اقتصادی، مانند رشد اقتصادی، تورم و بیکاری و تخصیص منابع، اثر می‌گذارند (عرب صالحی و هاشمی، ۱۳۹۴).

در حقیقت مالیات هزینه‌ای است که بر تمام واحدهای انتفاعی که به نوعی درآمدزایی می‌کنند، از جانب دولت تحمیل می‌شود. 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 در کشورهای خارجی، تلاش‌ها و راه‌کارهای قانونی شرکت‌ها به منظور کاهش هزینه مالیات خود را به نام‌های متفاوتی از قبیل مدیریت مالیات، اجتناب از پرداخت مالیات و رویه مالیاتی جسورانه می‌شناسند. به‌طور متداول، فعالیت‌های اجتناب از پرداخت مالیات به ابزارهای صرفه‌جویی مالیات اطلاق می‌شود که منابع را از دولت به سهام‌داران انتقال می‌دهد و بنابراین، ارزش بعد از مالیات شرکت را افزایش می‌دهد (دسای و دارماپالا، ۲۰۰۹).

<sup>1</sup> Desai, M. A., Dharmapala, D

در دهه‌های اخیر بحث حساسیت سرمایه‌گذاری جریان‌های نقدی و تأثیر آن بر منافع سهامداران مورد توجه محققین قرار گرفته است. چراکه وجود اهمیت بسزای سرمایه‌گذاری بر پیکره واحد اقتصادی و نیز در زبان کلی بر اقتصاد کشور به آشکارا مشخص و مبین است. حال بایان مطالب فوق تصمیم بر آن شد موضوع پژوهش مربوط با عنوان بررسی تأثیر حساسیت سرمایه‌گذاری وجه نقد بر اجتناب مالیاتی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران به‌عنوان یک تحقیق کاربردی در این پژوهش بیان و مطرح گردد و در این تحقیق مسئله اصلی که همواره به دنبال یافتن پاسخی برای آن هستیم این است که، حساسیت سرمایه‌گذاری وجه نقد بر اجتناب مالیاتی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران چه تأثیری دارد؟

### مبانی نظری و پیشینه تحقیق

منابع تأمین مالی داخلی شرکت از مواردی است که می‌تواند بر میزان سرمایه‌گذاری‌های شرکت تأثیرگذار باشد. میزان اتکای یک شرکت بر منابع داخلی از طریق حساسیت سرمایه‌گذاری جریان‌های نقدی آن شرکت تعیین می‌شود. شاخص حساسیت سرمایه‌گذاری جریان نقدی برای نخستین بار توسط فازاری و همکارانش<sup>۲</sup> (۱۹۸۸) معرفی گردید که از طریق اندازه‌گیری میزان تغییرات در مخارج سرمایه‌ای شرکت به ازای یک واحد تغییر در جریان‌های نقدی، تعریف می‌شود. بدین معنی که نوسانات میزان سرمایه‌گذاری‌ها در مقابل تغییرات جریان‌های نقدی بیان‌گر مفهوم حساسیت سرمایه‌گذاری جریان‌های نقدی می‌باشد. بنابراین وجود بیش (کم) سرمایه‌گذاری نسبت به جریان‌های نقدی داخلی و فرصت‌های سرمایه‌گذاری که شرکت با آن روبرو است، بیان‌کننده حساسیت سرمایه‌گذاری جریان‌های نقدی می‌باشد و هرچه حساسیت سرمایه‌گذاری جریان‌های نقدی بالاتر باشد، در نتیجه بروز بیش (کم) سرمایه‌گذاری و ناکارایی سرمایه‌گذاری بیشتر می‌شود (فازاری، ۱۹۸۸).

اهمیت مالیات برای هر دو طرف یعنی دریافت‌کننده، دولت و پرداخت‌کننده، شرکت‌ها یا سازمان‌ها بسیار مهم و ضروری است چرا که بخش بسزایی از درآمد دولت‌ها درگرو دریافت آن و خرج در جهت رفاه اجتماعی عموم مردم بوده و حال شرکت‌ها نیز در جهت منافع و اهداف شرکت همواره تمایل به پرداخت حداقل مالیات دارند اجتناب مالیاتی در بین این دو گروه واقع می‌شود زمانی که شرکت بتواند با استفاده از شرایط خاص و بهره بردن از ریزه‌کاری‌های قانون اقدام به کاهش قانونی مالیات کند در آن موقع اجتناب مالیاتی را انجام داده است به‌واقع مدیران همواره برای مالیات‌های که از سود خود پرداخت می‌کنند حساب ویژه باز می‌کنند و این امر در دو دهه اخیر به‌وضوح قابل‌رویت می‌باشد (مهرانی و سیدی، ۱۳۹۲).

شناسایی مؤلفه‌های مؤثر بر نرخ مؤثر مالیاتی و مدیریت مالیات می‌تواند سیاست‌گذاران و قانون‌گذاران را در خصوص تدوین قوانین مالیاتی مناسب یاری رساند. همچنین بررسی این موضوع می‌تواند نحوه اجرایی شدن قوانین مالیاتی را نیز روشن سازد. افزون بر این، بر طبق تحقیقات صورت گرفته، سودهای اعلام‌شده توسط شرکت‌ها دارای محتوای اطلاعاتی بالایی است. هزینه مالیات متحمل توسط شرکت‌ها، مبالغ بااهمیتی می‌باشد که درنهایت سبب تغییر در سود خالص می‌شود. از این‌رو بررسی عوامل مؤثر و مرتبط بر هزینه مالیات و اجتناب مالیات حائز اهمیت می‌باشد (پور حیدری و همکاران، ۱۳۹۳).

با اشاره به مبانی نظری پیرامون تحقیق، حال به دنبال مرور بر چند پیشینه تحقیق مشابه داخلی و خارجی صورت گرفته‌شده در راستای موضع تحقیق به شرح زیر می‌باشیم:

<sup>2</sup> Fazzary, S.

### پیشینه تحقیقات داخلی

خواجوی و همکاران (۱۳۹۷) تحقیقی با عنوان بررسی نقش واسطه‌ای قابلیت‌های مدیران بر رابطه بین اجتناب مالیاتی و ریسک سقوط قیمت سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران انجام دادند. جامعه آماری این پژوهش کلیه شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران هستند و نمونه آماری شامل ۱۰۳ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران است که در طی سال‌های ۱۳۸۷ تا ۱۳۹۴ مورد بررسی قرار گرفته است. از تحلیل آماری رگرسیون خطی چند متغیره برای آزمون فرضیه‌های پژوهش استفاده شده است. نتایج حاصل از پژوهش نشان‌دهنده آن است که بین اجتناب مالیاتی و معیارهای ریسک سقوط قیمت سهام شرکت‌های فعال در بورس اوراق بهادار تهران رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. همچنین، نتایج پژوهش نشان داد که متغیر قابلیت‌های مدیران دارای نقش تعدیل‌کنندگی بر رابطه بین اجتناب مالیاتی و ریسک سقوط قیمت سهام نیست.

شیبانی تدریجی و همکاران (۱۳۹۷) تحقیقی با عنوان بررسی تأثیر تمرکز مشتری بر اجتناب مالیاتی با در نظر گرفتن سهم بازار شرکت انجام دادند. نمونه پژوهش شامل ۷۹ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران برای دوره زمانی ۱۳۸۴ تا ۱۳۹۳ بوده و داده‌ها با استفاده از رگرسیون تجزیه و تحلیل شده‌اند. یافته‌های پژوهش نشان داد که تمرکز مشتری شرکت دارای تأثیر مثبت و معنادار بر فعالیت‌های اجتناب مالیاتی آن است. علاوه بر این، ارتباط مثبت بین تمرکز مشتری و اجتناب مالیاتی زمانی برجسته‌تر است که شرکت در صنعتی که فعالیت می‌کند، سهم بازار کمتری داشته باشد.

نقیبی اصفهانی و عبدلی (۱۳۹۷) تحقیقی با عنوان تأثیر تمایلات مدیران و محدودیت‌های مالی بر حساسیت سرمایه‌گذاری انجام دادند. به این منظور از داده‌های ۱۵۰ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۴، رگرسیون چند متغیره و مدل داده‌های ترکیبی استفاده شد. نتایج بررسی‌ها نشان داد که خوش‌بینی مدیریت نمی‌تواند بر رابطه سرمایه‌گذاری و جریان نقدی تأثیر معناداری داشته باشد و محدودیت مالی موجب تقویت و معنادار شدن تأثیر خوش‌بینی مدیریت بر رابطه سرمایه‌گذاری و جریان نقدی می‌گردد.

صالحی و همکاران (۱۳۹۶) در تحقیقی تحت عنوان، بررسی تأثیر خوش‌بینی مدیریتی بر حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقدی پرداختند. آنان برای این منظور اطلاعات مالی ۱۰۰ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران در دوره زمانی ۱۳۸۶ تا ۱۳۹۲ بررسی گردیدند. تعداد داده‌های جمع‌آوری شده برای این پژوهش ۷۰۰ سال-شرکت می‌باشد. به منظور انجام آزمون فرضیه‌های تحقیق از روش رگرسیون چندمتغیره با رویکرد داده‌های ترکیبی (*Panel Data*) و برای انجام روش‌های آماری از نرم‌افزارهای *SPSS21* و *Eviews7* استفاده شده است. نتایج پژوهش ارتباط مثبت و معنادار میان خوش‌بینی مدیریتی و حساسیت سرمایه‌گذاری را در میان کل نمونه، و همچنین در میان شرکت‌های طبقه‌بندی شده تحت عنوان دارای محدودیت مالی و بدون محدودیت مالی را نشان می‌دهد. همچنین نتایج حاکی از آن است که حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقدی در نتیجه‌ی خوش‌بینی مدیریتی در شرکت‌های دارای محدودیت مالی بیشتر از شرکت‌های بدون محدودیت مالی است.

### پیشینه تحقیقات خارجی

پی‌تر و همکاران (۲۰۱۸) تحقیقی با عنوان تأثیر سود سهام بر اجتناب از پرداخت مالیات انجام دادند. این با یک طرح تحقیقاتی مقدماتی مقطعی انجام شده است که ارزیابی تفاوت‌های اجتناب مالیاتی در شرکت‌هایی که تفاوت‌های قابل توجهی در انگیزه‌های اجتناب از مالیات شرکت وجود دارد. به‌طور خاص، اختلافات بالقوه بین شرکت‌هایی که سود سهام با اعتبارات مالیاتی را پرداخت می‌کنند، پرداخت سود سهام بدون اعتبارات مالیاتی و پرداخت سود سهام صورت نمی‌گیرد. نتایج نشان

می‌دهد که شرکت‌هایی که سود تقسیمی با اعتبارات مالیاتی دارند به احتمال زیاد در کاهش اجتناب مالیات با نرخ مالیات مؤثر مالیاتی به میزان ۱۶,۹ درصد بیشتر از شرکت‌هایی که سود مالی بدون اعتبار مالیات را پرداخت می‌کنند کمتر از ۱۴,۷ درصد بیشتر از شرکت‌هایی است که تقریباً تمام سود را پرداخت نکنید. بر این اساس، این دیدگاه‌ها را در مورد اثربخشی تقلیل سود تقسیم می‌کند تا در کاهش اجتناب مالیات شرکت‌ها، و همچنین حمایت از ادامه تقلیل سود سهام در استرالیا فراهم شود.

امی جی (۲۰۱۶) در تحقیقی با عنوان بررسی تأثیر اندازه هیئت‌مدیره بر حساسیت سرمایه‌گذاری وجه نقد پرداخت. وی برای این منظور از داده‌های ۱۲۵۳ شرکت برای دوره زمانی سال‌های ۲۰۰۶ تا ۲۰۱۱ استفاده نموده است. نتایج به دست آمده نشان داد که بین اندازه هیئت‌مدیره و حساسیت سرمایه‌گذاری وجه نقد رابطه منفی وجود دارد. بدین گونه که هر چقدر اندازه هیئت‌مدیره بزرگ‌تر باشد متقابلاً به کاهش سرمایه‌گذاری وجه نقد منجر می‌شود.

لیانگ و همکاران (۲۰۱۶) تحقیقی با عنوان بررسی رابطه مالکیت نهادی و اجتناب از پرداخت مالیات انجام دادند. نمونه تحقیق حاضر مشتمل بر ۷۸۲ شرکت برای دوره زمانی ۱۱ سال برای سال‌های ۱۹۹۶ تا ۲۰۰۶ می‌باشد. آنان برای سنجش اجتناب از پرداخت مالیات از سه معیار نرخ مؤثر مالیاتی، نرخ مؤثر مالیات نقدی پرداختی و تفاوت سود حسابداری و سود مشمول مالیات استفاده کردند. نتایج به دست آمده از این تحقیق نشان داد که رابطه مثبت و معنادار بین مالکیت نهادی و اجتناب از مالیات شرکت‌های وجود دارد.

نیون کیم (۲۰۱۴) در مقاله‌ای با عنوان بررسی تأثیر نگاه‌داشت وجه نقد و تأمین مالی خارجی بر حساسیت سرمایه‌گذاری جریان‌های نقدی پرداخته است. دوره زمانی این تحقیق شش سال از سال ۱۹۹۱ تا ۲۰۱۰ بوده و ۱۷۸۲ شرکت آمریکایی را مورد بررسی قرار داده است. وی با استفاده از مدل سنتی اثرات ثابت و حداقل برآورد پانل فاصله‌ها برای محاسبه حساسیت سرمایه‌گذاری جریان نقدی استفاده کرده است. یافته‌های تحقیق نشان می‌دهد که اول، آن که تعویض دارایی‌های نقدی و جریان نقدی آزاد می‌تواند تا حدی توضیح‌دهنده این نکته باشد که نگهداشت وجه نقد شرکت‌ها بر جریان نقدی بستگی ندارد و دوم آنکه در این تحقیق تأیید شد که تأمین مالی خالص خارجی می‌تواند تا حدی توضیح‌دهنده این نکته باشد که سرمایه‌گذاری نقدی جورچین از حساسیت جریان نقدی است. علاوه بر این، استدلال شده است که تأثیر نگه داشت وجه نقد و تأمین مالی خارجی بر حساسیت جریان سرمایه‌گذاری نقدی توسط سطح پایین از پول نقد داخلی ناشی از جریان‌های نقدی برای شرکت‌ها دارای رابطه منفی می‌باشد.

### فرضیه تحقیق

فرضیه‌ی تحقیق حاضر را می‌توان به شرح زیر بیان کرد:

حساسیت سرمایه‌گذاری وجه نقد بر اجتناب مالیاتی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر معناداری دارد.

### روش شناسایی تحقیق

پژوهش حاضر از لحاظ روش همبستگی و از لحاظ هدف کاربردی و در زمره تحقیقات توصیفی حسابداری به شمار می‌رود. به علاوه با توجه به اینکه از اطلاعات تاریخی در آزمون فرضیات آن استفاده شده در گروه تحقیقات شبه آزمایشی طبقه‌بندی می‌گردد. همچنین تحقیق حاضر به لحاظ معرفت‌شناسی از نوع تجربه‌گرا، سیستم استدلال آن استقرایی و به لحاظ نوع مطالعه میدانی - کتابخانه‌ای با استفاده از اطلاعات تاریخی به صورت پس رویدادی می‌بخشد.

## جامعه آماری تحقیق

- جامعه‌ی آماری این پژوهش، شامل تمام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران در دوره زمانی ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۶ به مدت ۷ سال است. روش نمونه‌گیری این پژوهش غربالگری است. که شرکت‌های نمونه با شرایط زیر انتخاب می‌گردند:
۱. تا پایان اسفندماه ۱۳۹۰ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته‌شده باشند.
  ۲. پایان سال مالی شرکت‌ها ۲۹ اسفندماه باشد.
  ۳. شرکت‌ها در دوره موردنظر، سال مالی خود را تغییر نداده باشند.
  ۴. صورت‌های مالی و یادداشت‌های همراه شرکت‌ها در سال‌های ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۶ به‌گونه‌ای کامل در سایت بورس اوراق بهادار موجود باشد.
  ۵. شرکت‌ها جزء شرکت‌های سرمایه‌گذاری و بانک‌ها نباشد.
- در نهایت با توجه به شرایط فوق نمونه نهایی شامل ۱۲۶ شرکت پذیرفته‌شده در بورس انتخاب شد.

## روش گردآوری اطلاعات

ابتدا از روش کتابخانه‌ای به جمع‌آوری اطلاعات و منابع در مورد ادبیات نظری در این تحقیق پرداخته می‌شود. برای جمع‌آوری اطلاعات موردنیاز جهت تجزیه و تحلیل از روش اسناد کاوی (صورت‌های مالی شرکت‌های مورد پژوهش) استفاده خواهد شد. بدین منظور داده‌های موردنیاز جهت محاسبه متغیرهای تحقیق، از بانک‌های اطلاعاتی «ره‌آورد نوین» و «تدبیر پرداز» استخراج خواهد شد. در صورت ناقص بودن داده‌های موجود در این بانک‌های اطلاعاتی، سایر داده‌ها از آرشیوهای دستی موجود در کتابخانه‌ی سازمان بورس اوراق بهادار و سایت اینترنتی مدیریت پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی سازمان بورس اوراق بهادار ([www.rdis.ir](http://www.rdis.ir)) جمع‌آوری خواهد شد.

## روش تجزیه و تحلیل اطلاعات

برای تجزیه و تحلیل داده‌های پژوهش حاضر از آمار توصیفی و استنباطی استفاده خواهد شد. جهت تشریح و تلخیص داده‌های جمع‌آوری شده از آمار توصیفی (میانگین، انحراف معیار، همبستگی و ...) و برای تحلیل و آزمون فرضیه‌های پژوهش از آمار استنباطی بهره گرفته خواهد شد. همچنین در این تحقیق از رگرسیون چند متغیره با به‌کارگیری داده‌های ترکیبی استفاده شده است. جهت برآورد پارامترها و آزمون فرضیات، فروض و کلاسیک رگرسیون مورد عمل قرار گرفته و از نرم‌افزارهای *Eviews* 9. برای تحلیل داده‌ها و آزمون فرضیات و استخراج مدل رگرسیون استفاده گردیده است.

## متغیرهای تحقیق

✓ متغیر وابسته:

در این تحقیق متغیر وابسته اجتناب از پرداخت مالیات (*TA*) می‌باشد که برای محاسبه و سنجش این متغیر از معیار زیر استفاده می‌شود:

نرخ مؤثر مالیاتی ( $ETR$ ):

در این تحقیق یکی از معیارهای سنجش اجتناب مالیاتی، نرخ مؤثر مالیاتی شرکت می‌باشد که مطابق با تحقیقات مشابه و قبلی همچون: عرب صالحی و هاشمی (۱۳۹۴) در این تحقیق نیز مورد استفاده قرار می‌گیرد که به شرح زیر است:

$$ETR = \frac{Total\ Tax\ Expense_{it}}{Pre\ Tax\ Income_{it}}$$

که در رابطه فوق:

$ETR$ : نرخ مؤثر مالیاتی معیار سنجش اجتناب از پرداخت مالیات شرکت

$Total\ Tax\ Expense_{it}$ : کل هزینه مالیات شرکت  $i$  در سال  $t$

$Pre\ Tax\ Income_{it}$ : بیان‌کننده سود قبل از مالیات شرکت  $i$  در سال  $t$  است.

✓ متغیر مستقل:

با توجه به موضوع تحقیق حاضر در این پژوهش متغیر مستقل حساسیت سرمایه‌گذاری جریان‌های نقدی می‌باشد که با استفاده مدل ارائه‌شده از هاواکیمیان و همکاران<sup>۳</sup> (۲۰۰۹) بهره خواهیم برد فرمول مدل مربوط به سنجش حساسیت سرمایه‌گذاری وجه نقد به شرح زیر است:

$$CFSI_t = \sum_{i=1}^n I_{it} \times \frac{OCF_{it}}{\sum_{i=1}^n OCF_{it}} - \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n I_{it}$$

که در آن:

$OCF_{it}$  (جریان نقدی عملیاتی): نشانگر وجه‌نقد ایجاد شده در نتیجه عملیات شرکت است. این متغیر به صورت مستقیم از

صورت جریان وجه نقد استخراج می‌گردد.

$I_{it}$  (مخارج سرمایه‌گذاری): این شاخص با استفاده از نسبت مخارج سرمایه‌ای در دارایی‌های ثابت بر خالص دارایی‌های ثابت

اول دوره اندازه‌گیری می‌شود.

$CFSI_{it}$  (حساسیت سرمایه‌گذاری جریان‌های نقدی): این متغیر کنش حساسیتی بین سرمایه‌گذاری و جریان وجه نقد عملیاتی

را فرموله می‌کند.

✓ متغیرهای کنترلی:

$ROA$ : بیانگر بازده دارایی‌های شرکت می‌باشد که جهت سودآوری شرکت مورداستفاده قرار می‌گیرد از آنجاکه مالیات بر مبنای

درآمد مشمول مالیات محاسبه می‌شود. در نتیجه سودآوری عاملی اثرگذار بر مالیات شرکت‌ها می‌باشد. سودآوری از تقسیم درآمد

قبل از کسر مالیات بر کل دارایی به دست می‌آید.

$Lev$ : بیانگر اهرم مالی شرکت است که از تقسیم کل بدهی بر کل دارایی به دست می‌آید.

<sup>3</sup> Hovakimian, A

Size: بیانگر اندازه شرکت می باشد که از لگاریتم دارایی به دست می آید.

## تجزیه و تحلیل داده های تحقیق

آمار توصیفی

در جدول ۱ آماره های توصیفی مربوط به متغیرهای تحقیق نشان داده شده است. لازم به ذکر است که داده های تحقیق مربوط به دوره ۷ ساله ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۶ برای شرکت به صورت سالانه استخراج شده است.

جدول (۱): آمار توصیفی

متغیر	میانگین	انحراف معیار	میانه	ماکزیمم	مینیمم	کشیدگی	چولگی
نرخ مؤثر مالیات	۰,۱۴	۰,۰۸	۰,۱۶	۰,۳۶	۰	۲,۲۸	-۰,۱۶
حساسیت سرمایه گذاری جریان نقدی	۰,۶۷	۰,۲۳	۱,۲۹	۹,۶۳	۰,۰۲	۲۰,۹۸	۴,۰۲
اهرم مالی	۰,۶۲	۰,۱۸	۰,۶۴	۰,۹۶	۰,۰۷	۲,۶۷	-۰,۴۱
اندازه شرکت	۱۳,۳۹	۱,۲۷	۱۳,۳۹	۱۸,۴۴	۱۰,۵۰	۴,۵۴	۰,۹۲
بازده دارایی ها	۰,۱۲	۰,۴۰	۰,۰۸	۴,۴۵	-۳,۶۸	۷۵,۲	۵,۵۴

## آزمون ایستایی

پیش از برآورد مدل در مطالعاتی که با داده های پانلی (مقطعی و سری زمانی) مربوط هستند باید ایستایی (ثابت بودن توزیع متغیر در طول زمان) متغیرهای مورد مطالعه بررسی شوند زیرا در صورتی که متغیرها ایستا نباشد، باعث به وجود آمدن رگرسیون کاذب می شوند. برای تعیین ایستایی (مانایی)<sup>۴</sup> متغیرهای مدل از آزمون های ریشه واحد در داده های تابلویی استفاده می شود. پایایی متغیرها به معنی ثابت بودن میانگین و واریانس متغیرها در طول زمان و کوواریانس متغیرها بین سال های مختلف است. طبق نظر گجراتی در اقتصادسنجی چنانچه تعداد مقاطع یا شرکت ها خیلی بیشتر از مقطع زمانی باشد نیازی به مانا کردن یا پایایی داده ها نداریم. در این تحقیق از آزمون لوین، لین و چو برای آزمودن مانایی متغیرها استفاده شده است. با توجه به اینکه سطح معنی داری به دست آمده برای آزمون لوین، لین و چو برای همه متغیرها کمتر از سطح خطا ۰,۰۵ می باشد، می توان نتیجه گرفت که متغیرهای تحقیق در سطح مانا می باشند. بنابراین با توجه به مانا بودن متغیرها در تحلیل رگرسیونی مشکل ایجاد شدن رگرسیون کاذب وجود نخواهد داشت.

<sup>4</sup> stationary



جدول (۲): آزمون مانایی لوین، لین و چو

نام متغیر	آماره	سطح معنی داری	نتیجه
نرخ مؤثر مالیات	-۳۷,۹۰	۰,۰۰۰	ایستا
حساسیت سرمایه گذاری جریان نقدی	-۲۲,۶۶	۰,۰۰۰	ایستا
اهرم مالی	-۵,۷۸	۰,۰۰۰	ایستا
اندازه شرکت	۱۲,۰۱	۱,۰۰۰	عدم ایستایی
بازده دارایی‌ها	-۹,۵۷	۰,۰۰۰	ایستا
رشد فروش	۲۴,۵۹	۰,۰۰۰	ایستا

نتایج آزمون ایستایی نمایانگر این است که در مورد تمامی متغیرها به جز متغیر اندازه شرکت، سطح معناداری آن‌ها کمتر از ۰,۰۵ می‌باشد. نتایج بعد از ماناسازی متغیر اندازه شرکت در جدول شماره ۳ ارائه شده است.

جدول (۳): ایستایی متغیرهای تحقیق

نام متغیر	آماره	سطح معنی داری	نتیجه
اندازه شرکت	-۱۴,۴۱	۰,۰۰۰	ایستا

### بررسی فرضیه تحقیق

برای آزمودن فرضیه‌های تحقیق با استفاده از مدل‌های زیر استفاده می‌شود.

$$TA_{it} = \alpha_0 + \beta_1 CFSI_{it} + \beta_2 LEV_{it} + \beta_3 SIZE_i + \beta_4 ROA_{it} + \varepsilon_{it}$$

$CFSI_{it}$ : حساسیت سرمایه‌گذاری جریان (متغیر مستقل)

$TA$ : اجتناب مالیاتی (متغیر وابسته)

$ROA$ : سودآوری (متغیر کنترلی)

$LEV$ : اهرم مالی (متغیر کنترلی)

$SIZE$ : اندازه شرکت (متغیر کنترلی)

$\alpha$ : مقدار ثابت

$\beta_0, \beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_4$ : ضرایب متغیرها

$\varepsilon_{it}$ : جزء خطای مدل رگرسیونی

در مدل رگرسیونی بالا در صورتی که ضریب متغیر مستقلی معنی دار باشد نتیجه خواهد شد فرضیه تحقیق تأیید می‌شود. برای انتخاب مدل تحلیل داده و استفاده از داده‌های ترکیبی یا تلفیقی از آزمون چاو استفاده شده است. فرض صفر آزمون فوق مربوط به استفاده از روش داده‌های تابلویی (پولد) و فرضیه مقابل آن مبنی بر استفاده از داده‌های تلفیقی (پنل دیتا) است. فرضیه‌های آماری آزمون  $F$  لیمر به صورت زیر می‌باشند.

فرض صفر: مقاطع همگن می‌باشند یا به عبارتی مدل ترکیبی (*pooled data*) برای برآورد مناسب می‌باشد.  
فرض مقابل: بین مقاطع ناهمگنی وجود دارد یا به عبارتی مدل پانلی (*panel data*) برای برآورد مناسب می‌باشد.  
در صورتی که فرض صفر مبنی بر همگن بودن مقاطع (مناسب بودن مدل ترکیبی تأیید شود) باید تمامی داده‌ها با یکدیگر ترکیب شوند و به وسیله یک رگرسیون کلاسیک پارامترها برآورد شوند. نتایج حاصل از این آزمون در جدول ۴ و ۵ نشان داده شده است. در مدل‌های تحقیق با توجه به اینکه سطح معنی‌داری آزمون  $F$  لیمر بیشتر از سطح خطای ۰,۰۵ کمتر می‌باشد، نتیجه می‌شود که روش پانلی برای برآورد مدل‌های تحقیق مناسب می‌باشد.

جدول (۴): نتایج آزمون  $F$  لیمر و هاسمن

معادله مربوط به	$F$ لیمر محاسباتی	<i>Prob</i>
فرضیه اول	۳,۴۷	۰,۰۰۰

جدول (۵): نتایج آزمون هاسمن

معادله مربوط به	مقدار آماره کای دو	<i>Prob</i>
فرضیه اول	۱۹,۶۳	۰,۰۰۱

همان‌طور که گفته شد برای آزمون فرضیه‌های تحقیق از برآورد مدل تحقیق استفاده شد. با برقراری پیش‌فرض‌های رگرسیون و انتخاب روش مناسب برآورد، نتایج برآورد مدل در جدول ۶ نشان داده شده است. برای اینکه بتوان به نتایج برآورد مدل اعتماد کرد باید مفروضات رگرسیون بررسی شود. فرض اصلی تحلیل رگرسیون چند متغیره معنی‌داری کل رگرسیون می‌باشد. در جدول ۶ آماره  $F$  و سطح معنی‌داری آن مربوط به آزمون قطعیت وجود رابطه خطی (آزمون معنی‌داری کل رگرسیون) بین متغیرهای مستقل و متغیر وابسته می‌باشد. یکی دیگر از مفروضاتی که در رگرسیون مدنظر قرار می‌گیرد، استقلال خطاها (تفاوت بین مقادیر واقعی و مقادیر پیش‌بینی شده توسط معادله رگرسیون) از یکدیگر است. در صورتی که فرضیه استقلال خطاها رد شود و خطاها با یکدیگر همبستگی داشته باشند امکان استفاده از رگرسیون وجود ندارد. به منظور بررسی استقلال خطاها از یکدیگر از آزمون دوربین واتسون استفاده می‌شود. چنانچه آماره دوربین واتسون نزدیک مقدار ۲ (بین ۱,۵ تا ۲,۵) قرار گیرد عدم همبستگی بین خطاها پذیرفته می‌شود. با توجه به برقراری مفروضات رگرسیون به بررسی معنی‌داری ضرایب پرداخته می‌شود.

## آزمون فرضیه تحقیق

جدول (۶): برآورد مدل تحقیق

متغیر وابسته: اجتناب مالیاتی (نرخ مؤثر مالیات)					
رابطه	سطح معناداری	ضریب تورم واریانس	آماره $t$	ضریب	متغیرهای مستقل
معنی دار	۰,۰۲۸	۱,۲۹	۲,۱۹	۰,۰۲	جزء ثابت
معنی دار	۰,۰۰۰	۱,۰۰۸	۷,۲۲	۰,۱۹	حساسیت سرمایه‌گذاری جریان نقدی
معنی دار	۰,۰۰۰	۱,۲۲	-۵,۲۹	-۰,۱۲	اهرم مالی
معنی دار	۰,۰۲۰	۱,۰۶	۲,۳۲	۰,۰۶	اندازه شرکت
معنی دار	۰,۰۰۰	۱,۲۵	۳,۸۸	۰,۰۸	بازده دارایی‌ها
۰,۸۷	ضریب تعیین مدل				
۰,۸۳	ضریب تعیین تعدیل شده مدل				
۲,۱۳	آماره <i>Durbin-Watson</i>				
۲۵,۸۸	آماره $F$ جدول				
۰,۰۰۰	سطح معناداری				

در بررسی معنی‌داری ضرایب با توجه به جدول ۵، از آنجایی که احتمال آماره  $t$  برای ضریب متغیر حساسیت سرمایه‌گذاری جریان نقدی برابر با (۰,۰۰۰)، کوچک‌تر از ۰,۰۵ می‌باشند، در نتیجه وجود تأثیر معناداری این متغیر بر نرخ مؤثر مالیات در سطح اطمینان ۰,۹۵ رد نمی‌گردد. مثبت بودن ضریب متغیر حساسیت سرمایه‌گذاری جریان نقدی شرکت‌ها (۰,۱۹)، نشان‌دهنده میزان تأثیر مثبت این متغیر بر نرخ مؤثر مالیات شرکت‌ها می‌باشد. همچنین در بررسی سطح معنی‌داری متغیرهای اهرم مالی، اندازه شرکت، بازده دارایی‌ها و به ترتیب برابر با (۰,۰۰۰)، (۰,۰۲۰)، (۰,۰۰۰) می‌باشد که تأثیر این متغیرها بر نرخ مؤثر مالیات شرکت‌ها در سطح اطمینان ۰,۹۵ رد نمی‌گردد. منفی بودن ضریب متغیر اهرم مالی برابر با (-۰,۱۲)، نشان‌دهنده میزان تأثیر منفی این متغیر بر نرخ مؤثر مالیات شرکت‌ها می‌باشد. مثبت بودن ضریب متغیرهای اندازه شرکت، بازده دارایی‌ها به ترتیب برابر با (۰,۰۶) و (۰,۰۸) نشان‌دهنده میزان تأثیر مثبت این متغیرها بر نرخ مؤثر مالیات شرکت‌ها می‌باشد.

## نتیجه‌گیری و پیشنهادهای تحقیق

وجه نقد یکی از مهم‌ترین اقلام تشکیل‌دهنده دارایی‌های جاری هر شرکتی است که نقش مهمی در فرایند اجرای عملیات شرکت‌ها و واحدهای انتفاعی دارد. بنابراین یکی از وظایف بسیار مهم مدیران مالی، پیش‌بینی جریان‌های مناسب ورود و خروج وجه نقد است، به گفته‌ای مدیریت وجه نقد، از مهم‌ترین وظایف در فرایند مدیریت مالی است؛ زیرا از یک سو کمبود وجه نقد موجب می‌شود که شرکت در برآورده کردن نیازهای روزمره خود با مشکل روبه‌رو شود و از سوی دیگر، نگهداری سطح بالایی از وجه نقد برای شرکت هزینه فرصت به همراه دارد. با وجود این، بسیاری از شرکت‌ها به دلیل انعطاف‌پذیری

در نشان دادن واکنش‌های مناسب نسبت به موقعیت‌های پیش‌بینی‌نشده و همچنین نیازهای روزمره، تمایل به نگهداری مقادیر زیادی وجه نقد دارند. این موضوع اهمیت سرمایه‌گذاری وجه نقد را بیش از پیش نمایان می‌سازد. همچنین با توجه به اینکه اجتناب از پرداخت مالیات به‌عنوان استفاده قانونی از نظام مالیاتی برای منافع شخصی، برای کاهش میزان مالیات قابل پرداخت به‌وسیله ابزارهایی که در خود قانون است، تعریف می‌شود، پس اجتناب مالیاتی می‌تواند انعکاسی از نظریه مسئله نمایندگی باشد و ممکن است منجر به تصمیمات مالیاتی شود که منافع شخصی مدیر را دنبال کند. بنابراین، یکی از چالش‌های پیش روی سهامداران و هیئت‌مدیره، یافتن روش‌ها و انگیزه‌های کنترلی است تا هزینه‌های نمایندگی را به حداقل برسانند. نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌ی تحقیق بیانگر این است که حساسیت سرمایه‌گذاری وجه نقد بر اجتناب مالیاتی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر مستقیم و معناداری دارد. با توجه به کاربردی بودن تحقیق می‌توان پیشنهادی زیر را با توجه به نتایج تحقیق برای بهره‌وران تحقیق متصور شد:

با توجه به نتیجه فرضیه تحقیق که حساسیت سرمایه‌گذاری جریان نقدی بر متغیر نرخ مؤثر مالیات شرکت‌ها تأثیر مثبت و معنادار دارد. پیشنهاد می‌شود، نهادهای قانون‌گذار، قوانینی را تصویب کنند که شرکت‌ها را ملزم کند تا فعالیت‌ها و رویه‌های مالیاتی خود را به‌صورت شفاف‌تری افشا کنند و همچنین پیشنهاد می‌شود که شرکت‌ها و سهام‌داران به‌منظور کاهش حساسیت سرمایه‌گذاری که موجب کارایی سرمایه‌گذاری شده و از بیش (کم) سرمایه‌گذاری جلوگیری می‌کند، در تعیین و انتخاب اعضای هیئت‌مدیره و کفایت تعداد این هیئت دقت عمل بیشتر و همچنین از اعضای با تخصص مالی بیشتر در ترکیب هیئت‌مدیره بهره ببرند. و در پایان با توجه به یافته‌های تحقیق حاضر و به دست آمدن بستری مناسب برای گسترش موضوع تحقیق می‌توان پیشنهادهایی برای سایر محققین در جهت انجام تحقیقات مشابه به شرح زیر مطرح کرد:

- بررسی تأثیر چرخه عمر و نوع صنعت بر حساسیت سرمایه‌گذاری وجه نقد شرکت‌ها
- بررسی ارتباط بین اجتناب مالیاتی و کیفیت گزارش‌گری مالی با تأکید بر هزینه نمایندگی

## منابع

- ✓ پورحیدری، امید، امینی‌نیا، میثم، فدوی، محمدحسن، (۱۳۹۳)، بررسی تأثیر اجتناب از پرداخت مالیات بر هزینه سرمایه سهام عادی، با لحاظ فرصت‌های رشد و مالکیت نهادی، فصلنامه برنامه‌ریزی و بودجه، سال نوزدهم، شماره ۳، صص ۱۷۳-۱۹۰.
- ✓ خواجه‌جو، شکراله، رضایی، غلامرضا، باقری، مرتضی، (۱۳۹۷)، بررسی نقش واسطه‌ای قابلیت‌های مدیران بر رابطه بین اجتناب مالیاتی و ریسک سقوط قیمت سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، راهبرد مدیریت مالی، دوره ۶، شماره ۲، شماره پیاپی ۲۱، صص ۱۱-۳۴.
- ✓ حسین‌پور، زهرا، (۱۳۸۵)، بررسی بین عوامل مؤثر بر حساسیت سرمایه‌گذاری - جریان نقدی در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه علوم اداری و اقتصاد، دانشگاه اصفهان.
- ✓ دستگیر، محسن، فیل تالانه، مهدی، (۱۳۸۵)، بررسی رابطه بین وجه نقد نگهداری شده و سرمایه‌گذاری و عوامل تعیین‌کننده آن در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، تحقیقات حسابداری و حسابرسی، شماره ۱۱، صص ۲۳-۲۹.
- ✓ شبیانی تدرجی، عباس، خدای‌پور، احمد، پورحیدری، امید، (۱۳۹۷)، بررسی تأثیر تمرکز مشتری بر اجتناب مالیاتی با در نظر گرفتن سهم بازار شرکت، دوره ۲۵، شماره ۲، صص ۲۱۵-۲۳۲.

- ✓ عرب صالحی، مهدی، هاشمی، مجید، (۱۳۹۴)، تأثیر اطمینان بیش از حد مدیریتی بر اجتناب مالیاتی، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، دوره ۲۲، شماره ۱، صص ۸۵-۱۱۰.
- ✓ کاشانی‌پور، محمد، نقی‌نژاد، بیژن، (۱۳۸۸)، بررسی اثر محدودیت‌های تأمین مالی بر حساسیت جریان نقدی وجه نقد، تحقیقات حسابداری، شماره ۲، صص ۷۲-۷۷.
- ✓ صالحی، اله‌کرم، موسوی، روح‌الله، مرادی، محمد، (۱۳۹۶)، بررسی تأثیر خوش‌بینی مدیریتی بر حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقدی، مجله دانش مالی، مقاله ۵، دوره ۱۰، شماره ۳۳، صص ۶۵-۷۶.
- ✓ نقیبه اصفهانی، حامد، عبدلی، محمدرضا، (۱۳۹۷)، تأثیر تمایلات مدیران و محدودیت‌های مالی بر حساسیت سرمایه‌گذاری، حسابداری مالی، جلد ۱۰، شماره ۴۰، صص ۷۹-۹۵.
- ✓ Amy. Ji. (2016). *The Impact of Board Size on Firm-Level Capital Investment Efficiency. International Journal of Economics and Finance; Vol. 8, No. 10; 2016*
- ✓ Desai, M.A., Dharmapala, D.(2009). *Corporate tax avoidance and firm value. Review of Economics and Statistics . 91, pp. 537-546*
- ✓ Fazzary,s,hubbard,R,G,& Petersen,B.(1988).*Financing constraints and orporate investment.Brookings papers on (2),141-195.*
- ✓ Hovakimian, A. Zingales, L. and Hovakimian, G. (2009). *Cash flow sensitivity of investment. European Financial Management, 15(1), 47-65.*
- ✓ Liang Tan. Suraj .Srinivasan. Mozaffar Khan(2016). *Institutional Ownership and Corporate Tax Avoidance: New Evidence. Electronic copy available at: http://ssrn.com/abstract=2779809*
- ✓ Nyun Kim. (2014). *The role of cash holding in reducing investment cash flow sensitivity. Riview . No 4,320-338*
- ✓ Peter Wells, Ross McClure, Roman Lanis, Brett Govendir.(2017). *The impact of dividend imputation on corporate tax avoidance and controlling for outside director monitoring. Journal of Corporate Finance. Please check if appropriate. Corfin(2017), doi: 10.1016/j.jcorpfin.2017.10.007*