

## بررسی تأثیر ریسک مالیاتی بر حساسیت سرمایه گذاری

عبداله شفیعی نسب

دانشجوی کارشناسی ارشد حسابداری، واحد گچساران، دانشگاه آزاد اسلامی، گچساران، ایران. (نویسنده مسئول).  
shafie66.a@gmail.com

دکتر محسن احمدی

استادیار گروه حسابداری، واحد گچساران، دانشگاه آزاد اسلامی، گچساران، ایران.  
mohsentarh@yahoo.com

### چکیده

بحث حساسیت سرمایه‌گذاری یکی از موضوعاتی است که اخیراً مورد توجه محققین مالی قرار گرفته است. این ادبیات به طور واضح‌تر با ادبیات تأمین مالی و ادبیات سرمایه‌گذاری مرتبط است. هر تراکنش شرکت خاص میزان منحصری ریسک اقتصادی و عدم قطعیت قانون مالیات را داراست؛ و مادامی‌که تراکنش بین ریسک اقتصادی و عدم قطعیت قانون مالیاتی در خصوص راهبردهای مالیاتی کلی شرکت افزایش می‌یابد، ریسک مالیاتی کلی شرکت نیز بالا می‌رود. جزء اقتصادی از تصمیمات، عمل‌ها با عکس‌العمل‌های توسط مالیات‌دهندگان (مسئولین مالیاتی) که منجر به بازدهی مالیاتی پیش‌بینی نشده می‌شود. هدف تحقیق بررسی تأثیر ریسک مالیاتی بر حساسیت سرمایه‌گذاری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بود در تحقیق حاضر داده‌های مربوط به ۱۱۰ شرکت در دوره زمانی ۱۳۹۴-۱۳۹۹ برابر با ۶۶۰ مشاهده (سال - شرکت) با استفاده از رگرسیون حداقل مربعات تعمیم یافته مورد تحلیل قرار گرفت که نتایج نشان داد ریسک مالیاتی بر حساسیت سرمایه‌گذاری تأثیر مستقیم و معناداری دارد یعنی به عبارتی با افزایش ریسک مالیاتی، حساسیت سرمایه‌گذاران نیز بیشتر می‌گردد.

**واژگان کلیدی:** ریسک مالیاتی، اجتناب مالیاتی، حساسیت سرمایه‌گذاری.

### مقدمه

بحث حساسیت سرمایه‌گذاری یکی از موضوعاتی است که اخیراً مورد توجه محققین مالی قرار گرفته است. این ادبیات به طور واضح‌تر با ادبیات تأمین مالی و ادبیات سرمایه‌گذاری مرتبط است. این ادبیات برای نخستین بار توسط پژوهش‌های فزازری و همکاران<sup>۱</sup> (۱۹۸۸) شروع گردید و سپس توسط پژوهش‌های کاپلان و زینگالس<sup>۲</sup> (۱۹۷۷) به چالش کشیده شد. ادبیات مالی معتقد است که سرمایه‌گذاری شرکت، به دسترسی جریان وجه نقد داخلی حساس است. در یک چارچوب عقلانی، دلیل چنین حساسیتی می‌تواند باعث کاهش هزینه‌های نمایندگی و مسائل مربوط به عدم تقارن اطلاعاتی گردد (طهماسبی فرد، ۱۳۹۸). مفهوم تمایل سرمایه‌گذار به شرایط موجود در بازارهای مالی در ارتباط می‌باشد، و امواج وسیعی از خوشبینی و بدبینی سرمایه‌گذار در بازار سهام را به تصویر می‌کشد، که همیشه با چرخه‌های اقتصادی رکود، انقباض، یا انبساط همپوشانی ندارند. مقالات مالی به شدت این موضوع را بازشناسی کرده‌اند که علاوه بر سود تولید شده داخلی، دسترسی یک شرکت به منابع مالی خارجی (به عنوان مثال با صدور سهام جدید در بازار سهام یا گرفتن یک وام بانکی

<sup>1</sup> Fazzari et al

<sup>2</sup> Kaplan & Zingales

جدید) یک منبع مهم تامین مالی برای مدیران برای سرمایه‌گذاری می‌باشد. دسترسی به منابع مالی خارجی به نوبه خود، به شرایط موجود در بازارهای مالی که به صورت قابل توجهی در طول زمان تغییر می‌کنند، وابسته می‌باشد. برای مثال، در میان حساب اینترنتی ۹۹-۱۹۹۸، بسیاری از شرکت‌های فن آوری جدید، دارای نقدینگی داخلی کمی بودند با این حال آن‌ها به منابع دسترسی زیادی داشتند چرا که سرمایه‌گذاران بازار سهام بسیار مشتاق سرمایه‌گذاری در چنین شرکت‌هایی بودند. متقابلاً، در طول بحران مالی ۲۰۰۸-۲۰۰۹ بسیاری از شرکت‌ها گرچه سودآور بودند، به دلیل مشکلات در بخش بانکداری و بازار سهام، برای تامین مالی نیازهای سرمایه‌گذاری ضروری خود دارای مشکل بودند. از این رو شرایط بازار مالی دارای یک روش مهم در دسترسی منابع برای شرکت‌ها می‌باشد (مین و همکاران<sup>۱</sup>، ۲۰۱۸). بی‌شک مسئله سرمایه‌گذاری یکی از مهم‌ترین وظایف مدیران شرکت‌ها هست. در صورتی که مدیران بتوانند به درستی فرصت‌های سرمایه‌گذاری با ارزش (طرح‌های با ارزش فعلی خالص مثبت) در بازار را تشخیص دهند و به میزان مناسب در هر یک از آن‌ها سرمایه‌گذاری نمایند، در نهایت این امر سبب رشد شرکت شده و ثروت سهامداران افزایش خواهد یافت. تامین منابع مالی برای سرمایه‌گذاری‌های بلندمدت بخش عمده‌ای از نگرانی‌های مدیران شرکت‌ها را تشکیل می‌دهد (طهماسبی فرد، ۱۳۹۸).

در بیشتر کشورها بخش عمده‌ای از منابع درآمدی دولت، از طریق مالیات تامین می‌شود. اجتناب از مالیات و گریز از مالیات در کشورها باعث شده است که درآمدهای مالیاتی همواره از آنچه برآورد می‌شود کمتر باشد. این مسئله باعث شده است که کشورها تلاش خود را برای کاهش اجتناب مالیاتی و اصلاح نظامی مالیاتی به کارگیرند (برزگری و همکاران، ۱۳۹۹). بر اساس پژوهش‌های گذشته، اجتناب مالیاتی می‌تواند تأثیر منفی بر ارزش شرکت و قیمت سهام و همچنین عکس‌العمل منفی بازار را در پی داشته باشد. اجتناب از مالیات<sup>۲</sup>، از خلأهای قانونی در قانون مالیاتی نشأت می‌گیرد (گل محمدی، ۱۳۹۷). شرکت‌ها با استفاده از روزه‌های قانون مالیات و بازبینی در تصمیمات اقتصادی خود تلاش می‌کنند تا استقراض مالیاتی خود را کاهش دهند. یکی از دلایلی که شرکت‌ها فعالیت‌های اجتناب از پرداخت مالیات را انجام می‌دهند، استفاده از آن پول برای پرداخت استقراض‌هایشان هست (کاورمن<sup>۳</sup>، ۲۰۱۸)؛ به عبارت دیگر صرفه‌جویی مالیاتی شرکت‌ها که از فعالیت‌های اجتناب مالیات حاصل می‌شود، می‌تواند برای تامین مالی بازپرداخت استقراض‌های شرکت استفاده شود بر اساس استدلال کاورمن، مالیات یک از بزرگ‌ترین اقلام هزینه‌ای برای اکثر شرکت‌ها هست. رفتار اجتناب مالیاتی از استراتژی‌های بااهمیت شرکت‌ها محسوب می‌شود. شرکت‌ها با استفاده از اجتناب مالیاتی می‌توانند به کاهش بار مالیاتی خود کمک نمایند. همچنین ریسک مالیاتی<sup>۴</sup> نیز می‌تواند به‌طور خاص از اجتناب مالیاتی نشأت بگیرد. ریسک مالیاتی، می‌تواند از استراتژی‌های برنامه‌ریزی مالی شرکت که به صورت مستقل از کل ریسک عملیاتی است، به وجود بیاید. تحقیقات تجربی بیانگر این مسئله است که شرکت‌های بسیاری در بحث اجتناب مالیاتی بسیار موفق عمل کرده‌اند (کاورمن، ۲۰۱۸). ریسک مالیاتی عامل بالقوه‌ای که یک فعالیت یا عمل فعلی، یا عدم اقدام با تعقیب یک فعالیت که منجر به بازدهی مالیاتی آینده متفاوت از انتظارات می‌شود. ریسک مالیاتی ناشی از تعامل بین ریسک اقتصادی و عدم قطعیت قانون مالیاتی است. ریسک اقتصادی گسترش بازده احتمالی یک سرمایه‌گذاری است. عدم قطعیت قانون مالیات به دلیل عدم قطعیت در خصوص حقایق مرتبط به یک موقعیت، برنامه قانون مالیات، یا پردازش دقیق اطلاعات توسط سیستم حسابداری شرکت رخ می‌دهد (صادقی، ۱۳۹۶). هر تراکنش شرکت خاص میزان منحصری ریسک اقتصادی و عدم قطعیت قانون مالیات را داراست؛ و مادامی که تراکنش بین ریسک اقتصادی و عدم قطعیت قانون مالیاتی در خصوص

<sup>1</sup> Mian et al

<sup>2</sup> Tax avoidance

<sup>3</sup> Kovermann

<sup>4</sup> Tax risk

راهبردهای مالیاتی کلی شرکت افزایش می‌یابد، ریسک مالیاتی کلی شرکت نیز بالا می‌رود. جزء اقتصادی از تصمیمات، عمل‌ها با عکس‌العمل‌های توسط مالیات‌دهندگان (مسئولین مالیاتی) که منجر به بازدهی مالیاتی پیش‌بینی نشده می‌شود. به‌عنوان مثال، پیچیدگی مالیاتی نشان‌دهنده یک منبع قابل توجهی از ریسک مالیاتی است. برخی شرکت‌ها اغلب با چشم‌پوشی از مزایای مالیاتی قابل توجهی برخی از هزینه‌ها مثل هزینه‌های منطبق قابل درک (و واقعی) که بیش از مزایای مالیاتی است. وال استریت ژورنال اخیراً گزارش داد که شرکت ادعا می‌کند فرصت‌های شغلی اعتباری برای تنها ۲۰٪ تا ۳۵٪ از کارکنان واجد شرایط و تنها ۴٪ تا ۱۲٪ از شرکت‌های واجد شرایط مدعی اعتبار برای کسب‌وکارهای کوچک تحت پوشش طرح خدمات درمانی می‌باشند. ریسک مالیاتی و مدیریت ریسک مالیات مفهومی مجزا از ریسک تجاری و مدیریت ریسک بنگاه هستند (صادقی، ۱۳۹۶). توسعه میزان پیشین ریسک مالیاتی بدان جهت حائز اهمیت است. مجزا و دقیق از بازده مالیاتی، اجتناب از مالیات و یا تهاجم مالیاتی است. متخصصین و مدیران ریسک مالیاتی را به عنوان عواقب غیر عمد معاملات مجزا می‌دانند که راهبردهای مالیاتی شرکت خاص را شامل می‌شود. در واقع بررسی اخیر مدارک موسسه دولتی مالیاتی کی پی ان جی<sup>۱</sup> (۲۰۱۱) نشان می‌دهد که سه توضیح بیشتر استفاده شده به‌وسیله مدیران مالیاتی، اعضای هیئت و مدیران ارشد برای عبارت ریسک مالیاتی عبارت‌اند از: (ریسک عدم انطباق با قوانین مالیاتی)، (پیامدهای غیر عمد معاملات شرکت)، (ریسک‌های گزارش شده مالی)، (ریسک حمایت نشده موقعیت / ممیزی مالیاتی) نامشخص‌ترین جنبه ریسک مالیاتی بیان شده از سوی شرکت‌کنندگان در تحقیق است. چشم‌انداز ریسک مالیاتی به‌سرعت تغییر می‌کند؛ در سال ۲۰۰۷ پاسخ‌دهندگان (ریسک‌های گزارش شده مالی) را به‌عنوان بارزترین ریسک مالیاتی که شرکت آن‌ها با آن مواجه است عنوان کرده بودند درحالی‌که در سال ۲۰۱۰ بالاترین ریسک مالیاتی را «پیامدهای غیر عمد معاملات شرکت» خوانده بودند. همچنین به‌جای تکیه بر اندوخته موقعیت مالیاتی نامطمئن، ای آر اس مدیران را به بررسی مجزای معاملات کرد تا از این طریق بتوانند ریسک مالیاتی را به طور کامل شناسایی کرده و مدیریت کنند. درحالی‌که دیگر شرکت‌های مالیاتی (مثل انگلستان، کانادا و استرالیا) ریسک مالیاتی را به‌وسیله بررسی معاملات، فعالیت‌ها و روندهای شرکت می‌سنجند (امیری، ۱۳۹۷).

ریسک مالیاتی به‌عنوان نوعی از ریسک واحد تجاری است که توسط شرکت‌ها مدیریت می‌گردد. به‌کارگیری استراتژی‌هایی توسط شرکت که منجر به ریسک مالیاتی می‌گردد می‌تواند تصمیمات عملیاتی و عملکرد آتی شرکت‌ها را تحت تأثیر قرار دهد (جندر ۲ و همکاران، ۲۰۱۳). ریسک مالیاتی عامل بالقوه‌ای که یک فعالیت یا عمل فعلی، یا عدم اقدام با تعقیب یک فعالیت که منجر به بازدهی مالیاتی آینده متفاوت از انتظارات می‌شود. ریسک مالیاتی ناشی از تعامل بین ریسک اقتصادی و عدم قطعیت قانون مالیاتی است. ریسک اقتصادی گسترش بازده احتمالی یک سرمایه‌گذاری است. عدم قطعیت قانون مالیات به دلیل عدم قطعیت در خصوص حقایق مرتبط به یک موقعیت، برنامه قانون مالیات، یا پردازش دقیق اطلاعات توسط سیستم حسابداری شرکت رخ می‌دهد (صادقی، ۱۳۹۶). از این رو سؤال اصلی پژوهش حاضر این است که آیا ریسک مالیاتی بر حساسیت سرمایه‌گذاری تأثیر معناداری دارد؟

### پیشینه پژوهش

صادقی و مسکنی (۱۳۹۷) در پژوهشی به بررسی رابطه محدودیت مالی و حساسیت سرمایه‌گذاری جریان وجوه نقد با استفاده از یک نمونه متشکل از ۱۳۰ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۸۹ تا ۱۳۹۶ پرداختند. روش تحقیق حاضر از نوع همبستگی و از نظر ماهیت کاربردی است. نتایج پژوهش آنان نشان می‌دهد که

<sup>1</sup> KPNG

<sup>2</sup> Guenther

شرکت‌های با محدودیت مالی، نسبت به شرکت‌های بدون محدودیت مالی از حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقدی بالاتری برخوردارند و در هنگام تصمیم‌گیری‌های شرکت‌ها این گزینه لحاظ گردد.

حاج محمدی و عبدلی (۱۳۹۶) در پژوهشی به بررسی رابطه بین ویژگی‌های شرکتی و حساسیت سرمایه‌گذاری جریان وجه نقد با توجه به نقش تعدیلی رفتار خوش بینانه مدیریت با استفاده از یک نمونه متشکل از ۱۲۰ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۸۹ تا ۱۳۹۴ پرداختند. روش تحقیق حاضر از نوع همبستگی بین متغیرها است. نتایج پژوهش حاکی از آن بود که حساسیت سرمایه‌گذاری وجه نقد در طی دوره‌های عمر شرکت تفاوت معناداری دارد و حساسیت سرمایه‌گذاری وجه نقد در مرحله رشد بیشتر است. همچنین بین بازده سهام، فرصت‌های رشد شرکت، رشد فروش با حساسیت سرمایه‌گذاری وجه نقد رابطه مثبت معناداری وجود داشت و بین اهرم مالی و خوش بینی مدیران با حساسیت سرمایه‌گذاری وجه نقد رابطه منفی و معناداری وجود داشت. در نهایت رفتار خوشبینانه مدیریت می‌تواند قدرت رابطه بین ویژگی‌های شرکتی با حساسیت سرمایه‌گذاری وجه نقد را تحت تأثیر قرار دهد.

ایزد و اعتمادی (۱۳۹۶) در پژوهش خود به بررسی ارتباط بین محدودیت‌های مالی و هزینه نمایندگی با حساسیت سرمایه‌گذاری نسبت به جریان وجه نقد شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۸۵ تا ۱۳۹۴ پرداختند. روش پژوهش حاضر از نظر ماهیت کاربردی و از نظر شیوه اجرا توصیفی، همبستگی است. نتایج به‌دست‌آمده از پژوهش آنان نشان می‌دهد که بین شرکت‌هایی که با محدودیت مالی مواجه‌اند، حساسیت بالای سرمایه‌گذاری کمتر از حد نسبت به جریان وجه نقد مشاهده گردید. همچنین شرکت‌هایی که با مسئله نمایندگی مواجه هستند، حساسیت بالای سرمایه‌گذاری بیش از حد نسبت به جریان وجه نقد را نشان دادند.

پاکیزه و همکاران (۱۳۹۴)، به بررسی پژوهشی با عنوان بررسی تأثیر ریسک مالیاتی بر نگهداشت وجه نقد توسط شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نمونه آماری تحقیق شامل ۱۰۱ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران در طی دوره زمانی ۱۳۹۱-۱۳۸۴ با استفاده از روش رگرسیونی حداقل مربعات تعمیم یافته با الگوی اثرات ثابت مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفت. نتایج نشان داد که ریسک مالیاتی تأثیر مثبت و معناداری بر روی میزان نگهداشت وجه شرکت‌ها دارد. این ارتباط مثبت را می‌توان از حیث انگیزه احتیاطی نگهداشت وجه نقد شرکت‌ها تفسیر نمود. بر مبنای انگیزه احتیاطی نگهداشت وجه نقد انتظار می‌رود تقبل ریسک توسط مدیران، منجر به انباشت وجه نقد به منظور محافظت نمودن خود در برابر شرایط غیرقابل پیش‌بینی گردد.

ایسین<sup>۱</sup> (۲۰۱۸)، به بررسی پژوهشی با عنوان اجتناب از مالیات و هزینه بدهی: برای کاهش خطر خاص وام و تأمین مالی عمومی پرداخت. این پژوهش طی ۱۰ سال با شرکت‌های مستقر در ایالات متحده و تعداد ۶۴۵۶ مشاهده انجام شد. ایسین در این پژوهش با استفاده از رگرسیون خطی چند متغیر انجام داد به این نتایج دست یافت که دسترسی هم‌زمان به تأمین مالی از طریق انتشار اوراق بدهی به صورت خصوصی و عام، نشان‌دهنده انعطاف‌پذیری مالی بیشتر در سطح شرکت و مشکلات کمتر هست. همچنین ریسک شرکت‌هایی با اجتناب مالیاتی درگیر هستند کاهش پیدا می‌کند. این نتایج به شناسایی کانال‌هایی کمک می‌کند و از طریق آنها شرکت‌ها می‌توانند هزینه‌های غیر مالیاتی مرتبط با اجتناب از مالیات را کاهش دهند و دسترسی به تأمین اعتبار بدهی به کاهش هزینه‌های احتمالی مرتبط با اجتناب از مالیات کمک می‌کند.

کاورمن (۲۰۱۸)، به بررسی پژوهشی با عنوان تأثیر ریسک مالیاتی و اجتناب مالیاتی بر هزینه بدهی شرکت‌ها با تأکید بر منبع تأمین مالی پرداخت. داده‌های ۲۰۱ شرکت در بازار سهام فرانکفورت طی سال‌های ۲۰۰۹ الی ۲۰۱۴ با استفاده از رگرسیون خطی چند متغیره مورد بررسی قرار گرفت. نتایج نشان داد که اجتناب مالیاتی اثری منفی بر هزینه بدهی می‌گذارد. با این حال ریسک مالیاتی موجب افزایش هزینه بدهی می‌گردد. این نتایج نشان می‌دهد که طلبکاران به‌طور کلی

<sup>1</sup> Isin

اجتناب مالیاتی را مثبت نشان می‌دهند و اجتناب مالیاتی به‌طور کلی خطرناک نیست. اجتناب مالیاتی برای شرکت‌های که از نرخ پایین سرمایه برخوردارند نوعی امتیاز برای حفظ وجه نقدشان محسوب می‌شود و همچنین ریسک مالیاتی موجب افزایش نرخ بهره می‌شود؛ بنابراین اثر اجتناب مالیاتی بر هزینه بدهی بستگی به سطوح ریسک مالیاتی دارد. لی و سونگ (۲۰۱۸) طی پژوهشی به بررسی ارتباط بین حاکمیت شرکتی، محیط اطلاعاتی شرکت و حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقد پرداختند. روش تحقیق حاضر از نوع توصیفی و از نظر ماهیت کاربردی است. آن‌ها با استفاده از یک نمونه از شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار چین طی سال‌های ۲۰۰۳ تا ۲۰۱۲ پرداختند. نتایج به‌دست‌آمده نشان می‌دهد که سازوکارهای حاکمیت شرکتی در شرکت منجر به کاهش تضاد منافع و از سویی کاهش در عدم تقارن اطلاعاتی و شفافیت اطلاعات می‌گردد که باعث افزایش در محیط اطلاعاتی شرکت و حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقد می‌گردد.

### فرضیه‌های پژوهش

فرضیه اصلی: ریسک مالیاتی بر حساسیت سرمایه‌گذاری تأثیر معناداری دارد.

### روش پژوهش

روش پژوهش حاضر از نظر هدف، کاربردی است زیرا نتیجه کار می‌تواند برای تصمیم‌گیری‌های پژوهشی و مالی مورد استفاده قرار گیرد. همچنین در این پژوهش چون هدف بررسی ارتباط بین متغیرهای مستقل و وابسته است، پژوهش حاضر از نظر روش گردآوری اطلاعات، جز پژوهش‌های همبستگی محسوب می‌شود. روش تحقیق از جهت طرح تحقیق نیز پس رویدادی است. برای جمع‌آوری داده‌های متغیرهای پژوهش از صورت‌های مالی شرکت‌ها و از منابع مختلفی همچون نرم‌افزار ره‌آورد نوین و سایت اینترنتی متعلق به مرکز مدیریت پژوهش و مطالعات اسلامی سازمان بورس اوراق بهادار تهران و سایت کدال استفاده شده است. قلمرو زمانی این پژوهش از سال ۱۳۹۴ تا ۱۳۹۹ است.

### جامعه آماری پژوهش

جامعه آماری پژوهش حاضر، شرکت‌های منتخب پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران در دوره ۱۳۹۴ تا پایان ۱۳۹۹ هست. شرکت‌هایی که شرایط زیر را دارند، به‌عنوان جامعه آماری انتخاب می‌شوند.

۱. به‌منظور افزایش قابلیت مقایسه، سال مالی آن‌ها منتهی به پایان اسفندماه باشد و در طی دوره مورد تحقیق، سال خود را تغییر نداده باشند.
  ۲. جزء شرکت‌های سرمایه‌گذاری و واسطه‌گری مالی نباشد.
- با مد نظر دادن محدودیت‌های بالا تعداد ۱۱۰ شرکت به‌عنوان نمونه پژوهش انتخاب شدند.

### متغیرهای پژوهش و نحوه اندازه‌گیری آن‌ها متغیر وابسته: حساسیت سرمایه‌گذاری

مطابق با پژوهش زو و نیو<sup>۱</sup> (۲۰۱۶)، نیویاندوپادها یاها و جونز (۲۰۰۵)، پرساود<sup>۲</sup> (۱۹۹۶)، حیدرپور و همکاران (۱۳۹۱) و شعری آناقیز و همکاران (۱۳۹۵) از شاخص احساس بازار سرمایه برای اندازه گیری متغیر احساسات سرمایه گذاران استفاده شده است:

$$\text{Senti}_{it} = \frac{\sum(R_{it} - \bar{R}_R)(R_{it} - \bar{R}_V)}{[\sum(R_{it} - \bar{R}_R)^2 \sum(R_{it} - \bar{R}_V)^2]^{1/2}} \quad (\text{رابطه ۲})$$

که در این رابطه:

$R_{it}$ : رتبه بازده ماهانه سهام شرکت  $i$  در ماه  $t$ .

$\bar{R}_R$ : میانگین رتبه بازده ماهانه سهام شرکت های نمونه

$R_{it}$ : رتبه نوسان پذیری تاریخی بازده سهام شرکت  $i$  در ماه  $t$ : برای محاسبه نوسان پذیری تاریخی بازده سهام از میانگین انحراف معیار بازده سهام پنج ماه قبل استفاده می شود.

$R_{it}$ : میانگین رتبه نوسان پذیری تاریخی سهام شرکت های نمونه.

### متغیر مستقل: ریسک مالیاتی

برای اندازه گیری ریسک مالیاتی مطابق با تحقیقات کاورمن (۲۰۱۸) از نوسان اجتناب مالیاتی بهره برده شده است. انحراف معیار اجتناب مالیاتی (سه سال قبل).

### متغیرهای کنترلی

MTB	ارزش بازار سهام، تقسیم بر ارزش دفتری سهام	فرصت های رشد (growth opportunities)
Z-Score	<p>برای سنجش خطر ورشکستگی از رابطه زیر (ضریب آلمتن تعدیل شده) استفاده می شود:</p> $Z_{SCORE} = (6.56)X_1 + (3.26)X_2 + (6.72)X_3 + (1.05)X_4 + X_5$ <p>که در معادله بالا:</p> <p><math>X_1</math> = سرمایه در گردش به کل دارایی ها.</p> <p><math>X_2</math> = سود (زیان) به مجموع دارایی ها</p> <p><math>X_3</math> = سود قبل از مالیات تقسیم به مجموع دارایی ها</p> <p><math>X_4</math> = ارزش بازار حقوق صاحبان سهام به مجموع بدهی ها</p>	<p>خطر ورشکستگی (bankruptcy risk)</p>
DACC	<p>که از طریق معادله زیر سنجیده می شود:</p> $TA = \alpha + \frac{\beta_1}{\text{Assets}_{it-1}} + \beta_2 \Delta \text{SALES}_{it} + \beta_3 \text{PPE}_{it} + \beta_3 \text{ROA}_{it} + \varepsilon_{it}$ <p>که در معادله بالا:</p> <p>TA = اقلام تعهدی اختیاری = سود خالص منهای جریان نقد عملیاتی</p> <p>Assets = مجموع دارایی ها</p> <p><math>\Delta \text{SALES}</math> = تغییر در فروش سالیانه (فروش سال جاری)</p>	<p>کیفیت حسابداری (accounting quality)</p>

<sup>1</sup> Zhu, Niu

<sup>2</sup> Persaud, A.

	منهای فروش سال قبل تقسیم بر فروش سال قبل ROA = سود خالص تقسیم بر مجموع دارایی‌ها PPE = اموال، ماشین‌آلات و تجهیزات باقی‌مانده معادله = کیفیت حسابداری	
BLOCK	مجموع درصد سهام سرمایه‌گذارانی که بیشتر یا مساوی ۱۰ درصد سهام را در اختیار دارند.	حضور سهامداران عمده (the presence of blockholders)
PIvol	انحراف معیار سود قبل از کسر مالیات (نسبت به سه سال قبل) تقسیم بر مجموع دارایی‌ها	نوسان درآمد قبل از مالیات (the volatility of pre-tax income)
CFOvol	انحراف معیار وجه نقد ناشی از فعالیت‌های عملیاتی (نسبت به سه سال قبل) تقسیم بر مجموع دارایی‌ها	نوسان وجه نقد ناشی از فعالیت‌های عملیاتی (the volatility of cash flow from operations)
SALES GROWTH	فروش سال جاری منهای فروش سال قبل تقسیم بر فروش سال قبل	رشد فروش (SALES GROWTH)

### یافته‌های پژوهش

در تحقیق حاضر داده‌های مربوط به ۱۱۰ شرکت در دوره زمانی ۱۳۹۴-۱۳۹۹ برابر با ۶۶۰ مشاهده (سال-شرکت) مورد تحلیل قرار گرفت.

### توصیف آماری متغیرها

جدول (۱): شاخص‌های توصیفی متغیرها

متغیر	میانگین	میان	حداکثر	حداقل	انحراف معیار
حساسیت سرمایه‌گذاری	۰.۰۷	-۰.۱۸	۳.۷۲	-۰.۹۶	۰.۵۸
ریسک مالیاتی	۰.۰۳	۰.۰۲	۰.۳۷	۰.۰۰	۰.۰۳
حضور سهامداران عمده	۰.۶۵	۰.۶۹	۰.۹۹	۰.۰۰	۰.۲۳
نوسان وجه نقد ناشی از فعالیت‌های عملیاتی	۰.۰۶	۰.۰۵	۰.۳۴	۰.۰۰	۰.۰۴
کیفیت حسابداری	۰.۰۰۱	۰.۰۰۳	۰.۵۸	-۰.۶۱	۰.۰۹
فرصت‌های رشد	۳.۱۳	۲.۳۶	۶۳.۷۳	-۷.۲۴	۳.۸۳
نوسان درآمد قبل از مالیات	۰.۰۵	۰.۰۴	۰.۷۳	۰.۰۰	۰.۰۵
خطر ورشکستگی	۵.۱۳	۳.۶۸	۳۶.۴۲	-۸.۴۱	۶.۰۹
رشد فروش	۰.۲۴	۰.۱۳	۴۳.۵۶	-۱.۰۰	۱.۱۹

با نگاهی به جدول ۱ مشاهده می‌شود که میان و میانگین متغیرها فاصله زیادی باهم ندارند و هر چه قدر به هم نزدیک باشد توزیع آن‌ها به توزیع نرمال نزدیک‌تر است. در بین متغیرها خطر ورشکستگی با مقدار (۵/۱۳) دارای بیشترین میانگین و کیفیت حسابداری با مقدار (۰/۰۰۱) دارای کمترین میانگین است. با مقایسه انحراف معیار متغیرهای مورد بررسی به این نتیجه می‌رسیم که متغیر ریسک مالیاتی با مقدار (۰/۰۳) نسبت به سایر متغیرها دارای کمترین پراکندگی است و متغیر خطر ورشکستگی با مقدار (۶/۰۹) دارای بیشترین پراکندگی است و این بدان معناست که این متغیر نوسان‌های شدیدتری دارد است.

## آزمون‌های ریشه واحد در داده‌های تابلویی

برای بررسی مانایی از آزمون ریشه‌ی واحد<sup>۱</sup> استفاده شده است. فرض‌های آماری مربوط به آزمون وجود ریشه‌ی واحد به‌قرار زیر است: فرضیه‌ی صفر ( $H_0$ ): ریشه‌ی واحد وجود دارد و متغیر موردنظر مانا نیست. فرضیه‌ی مقابل ( $H_1$ ): ریشه‌ی واحد وجود ندارد و متغیر موردنظر مانا است.

جدول (۲): خلاصه نتایج آزمون ریشه‌ی واحد-آزمون لوین لین و چيو

متغیر	آماره آزمون	سطح معناداری	نتیجه
حساسیت سرمایه گذاری	-۹۱۷۱/۹۹	۰/۰۰۰۰	مانا مرتبه اول
ریسک مالیاتی	-۶۹/۱۴	۰/۰۰۰۰	مانا
حضور سهامداران عمده	-۱۴۳۶۹/۹	۰/۰۰۰۰	مانا
نوسان وجه نقد ناشی از فعالیت‌های عملیاتی	-۶۸۶۰۷/۲	۰/۰۰۰۰	مانا
کیفیت حسابداری	-۴۰/۱۰	۰/۰۰۰۰	مانا
فرصت‌های رشد	-۵۷/۶۴	۰/۰۰۰۰	مانا
نوسان درآمد قبل از مالیات	-۵۷/۶۴	۰/۰۰۰۰	مانا
خطر ورشکستگی	-۴/۱۸	۰/۰۰۰۰	مانا
رشد فروش	-۵/۳۳	۰/۰۰۰۰	مانا مرتبه اول

با توجه به نتایج ۲ می‌توان گفت در آزمون لوین، لین و چو برای متغیرها کوچکتر از ۰/۰۵ است در نتیجه فرضیه صفر که مبنی بر وجود ریشه واحد برای متغیرها پذیرفته نمی‌شود و تمامی متغیرها در سطح مقادیر خود مانا هستند.

## آزمون ناهمسانی واریانس

برای آزمون ناهمسانی واریانس از آزمون وایت استفاده شده است. فرضیه‌های آماری و تحقیق در آزمون وایت به شرح زیر است: فرضیه‌ی صفر ( $H_0$ ): واریانس مقادیر خطا همسان است ( $\text{Prob} \geq 5\%$ ). فرضیه‌ی مقابل ( $H_1$ ): واریانس مقادیر خطا همسان نیست ( $\text{Prob} \leq 5\%$ ).

جدول (۳): آزمون همسانی واریانس

آزمون وایت	مقدار آماره	سطح معنی‌داری	نتیجه
مدل اصلی	۳/۵۴	۰/۰۰۰۰	ناهمسانی واریانس

برای تخمین الگوهای اقتصادی، روش‌های متفاوتی وجود دارد. با لحاظ کردن فروض کلاسیک، روش حداقل مربعات معمولی<sup>۲</sup> بر اساس قضیه گاوس-مارکف بهترین تخمین زننده خطی بدون تورش است؛ اما در صورت وجود ناهمسانی واریانس دیگر روش حداقل مربعات معمولی روش مناسبی برای تخمین نیست که از این رو با وزن دادن<sup>۳</sup> به رفع آن پرداخته و مدل مناسب برای تخمین آزمون فرضیه‌ها روش حداقل مربعات تعمیم‌یافته<sup>۴</sup> خواهد بود؛ با توجه به نتایج آزمون

<sup>1</sup> Unit Root Test

<sup>2</sup> OLS

<sup>3</sup> Cross-section weights

<sup>4</sup> GLS



وایت فرضیه صفر رد شده و فرضیه مقابل آن یعنی واریانس مقادیر خطا همسان نیست پذیرفته می شود که برای رفع این مشکل از مدل حداقل مربعات تعمیم یافته استفاده خواهد شد.

### آزمون هم خطی

برای بررسی هم خطی در این تحقیق از معیار عامل تورم واریانس<sup>۱</sup> استفاده شده است.

#### جدول (۴): بررسی هم خطی مدل اول

متغیر	عامل تورم واریانس (VIF)
ریسک مالیاتی	۲.۸۸۸۷۱۲
حضور سهامداران عمده	۱.۱۰۶۰۲۵
نوسان وجه نقد ناشی از فعالیت های عملیاتی	۲.۵۲۷۶۱۷
کیفیت حسابداری	۱.۱۹۶۳۵۴
فرصت های رشد	۱.۱۷۴۷۹۹
نوسان درآمد قبل از مالیات	۱.۳۰۵۴۳۷
خطر ورشکستگی	۱.۲۸۰۴۵۰
رشد فروش	۱.۱۶۱۵۶۵

نتایج نشان می دهد که مقادیر عامل تورم واریانس برای هریک از متغیرهای توضیحی مدل تحقیق ارائه شده کمتر از ۱۰ می باشند؛ بنابراین مشکل هم خطی در مدل وجود ندارد.

### انتخاب الگوی مناسب برای مدل رگرسیون

برای مشخص کردن نوع مدل در مقاطع و دوره های زمانی مختلف داده های ترکیبی از آزمون F مقید (چاو) استفاده شده است؛ که خروجی آزمون در جدول ۵ نشان داده شده است.

فرض های مربوط به آزمون چاو به شرح زیر است:

فرضیه صفر ( $H_0$ ): همه ی عرض از مبدأها در مدل باهم برابرند (ساختار Pool).

فرضیه ی مقابل ( $H_1$ ): حداقل یکی از عرض از مبدأها با بقیه متفاوت است (ساختار Panel).

#### جدول (۵): نتایج آزمون چاو (F مقید) در بررسی مدل فرضیات تحقیق

آماره F	p-value	نتیجه آزمون چاو	نوع آزمون
۱۴/۹۶	۰/۰۰۰۰	$H_0$ رد می شود	داده های ترکیبی Panel date

نتایج خروجی آزمون F نشان می دهد فرضیه صفر مدل های تحقیق رد شده چون سطح معناداری کمتر از ۵ درصد به دست آمده و از میان طرح پنل یا رگرسیون تجمیع شده (تلفیقی) و پنل انتخاب می شود. همچنین برای انتخاب اثرات ثابت و اثرات تصادفی مدل از آزمون هاسمن استفاده شد. در صورتی سطح معناداری آزمون هاسمن بیشتر از ۵ درصد باشد مدل اثرات تصادفی و در صورتی که سطح معناداری آزمون هاسمن کمتر از ۵ درصد باشد مدل اثرات ثابت انتخاب می شود.

فرض های مربوط به آزمون هاسمن به شرح زیر است:

فرضیه ی صفر ( $H_0$ ): مدل دارای اثرات تصادفی هست.

<sup>۱</sup> VIF

فرضیه‌ی مقابل ( $H_1$ ): مدل دارای اثرات ثابت هست.  
خروجی آزمون هاسمن به شرح جدول ۶ می‌باشد.

جدول (۶): نتایج آزمون هاسمن در بررسی مدل فرضیات تحقیق

آماره	p-value	نتیجه آزمون هاسمن	نوع آزمون
۱۴۰/۳۴	۰/۰۰۰۰	$H_0$ رد می‌شود	اثرات ثابت

با توجه به نتایج آزمون هاسمن مشاهده می‌شود که مدل های تحقیق با توجه به سطح معناداری کمتر از ۵ درصد است پس فرضیه صفر رد شده و فرضیه مقابل یعنی مدل دارای اثرات ثابت هست پذیرفته می‌شود.

### بررسی آزمون فرضیه‌های تحقیق

جدول (۷): نتایج تخمین فرضیه تحقیق

متغیرها	ضرایب	انحراف استاندارد ضرایب	آماره t	سطح معناداری
عرض از مبدا	-۲۲.۱۵۸۷	۰.۷۵۰۳۸۲	-۲۹.۵۲۹۹۸	۰.۰۰۰۰
ریسک مالیاتی	۰.۱۱۸۶۷۰	۰.۰۵۳۴۶۸	۲.۲۱۹۴۷۶	۰.۰۲۶۷
حضور سهامداران عمده	۰.۸۵۵۲۰۴	۰.۳۸۷۰۲۹	۲.۲۰۹۶۶۲	۰.۰۲۷۴
نوسان وجه نقد ناشی از فعالیت‌های عملیاتی	۰.۱۶۳۳۳۰	۰.۰۶۱۲۲۸	۲.۶۶۷۵۹۲	۰.۰۰۷۸
کیفیت حسابداری	۰.۸۰۷۷۱۵	۰.۱۳۳۶۸۶	۶.۰۴۱۸۸۸	۰.۰۰۰۰
فرصت های رشد	۰.۵۳۲۱۳۲	۰.۲۸۷۶۸۳	۱.۸۴۹۷۱۸	۰.۰۶۴۶
نوسان درآمد قبل از مالیات	۱.۴۵۷۴۷۶	۰.۲۶۵۰۹۸	۵.۴۹۷۸۶۸	۰.۰۰۰۰
خطر ورشکستگی	-۰.۲۸۰۵۱	۰.۱۲۴۸۰۵	-۲.۲۴۷۶۲۶	۰.۰۲۴۸
رشد فروش	۱.۶۲۹۳۸۹	۰.۰۴۱۲۳۶	۳۹.۵۱۴۱۶	۰.۰۰۰۰
سایر آماره‌های اطلاعاتی				
ضریب تعیین	۰/۷۴۱			
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۷۰۹			
آماره F	۲۳/۸۶			
سطح معناداری F	۰/۰۰			
دوربین واتسون	۲/۲۹			

در بررسی معنی‌دار بودن کل مدل با توجه به این که سطح معناداری آماره F از ۵ درصد کوچک‌تر است (۰/۰۰) لذا مدل معنی‌دار بوده و فرضیه  $H_1$  آزمون F در سطح اطمینان ۹۵ درصد پذیرفته می‌شود. ضریب تعیین مدل نیز گویای آن است که ۰/۷۴ درصد متغیر حساسیت سرمایه گذاری توسط متغیرهای توضیحی تبیین می‌گردد. همچنین ضریب تعیین تعدیل شده برابر با ۰/۷۰ درصد به دست آمده است. علاوه بر این به منظور بررسی همبستگی جملات خطا باید به میزان آماره دوربین واتسون توجه نمود چون مقدار آن ۲/۲۹ بین بازه قابل قبول قرار دارد فرض همبستگی جملات خطا رد می‌شود. با توجه به نتایج آزمون فرضیه متغیر ریسک مالیاتی با توجه به اینکه سطح معناداری آن کوچکتر از ۵ درصد هستند که نشان دهنده رابطه معنادار با حساسیت سرمایه گذاری است لذا فرضیه تحقیق در سطح اطمینان ۹۵ درصد تایید می‌شود. و از آنجایی که ضریب این متغیر مثبت است پس رابطه ریسک مالیاتی و حساسیت سرمایه گذاری مستقیم است. همچنین متغیرهای کنترلی حضور سهامداران عمده، نوسان وجه نقد ناشی از فعالیت های عملیاتی، کیفیت حسابداری، نوسان درآمد قبل از مالیات، خطر ورشکستگی و رشد فروش با توجه به سطح معناداری کمتر از ۵ درصد در سطح

اطمینان ۹۵ درصد رابطه معناداری با حساسیت سرمایه گذاری دارند. اما فرصت رشد با توجه به سطح معناداری بزرگتر از ۵ درصد رابطه معناداری با عملکرد شرکت ندارد.

## نتیجه گیری

ریسک مالیاتی عامل بالقوه‌ای که یک فعالیت یا عمل فعلی، یا عدم اقدام با تعقیب یک فعالیت که منجر به بازدهی مالیاتی آینده متفاوت از انتظارات می‌شود. ریسک مالیاتی ناشی از تعامل بین ریسک اقتصادی و عدم قطعیت قانون مالیاتی است. ریسک اقتصادی گسترش بازده احتمالی یک سرمایه‌گذاری است. عدم قطعیت قانون مالیات به دلیل عدم قطعیت در خصوص حقایق مرتبط به یک موقعیت، برنامه قانون مالیات، یا پردازش دقیق اطلاعات توسط سیستم حسابداری شرکت رخ می‌دهد (صادقی، ۱۳۹۶). هر تراکنش شرکت خاص میزان منحصری ریسک اقتصادی و عدم قطعیت قانون مالیات را داراست؛ و مادامی‌که تراکنش بین ریسک اقتصادی و عدم قطعیت قانون مالیاتی در خصوص راهبردهای مالیاتی کلی شرکت افزایش می‌یابد، ریسک مالیاتی کلی شرکت نیز بالا می‌رود. جزء اقتصادی از تصمیمات، عمل‌ها با عکس‌العمل‌های توسط مالیات‌دهندگان (مسئولین مالیاتی) که منجر به بازدهی مالیاتی پیش‌بینی نشده می‌شود هدف تحقیق بررسی تاثیر ریسک مالیاتی بر حساسیت سرمایه گذاری بود در تحقیق حاضر داده‌های مربوط به ۱۱۰ شرکت در دوره زمانی ۱۳۹۴-۱۳۹۹ برابر با ۶۶۰ مشاهده (سال - شرکت) مورد تحلیل قرار گرفت که نتایج نشان داد ریسک مالیاتی بر حساسیت سرمایه گذاری تاثیر مستقیم و معناداری دارد یعنی به عبارتی با افزایش ریسک مالیاتی، حساسیت سرمایه گذاران نیز بیشتر می‌گردد. ریسک مالیاتی تأثیر فزاینده‌ای بر هزینه بدهی شرکت‌ها دارد. این نتایج نشان می‌دهد که طلبکاران بین فرار مالیاتی موفق که منجر به هزینه پایدار مالیات و فرار مالیاتی ناموفق می‌شود، تمایز قائل می‌شوند و باعث می‌شود هزینه‌های مالیات بی‌ثبات‌تر باشد. با توجه به نتایج یافته‌های پژوهش پیشنهاد می‌شود که دارندگان بدهی به طور کلی فعالیت‌های اجتناب از مالیات شرکت‌ها را به عنوان ریسک‌های مهم تلقی می‌کنند و اثرات ریسک‌های ناشی از اجتناب بر سرمایه گذاری را شناسایی کرده و به درک پیامدهای اقتصادی اجتناب از پرداخت مالیات بپردازند. همچنین پیشنهاد می‌شود طلبکاران، ریسک‌پذیری اجتناب مالیاتی شرکت‌ها را برای ارزیابی ریسک کلی پیش فرض ارزیابی کنند. همواره گام نهادن در راه رسیدن به هدف، با محدودیت‌هایی همراه است که باعث می‌شود رسیدن به هدف موردنظر با کندی همراه شود. تحقیق نیز به‌عنوان فرآیندی در جهت نیل به هدف حل مسئله از این امر مستثنی نیست. لذا در این قسمت با ارائه‌ی محدودیت‌های تحقیق سعی بر آن است که به خواننده این پیام داده شود تا بتواند در تعمیم نتایج تحقیق با آگاهی بیشتری عمل کند و در مورد فرآیند تحقیق قضاوت عادلانه‌ای داشته باشد. در این راستا محدودیت‌های تحقیق حاضر به شرح زیر قابل ذکر است:

یکی از عمده‌ترین محدودیت‌هایی که در اغلب تحقیقات از نوع تحقیق حاضر در بازار سرمایه ایران وجود دارد، عدم انجام تحقیقات مشابه در کشور است که امکان مقایسه نتایج تحقیق را کاهش می‌دهد.

استفاده‌کنندگان از نتایج این تحقیق در تسری آن به شرکت‌های غیر بورسی با احتیاط عمل کنند. با توجه به محدود بودن قلمرو زمانی به سال‌های ۱۳۹۴ تا ۱۳۹۹، در تعمیم نتایج به بازه‌ی زمانی قبل و بعد از دوره‌ی مذکور باید احتیاط لازم عمل شود.

با توجه به محدود بودن جامعه آماری به شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران و این که سال مالی آن‌ها منتهی به پایان اسفندماه است. تسری نتایج به سایر شرکت‌ها بایستی با احتیاط انجام گیرد.

از آنجاکه برای محاسبه متغیرهای تحقیق از اطلاعات صورت‌های مالی تهیه‌شده بر مبنای بهای تمام‌شده تاریخی استفاده‌شده است، در صورت تعدیل اطلاعات مذکور از بابت تورم ممکن است استنتاجی متفاوت از نتایج فعلی حاصل شود.

### پیشنهاد برای تحقیق‌های آتی

پیشنهاد می‌شود در سال‌های آتی این تحقیق در محدوده زمانی طولانی‌تر و به تفکیک صنایع این پژوهش انجام گردد.

تأثیر خودشیفتگی مدیرعامل بر رابطه بین ریسک مالیاتی و حساسیت سرمایه‌گذاری.

### منابع

- ✓ امیری، رسول، (۱۳۹۷)، اجتناب از پرداخت مالیات، ریسک مالیاتی و سررسید بدهی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه آزاد اسلامی واحد مرودشت.
- ✓ ایزد، آزاده، اعتمادی، حسین، (۱۳۹۶)، بررسی ارتباط بین محدودیت مالی و هزینه نمایندگی با حساسیت سرمایه‌گذاری نسبت به جریان وجه نقد در شرکت‌های پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران، پایان نامه کارشناسی ارشد حسابداری، دانشگاه البرز، دانشکده مدیریت و حسابداری.
- ✓ برزگری خانقاه، جمال، عباسی، ابراهیم، قدک فروشان، مریم، (۱۳۹۹)، بررسی اثر تعاملی ریسک مالیاتی و مسئولیت اجتماعی بر ارزش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، مجله دانش حسابداری، دوره ۱۱، شماره ۱، صص ۱۵۹-۱۸۹.
- ✓ پاکیزه، کامران، حیدری، محمدرضا، بشیری جویباری، مهدی، (۱۳۹۴)، بررسی تأثیر ریسک مالیاتی بر نگهداشت وجه نقد توسط شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه دانش حسابداری، دوره ۶، شماره ۲۲، صص ۵۷-۷۹.
- ✓ حیدرپور، فرزانه، تاری وردی، یدالله، محرابی، مریم، (۱۳۹۲)، تأثیر گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران بر بازده سهام، دانش مالی تحلیل اوراق بهادار، دوره ۶، شماره ۱۷، صص ۱-۱۳.
- ✓ شعری آناقیز، صابر، حساس یگانه، یحیی، سدیدی، مهدی، نره ئی، بنیامین، (۱۳۹۵)، تصمیم‌گیری احساسی سرمایه‌گذاران، حاکمیت شرکتی و کارایی سرمایه‌گذاری، فصلنامه حسابداری مالی، دوره ۸، شماره ۳۲، صص ۱-۳۷.
- ✓ صادقی، فاطمه، (۱۳۹۶)، بررسی تأثیر اجتناب مالیاتی و ریسک مالیاتی بر ارزیابی سرمایه‌گذاران از شرکت، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه الزهرا (س).
- ✓ طهماسبی فرد، سعیده، (۱۳۹۸)، بررسی رابطه بین حساسیت سرمایه‌گذار و هزینه تبلیغات در بورس اوراق بهادار تهران، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه آزاد اسلامی واحد مرودشت.
- ✓ گل محمدی، حمید، (۱۳۹۷)، بررسی رابطه بین اجتناب مالیاتی، ریسک مالیاتی و بازده سهامریال پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه بین‌المللی امام رضا (ع).
- ✓ Fazzari, S. R., Hubbard, G. and Petersen, B., (1988). Financing Constraints and Corporate Investment, *Brooking Papers on Economic Activity*, 1, 141-195.
- ✓ Isin, A. (2018). Tax avoidance and cost of debt: The case for loan-specific risk mitigation and public debt financing, *Journal of Corporate Finance*, Volume 49, April 2018, Pages 344-378.

- ✓ Kaplan, S. N. and Zingales, L., (1997). Do financing constraints explain why investment is correlated with cash flow?, *Quarterly Journal of Economics*, 112, 169–215
- ✓ Kovermann, J. (2018). "Tax avoidance, tax risk and the cost of debt in a bank-dominated economy", *Managerial Auditing Journal*, Vol. 33 Issue: 8/9, pp.683-699, <https://doi.org/10.1108/MAJ-12-2017-1734>.
- ✓ Li, Ming, Song, Liang. (2018). Corporate governance, accounting information environment, and investment-cash flow sensitivity", *International Journal of Accounting & Information Management*, <https://doi.org/10.1108/IJAIM-04-0049>
- ✓ Mian, G.M. Sharma. P. Gul.A.F. (2018). Investor sentiment and advertising expenditure. *International Journal of Research in Marketing*, 1-17.
- ✓ Persaud, A. (1996). Investors Shifting Appetite for Risk, *FX Research Note*, Morgan Guaranty Trust Company, NY.
- ✓ Zhu, B. (2018). "Investment-cash flow sensitivity in a bank-dominated economy", *Basin Finance Journal*, 38(4): 125-134.

