



رابطه جانشینی میزان استفاده از اهرم مالی در ساختار سرمایه و اجتناب مالیاتی

محمدحسین ستایش^۱

فهیمه ابراهیمی^۲

تاریخ پذیرش: ۱۳۹۹/۱۲/۰۹

تاریخ دریافت: ۱۳۹۹/۱۰/۰۶

چکیده

شرکت‌ها برای رشد و توسعه نیازمند منابع مالی هستند و تصمیم‌گیری در خصوص استفاده از منابع مختلف مالی و تعیین ساختار مطلوب سرمایه که موجب حداکثر شدن ثروت سهامداران می‌شود، یکی از مهم‌ترین مسائلی است که مدیران با آن روبرو هستند. بر این اساس، هدف این پژوهش بررسی رابطه جانشینی میزان استفاده از اهرم مالی در ساختار سرمایه و اجتناب مالیاتی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. بدین منظور از نمونه‌ای شامل ۱۰۲۶ مشاهده استفاده شده است. روش آماری مورد استفاده جهت آزمون فرضیه‌های مطرح شده در این پژوهش، روش "داده‌های ترکیبی" است. نتایج حاصل از آزمون فرضیه اول بیانگر رابطه منفی و معنادار میزان استفاده از اهرم مالی و اجتناب مالیاتی است که بیانگر اثر جانشینی اهرم مالی است. نتایج حاصل از آزمون فرضیه دوم نیز بیانگر این است که تأثیر متغیر تعدیل‌کننده هزینه اهرم مالی بر رابطه بین میزان استفاده از اهرم مالی و اجتناب مالیاتی معنادار می‌باشد. بررسی تأثیر متغیرهای کنترلی نیز حاکی از تأثیر مثبت و معنادار اندازه شرکت و فرصت‌های رشد و تأثیر منفی و معنادار سودآوری، سود تقسیمی و توان وثیقه‌سپاری بر میزان استفاده از اهرم مالی است.

واژه‌های کلیدی: میزان استفاده از اهرم مالی، اجتناب مالیاتی، هزینه اهرم مالی، ساختار سرمایه، تئوری توازن.

۱- گروه حسابداری، دانشگاه شیراز، شیراز، ایران. نویسنده مسئول. setayesh@shirazu.ac.ir

۲- گروه حسابداری، دانشگاه جهرم، جهرم، ایران.

۱- مقدمه

شرکت‌ها برای رشد و توسعه، نیازمند منابع مالی هستند و تصمیم‌گیری در خصوص استفاده از منابع مختلف مالی و تعیین ساختار مطلوب سرمایه، یکی از مهم‌ترین مسائلی است که مدیران با آن روبرو هستند. طی چند دهه گذشته پژوهش‌های متعددی (مودیلیانی و میلر^۱، ۱۹۵۸؛ مودیلیانی و مودیلیانی و میلر، ۱۹۶۳؛ مایرز^۲، ۱۹۸۴) در حوزه ساختار سرمایه انجام شده و مدل‌های نظری متعددی در خصوص توصیف الگوی ساختاری سرمایه شرکت‌ها ارائه گردیده است. مودیلیانی و میلر از پیشگامان نظریه‌پرداز درباره این مفهوم هستند. آن‌ها با ارائه تئوری خود پایه و اساس مباحث علمی را در مورد ساختار سرمایه و ترکیب آن پی‌ریزی کردند. در سال ۱۹۵۸ آن‌ها با در نظر گرفتن فرض عدم وجود مالیات بر درآمد اشخاص و شرکت‌ها فرضیه جدیدی را مطرح کردند مبنی بر اینکه تصمیمات تأمین مالی تأثیری بر ارزش شرکت ندارد (مودیلیانی و میلر، ۱۹۵۸). در سال ۱۹۶۳ این دو پژوهشگر با در نظر گرفتن هزینه مالیات بر درآمد در فرضیه خود تجدیدنظر کرده و بیان کردند که استفاده از اهرم مالی با ایجاد سپر مالیاتی منجر به افزایش ارزش شرکت می‌شود (مودیلیانی و میلر، ۱۹۶۳). از آن زمان تاکنون نظریه‌های گوناگون و الگوهای متعددی درباره ساختار سرمایه شرکت‌ها و چگونگی انتخاب آن تدوین شده است، اما هیچ کدام از این نظریه‌ها نتوانسته‌اند به تنهایی معمای ساختار سرمایه را حل کنند و به این سؤال پاسخ گویند که: چرا شرکت‌ها از ابزارهای متفاوتی برای تأمین مالی استفاده می‌کنند؟

در سال ۱۹۸۴ مایرز در تلاش برای حل معمای ساختار سرمایه "مدل توازی"^۳ را ارائه کرد. بر اساس این مدل یک شرکت نسبت بهینه اهرم مالی را معمولاً بر اساس توازی میان منافع و هزینه‌های اهرم مالی با ثابت نگه‌داشتن سرمایه‌گذاری‌ها و دارایی‌های شرکت تعیین می‌کند. بر اساس این مدل منافع استفاده از اهرم مالی عمدتاً شامل صرفه‌جویی مالیاتی بهره و هزینه‌های آن مربوط به افزایش احتمال ورشکستگی و بحران مالی است (مایرز، ۱۹۸۴: ۵۷۷). اگرچه تعدادی از پژوهش‌ها (میلر^۴، ۱۹۷۷؛ گراهام^۵، ۲۰۰۰؛ گراهام و توکر^۶، ۲۰۰۶) نشان داده‌اند که اگر این مدل به عنوان مدل توصیف‌کننده رفتار شرکت‌ها در نظر گرفته شود، بسیاری از شرکت‌ها باید بدهی بیشتری نسبت به میزان بدهی که در حال حاضر از آن استفاده می‌کنند، داشته باشند؛ به عبارت دیگر مدل توازی نرخ‌های اهرمی بالایی را برای شرکت‌ها پیش‌بینی می‌کند، در حالی که معمولاً شرکت‌ها نرخ‌های اهرمی پایینی دارند. تعدادی از پژوهشگران این مشاهدات را با استفاده از سپرهای مالیاتی غیر اهرم مالی که جانشین استفاده از اهرم مالی می‌شوند، توضیح دادند. به عنوان نمونه دی‌آنجلو و ماسولیس^۷ (۱۹۸۰) نشان دادند که سپرهای مالیاتی غیر اهرم مالی به ویژه هزینه استهلاک و اعتبار مالیاتی سرمایه‌گذاری جانشین مزیت مالیاتی ناشی از اهرم مالی شده و منجر به

کاهش استفاده از اهرم مالی می‌شوند. گراهام و همکاران (۲۰۰۴) نیز نشان دادند که اختیار خرید سهام می‌تواند قسمتی از این مشاهدات را تشریح کند. گراهام و توکر (۲۰۰۶) و لیم^۱ (۲۰۱۲) نیز در تلاش برای حل معمای استفاده کمتر از حد انتظار از اهرم مالی به این نتیجه رسیدند که شرکت‌ها از روش‌هایی مانند پناهگاه مالیاتی و اجتناب مالیاتی به عنوان جانشینی برای مزیت مالیاتی اهرم مالی استفاده می‌کنند.

از این رو به نظر می‌رسد که با توجه به پیچیدگی شرایط بازارها و اقتصاد و پویایی آن‌ها و عوامل مختلف تأثیرگذار بر انتخاب ساختار سرمایه، مطالعه در ابعاد مختلف این موضوع مورد نیاز است. در نتیجه، این پژوهش به دنبال پاسخ به این سؤال است که: آیا اجتناب مالیاتی می‌تواند جانشینی برای استفاده از اهرم مالی باشد؟ به عبارت دیگر آیا بین متغیر اجتناب مالیاتی و استفاده از اهرم مالی رابطه جانشینی وجود دارد؟ همچنین به منظور روشن ساختن ابعاد این رابطه، این سؤال مطرح می‌شود که: آیا هزینه اهرم مالی می‌تواند بر رابطه بین این دو متغیر تأثیر بگذارد و به عبارتی نقش یک متغیر تعدیل‌کننده را ایفا نماید؟ از آنجا که ساختار سرمایه می‌تواند بر ارزش شرکت مؤثر واقع شود، پرداختن به سؤالات مطرح شده حائز اهمیت ویژه‌ای است. اجتناب مالیاتی نیز به عنوان یک رفتار مدیریتی پیامدهای بالقوه مستقیم و غیرمستقیم بسیاری دارد. کاهش هزینه مالیات و افزایش جریان نقدی و افزایش ثروت سهامداران از جمله پیامدهای مستقیم و کاهش پناهگاه‌های مالیاتی و احتمال وضع مالیات بیشتر و در نظر گرفتن جرائم مالیاتی و فشار احتمالی دولت برای در نظر گرفتن مالیات بیشتر، کاهش مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها و به تبع آن کاهش ارزش شرکت از جمله پیامدهای غیرمستقیم اجتناب مالیاتی است. این پژوهش با بررسی رابطه جانشینی اجتناب مالیاتی و ساختار سرمایه به عنوان دو عامل مؤثر بر ارزش شرکت، سعی در تبیین رفتار مدیران در جهت نیل به این هدف دارد.

به منظور پاسخ به سؤالات مطرح شده نخست به بررسی مبانی نظری و پیشینه پژوهش پرداخته می‌شود؛ سپس فرضیه‌ها و روش پژوهش مورد بحث قرار می‌گیرد. در پایان نیز تجزیه و تحلیل یافته‌ها و نتایج پژوهش ارائه می‌شود.

۲- مبانی نظری و پیشینه پژوهش

۲-۱- اجتناب مالیاتی و اثر جانشینی اهرم مالی

اجتناب مالیاتی، به عنوان صرفه‌جویی مالیاتی که از روش‌های عمومی کاهش مالیات و پناهگاه‌های مالیاتی که بعضاً در مورد قانونی بودن آن‌ها تردید وجود دارد و به منظور کاهش بدهی مالیاتی مورد استفاده قرار می‌گیرد، تعریف می‌شود (لیم، ۲۰۱۱: ۴۵۶). مدیران شرکت‌ها سود

سالانه را با دو هدف گزارشگری مالی طبق اصول پذیرفته شده حسابداری و به منظور محاسبه هزینه مالیات طبق قوانین مالیاتی محاسبه و گزارش می‌کنند، اما عدم مطابقت کامل بین اصول پذیرفته شده حسابداری و قوانین مالیاتی این انگیزه را در مدیران ایجاد می‌کند که با استفاده از مدیریت سود، مبلغ سود حسابداری را افزایش داده و با استفاده از روش‌های اجتناب مالیاتی سود مشمول مالیات را کاهش دهند و همین موضوع منجر به تفاوت بین سود حسابداری و سود مشمول مالیات می‌شود (دسای و دهارماپالا، ۲۰۰۶: ۱۵۸). دسای و دهارماپالا (۲۰۰۶) با استفاده از این مفاهیم، متغیر اجتناب مالیاتی را به عنوان آن بخش از تفاوت بین سود حسابداری و سود مشمول مالیات که با مدیریت سود قابل تشریح نیست، تعریف کردند.

برخی از پژوهش‌ها (دی‌آنجلو و ماسولیس، ۱۹۸۰؛ گراهام و همکاران، ۲۰۰۴) بیانگر این است که شرکت‌ها از روش‌هایی مانند پناهگاه مالیاتی و اجتناب مالیاتی به عنوان جانشینی برای مزیت مالیاتی اهرم مالی استفاده می‌کنند. بهره‌گیری از این اثر جانشینی موجب افزایش رکود مالی، کاهش هزینه‌های مورد انتظار ورشکستگی، افزایش کیفیت اعتباری، کاهش ریسک نقض قرارداد و از این رو کاهش هزینه اهرم مالی می‌شود (گراهام و توکر، ۲۰۰۶: ۵۶۶). بر این اساس انتظار بر این است که استفاده از روش‌های اجتناب مالیاتی موجب کاهش استفاده از اهرم مالی شود. از این رو انتظار بر این است که اجتناب مالیاتی رابطه منفی و معناداری با میزان استفاده از اهرم مالی داشته باشد.

۲-۲- اجتناب مالیاتی، اثر جانشینی اهرم مالی و هزینه اهرم مالی

مطابق با تئوری توازی بین ساختار سرمایه و مالیات، شرکت‌ها به دنبال موازنه منافع اهرم مالی مانند صرفه‌جویی مالیاتی و هزینه اهرم مالی هستند (مایرز، ۱۹۸۴: ۵۷۷). این تئوری عواملی که موجب کاهش منافع مالیاتی اهرم مالی می‌شود را تعیین می‌کند. از دیدگاه این تئوری اصلی‌ترین عامل کاهش منافع مالیاتی اهرم مالی هزینه ورشکستگی و بحران مالی است که موجب افزایش هزینه اهرم مالی می‌شود و سطح بهینه اهرم شرکت که موجب بیشینه شدن ارزش شرکت می‌شود، بر اساس توازن منافع مالیاتی و هزینه اهرم مالی تعیین می‌شود. از آنجا که بر اساس تئوری توازن، استفاده از اهرم مالی تابعی از هزینه استفاده از آن است، انتظار می‌رود که هزینه اهرم مالی یکی از عوامل تعیین‌کننده اثر جانشینی اهرم مالی باشد. به بیان دیگر در صورتی که هزینه اهرم مالی بالا باشد، انگیزه برای استفاده از آن کاهش یافته و ترجیح برای استفاده از روش‌های اجتناب مالیاتی افزایش می‌یابد. از این رو انتظار بر این است که هزینه اهرم مالی به عنوان یک متغیر تعدیل‌کننده تأثیر مثبت معناداری بر اثر جانشینی اهرم مالی داشته باشد.

۲-۳- پیشینه پژوهش

در ایران، هاشمی و مهرابی (۱۳۸۷) در پژوهشی به شناسایی عواملی که می‌توانند نرخ نهایی مالیات بر درآمد شرکت و مزیت استفاده از بدهی‌ها را در ایران کاهش دهند، پرداختند. آن‌ها سه گروه شامل ساختار درآمدها، ساختار هزینه‌ها و سایر معافیت‌های مورد استفاده توسط هریک از شرکت‌ها را به عنوان عواملی که می‌توانند نرخ نهایی مالیات بر درآمد شرکت را کاهش دهند، شناسایی کردند. سپس رابطه بین مزیت مالیاتی بدهی‌ها با ساختار درآمدها و سایر معافیت‌های مورد استفاده توسط شرکت‌ها را در نمونه‌ای متشکل از ۱۶۰ سال - شرکت طی سال‌های ۱۳۷۷ تا ۱۳۸۴ را مورد بررسی قرار دادند. آن‌ها به این نتیجه رسیدند که همزمان با کاهش نرخ مالیات شرکت، استفاده از بدهی‌ها نیز کاهش می‌یابد. همچنین نتایج بدست آمده نشان می‌دهد که درآمد حاصل از صادرات، درآمد حاصل از نقل و انتقال سهام و درآمد حاصل از سرمایه‌گذاری در سهام سایر شرکت‌ها که بیانگر سپرده‌های مالیاتی غیر بدهی می‌باشند، با استفاده از بدهی‌ها رابطه مستقیمی دارند.

ایزدی‌نیا و رسائیان (۱۳۸۸) نیز، در پژوهشی به بررسی رابطه بین ساختار سرمایه و مالیات شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نمونه مورد بررسی آن‌ها شامل ۴۸ شرکت طی دوره ۱۳۷۴ تا ۱۳۸۶ بود. نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌های پژوهش به صورت مقطعی و ترکیبی بیانگر عدم وجود رابطه معنادار بین ساختار سرمایه و مالیات بود. همچنین نتایج حاصل از آزمون این فرضیه‌ها با استفاده از مدل با وقفه توزیعی به روش رگرسیون ترکیبی بیانگر وجود رابط معنادار بسیار کم اهمیت بین ساختار سرمایه و مالیات بود.

پورزمانی و همکاران (۱۳۸۹) در پژوهشی رابطه دارایی قابل وثیقه، سودآوری، ریسک، سپر مالیاتی غیر بدهی و اندازه شرکت را با نسبت‌های بدهی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس تهران طی سال‌های ۱۳۸۰ تا ۱۳۸۶ مورد بررسی قرار دادند. نتایج حاصل از این پژوهش بیانگر آن است که الگوی ساختار سرمایه عمدتاً تابع معکوس سودآوری و تابع مستقیم ریسک و اندازه شرکت می‌باشد و با دارایی قابل وثیقه و سپر مالیاتی غیر بدهی رابطه معناداری ندارد.

خدمای پور و امینی نیا (۱۳۹۲) به بررسی وجود ارتباط بین اجتناب از پرداخت مالیات و هزینه بدهی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج حاصل از پژوهش نشان داد که رابطه منفی بین اجتناب از پرداخت مالیات و هزینه بدهی وجود دارد. این رابطه منفی نشان می‌دهد که اثر مناسب مالیاتی ناشی از اجتناب از پرداخت مالیات می‌تواند به عنوان بدهی برای شرکت به کار رود، از این رو اجتناب از پرداخت مالیات می‌تواند به عنوان جانشین استفاده از

بدهی باشد. علاوه بر این نتایج حاکی از این است که سطح مالکیت نهادی بر ارتباط بین اجتناب از پرداخت مالیات و هزینه بدهی تأثیر معناداری ندارد.

جبارزاده کنگرلویی و همکاران (۱۳۹۵) در پژوهشی به بررسی رابطه بین اجتناب از مالیات و ارزش شرکت با تأکید بر هزینه نمایندگی و کیفیت افشای شرکتی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. یافته‌های پژوهش نشان می‌دهد که بدون در نظر گرفتن هزینه‌های نمایندگی و کیفیت افشا، بین اجتناب مالیاتی و ارزش شرکت رابطه معنی‌داری وجود ندارد. از سوی دیگر، اجتناب مالیاتی شرکت تأثیری بر هزینه‌های نمایندگی ندارد. همچنین نتایج این پژوهش نشان می‌دهد که کیفیت افشای شرکت بر رابطه اجتناب مالیاتی و ارزش شرکت تأثیر دارد.

خواجهی و کیامهر (۱۳۹۵) به مدل‌سازی اجتناب مالیاتی با استفاده از داده‌های حسابداری در بورس اوراق بهادار تهران با استفاده از تکنیک مدل‌سازی معادلات ساختاری پرداختند. نتایج پژوهش نشان می‌دهد که حاکمیت شرکتی بر اجتناب مالیاتی تأثیرگذار است، به طوری که با افزایش سازوکارهای حاکمیت شرکتی، اجتناب مالیاتی کاهش می‌یابد. همچنین حاکمیت شرکتی به طور غیرمستقیم (از طریق متغیر میانجی کیفیت گزارشگری مالی) بر اجتناب مالیاتی تأثیرگذار است. سایر نتایج پژوهش نیز نشان می‌دهد کیفیت حسابداری بر اجتناب مالیاتی تأثیرگذار است به طوری که با افزایش کیفیت حسابداری، اجتناب مالیاتی کاهش می‌یابد. همچنین کیفیت حسابداری به طور غیرمستقیم (طریق متغیر میانجی کیفیت گزارشگری مالی) بر اجتناب مالیاتی تأثیرگذار است.

نوری صفت و اللهیاری (۱۳۹۷) در پژوهشی به بررسی تأثیر کاهش سود تقسیمی بر اجتناب از پرداخت مالیات شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نمونه مورد بررسی آن‌ها شامل ۱۲۱ شرکت طی سال‌های ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۵ بود. نتایج پژوهش نشان می‌دهد که کاهش سود تقسیمی بر اجتناب از پرداخت مالیات شرکت‌ها تأثیرگذار است. بنابراین برای اجتناب از پرداخت مالیات، می‌بایست به سود تقسیمی شرکت توجه داشت. یکی از عوامل مهم در جهت مسائل اقتصادی کشورها بحث مالیات است؛ اما علاوه بر مسئله مالیات، تأمین مالی شرکت‌ها نیز از مسائل با اهمیت است.

حاجیان‌نژاد و دانش سرارودی (۱۳۹۸) در پژوهشی به تحلیل همزمان تأثیر نقدشوندگی و هزینه نمایندگی بر اجتناب مالیاتی، با توجه به سودآوری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، در طی دوره زمانی ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۴ پرداختند. نتایج نشان داد سودآوری، قابلیت تبیین هریک از متغیرهای نقدشوندگی و هزینه نمایندگی را به عنوان متغیر درون‌زا دارد و با توجه

به نتایج معادلات همزمان، نقدشوندگی بر اجتناب مالیاتی، تأثیر منفی و هزینه نمایندگی بر اجتناب مالیاتی، تأثیر مثبت داشته است.

در خارج از ایران، دی‌آنجلو و ماسولیس (۱۹۸۰) در پژوهشی به بررسی ساختار سرمایه پرداختند. آن‌ها به این نتیجه رسیدند که بسته به توازن موجود بین منافع مالیاتی ناشی از ایجاد بدهی‌ها و مخاطرات مالی مربوطه می‌توان ساختار سرمایه مطلوب را تعیین کرد. از این رو، شرکت‌هایی که منافع مالیاتی ناشی از ایجاد بدهی‌های آن‌ها کمتر از هزینه‌های مخاطرات مالی ناشی از ایجاد بدهی‌ها باشد، کمتر به تأمین مالی از طریق ایجاد بدهی‌ها می‌پردازند.

گراهام و توکر (۲۰۰۶)، با بهره‌گیری از نمونه‌ای متشکل از ۴۴ شرکت امریکایی که دادخواست استفاده از پناهگاه مالیاتی بر علیه آن‌ها مطرح شده بود، میزان استفاده از این ابزار و تأثیر آن را بر خطمشی استقراض شرکت مورد بررسی قرار دادند. آن‌ها به این نتیجه رسیدند که متوسط کاهش سالانه در هزینه مالیات نمونه مورد بررسی تقریباً ۹٪ ارزش دارایی‌ها است و این کاهش مالیات ۳ برابر کاهش مالیاتی هزینه بهره در نمونه مقایسه‌ای است. همچنین آن‌ها به این نتیجه رسیدند که استفاده از پناهگاه مالیاتی منجر به کاهش استفاده از بدهی‌ها می‌شود.

لیم (۲۰۱۱) نیز، به بررسی تأثیر اجتناب مالیاتی بر هزینه بدهی‌ها و اثر درصد سهامداران نهادی بر رابطه این دو متغیر در شرکت‌های کره‌ای پرداخت. وی به این نتیجه رسید که مطابق با تئوری توازی رابطه منفی و معناداری بین متغیر اجتناب مالیاتی و هزینه بدهی‌ها وجود دارد. افزون بر این نتایج پژوهش بیانگر این بود که افزایش درصد مالکیت نهادی موجب شدت این رابطه می‌شود.

همچنین لیم (۲۰۱۲) در پژوهشی دیگر با استفاده از نمونه‌ای از شرکت‌های کره‌ای رابطه جانشینی بین متغیر اجتناب مالیاتی و استفاده از بدهی‌ها را مورد بررسی قرار داد. وی همچنین تأثیر احتمال از دست دادن سپرده‌های مالیاتی و هزینه بدهی‌ها را بر این رابطه بررسی کرد. نتایج پژوهش وی بیانگر رابطه جانشینی بین اجتناب مالیاتی و استفاده از بدهی‌ها بود. وی همچنین به این نتیجه رسید که با افزایش احتمال از دست دادن سپرده‌های مالیاتی و همچنین افزایش هزینه بدهی‌ها میزان این رابطه جانشینی افزایش می‌یابد.

فاولکندر و اسمیت^{۱۱} (۲۰۱۶) در پژوهشی به بررسی میزان مالیات و استفاده از بدهی در شرکت‌های چندملیتی پرداختند. آنها به شواهدی در حمایت از تئوری توازی دست یافتند و به این نتیجه رسیدند که شرکت‌ها به هنگام فعالیت در کشورهای دارای نرخ مالیات بالاتر، دارای نسبت بدهی بالاتر و نسبت پوشش هزینه بهره پایین‌تر هستند.

پلاتیکانوا^{۱۱} (۲۰۱۷) به این نتیجه رسید که شرکت‌های اجتناب‌کننده از پرداخت مالیات در مقایسه با سایر شرکت‌ها دارای درصد بالاتری از بدهی‌های با سررسید کوتاه‌مدت هستند؛ به عبارت دیگر اعتباردهندگان به منظور ارزیابی مکرر ریسک مرتبط با مالیات در قراردادهای بدهی با شرکت‌های اجتناب‌کننده از پرداخت مالیات، از بدهی‌های با سررسید کوتاه‌تر استفاده می‌کنند.

کوورمن^{۱۲} (۲۰۱۸) در پژوهشی به بررسی تأثیر اجتناب از پرداخت مالیات بر هزینه بدهی شرکت پرداخت. نتایج این پژوهش با استفاده از نمونه‌ای شامل ۲۰۱ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار فرانکفورت طی سال‌های ۲۰۰۹ الی ۲۰۱۴ بیانگر تأثیر منفی اجتناب از پرداخت مالیات بر هزینه بدهی است و این تأثیر بستگی به سطح ریسک مالیات دارد.

آمیدو^{۱۳} و همکاران (۲۰۱۹) به بررسی تأثیر قیمت‌گذاری انتقالی و مدیریت سود بر اجتناب مالیاتی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس غنا پرداختند. آنها به این نتیجه رسیدند که تقریباً همه شرکت‌های موجود در نمونه استراتژی‌های قیمت‌گذاری انتقالی و مدیریت سود را به منظور اجتناب از پرداخت مالیات طی سال‌های ۲۰۰۸ تا ۲۰۱۵ به کار می‌برند. همچنین نتایج بیانگر این است که حساسیت اجتناب از پرداخت مالیات به قیمت‌گذاری انتقالی با افزایش مدیریت سود کاهش می‌یابد.

۳- فرضیه‌های پژوهش

در این پژوهش به منظور دستیابی به اهداف پژوهش، بر اساس مبانی نظری و پیشینه پژوهش دو فرضیه به شرح زیر تدوین شد:

فرضیه اول: اجتناب مالیاتی رابطه منفی و معناداری با میزان استفاده از اهرم مالی دارد.

فرضیه دوم: هزینه اهرم مالی به عنوان یک متغیر تعدیل‌کننده تأثیر مثبت و معناداری بر اثر جانشینی اهرم مالی دارد.

۴- روش‌شناسی و طرح پژوهش

۴-۱- جامعه آماری و نمونه پژوهش

دوره زمانی این پژوهش ۱۰ سال، از سال ۱۳۸۸ الی ۱۳۹۷ است. برای محاسبه متغیرهای کنترلی به اطلاعات سال t-1 نیاز بوده و از این رو قلمرو زمانی این پژوهش به یک دوره ۹ ساله از سال ۱۳۸۹ الی ۱۳۹۷ محدود شده است. جامعه آماری این پژوهش متشکل از کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. شرکت‌های مورد بررسی بر اساس معیارهای زیر انتخاب شده‌اند:

(۱) دوره مالی آن‌ها منتهی به پایان اسفندماه باشد و طی دوره مورد بررسی، تغییر سال مالی نداشته باشند؛

(۲) جز صنعت بانک‌ها و مؤسسات مالی نباشند؛

(۳) کلیه اطلاعات مالی و غیرمالی مورد نیاز، از جمله یادداشت‌های همراه صورت‌های مالی، در دسترس باشد.

معیارهای ۱ و ۲ به منظور افزایش قابلیت مقایسه، ایجاد یکنواختی بیشتر در نمونه انتخابی و جلوگیری از تحریف نتایج آماری در نظر گرفته شده است. شرکت‌های زیرمجموعه صنعت بانک‌ها و مؤسسات مالی نیز به دلیل ماهیت خاص فعالیت آن‌ها، از جامعه آماری حذف شدند. در نهایت، با توجه به معیارهای ذکر شده، تعداد ۱۰۲۶ مشاهده در دوره زمانی ۱۳۸۹ الی ۱۳۹۷ برای انجام این پژوهش انتخاب شده است.

۲-۴- نحوه جمع‌آوری داده‌ها

این پژوهش از نوع پژوهش‌های شبه تجربی و پس‌رویدادی است و با استفاده از اطلاعات گذشته انجام می‌شود. برای گردآوری اطلاعات نظری پژوهش از نشریات و کتب و پایگاه‌های اطلاعاتی در دسترس استفاده شده است. داده‌های مورد نیاز برای تجزیه و تحلیل، از اطلاعات صورت‌های مالی حسابرسی شده نرم‌افزار ره‌آورد نوین استخراج شده است.

۳-۴- مدل‌های پژوهش

برای دستیابی به اهداف پژوهش از مدل کلی رگرسیون حداقل مربعات معمولی داده‌های ترکیبی و به صورت خاص از چارچوب کلی مدل ارائه شده توسط لیم (۲۰۱۲) استفاده می‌شود؛ بنابراین، مدل‌های مورد بررسی در پژوهش حاضر به شرح زیر ارائه می‌شود:

رابطه (۱)

$$Lev_{it} = \alpha + \beta_1 TA_{it} + \beta_5 Size_{it-1} + \beta_6 Growth_{it-1} + \beta_7 DivPay_{it-1} + \beta_8 ROA_{it-1} + \beta_9 Collateral/Asset_{it-1} + \varepsilon_{it}$$

رابطه (۲)

$$Lev_{it} = \alpha + \beta_1 TA_{it} + \beta_2 TA_{it} * COD_{it} + \beta_3 COD_{it} + \beta_4 Size_{it-1} + \beta_5 Growth_{it-1} + \beta_6 DivPay_{it-1} + \beta_7 ROA_{it-1} + \beta_8 Collateral/Asset_{it-1} + \varepsilon_{it}$$

لازم به ذکر است که برای محاسبات اولیه داده‌ها از نرم‌افزار Excel نسخه ۲۰۱۳ و به منظور انجام آزمون‌های آماری و تجزیه و تحلیل نهایی نیز، از نرم‌افزار Eviews نسخه ۹ استفاده شده است.

۴-۴- متغیرهای پژوهش

۴-۴-۱- متغیر مستقل

اجتناب مالیاتی - محاسبه متغیر اجتناب مالیاتی بر اساس مدل تعدیل شده دسای و دهارماپالا (۲۰۰۶) توسط لیم (۲۰۱۲) صورت گرفته که شامل دو مرحله است؛ در مرحله اول به منظور تخمین معوقات اختیاری کل معوقات محاسبه و سپس با استفاده از مدل جونز^{۱۴} تعدیل شده (۱۹۹۱) معوقات اختیاری ($DA - mod_{it}$) محاسبه می‌شود. معوقات اختیاری ($DA - mod$) با استفاده از معادله ۳ محاسبه می‌شود:

$$\frac{Accruals_{it}}{Assets_{it-1}} = \alpha \left(\frac{1}{Assets_{it-1}} \right) + \beta_2 \frac{(\Delta Sale_{it} - \Delta AR_{it})}{Assets_{it-1}} + \beta_3 \left(\frac{PPE_{it}}{Assets_{it-1}} \right) + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

که در آن:

$Accruals_{it}$: کل معوقات شرکت i در سال t .

$Assets_{it-1}$: کل دارایی‌های شرکت i در سال $t-1$.

$\Delta Sale_{it}$: تغییر در فروش شرکت i در سال t .

ΔAR_{it} : تغییر در حساب‌های دریافتی شرکت i در سال t .

PPE_{it} : اموال، ماشین‌آلات و تجهیزات شرکت i در سال t .

در مرحله دوم قسمتی از تفاوت بین سود حسابداری و سود مشمول مالیات (BTD) که قابل استناد به مدیریت سود نیست، محاسبه شده و بر این اساس متغیر اجتناب مالیاتی با استفاده از معادله ۴ محاسبه می‌شود:

$$BTD_{it} = b_0 + b_1 DA - mod_{it} + \varepsilon_{it} \quad (4)$$

که در آن:

BTD_{it} : تفاوت سود حسابداری و سود مشمول مالیات شرکت i در سال t تقسیم بر کل دارایی‌ها برای شرکت i در سال $t-1$. منظور از سود حسابداری سود قبل از کسر مالیات بوده و سود مشمول مالیات از تقسیم هزینه مالیات بر نرخ مالیاتی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران به دست آمده است.

$DA - mod_{it}$: معوقات اختیاری برای شرکت i در سال t تقسیم بر کل دارایی‌ها برای شرکت i در سال $t-1$.

ε_{it} : باقیمانده شرکت i در سال t .

در معادله ۴ مقدار باقیمانده، قسمتی از تفاوت بین سود حسابداری و سود مشمول مالیات است که به وسیله تغییرات در معوقات اختیاری قابل توضیح نیست و در واقع معیاری از اجتناب مالیاتی است.

لازم به ذکر است که در مدل اولیه ارائه شده توسط دسای و دهارماپالا (۲۰۰۶) از کل معوقات به عنوان شاخص مدیریت سود استفاده شده بود.

۴-۴-۲- متغیر تعدیل کننده

در این پژوهش به منظور سنجش متغیر تعدیل کننده هزینه اهرم مالی، مطابق با پژوهش‌های انجام شده توسط پیتمن و فورتین^{۱۵} (۲۰۰۴)، لیم (۲۰۱۱) و لیم (۲۰۱۲) از نسبت هزینه بهره به متوسط بدهی‌های کوتاه‌مدت (تسهیلات جاری مالی دریافتی) و بدهی‌های بلندمدت (تسهیلات مالی دریافتی بلندمدت) به عنوان شاخصی برای هزینه اهرم مالی استفاده شده است.

۴-۴-۳- متغیر وابسته

در این پژوهش مطابق با یزدانی و جهانخانی (۱۳۷۴)، ایزدی‌نیا و رسائیان (۱۳۸۸) و اعتمادی و اسمعیلی کجانی (۱۳۹۶) از نسبت ارزش دفتری بدهی‌ها به مجموع کل دارایی‌ها به عنوان شاخص محاسبه میزان استفاده از اهرم مالی استفاده شده است. از آنجا که در ایران بانک‌ها، در جایگاه نهادهای ارائه‌کننده اعتبار و وام در اقتصاد، به صورت مضاربه، جعاله و سلف به شرکت‌ها وام می‌دهند، در نتیجه تأمین مالی کوتاه‌مدت در میان شرکت‌ها و اشخاص حقوقی رواج زیادی دارد و بنابراین استفاده از نسبت کل بدهی‌ها به کل دارایی‌ها برای سنجش ساختار سرمایه منطقی‌تر به نظر می‌رسد (یزدانی و جهانخانی، ۱۳۷۴).

۴-۴-۴- متغیرهای کنترلی

به منظور کنترل دیگر عوامل احتمالی مؤثر بر ساختار سرمایه شرکت که در پژوهش‌های پیشین مورد بررسی قرار گرفته و با متغیرهای مستقل نیز در نظر گرفته نشده است، از متغیرهای زیر به عنوان متغیر کنترلی استفاده می‌شود:

اندازه شرکت- اعتقاد بر این است که شرکت‌های بزرگ‌تر نسبت اهرم مالی بالاتری دارند. چراکه فعالیت‌های این شرکت‌ها متنوع‌تر بوده و ریسک عدم پرداخت بدهی‌های آن‌ها پایین‌تر است. همچنین، شرکت‌های بزرگ‌تر معمولاً دارای اعتبار و شهرت بیشتری هستند و نسبت به شرکت‌های

کوچک اطلاعات بیشتری را افشا می‌کنند. بنابراین، هزینه‌های نمایندگی کمتری متوجه اعتباردهندگان شرکت است (سوتو^{۱۶}، ۲۰۰۳: ۳۰). در این پژوهش، همانند پژوهش‌های پیشین (مهرانی و همکاران، ۱۳۸۸؛ لیم، ۲۰۱۱؛ لیم، ۲۰۱۲) از لگاریتم طبیعی کل دارایی‌ها به عنوان معیاری از اندازه شرکت استفاده شده است.

فرصت‌های رشد- در این پژوهش مطابق با ستایش و همکاران (۱۳۹۰) و اعتمادی و اسمعیلی کجانی (۱۳۹۶) برای کنترل تفاوت در فرصت‌های رشد شرکت‌ها از نسبت ارزش بازار دارایی‌ها به ارزش دفتری آن استفاده شده است. مطابق با نمازی و حشمتی (۱۳۸۶) افزایش این نسبت احتمال انتشار اوراق سهام را در زمان بالا بودن ارزش‌های بازار افزایش می‌دهد و در نتیجه ساختار سرمایه را نیز دچار تغییر خواهد نمود.

سود تقسیمی- مطابق با تئوری نمایندگی خطمشی تقسیم سود به عنوان ابزاری برای هم‌جهت ساختن منافع مدیران و سهامداران و کاهش هزینه‌های نمایندگی در نظر گرفته می‌شود (ایستبروک^{۱۷}، ۱۹۸۴: ۶۵۵). از این رو شرکت‌های تقسیم‌کننده سود توان بالاتری برای تأمین مالی مالی از طریق سهام سرمایه نسبت به سایر شرکت‌ها دارند. این شرکت‌ها دارای بدهی‌های کمتر و ظرفیت بالاتری برای تأمین مالی از طریق سهام سرمایه هستند. در این پژوهش برای سنجش سود تقسیمی از متغیر دو وجهی استفاده شده است که در صورت پرداخت سود توسط شرکت عدد "یک" و در غیر این صورت عدد "صفر" را اختیار می‌کند.

سودآوری- مطابق با تئوری سلسله‌مراتب تأمین مالی، شرکت‌ها تأمین مالی داخلی را نسبت به تأمین مالی خارجی ترجیح می‌دهند (مایرز، ۱۹۹۳: ۸۵). از این رو انتظار بر این است که شرکت‌های سودآور از اهرم مالی کمتری استفاده کنند. در این پژوهش همانند پژوهش‌های پیشین (نمازی و حشمتی، ۱۳۸۶؛ ستایش و همکاران، ۱۳۹۰؛ لیم، ۲۰۱۲) از بازده دارایی‌ها به عنوان معیار سودآوری استفاده شده است.

توان وثیقه‌سپاری- وجود دارایی‌های مشهود در ساختار دارایی‌های شرکت نشان‌دهنده توان وثیقه‌سپاری شرکت و به نوعی ظرفیت بدهی است. همچنین، امکان نظارت بر دارایی‌های ثابت مشهود نیز باعث کاهش تعارضات نمایندگی می‌شود (فرانک و گوپال^{۱۸}، ۲۰۰۹: ۹). بنابراین، در پژوهش حاضر مطابق با پژوهش انجام شده توسط ستایش و همکاران (۱۳۹۰) از نسبت دارایی‌های ثابت به کل دارایی‌ها به عنوان معیار توان وثیقه‌سپاری استفاده شده است.

لازم به ذکر است که در این پژوهش مطابق با نمازی و حشمتی (۱۳۸۶) و لیم (۲۰۱۲) از متغیرهای کنترلی تأخیری مربوط به سال قبل استفاده شده است، به این دلیل که ارزش‌های سال جاری آن‌ها می‌تواند توسط خطمشی اهرم مالی تحت تأثیر قرار گرفته باشد.

۵- تجزیه و تحلیل نتایج

۵-۱- آمار توصیفی

جدول ۱، آماره‌های توصیفی متغیرهای مورد مطالعه، شامل میانگین، میانه، بیشینه، کمینه و انحراف معیار را نشان می‌دهد.

جدول ۱: آماره‌های توصیفی متغیرهای پژوهش

نام متغیر	میانگین	میانه	بیشینه	کمینه	انحراف معیار
اهرم مالی	۰/۶۳۵	۰/۶۴۷	۱/۲۵۴	۰/۱۹۲	۰/۱۷۰
اجتناب مالیاتی	۰/۸۰۷	۰/۸۴۲	۱/۶۴۹	-۰/۵۶۵	۰/۳۷۰
هزینه اهرم مالی	۰/۳۶۱	۰/۳۴۱	۵/۶۸۷	۰/۰۰۱	۰/۲۷۳
متغیر تعاملی	۰/۲۴۹	۰/۱۷۵	۸/۰۹۰	-۰/۰۹۳	۰/۴۵۳
اندازه شرکت	۱۴/۲۱۷	۱۴/۰۵۲	۱۸/۸۱۷	۱۲/۰۳۴	۱/۱۹۴
فرصت‌های رشد	۱/۷۶۳	۱/۵۶۸	۴/۸۱۷	۰/۶۲۰	۰/۷۴۹
تقسیم سود	۰/۹۶۰	۱/۰۰۰	۱/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۱۹۶
سودآوری	۰/۰۹۲	۰/۰۷۵	۰/۴۹۹	-۰/۲۳۴	۰/۰۹۹
توان وثیقه‌سپاری	۰/۲۸۴	۰/۲۴۴	۰/۸۵۷	۰/۰۱۳	۰/۱۹۲

منبع: یافته‌های پژوهشگر

همانطور که ملاحظه می‌شود متغیرهای اندازه شرکت و سودآوری به ترتیب دارای بیشترین و کمترین میانگین هستند. بررسی انحراف معیار متغیرها نیز بیانگر این است که اندازه شرکت و سودآوری به ترتیب دارای بیشترین و کمترین انحراف معیار هستند که نشان‌دهنده تنوع بیشتر شرکت‌ها در میزان کل دارایی‌ها و تنوع کمتر آنها در میزان سود است.

۵-۲- آمار استنباطی

قبل از ارائه نتایج آزمون فرضیه‌ها، نتایج نحوه انتخاب الگوی مدل رگرسیون ترکیبی/تلفیقی در جدول ۲ ارائه شده است. نتایج آزمون‌های چاو و هاسمن بیانگر استفاده از داده‌های ترکیبی به روش اثرات ثابت در هر دو مدل است.

جدول ۲: نتایج آزمون چاو و هاسمن

نوع آزمون	مدل اول		مدل دوم	
	مقدار آماره	احتمال	مقدار آماره	احتمال
آزمون چاو	۹/۹۲۰	۰/۰۰۰	۸/۸۷۰	۰/۰۰۰
آزمون هاسمن	۷۷/۷۴۸	۰/۰۰۰	۷۰/۴۴۴	۰/۰۰۰

منبع: یافته‌های پژوهشگر

نتایج حاصل از آزمون فرضیه اول، در جدول ۳ ارائه شده است.

جدول ۳- نتایج حاصل از آزمون فرضیه اول

نام متغیر	ضریب	انحراف استاندارد	آماره t	معناداری
اجتناب مالیاتی	-۰/۲۲۷	۰/۰۸۴	-۲/۷۱۲	۰/۰۰۷
اندازه شرکت	۰/۰۱۷	۰/۰۰۴	۴/۳۷۶	۰/۰۰۰
فرصت‌های رشد	۰/۰۱۸	۰/۰۰۷	۲/۴۴۳	۰/۰۱۵
سود تقسیمی	-۰/۰۵۷	۰/۰۲۲	-۲/۵۳۲	۰/۰۱۲
سودآوری	-۱/۰۲۳	۰/۰۶۳	-۱۶/۳۰۸	۰/۰۰۰
توان وثیقه‌سپاری	-۰/۲۰۶	۰/۰۲۳	-۸/۹۱۵	۰/۰۰۰
مقدار ثابت	۰/۵۷۲	۰/۰۶۱	۹/۳۸۸	۰/۰۰۰
ضریب تعیین	۰/۴۴۱		آماره دوربین-	۱/۹۱۱
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۴۳۲		واتسون	
آماره F	۴۸/۶۱۴		معناداری آماره F	۰/۰۰۰

منبع: یافته‌های پژوهشگر

همانطور که مشاهده می‌شود، مقدار و احتمال آماره F، بیانگر معنادار بودن کلی معادله رگرسیون است. در این مدل ضریب تعیین (R^2) ۴۴/۱ درصد است. از این رو، ۴۴/۱ درصد از تغییرات متغیر وابسته توسط متغیر مستقل قابل توضیح است. آماره دوربین واتسون نیز برابر ۱/۹۱۱ می‌باشد که نشان‌دهنده عدم وجود خطای خودهمبستگی در مدل می‌باشد. افزون بر این، به منظور بررسی هر یک از فرضیه‌های پژوهش از آماره t مربوط به متغیرهای مستقل استفاده می‌شود. همانطور که در جدول ۳ ملاحظه می‌شود، مقدار آماره t مربوط به متغیر اجتناب مالیاتی بیانگر این است که اجتناب مالیاتی تأثیر منفی و معناداری بر میزان استفاده از اهرم مالی دارد. از

این رو فرضیه اول پژوهش تأیید می‌گردد. مقادیر آماره‌های مربوط به متغیرهای کنترلی نیز حاکی از آن است که متغیرهای اندازه شرکت و فرصت‌های رشد دارای تأثیر مثبت و معنادار و متغیرهای سود تقسیمی، سودآوری و توان وثیقه‌سپاری دارای تأثیر منفی و معناداری بر میزان استفاده از اهرم مالی هستند.

نتایج حاصل از آزمون فرضیه دوم، در جدول ۴ ارائه شده است.

جدول ۴- نتایج حاصل از آزمون فرضیه دوم

نام متغیر	ضریب	انحراف استاندارد	آماره t	معناداری
اجتناب مالیاتی	-۰/۴۶۷	۰/۱۳۱	-۳/۵۶۲	۰/۰۰۴
متغیر تعاملی	-۰/۷۱۵	۰/۲۸۹	-۲/۴۷۵	۰/۰۱۴
هزینه اهرم مالی	-۰/۰۴۴	۰/۰۱۸	-۲/۴۸۲	۰/۰۱۳
اندازه شرکت	۰/۰۱۷	۰/۰۰۴	۴/۴۹۹	۰/۰۰۰
فرصت‌های رشد	۰/۰۲۰	۰/۰۰۷	۲/۷۱۴	۰/۰۰۷
سود تقسیمی	-۰/۰۶۳	۰/۰۲۲	-۲/۷۸۰	۰/۰۰۶
سودآوری	-۱/۰۳۹	۰/۰۶۳	-۱۶/۵۴۲	۰/۰۰۰
توان وثیقه‌سپاری	-۰/۲۰۵	۰/۰۲۳	-۸/۸۲۶	۰/۰۰۰
مقدار ثابت	۰/۵۸۳	۰/۰۶۲	۹/۳۸۲	۰/۰۰۰
ضریب تعیین	۰/۴۴۵		آماره دوربین-واتسون	۲/۰۱۹
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۴۳۵			
آماره F	۴۳/۰۳۱		معناداری آماره F	۰/۰۰۰

منبع: یافته‌های پژوهشگر

همانطور که مشاهده می‌شود، مقدار و احتمال آماره F، بیانگر معنادار بودن کلی معادله رگرسیون است. در این مدل ضریب تعیین (R^2) ۴۴/۵ درصد است. از این رو، ۴۴/۵ درصد از تغییرات متغیر وابسته توسط متغیر مستقل قابل توضیح است. آماره دوربین واتسون نیز برابر ۲/۰۱۹ می‌باشد که نشان‌دهنده عدم وجود خطای خودهمبستگی در مدل می‌باشد. همانطور که ملاحظه می‌شود، مقدار آماره t و سطح معناداری مربوط به متغیر اجتناب مالیاتی بیانگر این است که اجتناب مالیاتی تأثیر منفی و معناداری بر میزان استفاده از اهرم مالی دارد. همچنین مقدار آماره t و سطح معناداری مربوط به متغیر هزینه اهرم مالی نیز حاکی از تأثیر منفی و معنادار هزینه اهرم مالی بر میزان استفاده از اهرم مالی است. بررسی مقدار آماره t و سطح معناداری مربوط به

متغیر حاصل از تعامل اجتناب مالیاتی و هزینه اهرم مالی نیز بیانگر این است که تأثیر هزینه اهرم مالی بر رابطه بین اجتناب مالیاتی و میزان استفاده از اهرم مالی معنادار می‌باشد. از این رو فرضیه دوم پژوهش نیز پذیرفته می‌شود. مقادیر آماره‌های مربوط به متغیرهای کنترلی نیز حاکی از آن است که متغیرهای اندازه شرکت و فرصت‌های رشد دارای تأثیر مثبت و معنادار و متغیرهای سود تقسیمی، سودآوری و توان وثیقه سپاری دارای تأثیر منفی و معناداری بر میزان استفاده از اهرم مالی هستند.

۶- بحث و نتیجه‌گیری

شرکت‌ها برای رشد و توسعه نیازمند منابع مالی هستند و تصمیم‌گیری در خصوص استفاده از منابع مختلف مالی و تعیین ساختار مطلوب سرمایه که موجب حداکثر شدن ثروت سهامداران می‌شود، یکی از مهم‌ترین مسائلی است که مدیران با آن روبرو هستند. بررسی میزان تأثیرپذیری ساختار سرمایه شرکت‌ها از تغییر متغیرهای مالی، جایگاه عملکرد شرکت‌ها در بازارهای تأمین اعتبار را مشخص و مدیران مالی را نسبت به فرصت‌ها و تهدیدهای داخلی و خارجی موجود در مسیر فعالیت آگاه کرده و به آنها در خلق ساختار سرمایه بهینه یاری می‌رساند. همچنین شناخت و آگاهی از ساختار سرمایه شرکت‌ها از سویی برای سهامداران و سرمایه‌گذاران بالقوه حائز اهمیت است و از سوی دیگر اطلاعات در مورد ساختار سرمایه توسط اعتباردهندگان مورد استفاده قرار می‌گیرد. نظر به اهمیت این موضوع در این پژوهش تلاش شد تا به این سؤال پاسخ داده شود که: آیا اجتناب مالیاتی، می‌تواند جانشینی برای استفاده از اهرم مالی باشد؟ به عبارت دیگر آیا بین متغیر اجتناب مالیاتی و استفاده از اهرم مالی رابطه جانشینی وجود دارد؟ همچنین به منظور روشن ساختن ابعاد این رابطه، این سؤال مطرح شد که آیا هزینه اهرم مالی به عنوان متغیر تعدیل‌کننده می‌تواند بر رابطه بین این دو متغیر تأثیر بگذارد؟

نتایج حاصل از آزمون فرضیه اول با استفاده از مدل رگرسیون داده‌های ترکیبی بیانگر این است که متغیر اجتناب مالیاتی تأثیر منفی و معناداری بر میزان استفاده از اهرم مالی دارد که نشان‌دهنده اثر جانشینی اهرم مالی است و بیانگر این است که شرکت‌ها از مفهوم اجتناب مالیاتی به عنوان جانشینی برای مزیت مالیاتی اهرم مالی استفاده می‌کنند. از این رو فرضیه اول پژوهش پذیرفته می‌شود. این نتایج با نتایج پژوهش‌های خدای‌پور و امینی‌نیا (۱۳۹۲)، گراهام و توکر (۲۰۰۶)، لیم (۲۰۱۱) و لیم (۲۰۱۲) مطابقت دارد. نتایج حاصل از آزمون فرضیه دوم نیز بیانگر این است که تأثیر هزینه اهرم مالی بر رابطه بین اجتناب مالیاتی و میزان استفاده از اهرم مالی معنادار می‌باشد. از این رو فرضیه دوم پژوهش نیز پذیرفته می‌شود. این یافته‌ها با نتایج

پژوهش‌های خدای پور و امینی‌نیا (۱۳۹۲)، لیم (۲۰۱۱) و لیم (۲۰۱۲) مطابقت دارد. همچنین نتایج پژوهش حاکی از آن است که متغیرهای کنترلی اندازه شرکت و فرصت‌های رشد دارای تأثیر مثبت و معنادار و متغیرهای سود تقسیمی، سودآوری و توان وثیقه سپاری دارای تأثیر منفی و معناداری بر میزان استفاده از اهرم مالی هستند.

نتایج این پژوهش در راستای تلاش برای حل معمای استفاده کمتر از حد انتظار از اهرم مالی در شرکت‌ها بیانگر این است که شرکت‌ها از روش‌هایی مانند پناهگاه مالیاتی و اجتناب مالیاتی به عنوان جانشینی برای مزیت مالیاتی اهرم مالی استفاده می‌کنند. از این رو، لازم است که مدیران، در راستای هدف افزایش ارزش شرکت، به منظور تعیین نسبت بهینه اهرم مالی به رابطه جانشینی اجتناب مالیاتی و استفاده از اهرم مالی توجه داشته باشند.



فهرست منابع

- (۱) اعتمادی، حسین و محمد اسمعیلی کجانی، (۱۳۹۶)، "رابطه سود تقسیمی با فرصت‌های رشد و هزینه نمایندگی"، پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، دوره ۹، شماره ۳۴، صص ۱۱۳-۱۳۶.
- (۲) ایزدی‌نیا، ناصر و امیر رسائیان، (۱۳۸۸)، "ساختار سرمایه و مالیات بر درآمد شرکت‌ها در ایران"، فصلنامه پژوهشنامه مالیات، سال هفدهم، شماره ۴، صص ۳۱-۴۳.
- (۳) پورزمانی، زهرا، آریتا جهاننشد، علی نعمتی و پروین فرهودی زارع، (۱۳۸۹)، "بررسی عوامل مؤثر بر ساختار سرمایه در شرکت‌ها"، پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، دوره ۲، شماره ۸، صص ۲۵-۴۶.
- (۴) جبارزاده کنگرلویی، سعید، یعقوب بهنمون، نهاد بهزادی و سمیرا شکوری، (۱۳۹۵)، "بررسی رابطه بین اجتناب از مالیات و ارزش شرکت با تأکید بر هزینه نمایندگی و کیفیت افشای شرکتی"، راهبرد مدیریت مالی، دوره ۴، شماره ۳، صص ۲۵-۴۸.
- (۵) حاجیان‌نژاد، امین و سید رسول دانش سرارودی، (۱۳۹۸)، "بررسی تأثیر هزینه نمایندگی و نقدشوندگی بر اجتناب مالیاتی از طریق سودآوری"، فصلنامه دانش حسابداری، سال ۱۰، شماره ۳۶، صص ۱۱۵-۱۳۶.
- (۶) خدای پور، احمد و میثم امینی‌نیا، (۱۳۹۲)، "بررسی ارتباط بین اجتناب از پرداخت مالیات و هزینه بدهی و تأثیر مالکیت نهادی بر این رابطه"، فصلنامه پژوهشنامه مالیات، سال ۲۱، شماره ۱۹، صص ۱۳۵-۱۵۶.
- (۷) خواجوی، شکراله و محمد کیامهر، (۱۳۹۵)، "مدل‌سازی اجتناب مالیاتی با استفاده از اطلاعات حسابداری: شواهدی از بورس اوراق بهادار تهران"، دانش حسابداری، دوره هفتم، شماره ۲۵، صص ۷۹-۱۰۰.
- (۸) ستایش، محمدحسین، محمد منفرد مهارلویی و فهیمه ابراهیمی، (۱۳۹۰)، "بررسی عوامل مؤثر بر ساختار سرمایه از دیدگاه تئوری نمایندگی"، پیشرفت‌های حسابداری، دوره سوم، شماره اول، صص ۵۵-۸۹.
- (۹) مهرانی، ساسان، محمد کاشانی‌پور و امیر رسائیان، (۱۳۸۸)، "بررسی عوامل تعیین‌کننده ساختار سرمایه در بورس اوراق بهادار تهران"، پژوهشنامه اقتصادی، شماره ۵، صص ۱۵۱-۱۲۵.

- ۱۰) نمازی، محمد و مرتضی حشمتی، (۱۳۸۶)، "بررسی تأثیر سازه‌ها و متغیرهای تأخیری بر ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، سال چهاردهم، شماره ۴۹، صص ۱۶۰-۱۳۹.
- ۱۱) نوری صفت، مینا و عباس اللهیاری، (۱۳۹۷)، "تأثیر کاهش سود تقسیمی بر اجتناب از پرداخت مالیات شرکت‌ها"، دانش حسابداری و حسابرسی مدیریت، شماره ۲۸، صص ۲۲۴-۲۱۵.
- ۱۲) هاشمی، سیدعباس و مهدی مهرابی، (۱۳۸۷)، "شناسایی عوامل مالیاتی مؤثر بر مزیت استفاده از بدهی برای تأمین مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، سال پانزدهم، شماره ۵۴، صص ۱۵۴-۱۳۷.
- ۱۳) یزدانی، ناصر و علی جهانخانی، (۱۳۷۴)، "بررسی تأثیر نوع صنعت، اندازه، ریسک تجاری و درجه اهرم مالی شرکت‌ها بر میزان بکارگیری اهرم مالی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، مطالعات مدیریت بهبود و تحول، شماره ۱۷ و ۱۸، صص ۱۸۶-۱۶۹.
- 14) Amidu, M., Coffie, W., and P. Acquah, (2019), "Transfer Pricing, Earnings Management and Tax Avoidance of Firms in Ghana", *Journal of Financial Crime*, Vol. 26, No.1, PP. 235-259.
- 15) DeAngelo, H., and R.W Masulis, (1980), "Optimal Capital Structure under Corporate and Personal Taxation", *Journal of Financial Economics*, Vol. 8, PP. 3-29.
- 16) Desai, M.A., and D. Dharmapala, (2006), "Corporate Tax Avoidance and High Powered Incentives", *Journal of Financial Economics*, Vol. 79, PP.145-179.
- 17) Easterbrook, F, (1984), "Two Agency Cost Explanations of Dividends", *American Economic Review*, Vol. 74, PP. 650-659.
- 18) Faulkender, M., and J. M. Smith, (2016), "Taxes and Leverage at Multinational Corporations", *Journal of Financial Economics*, Vol. 122, No. 1, PP. 1-20.
- 19) Frank, M. Z., and V. K. Goyal, (2009), "Capital Structure Decisions: Which Factors Are Reliably Important?", *Financial Management*, Vol.38, Issue. 1, PP. 1-37.
- 20) Graham, J.R, (2000), "How Big are the Tax Benefits of Debt?", *Journal of Finance*, Vol. 55, PP. 1901-1941.
- 21) Graham, J.R., and A. Tucker, (2006), "Tax Shelters and Corporate Debt Policy", *Journal of Financial Economics*, Vol. 81, PP. 563-594.
- 22) Graham, J.R., Lang, M.H., and D.A. Shackelford, (2004), "Employee Stock Options, Corporate Taxes, and Debt Policy", *Journal of Finance*, Vol. 59, PP. 1585-1618.
- 23) Jones, J, (1991), "Earnings Management during Import Relief Investigations", *Journal of Accounting Research*, Vol. 29, PP. 193-228.
- 24) Kovermann, J. H, (2018), "Tax Avoidance, Tax Risk and the Cost of Debt in a Bank-dominated Economy", *Managerial Auditing Journal*, 33(8/9), PP. 683-699.

- 25) Lim, Y, (2011), "Tax Avoidance, Cost of Debt and Shareholder Activism: Evidence from Korea", *Journal of Banking & Finance*, Vol. 35, PP. 456–470.
- 26) Lim, Y, (2012), "Tax Avoidance and Underleverage Puzzle: Korean Evidence", *Review of Quantitative Finance and Accounting*, Vol. 39, PP.333–360.
- 27) Miller, M. H, (1977), "Debt and taxes", *The Journal of Finance*, Vol. 32, PP. 261–275.
- 28) Myers, S.C, (1984), "The Capital Structure Puzzle", *The Journal of Finance*, Vol. 39, No. 3, PP. 575- 592.
- 29) Myers, S.C, (1993), "Still Searching for the Optimal Capital Structure", *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 6, No.1, PP. 4–14.
- 30) Modigliani, F., and M.H. Miller, (1958), "The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment", *American Economic Review*, Vol. XLVIII, No. 3, PP. 261- 297.
- 31) Modigliani, F., and M.H. Miller, (1963), "Corporate Income Taxes and the Cost of Capital", *American Economic Review*, Vol. 53, PP. 433-443.
- 32) Pittman, J., and S. Fortin, (2004), "Auditor Choice and the Cost of Debt Capital for Newly Public Firms", *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 37, PP. 113–136.
- 33) Platikanova, P, (2017), "Debt Maturity and Tax Avoidance", *European Accounting Review*, Vol. 26, No. 1, PP. 97-124.
- 34) Suto, M, (2003), "Capital Structure and Investment Behavior of Malaysian Firms in the 1990s: A Study of Corporate Governance before the Crisis", *Corporate Governance: An International Review*, Vol. 11, No. 1, PP. 25-39.

یادداشت‌ها

- ¹- Modigliani and Miller
- ²- Myers
- ³- Trade-off theory
- ⁴- Miller
- ⁵- Graham
- ⁶- Graham and Tucker
- ⁷- DeAngelo and Masulis
- ⁸- Lim
- ⁹- Desai and Dharmapala
- ¹⁰- Faulkender and Smith
- ¹¹- Platikanova
- ¹²- Kovermann
- ¹³- Amidu
- ¹⁴- Jones
- ¹⁵- Pittman and Fortin
- ¹⁶- Suto
- ¹⁷- Easterbrook
- ¹⁸- Frank and Goyal