

بررسی اثر مالیات شرکت و اهرم مالی بر ریسک سرمایه‌گذاری در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

پریسا حاج‌حیدری

کارشناسی ارشد حسابداری، دانشگاه شهید اشرفی اصفهانی، اصفهان، ایران. (نویسنده مسئول).
Parisahajheidari970@yahoo.com

احسان رجایی زاده هرندی

کارشناسی ارشد حسابداری، دانشگاه شهاب دانش، قم، ایران.
ehsanrajaeezadeh@yahoo.com

چکیده

این پژوهش به بررسی تأثیر مالیات شرکت و اهرم مالی بر ریسک سرمایه‌گذاری در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌پردازد. پژوهش حاضر از لحاظ هدف، کاربردی بوده و از بعد روش‌شناسی همبستگی از نوع علی (پس رویدادی) می‌باشد. جامعه آماری پژوهش، کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد و با استفاده از روش نمونه‌گیری حذف سیستماتیک، ۱۰۸ شرکت به‌عنوان نمونه پژوهش انتخاب شده و در دوره زمانی هفت‌ساله بین سال‌های ۱۳۹۳ الی ۱۳۹۹ مورد تحقیق و بررسی قرار گرفتند. برای آزمون فرضیه‌های پژوهش از نرم‌افزار ایویوز نسخه ۹ و از رگرسیون چندگانه مبتنی بر داده‌های ترکیبی استفاده شده است. نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌های پژوهش بیانگر این است که هزینه مالیات بر ریسک سرمایه‌گذاری تأثیر مثبت و معناداری دارد بدین معنی که با افزایش هزینه مالیات، ریسک سرمایه‌گذاری افزایش خواهد یافت. همچنین، اهرم مالی بر ریسک سرمایه‌گذاری تأثیر منفی و معناداری دارد بدین معنی که با افزایش اهرم مالی، ریسک سرمایه‌گذاری کاهش خواهد یافت.

واژگان کلیدی: ریسک سرمایه‌گذاری، مالیات شرکت، اهرم مالی.

مقدمه

نسبت بدهی به حقوق صاحبان سرمایه برای اندازه‌گیری اهرم مالی یک شرکت مورد استفاده قرار می‌گیرد. در اصطلاح مالی، اهرم توانایی شرکت را در استفاده از هزینه‌های ثابت و منابع وجوه در ایجاد بازده‌های بسیار زیاد جهت صاحبان سرمایه نشان می‌دهد. اهرم مالی، یکی از تکنیک‌های تأمین مالی است که جهت استفاده از منابع بدهی یا سهام ممتاز (اقلامی که هزینه‌های ثابت مالی برای شرکت ایجاد می‌کنند) به منظور افزایش بازده سرمایه‌گذاری سرمایه (صاحبان اصلی شرکت) مورد استفاده قرار می‌گیرد. وجود اهرم مالی، نشان دهنده این مطلب است که یک مقدار تغییر در سود عملیاتی (سود قبل از کسر بهره و مالیات) نتیجه بالنسبه بزرگتری در سود هر سهم شرکت ایجاد خواهد کرد. بنابراین با وجود هزینه‌های ثابت مالی، تغییر یک درصد در سود عملیات، موجب تغییر بیش از یک درصد در سود هر سهم شرکت خواهد شد. به معیار سنجش این اثر، معمولاً درجه اهرم مالی اطلاق می‌شود. همان‌گونه که واژه اهرم اشاره دارد، شرکتی که اهرم بالایی دارد، به طور غیر متناسبی توانایی‌اش در کسب سود افزایش می‌یابد، که این موضوع به این دلیل رخ می‌دهد که شرکت افزایش سرمایه از طریق تأمین مالی بدهی با نرخ بهره ثابت را به جای تأمین مالی از طریق سرمایه (انتشار سهام) انتخاب کرده است (پور زمانی و شمسی جامخانه، ۱۳۸۸).

یکی از مسائل مهم گزارشگری مالی این است که اصولاً سود حسابداری گزارش شده در صورت سود و زیان شرکت‌ها با سود مشمول مالیات مطابق قوانین مالیاتی متفاوت است. این تفاوت دلایلی مانند غیر قابل قبول بودن برخی از هزینه‌های گزارش شده در صورت سود و زیان طبق قانون مالیات، اختلاف سلیقه در محاسبه معافیت‌های مالیاتی، تفاوت در مبلغ (نرخ) استهلاك طبق قانون مالیات و مبلغ استهلاك طبق استانداردهای حسابداری و غیره دارد. با توجه به اختلاف مزبور، مبلغ مالیات قابل پرداخت نیز طبق گزارشگری مالی شرکت متفاوت از محاسبات مربوط طبق قوانین مالیاتی خواهد شد. این امر باعث می‌شود که نرخ قانونی مالیات با نرخ مؤثر مالیاتی متفاوت باشد. مالیات به عنوان اصلی‌ترین ابزار کسب درآمد برای دولت‌ها جهت رسیدن به اهداف اقتصادی و اجتماعی تلقی می‌شود و نقش فزاینده دولت‌ها در ایجاد و گسترش خدمات عمومی، تأمین اجتماعی و گسترش تعهدات دولت‌ها در عرصه‌های اقتصادی و اجتماعی و تلاش در جهت تحقق رشد اقتصادی و توزیع عادلانه درآمد از یک سو و کاهش نارضایتی مؤدیان مالیاتی، کاهش فرار مالیاتی و اجتناب از پرداخت مالیات از سوی دیگر، نحوه دریافت مالیات را به مسأله‌ای مهم و مؤثر تبدیل کرده است. در این راستا نرخ مؤثر مالیاتی به عنوان سهم مؤثر سیستم مالیاتی از حاصل فعالیت‌های شرکت که رقم سود خالص را تحت تأثیر قرار می‌دهد، به عنوان ورودی با اهمیتی در تصمیمات مالی می‌باشد. منابع داخلی در تصمیمات مربوط به پرداخت سود سهام تأثیر دارد و نرخ مؤثر مالیاتی با تحت تأثیر قرار دادن سود خالص شرکت بر میزان منابع داخلی و احتمالاً تصمیمات پرداخت سود نقدی به سرمایه‌گذاران اثر خواهد گذاشت (پور زمانی و شمسی جامخانه، ۱۳۸۸).

مالیات یکی از متغیرهای مهمی است که دولت‌ها به‌وسیله آن در متغیرهای کلان اقتصادی اثر می‌گذارند. در گذشته هدف از وضع و اخذ مالیات تأمین مالی دولت‌ها بوده است. اما به تدریج و با آشکار شدن آثار اقدامات مالی دولت، مالیات به‌عنوان ابزاری برای رشد، ثبات و کاهش نابرابری تلقی و مورد توجه قرار می‌گیرد (پور زمانی و شمسی جامخانه، ۱۳۸۸).

شواهد تجربی نشان می‌دهد شرکت‌ها سعی در کاهش و به تعویق انداختن مالیات بر درآمد خود دارند.

مالیات‌ها باعث ایجاد هزینه برای شرکت می‌شود، و کاهش آن باعث می‌شود که جریانات نقد در دسترس شرکت و سهامداران قرار گیرد که این منجر می‌شود که شرکت‌ها و سهامداران تشویق شوند از طریق فعالیت‌های مالیات‌جسورانه مالیات خود را کاهش دهند نرخ مؤثر مالیاتی به‌عنوان یکی از مهم‌ترین شاخص‌های کارایی مالیاتی کاربردهای گسترده‌ای دارد. نرخ مؤثر مالیاتی عبارت است از نرخی واحد که بر اساس آن از فعالیت مشمول مالیات، مالیات اخذ می‌شود. به‌عبارت‌دیگر، این نرخ از تقسیم مالیات بخش موردنظر بر پایه درآمد آن بخش حاصل می‌گردد (عباس‌زاده و همکاران، ۱۳۹۵). پژوهش‌های صورت گرفته مبین آن است که نرخ مؤثر مالیاتی از نرخ قانونی متفاوت خواهد بود (حسینی و شفیعی، ۱۳۸۹). دلیل این امر نیز وجود انواع معافیت‌های مالیاتی یا تمکین ناقص مالیاتی (سیاست‌های مالیاتی جسورانه) از سوی مؤدیان مالیاتی است. در واقع، نرخ مؤثر مالیاتی خالص بار مالیاتی ناشی از برآیند انواع مالیات‌ها را نشان می‌دهد. پژوهش‌های قبلی نشان می‌دهد شرکت‌هایی که دارای نرخ مؤثر بالاتری هستند باید مالیات بیشتری بپردازند پس این سوال مطرح می‌شود که شرکت‌هایی که نرخ مؤثر مالیاتی بالاتری دارند چه اقدامی برای کاهش نرخ مؤثر مالیاتی می‌توانند انجام دهند؟ از جمله مزایای استفاده از بدهی نیز بهره بدهی مالیات است که باعث می‌شود هزینه مؤثر وام کاهش یابد. باز پرداخت بدهی در دوران تورم ارزان‌تر است چرا که وام دهندگان دارای حق رأی نمی‌باشند. سهامداران می‌توانند با پول کمتر کنترل بیشتری را بر شرکت اعمال نمایند. بدهی بلندمدت می‌تواند ثبات مالی آتی شرکت را حفظ نماید. با این حال استفاده بیش‌ازحد بدهی، ریسک ساختار سرمایه را افزایش می‌دهد و باعث ایجاد مسائلی مانند احتمال ورشکستگی و عدم پرداخت بدهی می‌شود.

پژوهش‌های قبلی نشان می‌دهد، بدهی با ایجاد سپر مالیاتی موجب کاهش نرخ مؤثر مالیاتی می‌شود پس شرکت‌ها برای اینکه بخواهند نرخ مؤثر مالیاتی خود را کاهش دهند به سراغ بدهی می‌روند چون باعث صرفه‌جویی مالیاتی می‌شود. سپر

مالیاتی نوعی پوشش برای مالیات است که با استفاده از آن می‌توان مالیات را کاهش داد. دو نوع سپر مالیاتی وجود دارد. سپر مالیاتی با بدهی، به علت وجود بهره باعث صرفه‌جویی مالیاتی در هنگام محاسبه مالیات می‌شود. سپر مالیاتی بدون بدهی، با توجه به معافیت‌های مقرر مثل استهلاک و معافیت‌های سرمایه‌گذاری مالیات را کاهش می‌دهند.

مبانی نظری

سرمایه‌گذاری یکی از مهم‌ترین اجزای تقاضای کل است که نقش بسیار تعیین‌کننده‌ای در نوسانات اقتصادی و رشد اقتصادی یک کشور ایفا می‌کند، در نظریه‌های تقاضای کل، مصرف روند با ثباتی را طی می‌کند و مخارج دولتی نیز یک متغیر سیاست‌گذاری است که کنترل آن در دست دولت قرار دارد، بنابراین تنها متغیر پر تلاطم تقاضای کل که نقش عمده‌ای در ایجاد نوسانات دارد، سرمایه‌گذاری خصوصی است، لذا شناخت رفتار سرمایه‌گذاری و عوامل مؤثر بر آن، بسیار مورد توجه اقتصاددانان و سیاست‌گذاران بوده است. در ادبیات اقتصادی، بحث سرمایه‌گذاری بسیار غنی بوده و سرشار از منابع نظری تجربی در کشورهای توسعه یافته است. به دلیل ساختار متفاوت کشورهای توسعه یافته و توسعه نیافته با توجه به اینکه بعضی از فروض اساسی لازم در تحلیل رفتار بهینه سرمایه‌گذاری مانند وجود بازارهای مالی نسبتاً کارا و عدم کنترل‌های شدید توسط دولت در کشورهای توسعه نیافته فراهم نمی‌باشد، همچنین نظریه‌های سرمایه‌گذاری موجود بیشتر به تحلیل سرمایه‌گذاری خصوصی می‌پردازند و بحث چندانی از سرمایه‌گذاری دولتی به عمل نمی‌آید، حال آن‌که در کشورهای توسعه نیافته، دولت نقش قابل توجهی در تشکیل سرمایه دارد؛ لذا تحلیل دقیق اقتصاد خرد در مباحث مربوط به سرمایه‌گذاری، در کشورهای در حال توسعه‌ای مثل ایران امکان‌پذیر نمی‌باشد. اما با تکیه بر مباحث نظری مطرح شده و مطالعات تجربی صورت گرفته برای کشورهای توسعه نیافته عوامل مؤثر بر سرمایه‌گذاری که در مطالعات انجام شده در این کشورها بیشتر مورد تأیید قرار گرفته‌اند، در نظر گرفته شده است (پاولینا و رنه بوگ^۱، ۲۰۰۵).

مالیات، یکی از مهم‌ترین منابع درآمدی دولت‌ها به شمار می‌آید. افزایش درآمد مالیاتی دولت‌ها، توانایی خدمت‌رسانی اجتماعی را تقویت نموده و به تحقق اهداف دولت‌ها کمک فراوانی می‌کند. از این رو، دولت‌ها همواره به دنبال افزایش درآمد مالیاتی هستند. از طرفی، شرکت‌ها که سهم قابل ملاحظه‌ای در مالیات پرداختی دارند، با اتخاذ تدابیر متعددی سعی دارند که مالیات کمتری را بپردازند. اجتناب مالیاتی که نرخ مؤثر مالیات پایین‌تر را به همراه دارد، می‌تواند ریسک شرکت را افزایش دهد؛ چرا که فعالیت‌های کاهنده مالیات ذاتاً ریسکی بوده و همواره توجه ممیزان مالیاتی را به خود جلب می‌کند. بر این اساس، توانایی اجتناب از پرداخت مالیات به دلیل ریسک ذاتی که به همراه دارد، بر ریسک کلی شرکت مؤثر است. اگر چه بر اساس این دیدگاه، شرکت‌های پرداخت‌کننده مالیات کمتر، در یک فعالیت پر ریسک درگیر می‌شوند، اما قانون مالیات‌های مستقیم در بردارنده موادی است که رفتار مطلوب مالیاتی را برای بسیاری از معاملات فراهم می‌نماید. در بسیاری از این موارد، قانون، به طور شفاف بیان می‌کند که شرکت‌ها می‌توانند پرداخت مالیات جاری خود را بدون افزایش ریسک پرداخت مالیات بیشتر یا جرایم در آینده کاهش دهند. فروش صادراتی، فعالیت‌های کشاورزی و بسیاری از این قبیل موارد، تنها چند نمونه از اجتناب مالیاتی بدون ریسک هستند (نیومن و همکاران^۲، ۲۰۱۳).

تأثیر اهرم مالی بر تصمیمات سرمایه‌گذاری شرکت‌ها یکی از موضوعات اساسی در مدیریت مالی است. بر اساس نظریه میلر و مودیلیانی^۳ (۱۹۵۸) تصمیمات سرمایه‌گذاری امری مستقل از فرآیند تأمین مالی است. در این تئوری بحث می‌شود که هزینه سرمایه، صرف نظر از میزان اهرم غیر قابل تغییر است. تا زمانی که شرکت‌ها فرصت‌های سرمایه‌گذاری

¹ Pawlina and Renneboog

² Neuman et al

³ Miller and Modigliani

سودآوری داشته باشند، می‌توانند بدون در نظر گرفتن ترازنامه خود منابعی برای تأمین مالی آن‌ها بیابند. بنابراین تنها فاکتور مؤثر بر استراتژی سرمایه‌گذاری شرکت‌ها، خالص ارزش فعلی فرصت‌های سرمایه‌گذاری است. مطابق با ادبیات نئوکلاسیک مالی، بازار کارا با تأمین مالی به موقع و کافی پروژه‌های دارای چشم‌انداز مثبت باعث می‌شود که مدیران شرکت‌ها تا هنگامی که نرخ بازده سرمایه‌گذاری صفر شود، به انجام سرمایه‌گذاری مبادرت ورزند. بنابراین در بازار کارا میزان و نوع سرمایه‌گذاری واحدهای تجاری مستقل از ساختار مالی و میزان نقدینگی آن‌هاست. مقالات متعددی به روش‌های مختلف به بررسی نظریه میلر و مودیلیانی پرداخته‌اند. یافته‌های این تحقیقات حاکی از آن است که این نظریه تنها در صورت وجود بازارهای کارا صادق است و در عمل در بازارهای ناکارا تصمیمات سرمایه‌گذاری شرکت‌ها مستقل از ساختار سرمایه آن‌ها نخواهد بود. بازارهای ناقص، سبب ایجاد مشکلات نمایندگی ناشی از تعامل بین مدیران، سهامداران و اعتباردهندگان می‌شوند که همین امر می‌تواند منجر به انگیزه‌هایی برای سرمایه‌گذاری بیشتر از اندازه و یا سرمایه‌گذاری کمتر از اندازه شود (چوی و همکاران^۱، ۲۰۲۰).

در پی پژوهشی که میرز^۲ (۱۹۹۷) در این زمینه انجام داد به این نتیجه دست یافت که مدیران تمایل زیادی به تأمین مالی سرمایه‌گذاری‌ها از محل بدهی‌ها نشان نمی‌دهند، زیرا اعتباردهندگان نیز در خروجی سرمایه‌گذاری شریک می‌شوند. بنابراین با افزایش بدهی انگیزه ائتلاف سهامدار - مدیر، برای سرمایه‌گذاری در فرصت‌هایی با خالص ارزش فعلی مثبت کاهش می‌یابد که با کاهش ارزش شرکت همراه است. شرکت‌های با اهرم بالا ممکن است در تأمین مالی برای پروژه‌های با ارزش فعلی خالص مثبت با مشکلات نقدینگی روبرو شوند و این امر بر توانایی شرکت در تأمین مالی فرصت‌های رشد اثر گذارد. تحت چنین شرایطی، اهرم بالا می‌تواند مشکل سرمایه‌گذاری کمتر از اندازه را ایجاد کند. بنابراین شرکت‌های با اهرم بالا (در مقایسه با شرکت‌های با اهرم پایین‌تر) کمتر قادر به استفاده از فرصت‌های رشد خواهند بود (چوی و همکاران، ۲۰۲۰).

در تئوری اگرچه اهرم، انگیزه‌های سرمایه‌گذاری کمتر از اندازه را ایجاد می‌کند، این اثر می‌تواند توسط عملیات اصلاحی شرکت کاهش داده شود و در نهایت شرکت با تشخیص به موقع فرصت‌های آتی، می‌تواند اثر بدهی را تضعیف نماید (چوی و همکاران، ۲۰۲۰).

از منظر تئوری، در شرکتی که عملیات اصلاحی انجام داده، اهرم خود را کاهش می‌دهد، و از سوی دیگر فرصت‌های رشد آتی خود را به موقع شناسایی می‌نماید، اثر بدهی می‌تواند ضعیف شود؛ حتی اگر سبب انگیزه‌هایی مبنی بر سرمایه‌گذاری کمتر گردد. مدیر با شناخت فرصت‌های رشد پیش رو می‌تواند پیشاپیش و به طور بهینه‌ای اهرم را کاهش دهد و اثر آن را بر رشد، رقیق نماید (میخالیو و زاونر^۳، ۲۰۱۷).

اهرم حاوی هشدار حاکمی از اطلاعات مدیران درباره فرصت‌های سرمایه‌گذاری است. تئوری‌های ساختار سرمایه بیان می‌کنند که مدیران شرکت‌هایی با فرصت‌های رشد مناسب باید اهرم کمتری انتخاب نمایند، زیرا اگر آن‌ها میزان بدهی خارجی خود را افزایش دهند، قادر نخواهند بود از مزایای فرصت‌های سرمایه‌گذاری شان استفاده کنند و در نتیجه ارتباط منفی میان رشد آتی و اهرم ایجاد می‌شود، زیرا مدیران شرکت‌هایی با فرصت رشد بالا، اهرم پایین را انتخاب خواهند کرد (واین وو^۴، ۲۰۱۸).

¹ Choi et al

² Meyers

³ Mykhayliv and Zauner

⁴ Vinh Vo

پیشینه پژوهش

چوی و همکاران (۲۰۲۰) در پژوهشی تحت عنوان، مالیات شرکت، اهرم مالی و ریسک پرتفوی، به تجزیه و تحلیل پیامدهای نظری مالیات بر درآمد شرکتی را برای یک پرتفوی پرخطر در یک اقتصاد کل پرداختند. نتایج نشان داد، مالیات شرکتی می‌تواند مصرف پس از مالیات را از سود سهام کاهش دهد (افزایش اهرم) و سپر مالیاتی را افزایش دهد که سود سهام را افزایش می‌دهد (کاهش اهرم). تغییرات در سود سهام مسئول همبستگی بین رشد سود مورد انتظار و رشد مصرف است و بنابراین بر قیمت‌گذاری و بازده سهام تأثیر می‌گذارد. به طور کلی، مدل با ریسک پورتفوی ناشی از مالیات مرتبط با اهرم مالی مشخص می‌شود.

واین وو (۲۰۱۸) ارتباط بین اهرم مالی و سرمایه‌گذاری شرکت‌ها را بررسی کردند. برای تجزیه و تحلیل داده‌ها از روش اثرات ثابت اقتصادسنجی داده‌های پانلی استفاده شد. با توجه به مطالعات قبلی، نتایج پژوهش حاضر نشان می‌دهد که یک رابطه منفی بین اهرم و سرمایه‌گذاری وجود دارد. این بدان معنی است که بدهی‌ها به طور جدی سرمایه‌گذاری شرکت را محدود می‌کنند. با این حال، بر خلاف مطالعات قبلی، نتایج نشان می‌دهد که تأثیر منفی اهرم بر سرمایه‌گذاری در شرکت‌های با فرصت‌های رشد بالا نسبت به شرکت‌های با فرصت رشد پایین، بیشتر است.

کانادحسن^۱ (۲۰۱۴) به بررسی تأثیر اهرم مالی بر تصمیمات سرمایه‌گذاری در شرکت‌های داروسازی هند از سال ۲۰۰۰ تا ۲۰۱۲ پرداخت. در این پژوهش سه مدل تجربی (رگرسیون ترکیبی، اثرات انباشته و اثرات تصادفی) هم زمان مورد استفاده قرار گرفت. نتایج پژوهش وی نشان داد رابطه منفی بین اهرم مالی و تصمیمات سرمایه‌گذاری وجود دارد، اما بین جریان وجوه نقد شرکت و سرمایه‌گذاری رابطه مثبتی وجود دارد.

مصلی و مقدم (۱۳۹۹) در پژوهشی تحت عنوان، بررسی تأثیر اهرم مالی بر ریسک و بازده سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، به بررسی تأثیر اهرم مالی بر ریسک شرکت‌ها و بازده سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. در این پژوهش به جمع‌آوری اطلاعات مالی ۳۰ شرکت از شرکت‌های عضو بورس اوراق بهادار تهران در بازه زمانی ۱۳۹۲ الی ۱۳۹۶ اقدام شده است. یافته‌های این پژوهش حاکی از آن است که رابطه معناداری بین اهرم مالی و بازده سهام شرکت‌ها وجود دارد پس می‌توان در حالت کلی بیان کرد که بین اهرم مالی و ریسک مالی رابطه معناداری وجود دارد.

رحمانی و نخعی (۱۳۹۹) در پژوهشی با عنوان، بررسی تأثیر اهرم مالی بر سرمایه‌گذاری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، به بررسی تأثیر اهرم مالی بر سرمایه‌گذاری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۹۱ الی ۱۳۹۶ پرداختند. نمونه‌گیری به روش حذفی سیستماتیک انجام و تعداد ۱۶۸ شرکت به عنوان نمونه آماری انتخاب شد. نتایج نشان می‌دهد که اهرم مالی تأثیر منفی و معناداری بر سرمایه‌گذاری شرکت‌ها دارد. همچنین، یافته‌ها بیانگر این است که تأثیر اهرم مالی بر سرمایه‌گذاری در شرکت‌های با فرصت رشد بالا نسبت به شرکت‌های با فرصت رشد پایین، کمتر می‌باشد.

زارعی مجد و منتی رشنو (۱۳۹۹) در پژوهشی با عنوان، ارتباط کیفیت افشاء بر عملکرد مالی با توجه به نقش ریسک سرمایه‌گذاری، به بررسی ارتباط کیفیت افشاء و عملکرد مالی با توجه به نقش ریسک سرمایه‌گذاری در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. ۱۰۴ شرکت به عنوان نمونه آماری پژوهش انتخاب شد. نتایج پژوهش حاکی از آن است که با توجه به معنادار بودن رابطه کیفیت افشاء بر عملکرد مالی، فرضیه اول پژوهش مورد تأیید واقع می‌شود. همچنین با توجه به معنادار نبودن ریسک سرمایه‌گذاری بر رابطه کیفیت افشاء بر عملکرد مالی، فرضیه دوم پژوهش مورد تأیید واقع نمی‌شود.

¹ Kannadhasan

روش‌شناسی پژوهش

این پژوهش از نوع پژوهش‌های کاربردی است. پژوهش کاربردی، پژوهشی است که نظریه‌ها، قانونمندی‌ها، اصول و فنون را برای حل مسائل واقعی به کار می‌گیرد. همچنین این پژوهش از نوع پژوهش‌های همبستگی است، زیرا به دنبال یافتن ارتباط بین چندین متغیر است. روش‌شناسی پژوهش حاضر از نوع پس‌رویدادی است، بدین معنی که انجام پژوهش براساس اطلاعات گذشته انجام می‌شود. در این پژوهش به منظور انجام آزمون فرضیه‌ها از روش رگرسیون چندمتغیره و مدل‌های اقتصادسنجی بهره گرفته شده است. تحلیل‌های آماری از طریق نرم‌افزار آماری ایویوز انجام پذیرفت.

قلمرو زمانی این پژوهش، برای یک دوره هفت‌ساله از سال ۱۳۹۳ لغایت ۱۳۹۹ تعیین شده و قلمرو مکانی آن نیز کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است که کلیه شرایط زیر را داشته باشند:

۱- اطلاعات صورت مالی آن‌ها از سال ۱۳۹۳ به‌طور کامل و پیوسته در دسترس باشد.
۲- جزو شرکت‌های سرمایه‌گذاری، واسطه‌گری مالی و بیمه‌ای نباشند، زیرا ماهیت این شرکت‌ها با سایر شرکت‌های عضو بورس متفاوت است.

۳- همه داده‌های متغیرهای پژوهش برای شرکت‌های موردنظر قابل دسترس باشد.

۴- شرکت طی بازه زمانی پژوهش سال مالی خود را تغییر نداده باشد.

با توجه به شرایط فوق، از بین شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، ۱۰۸ شرکت به‌عنوان نمونه انتخاب شد. بنابراین مشاهدات ما برابر با ۷۵۶ سال - شرکت خواهد بود.

فرضیه پژوهش

فرضیه اول: هزینه مالیات بر ریسک سرمایه‌گذاری تأثیر مثبت و معناداری دارد.

فرضیه دوم: اهرم مالی بر ریسک سرمایه‌گذاری تأثیر منفی و معناداری دارد.

مدل و متغیرهای پژوهش

به‌منظور آزمون فرضیه اول از مدل رگرسیونی چندگانه مبتنی بر داده‌های ترکیبی طبق پژوهش چوی و همکاران (۲۰۲۰) برحسب رابطه (۱) استفاده می‌شود:

رابطه (۱):

$$\text{Investment Risk}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{TAX}_{it} + \beta_2 \text{SIZE}_{it} + \beta_3 \text{LOSS}_{it} + \beta_4 \text{ROA}_{it} + \beta_5 \text{CFO}_{it} + \beta_6 \text{MTB}_{it} + \beta_7 \text{Liquidity}_{it} + \varepsilon_{it}$$

کلیه فرضیه‌های پژوهش در سطح اطمینان ۹۵ درصد مورد آزمون قرار می‌گیرد و به‌منظور آزمون فرضیه اول پژوهش، ضریب β_1 در نظر گرفته می‌شود و چنانچه در سطح اطمینان موردنظر معنادار باشد فرضیه اول پژوهش رد نخواهد شد.

به‌منظور آزمون فرضیه دوم از مدل رگرسیونی چندگانه مبتنی بر داده‌های ترکیبی طبق پژوهش شارما و همکاران (۲۰۲۰) برحسب رابطه (۲) استفاده می‌شود:

رابطه (۲):

$$\text{Investment Risk}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{LEV}_{it} + \beta_2 \text{SIZE}_{it} + \beta_3 \text{LOSS}_{it} + \beta_4 \text{ROA}_{it} + \beta_5 \text{CFO}_{it} + \beta_6 \text{MTB}_{it} + \beta_7 \text{Liquidity}_{it} + \varepsilon_{it}$$

به منظور آزمون فرضیه دوم پژوهش، ضریب β_1 در نظر گرفته می‌شود و چنانچه در سطح اطمینان مورد نظر معنادار باشد فرضیه دوم پژوهش رد نخواهد شد.

متغیر وابسته

ریسک سرمایه‌گذاری ($Investment Risk_{it}$): در این پژوهش برای اندازه‌گیری ریسک سرمایه‌گذاری مطابق با پژوهش مارکوویتز^۱ (۱۹۵۲) از انحراف معیار ۵ سال قبل نسبت کل سرمایه‌گذاری‌های شرکت در سهام نسبت به کل دارایی‌ها برای شرکت i در پایان سال t استفاده می‌شود (زارع زاده و زارعی، ۱۴۰۰).

متغیرهای مستقل

هزینه مالیات (TAX_{it}): در تحقیقات صورت گرفته پیرامون هزینه مالیات از نرخ مؤثر مالیاتی به عنوان معیاری برای سنجش مدیریت مالیات استفاده شده است. در این پژوهش نیز به پیروی از زیمرمن^۲ (۱۹۸۳) و کیم و لیمپافایوم^۳ (۱۹۹۸) نرخ مؤثر مالیاتی مطابق با رابطه (۳) از نسبت هزینه مالیات ابرازی به سود خالص قبل از کسر مالیات محاسبه خواهد شد (پورحیدری و سورستانی، ۱۳۹۲).
رابطه (۳):

$$\text{نرخ مؤثر مالیاتی} = \frac{\text{هزینه مالیات}}{\text{سود خالص قبل از کسر مالیات}}$$

از آنجایی که بین مدیریت مالیات و نرخ مؤثر مالیاتی رابطه معکوسی وجود دارد؛ یعنی نرخ مؤثر مالیاتی بالا، نشان‌دهنده مدیریت مالیات کمتر است؛ لذا برای خنثی کردن این اثر در هنگام برآورد مدل‌های پژوهش، بایستی نرخ مؤثر مالیاتی در عدد (-۱) ضرب شود.
اهرم مالی (LEV_{it}): برای محاسبه اهرم مالی از نسبت کل بدهی‌ها به کل دارایی‌ها در پایان سال مالی استفاده می‌شود (چوی و همکاران، ۲۰۲۰).

متغیرهای کنترلی

اندازه شرکت ($SIZE_{it}$): جهت محاسبه اندازه شرکت از لگاریتم طبیعی کل دارایی‌ها در پایان سال مالی استفاده می‌شود.
زیان شرکت ($LOSS_{it}$): متغیر کیفیتی است که اگر شرکت زیان گزارش کرده باشد، ۱؛ در غیر این صورت صفر خواهد بود.

بازده دارایی (ROA_{it}): برای محاسبه بازده دارایی از نسبت سود عملیاتی به کل دارایی‌ها استفاده می‌شود.
نسبت جریان وجوه نقد عملیاتی (CFO_{it}): برابر است با نسبت خالص جریان‌های نقدی عملیاتی به ارزش دفتری دارایی‌های شرکت.

رشد شرکت (MTB_{it}): برای محاسبه رشد شرکت از نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام استفاده می‌شود.

نقدینگی ($Liquidity_{it}$): از تقسیم دارایی‌های جاری منهای بدهی‌های جاری بر کل دارایی‌ها قابل محاسبه است.

¹ Markowitz
² Zimmerman
³ Kim and Limpaphayom

یافته‌های پژوهش

به منظور بررسی مشخصات عمومی متغیرها و تجزیه و تحلیل دقیق آن‌ها، آشنایی با آمار توصیفی مربوط به متغیرها لازم است. جدول (۱)، آمار توصیفی داده‌های مربوط به متغیرهای مورد استفاده در پژوهش را نشان می‌دهد.

جدول (۱): آمار توصیفی

پنل متغیرهای پیوسته						
متغیر	میانگین	میانه	بیشترین	کمترین	انحراف معیار	مشاهدات
INV	۰/۰۷۷	۰/۰۵۸	۰/۴۸۷	۰/۰۰۴	۰/۰۶۷	۷۵۶
TAX	-۰/۱۰۹	-۰/۱۱۷	۰	-۰/۳۶۶	۰/۰۸۷	۷۵۶
LEV	۰/۵۴۰	۰/۵۳۸	۰/۹۳۹	۰/۱۹۸	۰/۱۹۳	۷۵۶
SIZE	۱۴/۶۰۷	۱۴/۵۷۹	۱۹/۷۷۳	۱۱/۱۱۶	۱/۳۵۴	۷۵۶
ROA	۰/۱۵۴	۰/۱۱۸	۰/۶۲۰	-۰/۱۹۷	۰/۱۴۰	۷۵۶
CFO	۰/۱۰۵	۰/۰۸۹	۰/۵۴۸	-۰/۳۷۷	۰/۱۳۸	۷۵۶
MTB	۳/۳۵۹	۲/۵۸۴	۸/۶۴۸	۰/۴۷۶	۲/۲۵۰	۷۵۶
LIQ	۰/۱۹۳	۰/۱۹۹	۰/۷۴۷	-۰/۲۸۲	۰/۲۲۵	۷۵۶
پنل متغیرهای گسسته						
متغیر	درصد یک	درصد صفر	مشاهدات			
Loss	۸/۲۰	۹۱/۸۰	۷۵۶			

مهم‌ترین شاخص مرکزی میانگین است که نشان‌دهنده نقطه تعادل و مرکز ثقل توزیع است و شاخص مناسبی برای نشان دادن مرکزیت داده‌ها می‌باشد. همان‌طور که در جدول (۱) می‌توان مشاهده کرد، میانگین ریسک سرمایه‌گذاری برابر ۰/۰۷۷ می‌باشد. میانگین هزینه مالیات برابر ۰/۱۰۹- است. متوسط اهرم مالی برابر با ۰/۵۴۰ می‌باشد که نشان می‌دهد این شرکت‌ها حدود ۵۴ درصد منابع مالی خود را، از طریق بدهی تأمین می‌کنند، می‌توان عنوان کرد که ۵۴ درصد از شرکت‌ها ریسک مالی بالایی را پذیرفته‌اند. مطابق با یافته‌های جدول، بازده دارایی با میانگین ۰/۱۵۴ نشان‌دهنده آن است که واحدهای تجاری ۰/۱۵۴ سود و بازدهی از منابع و دارایی‌های تحت اختیار کسب می‌کنند. متغیر اندازه شرکت، که از طریق لگاریتم طبیعی کل دارایی‌ها محاسبه شده است دارای میانگین ۱۴/۶۰۷ است. رشد شرکت دارای میانگین ۳/۳۵۹ است.

پیش فرض‌های رگرسیون

میزان اعتبار مدل‌های برآورد شده به میزان برقراری پیش فرض‌های لازم رگرسیون برای برآورد مدل است. مهم‌ترین پیش فرض‌های عبارتند از:

بررسی عدم خودهمبستگی

برای بررسی عدم خودهمبستگی در نتایج مدل رگرسیونی از آماره دوربین - واتسون استفاده شده است. به طوری که اگر آماره دوربین - واتسون بین ۱/۵ تا ۲/۵ باشد خودهمبستگی در مدل وجود ندارد. خلاصه نتایج این آزمون در جدول (۲) ارائه شده است.

جدول (۲): نتایج آزمون دوربین - واتسون

مدل	ضریب تعیین	ضریب تعیین تعدیل شده	دوربین - واتسون	آماره F	سطح معناداری
اول	۰/۳۰۷	۰/۲۹۹	۱/۸۷۱	۱۲/۸۹۵	۰/۰۰۰
دوم	۰/۳۰۸	۰/۳۰۱	۱/۸۵۴	۲۸/۲۲۵	۰/۰۰۰

همسانی واریانس خطاهای مدل

برای بررسی همسان بودن واریانس خطاهای مدل از آزمون وایت استفاده شده است. نتایج حاصل از انجام آزمون وایت به شرح جدول (۳) است.

فرض‌های آماری پژوهش در آزمون وایت به شرح زیر است:

فرض صفر (H_0): واریانس مقادیر خطا همسان است.

فرض یک (H_1): واریانس مقادیر خطا همسان نیست.

همان‌گونه که ملاحظه می‌شود، سطح معناداری آزمون وایت کمتر از سطح خطای ۵٪ است. بنابراین، در سطح خطای ۵٪ فرضیه H_0 این آزمون مبنی بر همسان بودن واریانس‌ها رد می‌شود و در مقابل فرضیه شماره یک مبنی بر ناهمسانی واریانس‌ها پذیرفته می‌شود.

جدول (۳): نتیجه آزمون وایت

نتیجه	احتمال	آماره	مدل
ناهمسانی واریانس	۰/۰۰۰	۵/۱۱۶	اول
ناهمسانی واریانس	۰/۰۰۰	۴/۴۰۴	دوم

آزمون هم‌خطی

برای تعیین هم‌خطی بین متغیرهای مستقل و کنترلی از عامل تورم واریانس (VIF) استفاده می‌شود. وقتی که شاخص تورم واریانس کمتر از ۵ باشد، نشان‌دهنده عدم وجود هم‌خطی می‌باشد. نتایج در جدول (۴) ارائه شده است.

جدول (۴): آزمون هم‌خطی بین متغیرها

فرضیه دوم	فرضیه اول	متغیر	نماد
عامل تورم واریانس (VIF)	عامل تورم واریانس (VIF)	هزینه مالیات	TAX
۱/۳۹	۱/۲۱	اهرم مالی	LEV
۱/۱۹	۱/۲۰	اندازه شرکت	SIZE
۱/۲۳	۱/۳۴	زیان شرکت	LOSS
۲/۳۲	۲/۲۲	بازده دارایی	ROA
۱/۴۶	۱/۴۶	نسبت جریان وجوه نقد عملیاتی	CFO
۱/۱۰	۱/۰۹	رشد شرکت	MTB
۱/۳۱	۱/۱۷	نقدینگی شرکت	LIQ

آزمون تعیین نوع داده‌ها

به‌منظور انتخاب بین روش داده‌های تابلویی و تلفیقی در برآورد مدل، از آزمون اف لیمر استفاده شده است. برای بررسی نتایج اف لیمر، در صورتی که احتمال آمار اف بیشتر از ۰/۰۵ باشد، باید از روش داده‌های تلفیقی استفاده کرد، در غیر این صورت از روش داده‌های تابلویی استفاده می‌شود.

در صورت پذیرفته شده روش داده‌های تابلویی، سپس باید آزمون هاسمن را جهت انتخاب بین روش اثرات تصادفی یا ثابت بکار برد. در آزمون هاسمن، در صورتی که احتمال آماره کای دو بیشتر از ۰/۰۵ باشد، باید از روش اثرات تصادفی و در غیر این صورت از روش اثرات ثابت استفاده شود. خلاصه نتایج آزمون اف لیمر و هاسمن در جدول (۵) ارائه شده است. با توجه به نتایج جدول (۵)، از مدل اثرات ثابت استفاده شده است.

جدول (۵): آزمون اف لیمر و هاسمن

آزمون هاسمن			آزمون اف لیمر			
نتیجه	احتمال	آماره کای دو	نتیجه	احتمال	آماره F لیمر	مدل
اثرات ثابت	۰/۰۰۰	۳۸/۵۱۲	تابلویی	۰/۰۰۰	۵/۴۸۲	اول
اثرات ثابت	۰/۰۰۰	۳۳/۱۵۰	تابلویی	۰/۰۰۰	۴/۴۴۳	دوم

تجزیه و تحلیل نتایج حاصل از برآورد مدل

جدول (۶) نتایج حاصل از آزمون فرضیه اول پژوهش را با استفاده از مدل رگرسیون چندگانه مبتنی بر داده‌های ترکیبی نشان می‌دهد.

جدول (۶): نتیجه آزمون فرضیه اول

Investment Risk _{it} = $\beta_0 + \beta_1 TAX_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 LOSS_{it} + \beta_4 ROA_{it} + \beta_5 CFO_{it} + \beta_6 MTB_{it} + \beta_7 Liquidity_{it} + \varepsilon_{it}$				
احتمال آماره t	آماره t	خطای استاندارد	ضریب	متغیر
۰/۰۰۸	۲/۶۳	۰/۰۳۲	۰/۰۸۵	هزینه مالیات
۰/۰۰۳	-۲/۹۳	۰/۰۰۲	-۰/۰۰۶	اندازه شرکت
۰/۰۸۶	۱/۷۱	۰/۰۱۰	۰/۰۱۸	زیان شرکت
۰/۰۱۶	-۲/۴۰	۰/۰۲۷	-۰/۰۶۶	بازده دارایی
۰/۳۹۹	-۰/۸۴	۰/۰۲۱	-۰/۰۱۸	جریان وجوه نقد عملیاتی
۰/۲۷۷	۱/۰۸	۰/۰۰۰۹	۰/۰۰۱	رشد شرکت
۰/۰۰۰	۵/۵۴	۰/۰۰۷	۰/۰۴۰	نقدینگی شرکت
۰/۰۰۰	۵/۸۱	۰/۰۳۰	۰/۱۷۶	مقدار ثابت
احتمال آماره F		آماره F	ضریب تعیین تعدیل شده	ضریب تعیین
۰/۰۰۰		۱۲/۸۹۵	۰/۲۹۹	۰/۳۰۷

همان‌طور که در جدول (۶) می‌توان مشاهده کرد، در آزمون مدل، مقدار احتمال آماره F برابر صفر و این مقدار کمتر از ۰/۰۵ است. پس می‌توان گفت با ۹۵ درصد اطمینان مدل معنادار می‌باشد. همچنین نتایج مربوط به ضریب تعیین تعدیل شده نشان می‌دهد که حدود ۳۰ درصد تغییرات متغیر وابسته به وسیله متغیرهای مستقل و کنترلی مدل، توضیح داده می‌شوند.

بر اساس نتایج حاصل شده در جدول (۶)، ضریب متغیر هزینه مالیات برابر ۰/۰۸۵ می‌باشد و همچنین احتمال آماره t مربوط به متغیر هزینه مالیات نشان می‌دهد با سطح اطمینان ۹۵ درصدی، ضریب متغیر هزینه مالیات معنادار است. علاوه بر این علامت مثبت این ضریب نشان‌دهنده رابطه مستقیم بین متغیر هزینه مالیات و ریسک سرمایه‌گذاری می‌باشد. بر این اساس فرضیه "هزینه مالیات بر ریسک سرمایه‌گذاری تأثیر مثبت و معناداری دارد" رد نمی‌شود.

افزون بر این، احتمال آماره t مربوط به متغیرهای کنترلی نشان می‌دهد که متغیرهای اندازه شرکت، بازده دارایی و نقدینگی شرکت معنادار می‌باشد. علاوه بر این علامت ضریب متغیرهای اندازه شرکت و بازده دارایی منفی است که نشان‌دهنده رابطه معکوس بین این متغیرها با متغیر وابسته بوده و علامت ضریب متغیر نقدینگی شرکت مثبت می‌باشد که نشان‌دهنده رابطه مستقیم با متغیر وابسته است.

جدول (۷) نتایج حاصل از آزمون فرضیه دوم پژوهش را با استفاده از مدل رگرسیون چندگانه مبتنی بر داده‌های ترکیبی نشان می‌دهد.

جدول (۷): نتیجه آزمون فرضیه دوم

Investment Risk _{it} = $\beta_0 + \beta_1 LEV_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 LOSS_{it} + \beta_4 ROA_{it} + \beta_5 CFO_{it} + \beta_6 MTB_{it} + \beta_7 Liquidity_{it} + \varepsilon_{it}$				
متغیر	ضریب	خطای استاندارد	آماره t	احتمال آماره t
اهرم مالی	-۰/۱۴۷	۰/۰۱۴	-۱۰/۱۷	۰/۰۰۰
اندازه شرکت	-۰/۰۰۵	۰/۰۰۱	-۲/۶۰	۰/۰۰۹
زیان شرکت	۰/۰۳۱	۰/۰۰۹	۳/۱۹	۰/۰۰۱
بازده دارایی	-۰/۱۴۸	۰/۰۲۶	-۵/۶۲	۰/۰۰۰
جریان وجوه نقد عملیاتی	-۰/۰۱۶	۰/۰۲۰	-۰/۷۹۲	۰/۴۲۸
رشد شرکت	۰/۰۰۲	۰/۰۰۰۹	۲/۴۱	۰/۰۱۶
نقدینگی شرکت	۰/۰۱۷	۰/۰۰۷	۲/۳۵	۰/۰۱۸
مقدار ثابت	۰/۲۴۲	۰/۰۲۹	۸/۳۳	۰/۰۰۰
ضریب تعیین	ضریب تعیین تعدیل شده	آماره F	احتمال آماره F	
۰/۳۰۸	۰/۳۰۱	۲۸/۲۲۵	۰/۰۰۰	

همان‌طور که در جدول (۷) می‌توان مشاهده کرد، در آزمون مدل، مقدار احتمال آماره F برابر صفر و این مقدار کمتر از ۰/۰۵ است. پس می‌توان گفت با ۹۵ درصد اطمینان مدل معنادار می‌باشد. همچنین نتایج مربوط به ضریب تعیین تعدیل شده نشان می‌دهد که حدود ۳۰ درصد تغییرات متغیر وابسته به وسیله متغیرهای مستقل و کنترلی مدل، توضیح داده می‌شوند.

بر اساس نتایج حاصل شده در جدول (۷)، ضریب متغیر اهرم مالی برابر -۰/۱۴۷ می‌باشد و همچنین احتمال آماره t مربوط به متغیر اهرم مالی نشان می‌دهد با سطح اطمینان ۹۵ درصدی، ضریب متغیر اهرم مالی معنادار است. علاوه بر این علامت منفی این ضریب نشان‌دهنده رابطه معکوس بین متغیر اهرم مالی و ریسک سرمایه‌گذاری می‌باشد. بر این اساس فرضیه "اهرم مالی بر ریسک سرمایه‌گذاری تأثیر منفی و معناداری دارد" رد نمی‌شود.

افزون بر این، احتمال آماره t مربوط به متغیرهای کنترلی نشان می‌دهد که متغیرهای اندازه شرکت، زیان شرکت، بازده دارایی، رشد شرکت و نقدینگی شرکت معنادار می‌باشد. علاوه بر این علامت ضریب متغیرهای اندازه شرکت و بازده دارایی منفی است که نشان‌دهنده رابطه معکوس بین این متغیرها با متغیر وابسته بوده و علامت ضریب متغیرهای زیان شرکت، رشد شرکت و نقدینگی شرکت مثبت می‌باشد که نشان‌دهنده رابطه مستقیم با متغیر وابسته است.

بحث، نتیجه‌گیری و پیشنهادها

در فرضیه اول به بررسی رابطه بین هزینه مالیات و ریسک سرمایه‌گذاری پرداخته شد. با توجه به احتمال آماره t مربوط به هزینه مالیات می‌توان بیان کرد که در سطح اطمینان ۹۵ درصد ضریب متغیر هزینه مالیات معنادار می‌باشد. از سوی دیگر ضریب برآورد شده برای متغیر برابر ۰/۰۸۵ است. علاوه بر این، علامت مثبت این ضریب نشان‌دهنده رابطه مستقیم بین هزینه مالیات و ریسک سرمایه‌گذاری می‌باشد. مالیات، یکی از مهم‌ترین منابع درآمدی دولت‌ها به شمار می‌آید. افزایش درآمد مالیاتی دولت‌ها، توانایی خدمت‌رسانی اجتماعی را تقویت نموده و به تحقق اهداف دولت‌ها کمک فراوانی می‌کند. از این رو، دولت‌ها همواره به دنبال افزایش درآمد مالیاتی هستند. از طرفی، شرکت‌ها که سهم قابل ملاحظه‌ای در مالیات پرداختی دارند، با اتخاذ تدابیر متعددی سعی دارند که مالیات کمتری را بپردازند. اجتناب مالیاتی که نرخ مؤثر مالیات پایین‌تر را به همراه دارد، می‌تواند ریسک شرکت را افزایش دهد؛ چرا که فعالیت‌های کاهنده مالیات ذاتاً ریسکی بوده و همواره توجه ممیزان مالیاتی را به خود جلب می‌کند. بر این اساس، توانایی اجتناب از پرداخت مالیات به

دلیل ریسک ذاتی که به همراه دارد، بر ریسک کلی شرکت مؤثر است. پس می‌توان بیان کرد با افزایش هزینه مالیات، میزان ریسک سرمایه‌گذاری افزایش می‌یابد. بر این اساس فرضیه "هزینه مالیات بر ریسک سرمایه‌گذاری تأثیر مثبت و معناداری دارد" رد نمی‌شود. نتایج این پژوهش هم‌راستا با یافته چوی و همکاران (۲۰۲۰) می‌باشد. در فرضیه دوم به بررسی رابطه بین اهرم مالی و ریسک سرمایه‌گذاری پرداخته شد. با توجه به احتمال آماره t مربوط به اهرم مالی می‌توان بیان کرد که در سطح اطمینان ۹۵ درصد ضریب متغیر اهرم مالی معنادار می‌باشد. از سوی دیگر ضریب برآورد شده برای متغیر برابر $0/147-$ است. علاوه بر این، علامت منفی این ضریب نشان دهنده رابطه معکوس بین اهرم مالی و ریسک سرمایه‌گذاری می‌باشد. شرکت‌های با اهرم بالا ممکن است در تأمین مالی برای پروژه‌های با ارزش فعلی خالص مثبت با مشکلات نقدینگی روبرو شوند و این امر بر توانایی شرکت در تأمین مالی فرصت‌های رشد اثر گذارد. تحت چنین شرایطی، اهرم بالا می‌تواند مشکل سرمایه‌گذاری کمتر از اندازه را ایجاد کند. بنابراین شرکت‌های با اهرم بالا (در مقایسه با شرکت‌های با اهرم پایین‌تر) کمتر قادر به استفاده از فرصت‌های رشد خواهند بود. در تئوری اگرچه اهرم، انگیزه‌های سرمایه‌گذاری کمتر از اندازه را ایجاد می‌کند، این اثر می‌تواند توسط عملیات اصلاحی شرکت کاهش داده شود و در نهایت شرکت با تشخیص به موقع فرصت‌های آتی، می‌تواند اثر بدهی را تضعیف نماید. اهرم حاوی هشدار حاکمی از اطلاعات مدیران درباره فرصت‌های سرمایه‌گذاری است. تئوری‌های ساختار سرمایه بیان می‌کنند که مدیران شرکت‌هایی با فرصت‌های رشد مناسب باید اهرم کمتری انتخاب نمایند، زیرا اگر آن‌ها میزان بدهی خارجی خود را افزایش دهند، قادر نخواهند بود از مزایای فرصت‌های سرمایه‌گذاری شان استفاده کنند و در نتیجه ارتباط منفی میان رشد آتی و اهرم ایجاد می‌شود، زیرا مدیران شرکت‌هایی با فرصت رشد بالا، اهرم پایین را انتخاب خواهند کرد. پس می‌توان بیان کرد با افزایش اهرم مالی، میزان ریسک سرمایه‌گذاری کاهش می‌یابد. بر این اساس فرضیه "اهرم مالی بر ریسک سرمایه‌گذاری تأثیر منفی و معناداری دارد" رد نمی‌شود. نتایج این پژوهش هم‌راستا با یافته‌های چوی و همکاران (۲۰۲۰) می‌باشد.

در راستای پژوهش انجام شده و نتایج به دست آمده از آن برخی از پیشنهادها پژوهش به شرح زیر بیان می‌شود: سازمان بورس و اوراق بهادار تهران به‌عنوان نهادی نظارتی در بازار سرمایه ایران می‌بایست به‌منظور کاهش ریسک سرمایه‌گذاری، راهکارهایی عملی اتخاذ نماید تا از وجود اطلاعات بیشتر یکی از طرف‌های فعال در بازار نسبت به دیگری و داشتن مزیتی در این رابطه و در نتیجه حاکمیت سیستم اطلاعاتی نامتقارن در آن که خود می‌تواند منجر به گزینش نادرست و خطر اخلاقی گردد جلوگیری کند.

سرمایه‌گذاران به منظور بهره‌مندی بیشتر از فرصت‌های رشد و کسب منافع بیشتر، شرکت‌هایی را برای سرمایه‌گذاری انتخاب کنند که از فرصت‌های سرمایه‌گذاری بیشتری (اهرم مالی کمتر) استفاده می‌نمایند.

پیشنهاد می‌شود یک سیستم نرم‌افزاری در سازمان امور مالیاتی جهت استفاده در تحقیقات طراحی شود که امکان دسترسی سریع‌تر و دقیق‌تر به سوابق موجود که جنبه محرمانه بودن اطلاعات مؤدیان مالیاتی نیز در آن رعایت شده باشد را فراهم کند.

سیاست‌گذاران، سیستم‌های مالیاتی آینده و استانداردهای حسابداری را به‌گونه‌ای طراحی کنند که شکاف بین سود حسابداری و درآمد مشمول مالیات کاهش یابد.

برای پژوهش‌های آتی نیز پیشنهادها زیر ارائه می‌گردد:

۱) این پژوهش نمونه‌ای از شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار را مورد بررسی قرار داد. پیشنهاد می‌شود در پژوهش‌های آتی این بررسی با لحاظ کردن نوع صنعت آزمون گردد.

۲) تأثیر حاکمیت شرکتی بر رابطه بین هزینه مالیات و ریسک سرمایه‌گذاری.

- ۳) تأثیر حاکمیت شرکتی بر رابطه بین اهرم مالی و ریسک سرمایه‌گذاری.
۴) تأثیر کیفیت سود بر رابطه بین هزینه مالیات و ریسک سرمایه‌گذاری.
۵) تأثیر کیفیت سود بر رابطه بین اهرم مالی و ریسک سرمایه‌گذاری.

منابع

- ✓ پورحیدری، امید، سورستانی، امیر، (۱۳۹۲)، شناسایی و تبیین عوامل موثر بر مدیریت مالیات، دانش حسابداری، شماره ۱۲، صص ۸۹-۱۱۰.
- ✓ پورزمانی، زهرا، شمسی جامخانه، ابوالقاسم، (۱۳۸۸)، بررسی دلایل اختلاف بین درآمد مشمول مالیات ابرازی شرکت‌های بازرگانی و درآمد مشمول مالیات تشخیصی توسط واحدهای مالیاتی (مطالعه موردی اداره کل امور مالیاتی غرب تهران)، پژوهشنامه مالیات، دوره ۱۷، شماره ۵، صص ۹-۲۶.
- ✓ حسنی، محسن، شفیعی، سعیده، (۱۳۸۹)، تخمین نرخ مؤثر مالیاتی در پایه‌های مشاغل و اشخاص حقوقی، فصلنامه پژوهش‌نامه مالیات، دوره ۱۸، شماره ۸، صص ۱۲۵-۱۵۱.
- ✓ رحمانی، مهدی، نخعی، حبیب اله، (۱۳۹۹)، بررسی تأثیر اهرم مالی بر سرمایه‌گذاری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه چشم‌انداز حسابداری و مدیریت، دوره ۳، شماره ۲۶، صص ۳۲-۴۷.
- ✓ زارع زاده مهریزی، مریم، زارعی، سمیرا، (۱۴۰۰)، تحلیل آثار نامتقارن تحولات بازار ارز بر ریسک سرمایه‌گذاری در بانک‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، مهندسی مالی و مدیریت اوراق بهادار، شماره ۴۶، صص ۶۰۵-۶۲۵.
- ✓ زارعی مجد، فرشاد، منتی رشنو، حمزه، (۱۳۹۹)، ارتباط کیفیت افشاء بر عملکرد مالی با توجه به نقش ریسک سرمایه‌گذاری، فصلنامه جهان نوین، دوره ۳، شماره ۱۲، صص ۱-۲۰.
- ✓ عباس‌زاده، محمدرضا، فدایی، مرتضی، مفتونیان، محسن، بابایی کلاریجانی، مانده، (۱۳۹۵)، بررسی ارتباط شفافیت مالی و اجتنای مالیاتی با توجه به مالکیت نهادی شرکت‌ها (مطالعه موردی شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران)، فصلنامه اقتصاد مالی، دوره ۱۰، شماره ۳۵، صص ۴۵-۷۴.
- ✓ مصلی، مهسا، مقدم، فرزاد، (۱۳۹۹)، بررسی تأثیر اهرم مالی بر ریسک و بازده سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه رویکردهای پژوهشی نوین در مدیریت و حسابداری، دوره ۴، شماره ۲۹، صص ۳۲-۴۲.
- ✓ Choi, Paul Moon Sub & Chung, Chune Young & Kim, Dongnyoung, (2020). "Corporate tax, financial leverage, and portfolio risk," The North American Journal of Economics and Finance, Elsevier, vol. 54(C).
- ✓ Kannadhasan, M. (2014). Does Financial Leverage Influence Investment Decisions? The Case of Pharmaceutical Firms in India. Indian Institute of Management Raipur.
- ✓ Kim, K. A., and Limpaphayom P. (1998). Taxes and firm size in pacific -basin emerging economies, Journal of International Accounting, Auditing and Taxation, Vol. 7, No. 1, pp. 47-63.
- ✓ Markowitz, H, M. (1952). Portfolio Selection. Journal of Finance, V 7(1), 77-91.
- ✓ Meyers, S., (1977), "Determinants of Corporate Borrowing", Journal of Financial Economics, Vol: 5, Pp: 147-175.
- ✓ Miller, M. H. and Modigliani, F. (1958). "The cost of capital, corporation finance and the theory of investment, American Economic Review", Vol. 48, pp. 261.

- ✓ Mykhayliv, D. & Zauner, K.G. (2017) 'The impact of equity ownership groups on investment: Evidence from Ukraine', *Economic Modelling*, vol. 64, pp. 20-5.
- ✓ Neuman, S., T. Omer and A. Schmidt. (2013). Risk and Return: does Tax Risk Reduce Firms' Effective Tax Rates? Working paper, Texas A&M University and North Carolina State University.
- ✓ Pawlina, G., & Renneboog, L. D. R. (2005). Is investment-cash flow sensitivity caused by agency costs or asymmetric information? Evidence from the UK. *European Financial Management*, 11(4), 483-513.
- ✓ Vinh Vo, Xuan. (2018). Leverage and Corporate Investment Ð Evidence from Viet- nam, *Finance Research Letters*, doi: 10.1016/j.frl.2018.03.005.
- ✓ Zimmerman, J. (1983). Taxes and firm size, *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 5, No. 1, pp.119 -149.

