

# بررسی تأثیر اجتناب از پرداخت مالیات بر هزینه سرمایه سهام عادی، با لحاظ فرصت‌های رشد و مالکیت نهادی

Opourheidari@uk.ac.ir

امید پورحیدری

دانشیار بخش حسابداری، دانشگاه شهید باهنر کرمان

Meysamamininia@yahoo.com

میثم امینی‌نیا

کارشناس ارشد حسابداری، دانشگاه شهید باهنر کرمان

Mh.fadavi@yahoo.com

محمدحسن فدوی

کارشناس ارشد حسابداری، دانشگاه شهید باهنر کرمان

(نویسنده مسئول)

پذیرش: ۱۳۹۳/۹/۱۹

دریافت: ۱۳۹۲/۴/۱۷

**چکیده:** هدف اصلی این پژوهش بررسی تأثیر اجتناب از پرداخت مالیات بر هزینه سرمایه سهام عادی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران است. نمونه آماری پژوهش شامل ۷۵ شرکت فعال در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی ۱۳۸۰ تا ۱۳۸۹ است. معیار مورد استفاده جهت سنجش اجتناب از پرداخت مالیات، نرخ مؤثر مالیاتی است. برای آزمون و تجزیه و تحلیل فرضیه‌های پژوهش از روش حداقل مربعات معمولی و داده‌های پانل استفاده شده است. یافته‌های پژوهش نشان داد اجتناب از پرداخت مالیات باعث کاهش هزینه سرمایه می‌شود. به عبارت دیگر، شرکت‌ها با سرمایه‌گذاری و جوجه حاصل از اجتناب مالیاتی، جریان نقدی آینده خود را افزایش می‌دهند، و در نتیجه هزینه سرمایه شرکت کاهش می‌یابد. انتظار بر این بود که این رابطه منفی در شرکت‌های با نظارت خارجی قوی و فرصت‌های رشد بالا، قوی‌تر باشد. اما نتایج پژوهش نشان داد فرصت رشد و مالکیت نهادی تأثیر معنی‌داری بر رابطه بین اجتناب از پرداخت مالیات و هزینه سرمایه ندارد.

**کلیدواژه‌ها:** اجتناب از پرداخت مالیات، نرخ مؤثر مالیاتی، هزینه سرمایه سهام عادی، فرصت‌های رشد، مالکیت نهادی.

طبقه‌بندی JEL: G32, H26, M41.

## مقدمه

سرمایه‌گذاران با هدف کسب بازده وارد بورس می‌شوند و در سهام شرکت‌ها سرمایه‌گذاری می‌کنند. بنابراین برای اتخاذ تصمیم‌های سرمایه‌گذاری و تخصیص منابع خود درصدد هستند تا عواملی را که بر بازده مورد انتظارشان اثرگذار باشد، شناسایی کنند. به این منظور، سرمایه‌گذاران با بهره‌گیری از اطلاعات مالی شرکت‌ها در صدد برآورد بازده مورد انتظار خود بر می‌آیند. بازدهی که سهامداران با توجه به این اطلاعات انتظار دارند، به عبارتی هزینه سرمایه برای شرکت‌های جویای سرمایه به شمار می‌آید. عوامل متعددی از جمله محافظه‌کاری، اقلام تعهدی، ویژگی‌های کیفی سود و غیره بر هزینه سرمایه (بازده سهامداران) شرکت‌ها تأثیر می‌گذارد. براساس پژوهش (Lambert, R., Leuz, C & Verrecchia, R.E. (2007). اجتناب از پرداخت مالیات می‌تواند باعث افزایش یا کاهش هزینه سرمایه شرکت شود. به مجموعه فعالیت‌هایی که شرکت‌ها برای کاهش هزینه مالیات بر درآمد خود انجام می‌دهند، فعالیت‌های اجتناب مالیاتی گفته می‌شود. عدم تطابق بین استانداردهای حسابداری و قوانین مالیاتی به شرکت‌ها اجازه می‌دهد در یک دوره گزارشگری، درآمدها را برای مقاصد گزارشگری مالی رو به بالا و برای مقاصد مالیاتی رو به پایین گزارش کنند (Frank, M., Lynch, L. & Rego, S., 2009).

پژوهش‌های انجام‌شده در زمینه اجتناب مالیاتی به این موضوع اشاره دارد که وجوه حاصل از فعالیت‌های اجتناب از پرداخت مالیات می‌تواند در زمینه سرمایه‌گذاری و امر تولید مورد استفاده قرار گیرد. این امر موجب افزایش جریان نقدی مورد انتظار آینده و در نتیجه کاهش هزینه سرمایه می‌شود. علاوه بر این، این احتمال وجود دارد که عواملی مانند سطح نظارت خارجی و فرصت‌های رشد در شرکت‌هایی که فعالیت‌های اجتناب مالیاتی را انجام می‌دهند، بر شدت و ضعف کاهش هزینه سرمایه تأثیر داشته باشد (Goh, B. W., Lee, J., Lim, CH. Y & Shevlin, T. 2013). بنابراین در این پژوهش به این موضوع پرداخته خواهد شد که آیا اجتناب از پرداخت مالیات بر هزینه سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر منفی خواهد گذاشت یا خیر؟

## مبانی نظری پژوهش

Goh, B. W., Lee, J., Lim, CH. Y & Shevlin, T. (2013) معتقدند برنامه‌ریزی‌های مالیاتی می‌تواند پیچیدگی‌های سازمانی شرکت را افزایش دهد و بر این باورند که این پیچیدگی‌ها به حدی می‌رسد که نمی‌توان با بخش‌های خارج از شرکت (مانند سرمایه‌گذاران، بستانکاران و تحلیلگران) به درستی ارتباط برقرار کرد و به این ترتیب مشکلات شفافیت گزارشگری مالی افزایش پیدا می‌کند.

یافته‌های آنان در مورد فعالیت‌های اجتناب از پرداخت مالیات و اندازه‌گیری عدم قطعیت و عدم تقارن اطلاعات به این موضوع اشاره دارد که رفتارهای اجتناب از پرداخت مالیات می‌تواند ابهام محیط اطلاعاتی شرکت را افزایش دهد. (2004) Desai مثال شرکت انرون را مطرح کرد و بیان کرد فعالیت‌های اجتناب از پرداخت مالیات، فرصت دستکاری درآمدها را توسط مدیران شرکت افزایش می‌دهد، که این امر می‌تواند باعث گمراه شدن سرمایه‌گذاران شود.

نتایج (2009) Frank, M., Lynch, L & Rego, S. حاکی از این است که فعالیت‌های اجتناب از پرداخت مالیات باعث نبود شفافیت در گزارشگری مالی می‌شود. بنابراین، به میزانی که کیفیت گزارشگری مالی پایین است، عدم اطمینان اطلاعات افزایش می‌یابد. این مطالعات نشان می‌دهد اجتناب از پرداخت مالیات می‌تواند منجر به تضعیف کیفیت و دقت اطلاعات حسابداری شرکت شود و در نتیجه عدم قطعیت سرمایه‌گذاران را در مورد جریان‌های نقدی آینده شرکت افزایش می‌دهد. در نتیجه این امر، هزینه سرمایه افزایش می‌یابد. (2006) Desai & Dharmapala استدلال می‌کنند که فعالیت‌های کاهش مالیات می‌تواند فعالیت‌های متقلبانه مدیریت و از بین رفتن ارزش سهامداران را تسهیل کند. اجتناب از پرداخت مالیاتی بیشتر می‌تواند سبب بدتر شدن مشکلات نمایندگی بین شرکت و سهامدارانش شود.

اجتناب از پرداخت مالیات همچنین می‌تواند با تأثیر غیرمستقیم بر روی جریان‌های نقدی مورد انتظار آینده شرکت سبب کاهش هزینه سرمایه شود. ذخیره کردن وجه نقد، بیشترین منفعت حاصل از برنامه‌ریزی‌های مالیاتی است. جریان نقد ذخیره‌شده به واسطه اجتناب از پرداخت مالیات می‌تواند به عنوان جریان نقدی تلقی شود که به جای پرداخت به ماموران مالیاتی برای خود شرکت ضبط و استفاده می‌شود. هر ریال ذخیره‌شده به واسطه پرداخت کمتر مالیات، می‌تواند در شرکت برای مصارف مولد دیگر به کار گرفته شود. بنابراین به افزایش جریان نقد مورد انتظار و کاهش هزینه سرمایه شرکت منجر می‌شود (2007) Lambert, R., Leuz, C. & Verrecchia, R. E. به عبارت دیگر، وجوه حاصل از فعالیت‌های اجتناب از پرداخت مالیات می‌تواند در تولید یا سرمایه‌گذاری مورد استفاده قرار گیرد، که این امر موجب افزایش جریان نقدی مورد انتظار و کاهش هزینه سرمایه می‌شود. اگر سرمایه‌گذاران اجتناب از پرداخت مالیات را به عنوان فعالیت‌های خطرجویی که ارزش فعلی خالص مثبت دارد، تشخیص دهند آنگاه می‌تواند باعث افزایش جریان نقد مورد انتظار آتی شود و از این جهت هزینه سرمایه کاهش می‌یابد.

با توجه به این استدلال، فرض می‌شود که منافع مدیران با سهامداران در یک سطح قرار دارد و

از این رو مدیران به دنبال تصاحب تمام صرفه‌جویی‌های مالیاتی برای خود نیستند. همچنین فرض بر این است که فعالیت‌های اجتناب از پرداخت مالیات برای پنهان‌سازی اعمال غیرقانونی و خارج کردن منافع توسط مدیران نیست. برنامه‌ریزی کارآمد مالیات معمولاً شامل ساختار پیچیده‌ای از معاملات نظیر قیمت‌گذاری انتقالی، تمرکز فعالیت‌های عملیاتی در حوزه‌های قضایی، بهشت مالیاتی و... به منظور به حداقل رساندن بار کلی مالیات شرکت است. مدیرانی که قادر به کاهش بار مالیاتی هستند، به احتمال زیاد قادر به تصمیمات تولید و سرمایه‌گذاری بهتری هستند و در نتیجه این امر، انتظارات سرمایه‌گذاران از جریان نقدی آینده شرکت افزایش می‌یابد (Goh, B. W., Lee, J., Lim, CH.Y. & Shevlin, T. 2013). پیرو این استدلال (Blaylock (2011 دریافت که اجتناب از پرداخت مالیات به طور مثبت با عملکرد عملیاتی آینده شرکت در ارتباط است. او همچنین بیان کرد که سطوح بالاتر اجتناب از پرداخت مالیات با سیاست سرمایه‌گذاری مطلوب‌تر همراه است و مدیران شرکت‌هایی که از پرداخت مالیات اجتناب می‌کنند، تصمیمات سرمایه‌گذاری بهتری دارند.

انتظار می‌رود منافع و هزینه‌های اجتناب مالیاتی با توجه به ویژگی‌ها و شرایط شرکت‌ها متفاوت باشد. این منافع و هزینه‌ها به این امر بستگی دارد که صرفه‌جویی نقدی ناشی از اجتناب مالیاتی برای افزایش تولید و سرمایه‌گذاری استفاده می‌شود یا به سوی مدیران برای پاداش‌های شخصی‌شان منحرف می‌شود. (Kim, J., Li, Y., Zhang, L. (2011). با استفاده از نمونه‌ای بزرگ از شرکت‌های آمریکایی، شواهدی فراهم کردند که اجتناب مالیاتی به شکل مثبتی با ریسک سقوط قیمت سهام رابطه دارد. این نتیجه با این دیدگاه سازگاری دارد که اجتناب مالیاتی انحراف منافع توسط مدیران را تسهیل می‌کند. همچنین اجتناب مالیاتی از طریق فراهم کردن ابزار و نقاب برای رفتار فرصت‌طلبانه مدیران، سبب انباشته شدن اخبار بد می‌شود. همین انباشته شدن اخبار بد در دوره‌های متوالی سبب سقوط قیمت سهام می‌شود. به علاوه این پژوهشگران نشان دادند ارتباط مثبت بین اجتناب مالیاتی و ریسک سقوط قیمت سهام زمانی که یک ساز و کار نظارت خارجی قوی مانند مالکیت نهادی بالا وجود دارد، ضعیف‌تر می‌شود. اجتناب از پرداخت مالیات رفتار فرصت‌طلبانه مدیران را تسهیل می‌کند (Desai, 2004).

مالکیت نهادی به عنوان یکی از ساز و کارهای حاکمیت شرکتی مطرح است که نقش نظارتی را بر مدیران دارد. مالکان نهادی نقش فعالی در کنترل تصمیمات مدیریتی و بهبود کارایی اطلاعاتی در بازار سرمایه دارند (Ferreira, M., Massa, M., & Matos, P. 2010). همچنین مالکان نهادی فرصت‌طلبی مدیران را محدود می‌کند و هزینه‌های نمایندگی را کاهش می‌دهد

Chung, R., Firth, M., & Kim, J. (2002). Chen, S., Chen, X., Cheng, Q. & Shevlin, T. (2010) بیان کردند نظارت خارجی انحراف منافع توسط مدیران را کاهش می‌دهد. با توجه به مباحث مطرح شده، زمانی که سطح مالکیت نهادی به عنوان معیار نظارت خارجی بالا باشد، امکان رفتار فرصت‌طلبانه هنگام برنامه‌ریزی مالیاتی توسط مدیران کاهش می‌یابد بنابراین انتظار می‌رود در این شرایط هزینه سرمایه بیشتر کاهش یابد.

منفعت نهایی اجتناب از پرداخت مالیات برای سهامداران احتمالاً بستگی به نحوه استفاده از ریال‌های صرفه‌جویی‌شده به سبب اجتناب از پرداخت مالیات دارد. شرکت‌هایی که دارای رشد فروش بالاتری هستند، منفعت بالاتری برای صرفه‌جویی در پرداخت مالیات از طریق اجتناب مالیاتی دارند. زیرا به آنها اجازه می‌دهد تا منابع کافی برای تأمین مالی فرصت‌های رشد خود را فراهم آورند. برای شرکت‌هایی با محیط رشدی بالا، وجوه ذخیره‌شده به واسطه اجتناب از پرداخت مالیات می‌تواند در جهت کمک به تأمین مالی برای رشد فروش شرکت مورد استفاده قرار گیرد (Goh, B. W., Lee, J., Lim, CH. Y. & Shevlin, T. 2013). به این ترتیب، منفعت نهایی هر ریال ذخیره‌شده برای این شرکت‌ها به احتمال زیاد بالاتر است.

### پیشینه پژوهش

ملکیان و همکاران (۱۳۹۰)، به بررسی رابطه بین کیفیت افشا و هزینه سرمایه در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی ۱۳۸۳ تا ۱۳۸۸ پرداختند. نتایج تحقیق حاکی از آن است که در سطح اطمینان ۹۵ درصد بین کیفیت افشا و هزینه سرمایه رابطه منفی معنی‌داری وجود دارد. در واقع با افزایش کیفیت افشا، تلاش سرمایه‌گذاران برای دسترسی به اطلاعات محرمانه کاهش یافته و در نتیجه عدم تقارن اطلاعاتی کاهش می‌یابد. با کاهش عدم تقارن اطلاعاتی، نقدشوندگی سهام و هزینه معاملات کاهش یافته و تقاضا برای سهام شرکت افزایش می‌یابد که این موضوع کاهش هزینه سرمایه شرکت را به دنبال خواهد داشت.

امینی‌نیا (۱۳۹۲) به بررسی تأثیر اجتناب از پرداخت مالیات بر هزینه بدهی شرکت‌ها در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی ۱۳۸۱ تا ۱۳۸۹ پرداخت. از آنجا که مالکیت نهادی هم بر اجتناب مالیاتی و هم بر هزینه بدهی مؤثر است، تأثیر این ساز و کار حاکمیت شرکتی بر رابطه بین اجتناب از پرداخت مالیات و هزینه بدهی نیز مورد بررسی قرار گرفت. نتایج پژوهش نشان داد با افزایش اجتناب از پرداخت مالیات هزینه بدهی شرکت کاهش می‌یابد.

همچنین مالکیت نهادی تأثیر معنی‌داری بر رابطه بین اجتناب از پرداخت مالیات و هزینه بدهی ندارد. (Goh, B. W., Lee, J., Lim, CH. Y & Shevlin, T. (2013) به بررسی تأثیر اجتناب مالیاتی بر هزینه سرمایه شرکت‌ها پرداختند. برای این منظور از نرخ مؤثر مالیاتی نقدی بلندمدت و تفاوت سود حسابداری و سود مشمول مالیات به عنوان معیار اجتناب مالیاتی استفاده کردند. نتایج نشان داد هرچه اجتناب مالیاتی کمتر باشد، هزینه سرمایه به صورت معنی‌داری کاهش می‌یابد. تجزیه و تحلیل بیشتر نشان داد این تأثیر در شرکت‌های با نظارت خارجی بهتر، منافع نهایی بیشتر از صرفه‌جویی مالیاتی و کیفیت اطلاعاتی بهتر، قوی‌تر است.

(Hutchens, M. & Rego, S. (2012) رابطه بین ریسک مالیاتی و هزینه سرمایه سهام عادی را مورد بررسی قرار دادند. آنها بیان کردند که می‌توان از معیارهای اجتناب مالیاتی به عنوان معیار ریسک مالیاتی شرکت استفاده کرد، به دلیل اینکه راهبردهای اجتناب مالیاتی می‌تواند هزینه‌های مهمی را بر شرکت تحمیل کند. نتایج آنها نشان داد سطح ذخیره مالیاتی شرکت‌ها به طور مثبت و معنادار با هزینه سرمایه رابطه دارد که بیانگر این است که ذخیره مالیات، ریسک مالیاتی شرکت را نشان می‌دهد. همچنین نتایج بیانگر این بود که هرچه نرخ مؤثر مالیاتی کمتر باشد، هزینه سرمایه نیز کمتر خواهد بود.

(Dhaliwal, D., Lee, S. H. & Pinucs, M. (2009) به بررسی ارتباط بین تفاوت سود حسابداری و سود مشمول مالیات به عنوان معیار اجتناب مالیاتی و کیفیت سود با هزینه سرمایه پرداختند. نتایج حاصل از پژوهش نشان داد بین انحراف استاندارد تفاوت سود حسابداری و سود مشمول مالیات با هزینه سرمایه رابطه مثبت وجود دارد. همچنین بین معیار کیفیت سود و هزینه سرمایه رابطه مثبتی مشاهده شد.

(Desai, M. A., Dharmapala, D. (2009) به بررسی ارتباط بین اجتناب مالیاتی و ارزش شرکت پرداختند. به این منظور از تفاوت بین سود حسابداری و سود مشمول مالیات به عنوان معیار اجتناب مالیاتی استفاده کردند. هرچه این تفاوت بیشتر باشد به این معنی است که شرکت‌ها بیشتر در فعالیت‌های اجتناب مالیاتی دخالت دارند. برآورد رگرسیون حداقل مربعات معمولی نشان داد اجتناب مالیاتی بر ارزش شرکت تأثیر معنی‌داری ندارد، اما در شرکت‌های با سازوکار حاکمیت شرکتی مناسب مانند مالکیت نهادی بالا تأثیر مثبت و معنی‌دار دارد.

(Lev, D. & Nissim, D. (2003) به بررسی رابطه بین مالکیت نهادی، هزینه سرمایه و سرمایه‌گذاری شرکت پرداختند. نتایج حاصل از پژوهش نشان داد اندازه مالکیت نهادی به طور مثبتی

با نرخ سرمایه‌گذاری در دارایی ثابت، تحصیل شرکت و هزینه‌های پژوهش و توسعه همبستگی دارد. همچنین مالکان نهادی سبب کاهش عدم تقارن اطلاعاتی می‌شوند. به طور کلی سرمایه‌گذاران نهادی نارسایی بازار را تقلیل می‌دهند، از این‌رو تا حدی مشکل سرمایه‌گذاری حداقل را کاهش می‌دهند.

### فرضیه‌های پژوهش

بر اساس چارچوب ارائه‌شده در مبانی نظری و پیشینه پژوهش، فرضیه‌های پژوهش به صورت زیر بیان می‌شود:

۱. بین اجتناب از پرداخت مالیات و هزینه سرمایه شرکت رابطه منفی و معنی‌دار وجود دارد.
۲. در شرکت‌هایی که فرصت‌های رشد بیشتر است، بین اجتناب از پرداخت مالیات و هزینه سرمایه شرکت رابطه منفی قوی‌تری وجود دارد.
۳. در شرکت‌هایی که نظارت خارجی قوی‌تر است، بین اجتناب از پرداخت مالیات و هزینه سرمایه شرکت رابطه منفی قوی‌تری وجود دارد.

با توجه به مبانی نظری مطرح‌شده در بالا، ممکن است اجتناب مالیاتی بر محیط اطلاعاتی شرکت تأثیر بگذارد و زمینه رفتار فرصت‌طلبانه مدیران را فراهم کند، در نتیجه تمام منافع ناشی از اجتناب مالیاتی صرف کاهش هزینه سرمایه نشود بلکه نتیجه عکس نیز ممکن است به دست آید. زمانی که نظارت خارجی قوی باشد مانع رفتار فرصت‌طلبانه مدیران می‌شود. برای بررسی این امر از متغیر مالکان نهادی و اثر تعدیلی آن با اجتناب مالیاتی استفاده شده است. در این حالت انتظار می‌رود ضریب متغیر اثر متقابل اجتناب مالیاتی و مالکان نهادی با هزینه سرمایه نه تنها منفی باشد بلکه مقدار بتای آن نیز بیشتر باشد.

همچنین منفعت نهایی ناشی از اجتناب مالیاتی برای سهامداران در محیط‌های دارای فرصت رشد بالا بیشتر است. در این پژوهش برای بررسی فرصت‌های رشد از رشد فروش استفاده شده است در نتیجه انتظار می‌رود ضریب متغیر اثر متقابل اجتناب مالیاتی و رشد فروش با هزینه سرمایه نه تنها منفی باشد بلکه مقدار بتای آن نیز بیشتر باشد و رابطه منفی قوی‌تر در فرضیه دوم و سوم پژوهش بیانگر این ادعاست.

### جامعه و نمونه آماری

جامعه آماری این پژوهش کلیه شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران است که از

ابتدای فروردین ۱۳۸۰ تا پایان اسفند ۱۳۸۹ در بورس اوراق بهادار تهران فعال بوده‌اند. نمونه آماری با استفاده از روش نمونه‌گیری حذفی و با اعمال شرایط زیر انتخاب شده است. به این صورت که شرکت‌هایی که دارای ویژگی‌های گفته‌شده در زیر بودند، انتخاب شده‌اند:

۱. شرکت‌هایی که تا پایان سال ۱۳۸۰ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده باشند.
۲. در زمره شرکت‌های سرمایه‌گذاری و واسطه‌گری مالی به دلیل متفاوت بودن ماهیت فعالیت آنها قرار نگرفته باشد.
۳. سال مالی آنها منتهی به ۲۹ اسفند ماه باشد و در دوره‌ی مورد نظر تغییر سال مالی نداده باشند.

۴. اطلاعات مورد نیاز جهت انجام این پژوهش در آنها وجود داشته باشد.

۵. شرکت‌هایی که در معاملات آنها وقفه بیش از سه ماه نباشد.

۶. اطلاعات مربوط به سود تقسیمی آنها در سال ۱۳۹۰ نیز در دسترس باشد.

با اعمال این شرایط تعداد ۷۵ شرکت به عنوان نمونه انتخاب شدند که با توجه به ماهیت ترکیبی داده‌ها تعداد مشاهدات این پژوهش ۷۵۰ سال - شرکت است. پس از حذف داده‌های پرت، حجم نمونه به ۶۲۲ سال - شرکت تقلیل یافت.

### روش پژوهش

این پژوهش از نظر همبستگی و روش‌شناسی، از نوع توصیفی - پیمایشی و در حوزه تحقیقات پس‌رویدادی و اثباتی حسابداری قرار دارد. این پژوهش با استفاده از اطلاعات واقعی صورت می‌گیرد و چون می‌تواند در فرآیند استفاده از اطلاعات کاربرد داشته باشد، به همین دلیل نوعی پژوهش کاربردی است. جمع‌آوری داده‌ها با استفاده از پایگاه داده‌ای تدبیرپرداز و برداشت مستقیم آنها از صورت‌های مالی صورت گرفته است. پژوهش با استفاده از داده‌های تابلویی انجام شده است. برای برآورد مدل از نرم‌افزار Eviews6 و SPSS20 استفاده شده است.

### مدل‌ها و متغیرهای پژوهش

برای آزمون فرضیه‌های پژوهش از سه مدل رگرسیون چندمتغیره زیر استفاده شده است:

مدل (۱) برای آزمون فرضیه اول

$$C\_E_{it} = \beta_0 + \beta_1 T\_A_{it} + \beta_2 LEV_{it} + \beta_3 SIZE_{it} + \beta_4 RET_{it}$$



مدل (۲) برای آزمون فرضیه دوم

$$C\_E_{it} = \beta_0 + \beta_1 T\_A_{it} + \beta_2 SG_{it} + \beta_3 T\_A_{it} * SG_{it} + \beta_4 LEV_{it} + \beta_5 SIZE_{it} + \beta_6 RET_{it}$$

در این پژوهش به پیروی از پژوهش (Goh, et al. (2013، برای بررسی تأثیر اجتناب مالیاتی بر هزینه سرمایه در شرکت‌های دارای فرصت رشد بالا، از متغیر اثر تعدیلی رشد فروش و اجتناب مالیاتی ( $T\_A_{it} * SG_{it}$ ) استفاده شده است و انتظار می‌رود علامت این ضریب منفی و مقدار آن از ضریب اجتناب مالیاتی ( $\beta_1$ ) بزرگتر باشد.

مدل (۳) برای آزمون فرضیه سوم

$$C\_E_{it} = \beta_0 + \beta_1 T\_A_{it} + \beta_2 INST_{it} + \beta_3 T\_A_{it} * INST_{it} + \beta_4 LEV_{it} + \beta_5 SIZE_{it} + \beta_6 RET_{it}$$

همچنین به پیروی از پژوهش (Goh, et al. (2013، برای بررسی تأثیر اجتناب مالیاتی بر هزینه سرمایه در شرکت‌های دارای نظارت خارجی بالا، از متغیر اثر تعدیلی مالکیت نهادی و اجتناب مالیاتی ( $T\_A_{it} * INST_{it}$ ) استفاده شده است و انتظار می‌رود علامت این ضریب منفی و مقدار آن از ضریب اجتناب مالیاتی ( $\beta_1$ ) بزرگتر باشد.

### متغیر وابسته

هزینه سرمایه سهام عادی ( $C\_E_{it}$ ): مدل مورد استفاده برای محاسبه هزینه حقوق صاحبان سهام عادی در این پژوهش، مدل Gordon است. در این مدل، هزینه سهام عادی با استفاده از رابطه زیر محاسبه می‌شود

$$K_e = \frac{DPS_{t+1}}{P_t} + g \quad (4)$$

که در این رابطه  $P_t$ ، قیمت ابتدای سال هر سهم است.  $DPS_{t+1}$ ، سود سهام مورد انتظار سال آتی برای هر سهم است. با توجه به اینکه از اطلاعات گذشته استفاده می‌شود؛ به همین دلیل سود تقسیمی سال بعد شرکت مورد استفاده قرار می‌گیرد.  $g$  نرخ رشد مورد انتظار است. نرخ رشد با استفاده از میانگین هندسی رشد فروش خالص طی ۱۰ سال محاسبه شده است.

### متغیرهای مستقل

اجتناب از پرداخت مالیات ( $T\_A_{it}$ ): در این پژوهش به پیروی از Dyreng, S. D., Hanlon, M. & Maydew, E. L. (2009)، از نرخ مؤثر مالیاتی (Effective Tax Rate) به عنوان معیار اجتناب از پرداخت مالیات استفاده شده است. نرخ مؤثر مالیاتی از تقسیم هزینه مالیات بر

سود قبل از مالیات به دست می‌آید.

اجتناب از پرداخت مالیات  $\times$  مالکیت نهادی ( $T_{A_{ii}} \times INST_{ii}$ ): که اثر متقابل بین معیار اجتناب از پرداخت مالیات و مالکیت نهادی را نشان می‌دهد.

اجتناب از پرداخت مالیات  $\times$  فرصت‌های رشد ( $T_{A_{ii}} \times SG_{ii}$ ): که اثر متقابل بین معیار اجتناب از پرداخت مالیات و فرصت‌های رشد را نشان می‌دهد.

مالکیت نهادی ( $INST_{ii}$ ): مطابق با تعریف Bushe (1998) سرمایه‌گذاران نهادی، سرمایه‌گذاری‌های بزرگ نظیر بانک‌ها، شرکت‌های بیمه، صندوق‌های بازنشستگی، شرکت‌های سرمایه‌گذاری و سایر شرکت‌های دولتی هستند.

فرصت‌های رشد ( $SG_{ii}$ ): در این پژوهش برای محاسبه فرصت‌های رشد از فرمول درصد تغییرات فروش نسبت به سال قبل استفاده شده است.

### متغیرهای کنترلی:

براساس پژوهش Goh, *et al.* (2013)، متغیرهای زیر به عنوان متغیر کنترلی برای مدل پژوهش استفاده شده است:

اهرم مالی ( $LEV_{ii}$ ): از تقسیم کل بدهی‌ها بر دارایی‌های شرکت به دست می‌آید.

اندازه ( $SIZE_{ii}$ ): از لگاریتم طبیعی کل دارایی‌های شرکت به دست می‌آید.

بازده ( $RET_{ii}$ ): معادل بازده سهام شرکت طی سال است.

### یافته‌های پژوهش

#### آمار توصیفی

اولین گام در تحلیل آماری، تعیین مشخصات خلاصه‌شده داده‌ها و محاسبه شاخص‌های آمار توصیفی است. شاخص‌های آمار توصیفی شامل میانگین، میانه، انحراف معیار، حداقل و حداکثر در جدول (۱) ارائه شده است.

جدول ۱: نتایج آمار توصیفی

متغیر	نماد	میانگین	میانه	حداقل	حداکثر	انحراف معیار
هزینه سرمایه سهام عادی	C_E	۰/۲۹۲۹	۰/۲۶۹۳	۰/۱۴۰۱	۰/۷۹۹۰	۰/۱۱۷۲
اجتناب از پرداخت مالیات	T_A	۰/۱۲۱۱	۰/۱۳۲۳	۰/۰۰۰۰	۰/۴۳۲۸	۰/۰۸۲۷
مالکیت نهادی	INST	۰/۴۷۷۰	۰/۵۰۰۰	۰/۰۰۰۰	۰/۹۹۰۰	۰/۳۳۰۱
فرصت‌های رشد	SG	۰/۲۰۸۸	۰/۱۶۵۹	-۰/۷۷۴۶	۳/۰۱۶۰	۰/۳۱۲۴
اهرم مالی	LEV	۰/۶۳۹۲	۰/۶۵۵۵	۰/۱۶۸۹	۱/۰۴۳۳	۰/۱۵۷۵
اندازه شرکت	SIZE	۱۳/۱۴۴۳	۱۲/۹۵۵۵	۹/۸۲۱۵	۱۷/۷۸۶۶	۱/۴۴۳۳
بازده سهام	RET	۰/۳۷۹۳	۰/۱۸۶۵	-۰/۶۸۹۹	۸/۰۰۸۷	۰/۷۶۲۱

همان‌طور که جدول (۱) مشاهده می‌شود، نتایج تحلیل توصیفی داده‌ها حاکی از آن است که میانگین هزینه سرمایه سهام عادی شرکت‌های مورد بررسی ۰/۲۹۲۹ است. کمترین و بیشترین هزینه سرمایه به ترتیب ۰/۱۴۰۱ و ۰/۷۹۹۰ با انحراف معیار ۰/۱۱۷۲ است. میانگین اجتناب از پرداخت مالیات (در این پژوهش از نرخ مؤثر مالیات استفاده شده است) برابر با ۰/۱۲۱۱ است و با نرخ مالیات قانونی که ۰/۲۵ است، تفاوت زیادی دارد. این تفاوت حاکی از این موضوع است که شرکت‌های نمونه بر روی فعالیت‌های برنامه‌ریزی مالیاتی، تمرکز دقیقی دارند. لازم به ذکر است که برای استفاده در برآورد مدل رگرسیون و جهت سهولت در نتیجه‌گیری، نرخ محاسبه‌شده در عدد منفی یک، ضرب می‌شود. هرچه عدد به دست آمده بزرگتر باشد، اجتناب از پرداخت مالیات بیشتر است.

#### انتخاب الگو برای مدل پژوهش

برای آزمون فرضیه‌ها از مدل رگرسیون حداقل مربعات معمولی (Ordinary least square) و برای آزمون خودهمبستگی بین پسماندها از آماره دوربین واتسون استفاده شده است. با توجه به ساختار ترکیبی داده‌ها، برای بررسی ترکیب‌پذیری از آزمون چاو و برای بررسی وجود تأثیرات ثابت از آزمون هاسمن استفاده شده است. با توجه به نتایج آزمون چاو در جدول (۲)، سطح معنی‌داری آزمون چاو برای هر سه مدل پژوهش، زیر ۰/۰۵ است. بنابراین برای برآورد هر سه مدل از روش داده‌های پانل استفاده شد.

جدول ۲: نتایج حاصل از آزمون چاو برای مدل‌های پژوهش

فرضیه‌ها	مقدار آماره	درجه آزادی	سطح معنی‌داری	روش تایید شده
مدل (۱)	۷/۸۷۳۰	۷۳/۵۴۴	۰/۰۰۰۰	داده‌های پانل
مدل (۲)	۷/۸۲۲۸	۷۳/۵۴۲	۰/۰۰۰۰	داده‌های پانل
مدل (۳)	۷/۸۲۶۶	۷۳/۵۴۲	۰/۰۰۰۰	داده‌های پانل

با توجه به جدول (۳) سطح معنی‌داری مربوط به آزمون هاسمن برای مدل‌های (۱) و (۲)، بالای ۰/۰۵ است و نشان می‌دهد برای برآورد این دو مدل باید از روش اثرات تصادفی استفاده شود. همچنین سطح معنی‌داری مربوط به آزمون هاسمن برای مدل (۳)، زیر ۰/۰۵ است و نشان می‌دهد برای برآورد مدل باید از آزمون اثرات ثابت استفاده شود.

جدول ۳: نتایج حاصل از آزمون هاسمن برای مدل‌های پژوهش

فرضیه‌ها	مقدار آماره	درجه آزادی	سطح معنی‌داری	روش تایید شده
مدل (۱)	۶/۶۹۳۴	۴	۰/۱۵۳۰	اثرات تصادفی
مدل (۲)	۱۰/۱۵۲۳	۶	۰/۱۱۸۴	اثرات تصادفی
مدل (۳)	۱۸/۳۰۷۷	۶	۰/۰۰۵۵	اثرات ثابت

### آزمون فرضیه‌های پژوهش

در فرضیه اول این موضوع مورد بررسی قرار گرفته است که آیا بین اجتناب از پرداخت مالیات و هزینه سرمایه شرکت رابطه منفی معنی‌داری وجود دارد یا نه. همان‌طور که در جدول (۴) مشاهده می‌شود براساس نتایج حاصل از رگرسیون حداقل مربعات مدل (۱)، ضریب اجتناب از پرداخت مالیات برابر با ۰/۱۷۷۴- است و در سطح اطمینان ۰/۹۹ معنی‌دار است. این نتیجه به این معنی است که هرچه قدر اجتناب از پرداخت مالیات بیشتر باشد هزینه سرمایه شرکت کاهش می‌یابد. بنابراین فرضیه اول پژوهش تأیید می‌شود که این نتیجه مطابق با پژوهش (Goh, et al. (2013 است. آماره F به دست آمده در مدل (۱) در سطح اطمینان ۰/۹۹ معنی‌دار است، بنابراین کل مدل از لحاظ آماری معنی‌دار است. آماره ی دوربین واتسون ۱/۵۹ است که بیانگر نبود خودهمبستگی بین متغیرهای پژوهش است. ضریب تعیین

تعدیل شده ۰/۱۴۶۹ است، که بیانگر این است که ۱۴/۶۹ درصد تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای مستقل توضیح داده می‌شود. ضریب تعیین برای مدل مشابه پژوهش (Goh, et al. (2013، ۰/۲۰ است.

جدول ۴: نتایج حاصل از آزمون فرضیه اول

$C_{E_{it}} = \beta_0 + \beta_1 T\_A_{it} + \beta_2 LEV_{it} + \beta_3 SIZE_{it} + \beta_4 RET_{it} + \beta_5 BM_{it}$				
متغیر	علامت اختصاری	ضریب	آماره t	سطح معنی‌داری
ضریب ثابت	C	۰/۱۰۶۶	۱/۶۷	۰/۰۹۴۳
اجتناب از پرداخت مالیات	T_A	-۰/۱۷۷۴	-۳/۵۲	۰/۰۰۰۵
اهرم مالی	LEV	-۰/۱۳۷۶	-۵/۰۵	۰/۰۰۰۰
اندازه شرکت	SIZE	۰/۰۱۷۸	۴/۰۱	۰/۰۰۰۱
بازده سهام	RET	-۰/۰۳۷۰	۸/۲۲	۰/۰۰۰۰
آماره F		۲۷/۷۳		
سطح معنی‌داری		۰/۰۰۰۰		
ضریب تعیین تعدیل شده		۰/۱۴۶۹		
آماره دوربین واستون		۱/۵۹		
آماره دوربین واستون		۱/۵۹		

در فرضیه دوم این موضوع بررسی شده است که آیا رابطه منفی اجتناب از پرداخت مالیات و هزینه سرمایه در شرکت‌هایی که دارای فرصت‌های رشد بیشتری هستند، قوی‌تر است یا خیر. برای بررسی این موضوع، تأثیر اثر متقابل اجتناب از پرداخت مالیات و فرصت‌های رشد بر روی هزینه سرمایه مورد آزمون قرار گرفت. برای تأیید این فرضیه، ضریب اثر متقابل اجتناب از پرداخت مالیات و فرصت‌های رشد، باید منفی و بزرگتر از ضریب اجتناب از پرداخت مالیات در مدل قبل باشد تا رابطه قوی‌تر شود. همان‌طور که در جدول (۵) مشاهده می‌شود، ضریب اثر متقابل اجتناب از پرداخت مالیات و فرصت‌های رشد، نه تنها قوی‌تر از قبل نشد، بلکه معنی‌دار هم نشد. این موضوع نشان‌دهنده این امر است که اجتناب از پرداخت مالیات در شرکت‌های با فرصت رشد بالا، تأثیری بر روی هزینه سرمایه ندارد. در نتیجه فرضیه دوم پژوهش تأیید نمی‌شود، که با (Goh, et al. (2013 مطابقت ندارد. آماره F به دست‌آمده در مدل (۲) در سطح اطمینان ۰/۹۹ معنی‌دار است، بنابراین کل مدل از لحاظ آماری معنی‌دار است. آماره دوربین واستون ۱/۵۷ است که بیانگر عدم وجود خود همبستگی بین متغیرهای

پژوهش است. ضریب تعیین تعدیل شده ۰/۱۴۴۷ است، که بیانگر این است که ۱۴/۴۷ درصد تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای مستقل توضیح داده می‌شود. در ضمن ضریب تعیین تعدیل شده برای مدل مشابه در پژوهش (Goh, et al. (2013) ۰/۲۵ است.

جدول ۵: نتایج حاصل از آزمون فرضیه دوم

$C_{E_{it}} = \beta_0 + \beta_1 T\_A_{it} + \beta_2 SG_{it} + \beta_3 T\_A_{it} * SG_{it} + \beta_4 LEV_{it} + \beta_5 SIZE_{it} + \beta_6 RET_{it} + \beta_7 BM_{it}$				
متغیر	علامت اختصاری	ضریب	آماره t	سطح معنی‌داری
ضریب ثابت	C	۰/۱۰۴۷	۱/۶۸	۰/۰۹۳۹
اجتناب از پرداخت مالیات	T_A	-۰/۱۸۲۴	-۳/۳۱	۰/۰۰۱۰
اهرم مالی	LEV	-۰/۱۳۸۸	-۵/۱۱	۰/۰۰۰۰
اندازه شرکت	SIZE	۰/۰۱۸۰	۴/۱۴	۰/۰۰۰۰
بازده سهام	RET	۰/۰۳۷۳	۷/۷۵	۰/۰۰۰۰
فرصت‌های رشد	SG	-۰/۰۰۰۳	-۰/۰۲۰۶	۰/۹۸۳۶
اجتناب از پرداخت مالیات × فرصت‌های رشد	T_A * SG	۰/۰۱۶۴	۰/۱۲۳۱	۰/۹۰۲۱
آماره F			۱۸/۵۱	
سطح معنی‌داری			۰/۰۰۰۰	
ضریب تعیین تعدیل شده		۰/۱۴۴۷		
آماره دوربین و استون		۱/۵۷		
آماره دوربین و استون		۱/۵۷		

در فرضیه سوم پژوهش به این نکته اشاره شد که نظارت خارجی مؤثر می‌تواند مانع مناسبی برای عدم انحراف منافع حاصل از اجتناب مالیاتی توسط مدیران باشد. بنابراین منافع حاصله می‌تواند بیشتر در سرمایه‌گذاری مورد استفاده قرار گیرد و باعث افزایش جریان نقدی آینده شرکت و به تبع آن کاهش بیشتر هزینه سرمایه شرکت شود. بنابراین این موضوع مورد بررسی قرار گرفت که در شرکت‌های با نظارت خارجی مؤثر، آیا رابطه منفی بین اجتناب از پرداخت مالیات و هزینه سرمایه قوی‌تر است یا خیر. برای تأیید این فرضیه، ضریب اثر متقابل اجتناب از پرداخت مالیات و مالکیت نهادی، باید منفی و بزرگتر از ضریب اجتناب از پرداخت مالیات در مدل (۱) باشد تا رابطه قوی‌تر شود. با توجه به جدول (۶) ضریب اثر متقابل اجتناب از پرداخت مالیات و مالکیت نهادی نه قوی‌تر شد و نه

معنی دار. این موضوع نشان دهنده این امر است که اجتناب از پرداخت مالیات در شرکت‌های با نظارت خارجی بالاتر، تأثیری بر روی هزینه سرمایه ندارد. در نتیجه فرضیه سوم پژوهش تایید نمی‌شود که با پژوهش گو و همکاران (۲۰۱۳) مطابقت ندارد.

جدول ۶: نتایج حاصل از آزمون فرضیه سوم

$C_{E_{it}} = \beta_0 + \beta_1 T_{A_{it}} + \beta_2 INST_{it} + \beta_3 T_{A_{it}} * INST_{it} + \beta_4 LEV_{it} + \beta_5 SIZE_{it} + \beta_6 RET_{it} + \beta_7 BM_{it}$				
متغیر	علامت اختصاری	ضریب	آماره t	سطح معنی داری
ضریب ثابت	C	۰/۱۷۵۲	۲/۰۱	۰/۰۴۴۹
اجتناب از پرداخت مالیات	T_A	-۰/۱۷۱۳	-۱/۹۱	۰/۰۵۶۲
اهرم مالی	LEV	-۰/۱۲۳۹	-۴/۲۶	۰/۰۰۰۰
اندازه شرکت	SIZE	۰/۰۱۳۵	۲/۳۱	۰/۰۲۱۰
بازده سهام	RET	۰/۰۳۶۲	۷/۶۱	۰/۰۰۰۰
مالکیت نهادی	INST	-۰/۰۳۰۹	-۰/۸۵	۰/۳۹۴۹
اجتناب از پرداخت مالیات * مالکیت نهادی	T_A * INST	۰/۰۱۴۶	۰/۱۰	۰/۹۲۱۳
آماره F			۱۰/۱۹	
سطح معنی داری			۰/۰۰۰۰	
ضریب تعیین تعدیل شده			۰/۵۳۸۹	
آماره دوربین واستون			۱/۸۱	

آماره F به دست آمده در مدل (۳) در سطح اطمینان ۰/۹۹ معنی دار است، بنابراین کل مدل از لحاظ آماری معنی دار است. آماره دوربین واستون ۱/۸۱ است که بیانگر نبود خودهمبستگی بین متغیرهای پژوهش است. ضریب تعیین تعدیل شده ۰/۵۳۸۹ است، که بیانگر این است که ۵۳/۸۹ درصد تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای مستقل توضیح داده می‌شود.

### نتیجه‌گیری

اجتناب مالیاتی می‌تواند سبب افزایش هزینه سرمایه شود. این حالت زمانی اتفاق می‌افتد که سرمایه‌گذاران تصور کنند فعالیت‌های برنامه‌ریزی مالیاتی شامل معاملات پیچیده‌ای است که ابهام محیط اطلاعاتی شرکت را افزایش می‌دهد در نتیجه هزینه سرمایه افزایش می‌یابد. همچنین زمانی که سرمایه‌گذاران تصور کنند فعالیت‌های برنامه‌ریزی مالیاتی به مدیران اجازه می‌دهد که منافع را به

سمت خودشان منحرف کنند در این حالت نیز هزینه سرمایه برای شرکت‌های اجتناب‌کننده مالیاتی افزایش می‌یابد.

از طرف دیگر اجتناب مالیاتی می‌تواند سبب کاهش هزینه سرمایه شود. به دلیل اینکه صرفه‌جویی نقدی ناشی از اجتناب مالیاتی می‌تواند در فرآیندهای تولیدی سرمایه‌گذاری شود، در این حالت تصمیمات سرمایه‌گذاری و عملیاتی شرکت بهبود می‌یابد. سرمایه‌گذاران جریان نقدی بالاتری برای شرکت‌های اجتناب‌کننده مالیاتی انتظار دارند و در نتیجه هزینه سرمایه کمتری را تقاضا می‌کنند. فعالیت‌های برنامه‌ریزی مالیاتی ممکن است بر محیط اطلاعاتی شرکت اثر منفی بگذارد و زمینه سوءاستفاده توسط مدیریت فراهم شود؛ در این حالت اجتناب مالیاتی سبب افزایش جریان نقدی شرکت نمی‌شود بلکه حتی ممکن است سبب کاهش مانده وجه نقد شرکت شود. از طرف دیگر شرکت‌های رشدی به منابع مالی بیشتری برای سرمایه‌گذاری نیاز دارند، در نتیجه منفعت نهایی ناشی از اجتناب مالیاتی برای این شرکت‌ها بیشتر است. در این پژوهش تأثیر اجتناب از پرداخت مالیات بر هزینه سرمایه مورد بررسی قرار گرفته است. برای این منظور از نرخ مؤثر مالیاتی به عنوان معیار اجتناب از پرداخت مالیات و از مدل گوردون برای محاسبه هزینه سرمایه سهام عادی استفاده شده است. نتایج حاصل از آزمون فرضیه پژوهش نشان می‌دهد اجتناب مالیاتی موجب کاهش هزینه سرمایه شرکت می‌شود. یعنی سرمایه‌گذاران تصور می‌کنند صرفه‌جویی نقدی ناشی از فعالیت‌های اجتناب مالیاتی در تولید و سرمایه‌گذاری مورد استفاده قرار می‌گیرد و باعث افزایش جریان نقدی آینده می‌شود در نتیجه هزینه سرمایه کاهش می‌یابد.

از آنجا که منفعت نهایی ناشی از اجتناب مالیاتی در شرکت‌های رشدی بیشتر است، انتظار می‌رفت میزان اجتناب مالیاتی در شرکت‌های رشدی بیشتر باشد و در نتیجه هزینه سرمایه کمتر باشد. اما آزمون فرضیه دوم پژوهش حاکی از رد این ادعاست و به عبارت دیگر، رابطه معنی‌داری بین اجتناب مالیاتی و هزینه سرمایه در شرکت‌های رشدی پیدا نشد. در فرضیه سوم به این موضوع پرداخته شده است که در شرکت‌های با نظارت خارجی قوی‌تر، انتظار می‌رود تمام منافع ناشی از اجتناب مالیاتی در خدمت منافع شرکت باشد و سبب کاهش بیشتر هزینه سرمایه شود. اما نتیجه پژوهش نشان می‌دهد مالکیت نهادی تأثیر معنی‌داری بر رابطه بین اجتناب از پرداخت مالیات و هزینه سرمایه ندارد. شاید بتوان این امر را این‌گونه توجیه کرد که احتمالاً عدم کارایی نظارتی کافی مالکان نهادی به این دلیل است که مالکان نهادی در ایران بیشتر شرکت‌ها و نهادهای وابسته به دولت هستند.



## پیشنهاد‌های کاربردی پژوهش

۱. با توجه به اینکه نتایج پژوهش نشان می‌دهد اجتناب مالیاتی موجب کاهش هزینه سرمایه می‌شود، پیشنهاد می‌شود مدیران از طریق فعالیت‌های برنامه‌ریزی مالیاتی، هرچه بیشتر سود مشمول مالیات را کاهش دهند.
۲. نتایج پژوهش نشان می‌دهد مالکیت نهادی تأثیر معنی‌داری بر رابطه بین اجتناب از پرداخت مالیات و هزینه سرمایه ندارد. پیشنهاد می‌شود مالکان نهادی با دقت بیشتری بر فعالیت‌های برنامه‌ریزی مالیاتی نظارت کنند، چون ممکن است باعث رفتار فرصت‌طلبانه مدیران شود.
۳. با توجه به اینکه نتایج نشان می‌دهد، رابطه بین اجتناب مالیاتی و هزینه سرمایه در شرکت‌های رشدی با سایر شرکت‌ها متفاوت نیست و با عنایت به اینکه شرکت‌های رشدی سطح سرمایه‌گذاری بالاتری دارند، پیشنهاد می‌شود این گونه شرکت‌ها تا آنجا که امکان دارد در طرح‌های مالیات‌کاه سرمایه‌گذاری کنند تا ضمن افزایش ارزش شرکت بتوانند از معافیت‌های مالیاتی مربوطه استفاده کنند.

## منابع

### الف) فارسی

- امینی‌نیا، میثم (۱۳۹۲). بررسی ارتباط بین اجتناب از پرداخت مالیات و هزینه بدهی با لحاظ نوع مالکیت. پایان‌نامه کارشناسی ارشد. دانشگاه شهید باهنر کرمان.
- ملکیان، اسفندیار؛ عدیلی، مجتبی؛ ابراهیمیان، سیدجواد و امیرپورملا، رجب (۱۳۹۰). بررسی رابطه کیفیت افشا و هزینه سرمایه در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. نهمین همایش سراسری حسابداری ایران، زاهدان: دانشگاه سیستان و بلوچستان.

### ب) انگلیسی

- Balakrishnan, K. Blouin, J & Guay, W. (2011). *Does tax aggressiveness reduce financial reporting transparency?* University of Pennsylvania. Working Paper. Retrieved from <http://ssrn.com/abstract=1792783>.
- Blaylock, B. (2011). *Do managers extract economically significant rents through tax aggressive transactions?* Oklahoma State University. Working Paper. Retrieved from <http://ssrn.com/abstract=1911265>.

- Bushee, B.(2001). Do institutional investors prefer near-term earnings over long-run value? *Contemporary Accounting Research*. 18(4). pp. 207-246.
- Chen, S. Chen, X. Cheng, Q & Shevlin, T.(2010). Are family firms more tax aggressive than non-family firms? *Journal of Financial Economics*. 95, pp. 41-61.
- Chung, R. Firth, M. & Kim, J.(2002). Institutional monitoring and opportunistic earnings management. *Journal of Corporate Finance*. 8, pp. 29-48.
- Desai, M & Dharmapala, D.(2006). Corporate tax avoidance and high-powered incentives. *Journal of Financial Economics*. 79, pp. 145-179.
- Desai, M.A., Dharmapala, D.(2009). Corporate tax avoidance and firm value. *Review of Economics and Statistics*. 91, pp. 537-546.
- Desai, M.(2004). *The degradation of corporate profits*. Harvard University. Working paper. Retrieved from <http://ssrn.com/abstract=758144>.
- Dhaliwal, D. Lee, S. H & Pinucs, M.(2009). *Book-Tax Differences. Uncertainty about Information Quality and Cost of Capital*. Working paper. Retrieved from <http://ssrn.com/abstract=1127956>.
- Dyreg, S. D. Hanlon, M & Maydew, E. L.(2009). *The Effects of Executives on Corporate Tax Avoidance*. Working Paper. Retrieved from <http://ssrn.com/abstract=1158060>.
- Frank, M. Lynch, L & Rego, S.(2009). Tax reporting aggressiveness and its relation to aggressive financial reporting. *The Accounting Review*. 84, pp. 467-496.
- Ferreira, M. Massa, M & Matos, P.(2010). Shareholders at the gate? Institutional investors and cross-border mergers and acquisitions. *The Review of Financial Studies*. 23(2), pp. 601-644.
- Goh, B. W. Lee, J. Lim, CH. Y & Shevlin, T.(2013). *The Effect of Corporate Tax Avoidance on the Cost of Equity*. Working Paper. Retrieved from <http://ssrn.com/abstract=2237742>.
- Hutchens, M & Rego, S.(2012). *The relation between tax risk and the cost of capital*. Working Paper. Retrieved from <http://ssrn.com>.
- Kim, J. Li, Y. Zhang, L.(2011). Corporate tax avoidance and stock price crash risk: Firm-level analysis. *Journal of Financial Economics*. 100, pp. 639-662.
- Lambert, R. Leuz, C & Verrecchia, R.E.(2007). Accounting information disclosure and the cost of capital. *Journal of Accounting Research*. 45(2), pp. 385-420.
- Lev, D & Nissim, D.(2003). *Institutional Ownership Cost of Capital, and Corporate Investment*. Working paper. New York University. Stern School of Business. Retrieved from <http://ssrn.com>