

## The Moderating Effect of Managers' Ability on the Relationship between Tax Avoidance and Firm Value in the Framework of Agency Problems<sup>1</sup>

Shokrollah Khajavi,<sup>2</sup> Ali Ghayouri Moghaddam,<sup>3</sup>  
Pouria Neamatollahi<sup>4</sup>

Received: 2023/05/05  
Accepted: 2023/10/17

Research Paper

### Abstract

This research aims to develop a model presented by Park et al. (2015). By studying data from 112 companies listed on the Tehran Stock Exchange for nine years ending on 20 March 2021, the new model was tested using the panel regression method. The results show that when the conflict of interests is small, more capable managers will take advantage of the tax avoidance phenomenon in the direction of shareholders' interests more effectively. According to the results of this research, it can be stated that value creation for shareholders depends on the ability of managers and the conflict of interests between the managers and the owners. This research tries to resolve the shortcomings of the former research in investigating the role of managers' ability by presenting a new model and enriching the background in this field. Thus, the present study about the conflict of interests between the manager and the owner presents a comprehensive model to investigate the role of managers' ability. In this research, the role of managers' ability according to the conflict of interests between the manager and the owner, in the utilization of tax avoidance is particularly considered and modeled to create value for shareholders.

**Keyword:** Managers' Ability, Agency Problems, Tax Avoidance, Value Creation.

**JEL Classification:** C12, C33, C61.

---

<sup>1</sup>DOI: 10.22051/JERA.2023.43504.3128

<sup>2</sup>Professor, Department of Accounting, Faculty of Commerce and Finance, Tehran University, Tehran, Iran. (Corresponding author). (skhajavi@ut.ac.ir).

<sup>3</sup>Assistant Professor, Department of Accounting, Faculty of Business and Economics, Persian Gulf University, Bushehr, Iran. (Alighayouri@pgu.ac.ir).

<sup>4</sup>M.Sc. Student, Department of Financial Management, Allameh Tabataba'i University, Tehran, Iran. (Nematollahi\_pouria@yahoo.com).

<https://jera.alzahra.ac.ir>



## نقش تعدیل‌کنندگی توانایی مدیران بر اثر اجتناب مالیاتی بر ارزش شرکت در چارچوب مشکلات نمایندگی<sup>۱</sup>

شکراه خواجهی<sup>۱</sup>، علی غیوری مقدم<sup>۲</sup> و پوریا نعمت الهی<sup>۳</sup>

تاریخ دریافت: ۱۴۰۲/۰۲/۱۵

تاریخ پذیرش: ۱۴۰۲/۰۷/۲۵

مقاله پژوهشی

### چکیده

در پژوهش حاضر تلاش می‌شود مدل پارک و همکاران (۲۰۱۵) در زمینه نقش توانایی مدیران بر اثر بین اجتناب مالیاتی بر ارزش شرکت توسعه داده شود. در حقیقت هدف، توسعه مدل مذکور با افزودن مشکلات نمایندگی است. با بررسی اطلاعات مربوط به ۱۱۲ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در یک دوره زمانی ۹ ساله از ۱۳۹۱ تا ۱۳۹۹، مدل جدید با روش رگرسیون داده‌های ترکیبی مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفت. نتایج نشان می‌دهد اجتناب مالیاتی بر ارزش شرکت اثر منفی دارد، اما در شرایطی که تضاد منافع کمتر است مدیران توانا به‌طور بهتر و مؤثرتری از اجتناب مالیاتی در جهت منافع سهامداران استفاده می‌کنند. بنابراین، مدیران توانا اثر منفی اجتناب مالیاتی بر ارزش شرکت را کاهش می‌دهند. در زمینه اجتناب مالیاتی، ارزش آفرینی برای سهامداران در گرو توانایی مدیران و کم شدن تضاد منافع آن‌ها با مالکان است. در این پژوهش سعی شده است کاستی پژوهش‌های پیشین در هنگام بررسی نقش توانایی مدیران، با ارائه مدلی جدید برطرف و پیشینه پژوهش در این زمینه غنی‌تر شود. بنابراین، پژوهش حاضر با در نظر گرفتن تضاد منافع بین مدیر و مالک، مدلی جامع برای بررسی نقش توانایی مدیران ارائه کرده است. به‌طور ویژه در این پژوهش ابتدا نقش توانایی مدیر با توجه به تضاد منافع بین مدیر و مالک در بهره‌برداری از اجتناب مالیاتی در راستای ارزش آفرینی برای سهامداران مورد توجه قرار گرفته و الگوسازی شد.

**واژه‌های کلیدی:** توانایی مدیران، مشکلات نمایندگی، اجتناب مالیاتی و خلق ارزش.  
**طبقه بندی موضوعی:** C12, C33, C61.

DOI: 10.22051/JERA.2023.43504.3128

۱. استاد، گروه حسابداری، دانشکده تجارت و مالی، دانشگاه تهران، تهران، ایران. (نویسنده مسئول). (skhajavi@ut.ac.ir)

۲. استادیار، گروه حسابداری، دانشکده کسب و کار و اقتصاد، دانشگاه خلیج فارس، بوشهر، ایران. (alighayouri@pgu.ac.ir)

۳. دانشجوی کارشناسی ارشد، گروه مدیریت مالی، دانشگاه علامه طباطبائی، تهران، ایران. (nematollahi\_pouria@yahoo.com)

https://jera.alzahra.ac.ir

## مقدمه

از آنجا که اجتناب مالیاتی، ثروت را از دولت به سهامداران منتقل می‌کند، از دیرباز به‌عنوان فعالیتی که باعث افزایش ارزش شرکت می‌شود مورد توجه قرار گرفته است. چنین دیدگاهی می‌تواند ناقص باشد، زیرا مسائل نمایندگی و تضاد منافع بین مدیر و سهامداران را در نظر نگرفته است (کراکر و اسلمرو، ۲۰۰۵؛ دسای و دهارمپالا، ۲۰۰۹؛ و کیم، لی و ژانگ، ۲۰۱۱). فرض اساسی این است که تصمیم‌های مربوط به فعالیت‌های اجتناب مالیاتی توسط مدیران در چارچوب نظریه نمایندگی اتخاذ می‌شود. در این چارچوب، مدیران به سمت منافع شخصی خود حرکت می‌کنند (دسای و دهارمپالا، ۲۰۰۶). اجتناب مالیاتی و منافع احتمالی آن برای سهامداران، این فرصت را برای مدیران فراهم می‌کند تا خود را بابت شفاف نبودن اطلاعات، از جهت کاهش خطر کشف اجتناب مالیاتی، تبرئه کرده و اطلاعات مبهم و غیر شفاف ارائه کنند. در همین راستا، عبدلی، شورورزی و میرزایی (۱۳۹۲) نشان می‌دهند که بین اجتناب مالیاتی و افشای اطلاعات ارتباط معکوس وجود دارد. در هر حال، پیچیدگی و شفاف نبودن جزء جدایی‌ناپذیری از اجتناب مالیاتی است و این موضوع می‌تواند آزادی عمل مدیران برای استفاده از ابزارهای تضاد منافع و مدیریت سود را افزایش دهد (کیم و همکاران، ۲۰۱۱). بنابراین، در هر واحد تجاری، مدیران مسئول اتخاذ تصمیم‌های راهبردی و برنامه‌ریزی عملیاتی هستند و لذا، آزادی عملی که ارمغان اجتناب مالیاتی است، می‌تواند تصمیم‌ها و برنامه‌ریزی‌های مدیر را تحت تأثیر قرار دهد. در یک محیط رقابتی و آکنده از تغییرات سریع، راهبردهای متنوع مدیران، آینده واحد تجاری را رقم زده و اثر با اهمیتی بر ارزش شرکت دارد (پارک، کو، جانگ و لی، ۲۰۱۵).

اجتناب مالیاتی به‌عنوان یکی از تصمیم‌های راهبردی مدیریت، با کاهش جریان نقد خروجی از شرکت، می‌تواند منجر به افزایش ارزش شرکت شود یا تحت تأثیر تضاد منافع بین مدیر-مالک قرار گرفته و از ارزش واحد تجاری بکاهد. به عبارتی، اگر منافع مدیر با سهامداران همسو باشد اجتناب مالیاتی می‌تواند موجب افزایش ارزش واحد تجاری و در غیر این صورت، مدیر منافع را به طرق مختلف (به‌طور مثال با ایجاد فضای غیر شفاف ناکارمدی‌ها را کتمان می‌کند)

۱. Crocker and Slemrod

۲. Desai and Dharmapala

۳. Kim, Li & Zhang

۴. Park, Ko, Jung, & Lee

به نفع خود مصادره می‌کند. در واقع، در شرایط وجود تضاد منافع، مدیر به این موضوع که باید هزینه‌های غیرمالیاتی، مانند هزینه‌های مستقیم تدوین راهبردهای مالیاتی، هزینه‌های گزارشگری مالی، هزینه‌های سیاسی و هزینه‌های بدنامی و کاهش اعتبار از منافع اجتناب مالیاتی کمتر باشد توجه ندارد و این می‌تواند تأثیر نامساعد بر ارزش شرکت داشته باشد (پارک و همکاران، ۲۰۱۵). به این معنی که اگر هزینه‌های اجتناب مالیاتی از منافع آن بیشتر باشد باز هم مدیر تمایل به اجتناب مالیاتی دارد چرا که چنین مدیری منافع شخصی خود که در گرو وجود گزارشگری غیر شفاف است دنبال می‌کند. بنابراین، اتخاذ تصمیم درست و مناسب در راستای ارزش افزایی شرکت بر عهده مدیر واحد تجاری است. مدیر باید با در نظر گرفتن منافع و هزینه‌های اجتناب مالیاتی، در مورد انجام دادن یا انجام ندادن فعالیت‌های اجتناب مالیاتی تصمیم‌گیری کند. در واقع، نیاز است مدیر برآورد معقول و مناسبی از هزینه‌ها و مزایای اجتناب مالیاتی انجام دهد و سپس بهترین تصمیم را که منجر به افزایش ارزش واحد تجاری می‌شود را اتخاذ کند. بدیهی است مدیران با تجربه و لایق از پس چنین تصمیم‌هایی بهتر بر می‌آیند. در همین راستا، پارک و همکاران (۲۰۱۵) نشان دادند هنگامی که سطح توانایی مدیر بالا است، اثر منفی اجتناب مالیاتی بر ارزش واحد تجاری کاهش می‌یابد.

همان‌طور که پیش از این بیان شد برخی از پژوهش‌ها (به‌عنوان نمونه: دسای و دهارمپالا، ۲۰۰۶) بیان داشتند که اجتناب مالیاتی می‌تواند رفتار فرصت‌طلبانه مدیران را افزایش دهد. به بیان دیگر، فضای تیره و تاریک مورد نیاز برای اجتناب مالیاتی می‌تواند شرایط لازم برای اعمال رفتارهای فرصت‌طلبانه مدیران را فراهم کند. این موضوع در پژوهش پارک و همکاران (۲۰۱۵) مورد غفلت واقع شده است و بدون توجه به آن، نتیجه گرفته شده است که اگر مدیر از توانایی و شایستگی‌های بالایی برخوردار باشد، از اثر منفی اجتناب مالیاتی بر ارزش واحد تجاری کاسته شده و حتی می‌تواند این اثر به اثری مثبت نیز تغییر یابد. در پژوهش مذکور فرض شده بین مدیران با توانایی بالا و مالکان هیچ تضاد منفعی وجود ندارد و چنین مدیرانی همواره در مسیر منافع مالکان حرکت خواهند کرد. در حالی که در صورت وجود تضاد منافع بالا، در یک محیط مه‌آلود اجتناب مالیاتی، مدیران توانا تر نسبت به مدیران با توانایی کمتر، از مهارت‌های بیش‌تری برای دنبال کردن منافع شخصی خود برخوردارند. لذا، در این پژوهش سعی شده است با ورود

متغیری جدید در مدل ارائه شده توسط پارک و همکاران (۲۰۱۵) تصویری دقیق‌تر از واقعیت اجتناب مالیاتی ارائه شود. از این رو، هدف این پژوهش بررسی اثر تعدیل‌کننده توانایی مدیران بر رابطه بین اجتناب مالیاتی و ارزش شرکت در چارچوب مشکلات نمایندگی است. انتظار می‌رود هنگامی که تضاد منافع کم و توانایی مدیر بالا باشد، فعالیت‌های اجتناب مالیاتی بهترین و بالاترین تأثیر مثبت را بر ارزش واحد تجاری بگذارند.

بنابراین، باید بررسی شود که آیا مدیر توانا به تنهایی کافی است؟ یا اینکه وجود تضاد منافع می‌تواند مزیت مدیر توانا را به حاشیه ببرد. لازم است سهامداران به عنوان ذینفعان اصلی شرکت در این خصوص آگاهی داشته باشند و در انتخاب مدیر/مدیران شرکت از آن بهره ببرند. همچنین، چنین اطلاعاتی می‌تواند در پیاده‌سازی یک سازوکار حاکمیت شرکتی کارآمد نیز موثر افتد چرا که لازم است در جهت کاهش تضاد منافع با استفاده از ابزارهای مناسب (مانند دادن سهام شرکت به مدیر) برنامه‌ریزی شود.

در ادامه، پس از بررسی مبانی نظری و پیشینه پژوهش، فرضیه‌های مورد آزمون و روش‌های به کار گرفته شده جهت آزمون فرضیه‌ها ارائه می‌شود. در پایان نیز پس از ارائه یافته‌های پژوهش، به بحث و نتیجه‌گیری پیرامون موضوع پژوهش پرداخته می‌شود.

### مبانی نظری و پیشینه پژوهش

در رابطه با تأثیر اجتناب از مالیات بر ارزش شرکت دو دیدگاه وجود دارد. دیدگاه سنتی بیان می‌دارد ارزش شرکت همگام با ذخیره منابع شرکت از طریق اجتناب مالیاتی افزایش می‌یابد. در این دیدگاه تصور بر این است که هدف مدیر کاهش تعهدات مالیاتی واحد تجاری است. بنا بر این دیدگاه، اجتناب مالیاتی برای سهامداران ارزش‌افزا است و مطابق با آن لازم است ابزارهای انگیزشی لازم برای مدیران فراهم شده تا به این مهم بپردازند. از سوی دیگر منطبق با نظریه نمایندگی، به دلیل وجود هزینه‌های مشهود و نامشهود اجتناب مالیاتی، امکان خنثی شدن منافع وجود داشته و در نتیجه امکان کاهش ارزش شرکت نیز وجود دارد (کیم و همکاران، ۲۰۱۱ و پارک و همکاران، ۲۰۱۵).

در همین راستا، دسای و دهارمپالا (۲۰۰۹) نشان دادند که به دلیل وجود مشکلات نمایندگی، اثر مثبت اجتناب مالیاتی بر ارزش آفرینی برای سهامداران در شرکت‌های با حاکمیت ضعیف نسبت به شرکت‌های با حاکمیت قوی، با هزینه‌های مستقیم و غیرمستقیم اجتناب مالیاتی تهاتر

خواهد شد. حتی، راتناواتی و فردیوهاردی<sup>۱</sup> (۲۰۱۸) نشان دادند که اجتناب مالیاتی می‌تواند اثر مساعد حاکمیت شرکتی بر ارزش شرکت را نیز از بین ببرد. دسای و دهارمپالا (۲۰۰۶) نشان دادند که در شرکت‌های با حاکمیت ضعیف، اگر پاداش‌های انگیزشی بزرگ‌تری برای مدیران در نظر گرفته شود، تضاد منافع موجود برطرف شده و مدیران با اشتیاق و تمایل بیش‌تری از اجتناب مالیاتی در راستای افزایش ارزش شرکت استفاده خواهند کرد. به عبارتی، آن‌ها نتیجه گرفتند که در صورت نبود انگیزه کافی، اجتناب مالیاتی می‌تواند به عنوان یک ابزار مکمل در خدمت تضاد منافع قرار گیرد. در چنین شرایطی اجتناب مالیاتی، احتمال بروز رفتار فرصت‌طلبانه مدیر را افزایش خواهد داد. چرا که لازمه اجتناب مالیاتی ایجاد فضای اطلاعاتی مبهم و غیر-شفاف است. همان‌طور که بالاکریشنن، بلوم و گای<sup>۲</sup>، ۲۰۱۲ نشان دادند، اجتناب مالیاتی موجب کاهش شفافیت اطلاعاتی می‌شود و چنین فضایی بهترین فرصت برای اجرا و بروز رفتار فرصت-طلبانه را فراهم می‌کند. در همین راستا، دسای و دهارمپالا (۲۰۰۹b) به این نتیجه دست یافتند در صورتی اجتناب مالیاتی برای مالکان می‌تواند منافع داشته باشد که رفتار فرصت‌طلبانه مدیران به صورت مؤثر کنترل و مورد توجه قرار گیرد. بنابراین، آن‌ها نیز تأکید داشتند که اجتناب مالیاتی می‌تواند فضای مناسب برای تخطی و انحراف مدیر از منافع مالکان را فراهم کند. همچنین، یورک<sup>۳</sup> و همکاران (۲۰۱۶)، آمیدی، کافی و آکواه<sup>۴</sup> (۲۰۱۹) و شایسته، صالحی، نصیری و خدامرادی (۱۴۰۰) به صورت مشابه نشان دادند که اجتناب مالیاتی به عنوان ابزاری برای مدیریت سود و کاهش کیفیت سود مورد استفاده قرار می‌گیرد.

نتیجه بدست آمده توسط دسای و دهارمپالا (۲۰۰۷)، هانلون و استمروود<sup>۵</sup> (۲۰۰۹)، چن و چن، چنگ و شولین<sup>۶</sup> (۲۰۱۰)، هاجنز و رگو<sup>۷</sup> (۲۰۱۲) و شمس، بویس و گاناسکاراچ<sup>۸</sup> (۲۰۲۲) نیز مهر تأییدی است بر این موضوع که اجتناب مالیاتی می‌تواند تضاد منافع را افزایش دهد. دسای و دهارمپالا (۲۰۰۷) نشان دادند که مدیران فرصت‌طلب می‌توانند اجتناب مالیاتی را در راستای

<sup>۱</sup>Ratnawati, Freddy, & Hardi

<sup>۲</sup>Balakrishnan, Blouin & Guay

<sup>۳</sup>Yorke

<sup>۴</sup>Amidu, Coffie & Acquah.

<sup>۵</sup>Hanlon & Slemrod

<sup>۶</sup>Chen, Chen, Cheng, & Shevlin

<sup>۷</sup>Hutchens & Rego

<sup>۸</sup>Shams, Bose & Gunasekarage

منافع خود و بر خلاف منافع سهامداران بکار گیرند. هم‌چنین، دسای و دهارمپالا (۲۰۰۶)، نیز همان‌طور که پیش از این ذکر شد، نتیجه گرفتند هنگامی که پاداش‌های انگیزشی افزایش یابد، اجتناب مالیاتی کاهش می‌یابد. آن‌ها چنین استدلال کردند که بین اجتناب مالیاتی و تضاد منافع، رابطه تکمیلی وجود دارد. به عبارت دیگر اگر در هنگام اجتناب مالیاتی هزینه‌های انحراف مدیر از منافع مالکان (برای مدیر) کاهش یابد رابطه تکمیلی مذکور شکل خواهد گرفت (به عنوان نمونه، در هنگام اجتناب مالیاتی، سودهای پنهان شده از میزان مالیاتی، کمتر به وسیله سهامداران مورد بررسی و بازرسی قرار گرفته و در نتیجه شرایط لازم برای تخطی مدیر از مسیر منافع مالکان فراهم می‌شود). دسای و دهارمپالا (۲۰۰۶) معتقدند اگر رابطه مکمل قوی باشد، پاداش‌های انگیزشی قوی می‌تواند منافع را هم‌راستا کرده و باعث ارزش آفرینی برای مالکان شود.

کیم و همکاران (۲۰۱۱)، گوندر و همکاران (۲۰۱۷)، وانگ، خو، سان و سیلینان (۲۰۲۰) و ساری و اعتمادی (۱۳۹۸) چنین بیان می‌کنند که اجتناب از مالیات، ریسک شرکت را افزایش می‌دهد. هم‌چنین، هانلون و استمرود (۲۰۰۹) به این نتیجه دست یافتند که بازار نسبت به اطلاعات افشا شده به وسیله شرکتی که درگیر فعالیت‌های اجتناب مالیاتی است، عکس‌العمل منفی نشان می‌دهد. به نظر آنان، این‌گونه رفتار بازار، نشان‌دهنده نگرانی سهامداران است. در واقع، نگرانی سهامداران به دلیل توأم شدن امکان انحراف‌های مدیریتی و دستکاری عملکرد با فعالیت‌های اجتناب مالیاتی است. هم‌چنین، هانلون و استمرود (۲۰۰۹)، سانتا و رزند (۲۰۱۶) و روحیاتی و سوریپتو<sup>۳</sup> (۲۰۲۱) اثبات کردند که در صورت وجود حاکمیت شرکتی قوی، نگرانی سهامداران و عکس‌العمل منفی آنان نسبت به اطلاعات افشا شده کاهش خواهد یافت. در همین راستا، هاچنز و رگو (۲۰۱۲) نیز نشان دادند هنگامی که اجتناب مالیاتی افزایش می‌یابد هزینه سرمایه متناسب با خطر ایجاد شده افزایش می‌یابد.

همان‌طور که ذکر شد پژوهش‌های انجام شده توسط دسای و دهارمپالا (۲۰۰۶)، دسای و دهارمپالا (۲۰۰۷)، چن و همکاران (۲۰۰۹)، دسای و دهارمپالا (۲۰۰۹a)، دسای و دهارمپالا (۲۰۰۹b)، هانلون و استمرود (۲۰۰۹)، چن و همکاران (۲۰۱۰)، بالا کریشان و همکاران (۲۰۱۲)، هاچنز و رگو (۲۰۱۲)، یورک و همکاران (۲۰۱۶) و سانتا و رزند (۲۰۱۶) به صورت مستقیم و

<sup>۱</sup> Wang, Xu, Sun, & Cullinan

<sup>۲</sup> Santa & Rezende

<sup>۳</sup> Rohyati & Suripto



غیرمستقیم نشان دادند که در صورت وجود اجتناب مالیاتی امکان انحراف مدیر از مسیر منافع مالکان افزایش می‌یابد. دلیل اصلی افزایش تضاد منافع در چنین وضعیتی، این است که در چنین شرایطی ابهام و تیرگی فضای اطلاعاتی شرکت افزایش یافته (پراتاما، نارسا و پرانانجاوا، ۲۰۲۲) و چنین وضعیتی منطبق با شرایط لازم برای اجرای هدف‌های فرصت طلبانه مدیران است.

انتقاد وارده به پژوهش‌های فوق این است که در هنگام بررسی نقش و تصمیم‌های مرتبط با اجتناب مالیاتی تنها به هزینه‌های نمایندگی پرداخته‌اند. در صورتی که هزینه‌های اجتناب مالیاتی موارد دیگری از جمله هزینه‌های مستقیم تدوین راهبردهای مالیاتی، هزینه‌های گزارشگری مالی، هزینه‌های سیاسی و هزینه‌های بدنامی و کاهش اعتبار را نیز شامل می‌شود.

در همین راستا، پارک و همکاران (۲۰۱۵) معتقدند در صورتی که توانایی مدیر بالا باشد، تصمیم‌های وی حساب شده و منطقی است. یعنی، در هنگام اتخاذ تصمیم‌های مربوط به اجتناب مالیاتی تمام هزینه‌های مستقیم و غیرمستقیم ناشی از این فعالیت را با منافع آن مقایسه کرده و بهترین تصمیم، که سرانجام منجر به افزایش منافع مالکان می‌شود، را اتخاذ می‌کند. به اعتقاد آنها به این شکل هزینه‌های نمایندگی نیز وارد الگو شده یا کنترل می‌شود. بنابراین، پارک و همکاران (۲۰۱۵) اعتقاد داشتند که با در نظر گرفتن متغیر توانایی مدیران، با استفاده از مدل دمرجیان، لیو، لویس و مکوی<sup>۱</sup> (۲۰۱۲) همه هزینه‌ها و منافع اجتناب مالیاتی در نظر گرفته می‌شود. مدل ارائه شده توسط آنان نشان داد برای اینکه اجتناب مالیاتی برای مالکان مفید و مؤثر واقع شود فقط کافی است که توانایی مدیر بالا باشد. بنابراین، می‌توان انتقادهای ارائه شده در زیر را به مدل پارک و همکاران (۲۰۱۵) وارد دانست.

در مدل دمرجیان و همکاران (۲۰۱۲) برای اندازه‌گیری توانایی مدیران نمی‌توان ادعا کرد که هر چه مقدار آن بالاتر باشد تضاد منافع نیز کمتر خواهد شد (موضوعی که به طور ضمنی در پژوهش پارک و همکاران (۲۰۱۵) ذکر شده است). مدل دمرجیان و همکاران (۲۰۱۲) برای اندازه‌گیری توانایی مدیر به شرح مدل‌های شماره ۱ و ۲ است.

مدل شماره ۱:

$$\begin{aligned} \text{Max } \theta = & (\text{Sales}) \\ & \times (v_1 \text{ CGS} + v_2 \text{ SG\&A} + v_3 \text{ PPE} + v_4 \text{ OpsLease} \\ & + v_5 \text{ R\&D} + v_6 \text{ Goodwill} + v_7 \text{ OtherIntan})^{-1} \end{aligned}$$

<sup>۱</sup>Pratama, Narsa & Prananjaya

<sup>۲</sup>Demerjian, Lev, Lewis, & McVay

که در آن کارایی واحد تجاری با استفاده از متغیرهای فروش (Sales) به عنوان تنها متغیر خروجی، بهای تمام شده کالای فروش رفته (CGS)، هزینه‌های فروش، اداری و عمومی (SG&A)، دارایی‌های ثابت (PPE)، اجاره عملیاتی (OpsLease)، هزینه‌های تحقیق و توسعه (R&D)، سرقفلی (Goodwill) و سایر دارایی‌های نامشهود (OtherIntan)، به عنوان متغیرهای ورودی سنجیده می‌شود. با استفاده از مدل مذکور کارایی واحد تجاری که متغیر وابسته مدل شماره ۲ نیز هست محاسبه می‌شود. در مدل شماره ۱ با استفاده از تکنیک تحلیل پوششی داده‌ها، مرز کارایی تعیین و نمره کارایی شرکت‌ها بین صفر و یک خواهد بود. نمره یک نشان‌دهنده کارا بودن آن شرکت و در غیر این صورت هر چه به صفر نزدیکتر باشد از درجه کارایی آن شرکت کاسته می‌شود و باید با کاهش هزینه‌ها یا افزایش درآمدها تلاش کند به مرز کارایی نزدیک شود (دمرجیان و همکاران، ۲۰۱۲).

مدل شماره ۲:

$$\begin{aligned} \text{EFF}_i = & \alpha + \beta_1 \ln(\text{Total Assets})_i + \beta_2 \text{Market Share}_i \\ & + \beta_3 \text{Free Cash Flow Indicator}_i + \beta_4 \ln(\text{Age})_i \\ & + \beta_5 \text{Business Segment Concentration}_i \\ & + \beta_6 \text{Foreign Currency Indicator}_i + \text{Year}_i + \varepsilon_i \end{aligned}$$

که در آن LN (Total Assets) اندازه شرکت، Market Share سهم بازار واحد تجاری، Free Cash Flow جریان نقد آزاد، LN(Age) عمر واحد تجاری، Business Segment Concentration تمرکز در بازار محصول است که به صورت مقدار فروش در پایان سال t تقسیم بر جمع فروش کل صنعت در پایان سال t اندازه‌گیری می‌شود و Foreign Currency Indicator شاخص فعالیت برون مرزی واحد تجاری را نشان داده و در صورتی که شرکت صادرات داشته باشد ارزش یک و در غیر این صورت ارزش صفر می‌گیرد. همچنین،  $\varepsilon_i$  مقدار باقیمانده معادله رگرسیون است که نشان‌دهنده توانایی مدیریت در واحد تجاری است. اگر مقدار  $\varepsilon_i$  مثبت باشد به این معنی است که مقداری از کارایی شرکت ناشی از توانایی مثبت و موثر مدیر بوده است و در غیر این صورت می‌تواند نشان‌دهنده ناکارآمدی مدیر باشد. به طور کلی هر چه مقدار  $\varepsilon_i$  بزرگتر باشد بیانگر وجود مدیر تواناتر است.

با توجه به مدل شماره ۱ کارایی محاسبه شده می‌تواند در بردارنده نتایج رفتار فرصت طلبانه مدیران باشد. چرا که متغیرهای این الگو به عنوان نمونه، متغیر فروش، می‌تواند تحت تأثیر مدیریت سود قرار گیرد. اگرچه در شرایط وجود اجتناب مالیاتی امکان رفتار فرصت طلبانه مدیر (همان‌طور که دسای، ۲۰۰۳؛ هانلن، ۲۰۰۵؛ و دسای و دهامپالا، ۲۰۰۹b نشان دادند) نیز بیش‌تر

می‌شود. مدل شماره ۲، که به وسیله آن توانایی مدیر اندازه‌گیری می‌شود، نیز نمی‌تواند تضاد منافع را کنترل کند. لذا، توانایی مدیر محاسبه شده به این روش نمی‌تواند عاری از سوگیری‌های ناشی از تضاد منافع باشد. در مدل شماره ۲ متغیر جریان نقد آزاد به عنوان متغیر مستقل وارد شده و شاید چنین به نظر رسد که این متغیر بتواند تضاد منافع و هزینه‌های نمایندگی را کنترل کند؛ در صورتی که این متغیر به تنهایی نمی‌تواند هزینه‌های نمایندگی را کنترل کند چرا که به اعتقاد جنسن (۱۹۸۶)، هزینه‌های نمایندگی تابعی از تعامل بین جریان‌های نقد آزاد و فرصت‌های رشد شرکت است. بنابراین، در این پژوهش سعی می‌شود با وارد کردن متغیری که معرف تضاد منافع و هزینه‌های نمایندگی است مدل ارائه شده توسط پارک و همکاران (۲۰۱۵) اصلاح و مدلی جدید در این زمینه ارائه شود. مدلی که بتواند همه هزینه‌ها و منافع ناشی از اجتناب مالیاتی را در نظر گرفته و نتیجه قابل اعتمادی را بیان دارد.

بنابراین، دلیلی وجود ندارد مدیری که مهارت بالایی در اتخاذ تصمیم‌های خوب دارد، بهترین تصمیم‌ها را نیز در راستای منافع مالکان انتخاب کند. لازمه چنین امری هم‌راستا بودن منافع بین مدیر و مالک است. از طرفی، هنگامی که توانایی مدیر بالا است، شناسایی و تعیین هزینه‌های مختلف ناشی از اجتناب مالیاتی با خطای کمتری انجام خواهد شد. زیرا مدیری که بتواند بیش‌ترین بازدهی را از منابع معینی بدست آورد، در اتخاذ بهترین و مناسب‌ترین تصمیم نیز از مهارت و تبحر خاصی برخوردار خواهد بود. در هر حال، می‌توان چنین بیان کرد که در صورت پایین بودن هزینه‌های نمایندگی یا تضاد منافع، مدیران تواناتر، راهبردها و فعالیت‌های اجتناب مالیاتی را در راستای افزایش ارزش سهامداران انجام خواهند داد. لذا، فرضیه‌های پژوهش با پیروی از مبانی نظری و پیشینه پژوهش به شرح زیر بیان می‌شود.

فرضیه اصلی پژوهش: در صورت پایین بودن تضاد منافع بین مدیر و مالک، مدیران با توانایی بالاتر می‌توانند اثر نامساعد اجتناب مالیاتی بر ارزش شرکت را کاهش دهند.

با توجه به دیدگاه سنتی و نظریه نمایندگی، فرضیه فرعی ۱ در مورد اثر اجتناب مالیاتی با ارزش شرکت به شرح زیر مطرح می‌شود.

فرضیه فرعی ۱: اجتناب مالیاتی تأثیر نامساعد و معناداری بر ارزش واحد تجاری دارد. همان‌طور که پیش از این بیان شد، انتظار است توانایی مدیر به تنهایی و بدون در نظر گرفتن شدت تضاد منافع، رابطه بین اجتناب مالیاتی و ارزش واحد تجاری را به صورت نامساعد تحت تأثیر قرار دهد. بنابراین، فرضیه فرعی دوم نیز به شرح زیر بیان می‌شود.

فرضیه فرعی ۲: توانایی مدیر به تنهایی و بدون در نظر گرفتن وضعیت تضاد منافع بین مدیر و مالک، اثر نامساعد بین اجتناب مالیاتی و ارزش شرکت را تعدیل می‌کند.

### روش‌شناسی پژوهش

دوره زمانی این پژوهش عبارت از دوره ۹ ساله ۱۳۹۱ تا ۱۳۹۹ است و جامعه مورد بررسی نیز عبارت است از شرکت‌های پذیرفته شده در سازمان بورس و اوراق بهادار تهران، که با توجه به در دسترس بودن اطلاعات مورد نیاز برای انجام این پژوهش ۱۰۰۸ سال-شرکت مورد بررسی قرار گرفته است. به عبارتی ۱۱۲ شرکت در طی ۹ سال مورد بررسی قرار گرفت. در جمع آوری نمونه مورد بررسی ملاک اصلی در دسترس بودن اطلاعات مورد نیاز بوده است و همچنین شرکت‌های در حوزه بانکی و سرمایه‌گذاری نیز به دلیل ماهیت متفاوت مورد بررسی قرار نگرفت. مدل شماره ۳ به منظور بررسی فرضیه‌های پژوهش ارائه شده است. این الگو در واقع، مدل ارائه شده توسط پارک و همکاران (۲۰۱۵) است که در پژوهش حاضر توسعه یافته است. همان‌طور که در مدل مذکور مشاهده می‌شود، متغیرهای تضاد منافع  $[FCF \times QThigh_{i,t}]$  و مشتقات آن مانند،  $[FCF \times QThigh_{i,t} \times MAhigh_{i,t}]$  به الگو اضافه شده است.

مدل شماره ۳:

$$\begin{aligned} FirmValue_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 MA_{i,t} + \beta_2 TaxAvoid_{i,t} + \beta_3 (TaxAvoid_{i,t} \\ & \times MAhigh_{i,t}) + \beta_4 (FCF \times QThigh_{i,t}) \\ & + \beta_5 (FCF \times QThigh_{i,t} \times MAhigh_{i,t}) \\ & + \beta_6 (FCF \times QThigh_{i,t} \times MAhigh_{i,t} \times TaxAvoid_{i,t}) \\ & + \beta_7 ROA_{i,t} + \beta_8 LEV_{i,t} + \beta_9 NOL_{i,t} + \beta_{10} PPE_{i,t} \\ & + \beta_{11} INTAN_{i,t} + \beta_{12} SIZE_{i,t} + \beta_{13} GROWTH_{i,t} \\ & + \beta_{14} AGE_{i,t} + \beta_{15} OCF_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \end{aligned}$$

در مدل شماره ۳:

$FirmValue_{i,t}$  عبارت است از نسبت کیوتوبین که این نسبت با استفاده از مدل شماره ۴ محاسبه شده است (دوکاس و همکاران، ۲۰۰۰ و جرکوس و همکاران، ۲۰۱۱).

مدل شماره ۴:

$$Tobin's Q = [MVOCE + BVOLTD - (BVOSHTA - BVOSHTL)] / BVOTA$$

که در آن:

*MVOCE*: ارزش بازار سهام عادی در پایان سال

*BVOLTD*: ارزش دفتری بدهی‌های غیرجاری در پایان سال

*BVOSHTA*: ارزش دفتری دارایی‌های جاری در پایان سال

*BVOSHTL*: ارزش دفتری بدهی‌های جاری در پایان سال

*BVOTA*: ارزش دفتری کل دارایی‌ها در پایان سال

$MA_{i,t}$  (مدل شماره ۳) عبارت است از میزان توانایی مدیر که دمرجیان و همکاران (۲۰۱۲) آن را به کمیت درآوردند. بنابراین، در این پژوهش از مدل پیشنهادی دمرجیان و همکاران (۲۰۱۲) به منظور اندازه‌گیری این متغیر، همانطور که در مدل‌های شماره ۱ و ۲ نشان داده شد، استفاده شده است.

لازم به توضیح است که مدل شماره ۱، کارایی واحد تجاری (که به عنوان متغیر وابسته در مدل شماره ۲ مورد استفاده قرار می‌گیرد) را اندازه‌گیری می‌کند. در واقع، مدل شماره ۱ با استفاده از «روش تحلیل پوششی داده‌ها (DEA)» برآورد می‌شود. تحلیل پوششی داده‌ها یک روش برنامه ریزی خطی است که با استفاده از اطلاعات واحدهای تصمیم‌گیرنده، مرز کارایی را تشکیل می‌دهد. لذا، مرز کارایی بر اساس اطلاعات، در قالب نهاده‌ها و ستاده‌ها و بر اساس نتایج برنامه ریزی خطی متوالی ساخته می‌شود و در واقع درجه عدم کارایی هر واحد تصمیم‌گیرنده به میزان فاصله واحد مزبور تا مرز کارایی است. روش مذکور با استفاده از مقایسه شرکت‌ها با معیارهای شرکت‌های کارا و ناکارا، کارایی نسبی آن‌ها را تعیین می‌کند، به این صورت که این روش واحد مورد نظر را با گروهی از واحدهای کارا مورد مقایسه قرار می‌دهد که تحت عنوان واحدهای برتر طبقه‌بندی شده‌اند. چنانچه ویژگی‌های واحد مورد مطالعه در قالب گروه واحدهای برتر قرار گیرد، واحد تحت عنوان کارا و در غیر این صورت به عنوان ناکارا طبقه‌بندی می‌شود (کوپر، سیفورد و تون، ۲۰۰۶).

$TaxAvoid_{i,t}$  (مدل شماره ۳) عبارت است از اجتناب مالیاتی که با استفاده از مدل شماره ۵ مشابه با پارک و همکاران (۲۰۱۵) اندازه‌گیری می‌شود.

مدل شماره ۵:

$$\frac{BTD_{i,t}}{ASSET_{i,t-1}} = \beta_0 + \beta_1 \frac{TA_{i,t}}{ASSET_{i,t-1}} + \varepsilon_{i,t}$$

!Data Envelopment Analysis

‡Cooper, Seiford & Tone

در مدل شماره ۵:

$BTD_{i,t}$  برابر است با سود قبل از مالیات منهای سود مشمول مالیات برآوردی؛ سود مشمول مالیات برآوردی نیز برابر است با بار مالیاتی تقسیم بر نرخ مالیات واحد تجاری؛ بار مالیاتی نیز برابر است با هزینه مالیات در صورت سود و زیان به اضافه (منهای) دارایی (بدهی) مالیاتی. عبارت  $TA_{i,t}$  عبارت است از اقلام تعهدی که اقلام تعهدی نیز برابر است با سود خالص منهای وجه نقد عملیاتی

$ASSET_{i,t-1}$  نیز عبارت است از جمع دارایی‌های سال قبل

همچنین مقدار باقی مانده در مدل شماره ۵ نشان دهنده اجتناب مالیاتی است.  $MAhigh_{i,t}$  (مدل شماره ۳) اگر توانایی مدیر بزرگ‌تر از میانه باشد برابر است با عدد «یک» در غیر این صورت «صفر» به آن اختصاص یافته است.  $FCF$  (مدل شماره ۳) عبارت است از جریان وجه نقد آزاد که با استفاده از مدل شماره ۶ قابل محاسبه است (لیهنو پولسن؛ ۱۹۸۹).  
مدل شماره ۶:

$$FCF=(OIBD-CITAXP-INTEXP-DIVP)/ASSETS$$

در مدل مذکور:

$FCF$ : جریان‌های نقدی آزاد

$OIBD$ : سود عملیاتی قبل از کسر هزینه استهلاک

$CITAXP$ : مالیات بر درآمد پرداختی شرکت

$INTEXP$ : هزینه‌های مالی

$DIVP$ : سودهای پرداختی به سهامداران

$ASSETS$ : جمع ارزش دفتری دارایی‌ها

$QThigh_{i,t}$  (مدل شماره ۳) این متغیر بیانگر فرصت‌های رشد بالا است. اگر نسبت کیوتوین بزرگ‌تر از میانه باشد، این متغیر عدد «یک» و در غیر این صورت «صفر» را اختیار کرده است. از آنجا که نسبت کیوتوین بیانگر فرصت‌های رشد است، بنابراین اگر عدد «یک» به آن اختصاص یابد، به معنی رشد بالا است و در غیراین صورت رشد واحد تجاری پایین فرض

!Tax Burden

‡Lehn & Poulsen

می‌شود. لذا، ضرب این متغیر در جریان وجه نقد آزاد می‌تواند نشان دهنده پایین بودن تضاد منافع باشد. چرا که در شرایط رشد بالا مدیر جریان نقد آزاد را در مسیر رشد شرکت صرف خواهد کرد. به طور کلی متغیر  $FCF \times QThigh_{i,t}$  مشابه پژوهش‌های دوکاس، کیم و پانتزالیس<sup>۱</sup> (۲۰۰۰) و دوکاس، مک‌نایت و پانتزالیس<sup>۲</sup> (۲۰۰۵)، مک‌نایت و ویر<sup>۳</sup> (۲۰۰۹) و جرکوس، پارک و وودارد<sup>۴</sup> (۲۰۱۱) بیانگر تعامل بین نسبت کیوتوین (نماینده فرصت‌های رشد) و جریان‌های نقد آزاد است که به عنوان نماینده هزینه‌های نمایندگی یا تضاد منافع در نظر گرفته می‌شود. البته، در این پژوهش نیاز است متغیری که بیانگر نبود تضاد منافع یا تضاد منافع کم است وارد الگو شود. بنابراین، برعکس پژوهش‌های پیشین، هنگامی که نسبت کیوتوین بالاتر از میانه بود عدد «یک» و در غیر این صورت «صفر» در نظر گرفته شد. در هر صورت انتظار بر این است که متغیر مذکور ( $FCF \times QThigh_{i,t}$ ) تأثیر مثبت و معناداری بر ارزش شرکت داشته باشد.

$FCF \times QThigh_{i,t} \times MAhigh_{i,t}$  (مدل شماره ۳): این متغیر وارد الگو شد تا مشخص شود آیا در هنگام پایین بودن تضاد منافع، مدیران توانا تر می‌توانند ارزش بیشتری برای سهامداران خلق کنند یا خیر؟

$FCF \times QThigh_{i,t} \times MAhigh_{i,t} \times TaxAvoid_{i,t}$  (در مدل شماره ۳): در واقع، متغیر اصلی و مورد بحث پژوهش، همین متغیر است که تعامل بین اجتناب مالیاتی، توانایی مدیر و تضاد منافع را بر روی ارزش شرکت مورد بررسی قرار می‌دهد. همانطور که پیش از این بیان شد، انتظار بر این است هنگامی که توانایی مدیر بالا و تضاد منافع پایین است، اجتناب مالیاتی بتواند بیشترین ارزش را برای سهامداران خلق کند.

سایر متغیرهای ارائه شده در مدل شماره ۳ مشابه پارک و همکاران (۲۰۱۵) عبارتند از:

ROA: سود عملیاتی تقسیم بر کل دارایی‌ها

LEV: کل بدهی تقسیم بر کل دارایی‌ها

PPE: دارایی‌های ثابت تقسیم بر کل دارایی‌ها

INTAN: دارایی‌های نامشهود تقسیم بر کل دارایی‌ها

SIZE: لگاریتم طبیعی فروش

<sup>۱</sup>Doukas, Kim & Pantzalis

<sup>۲</sup>Doukas, McKnight & Pantzalis

<sup>۳</sup>McKnight and Weir

<sup>۴</sup>Jurkus, Park & Woodard

NOL: متغیر مجازی که اگر شرکت زیان آور باشد یک در غیر این صورت صفر  
 GROWTH: تغییر در فروش نسبت به سال قبل تقسیم بر فروش سال قبل  
 AGE: لگاریتم طبیعی عمر بورسی شرکت بعلاوه یک  
 OCF: جریان نقد عملیاتی تقسیم بر کل دارایی‌ها

### یافته‌های پژوهش

قبل از ارائه یافته‌های پژوهش ابتدا آمار توصیفی متغیرهای پژوهش در جدول ۱ ارائه می‌گردد. مقادیر این جدول در خصوص متغیر توانایی مدیران بیانگر توانمندی کم مدیران در شرکت‌های مورد بررسی است، میانگین این متغیر منفی ۰/۰۰۹ و سایر مقادیر آن نشان دهنده این موضوع است که از لحاظ این شاخص شرکت‌های مورد بررسی وضعیت مناسبی ندارند. در خصوص اجتناب مالیاتی میتوان بیان کرد، شرکت‌های مورد بررسی به صورت نرمال در این حوزه فعال هستند و تلاش می‌کنند با اجتناب مالیاتی از منافع آن بهره ببرند. در سایر متغیرها که عمدتاً کنترلی هستند مقادیر ارائه شده گویا است و از تطویل کلام پرهیز می‌شود.

جدول ۱.۱ آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

متغیر	میانگین	میانه	حداکثر	حداقل	انحراف معیار
توانایی مدیریت	-۰/۰۰۹	-۰/۰۱۳	۰/۴۸۷	-۰/۶۱۹	۰/۲۳۹
اجتناب مالیاتی	۰/۰۰۰	۰/۰۲۱	۰/۶۷۶	-۰/۶۵۵	۰/۱۵۳
اندازه شرکت	۱۲/۸۹۰	۱۲/۷۳۹	۱۸/۴۹۲	۷/۲۰۷	۱/۲۳۶
اهرم مالی	۰/۶۶۸	۰/۶۶۷	۳/۰۶۴	۰/۰۲۹	۰/۲۲۰
بازده دارایی‌ها	۰/۱۵۴	۰/۱۳۷	۱/۲۵۴	-۰/۵۶۵	۰/۱۲۴
رشد شرکت	۱/۴۷۶	۰/۱۶۶	۶/۵۵۵	-۰/۶۰۳	۰/۴۷۹
زیان یا سود	۰/۰۹۵	۰/۰۰۰	۱/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۲۹۳
سرمایه‌گذاری در اموال و ماشین‌آلات	۰/۲۵۷	۰/۲۱۶	۰/۹۳۵	۰/۰۰۰	۰/۱۷۴
دارایی‌های نامشهود	۰/۰۳۹	۰/۰۰۹	۱/۹۲۸	۰/۰۰۰	۰/۱۳۲
جریان نقد عملیاتی	۰/۱۱۸	۰/۱۰۸	۰/۶۳۱	-۰/۴۰۸	۰/۱۳۱
سن شرکت	۲/۳۱۴	۲/۴۸۵	۳/۸۰۷	۰/۰۰۰	۰/۸۳۱



به منظور آزمون فرضیه‌های پژوهش نیاز است الگوهای شماره ۱ تا ۶ که پیش از این ارائه شد، محاسبه و برآورد شوند. بنابراین، ابتدا مدل شماره ۱ با استفاده از نرم‌افزار DEAFronter در محیط Excel 2007 محاسبه شد. نتیجه اجرای این الگو ارائه کارایی واحدهای تجاری بود که به عنوان متغیر وابسته مدل شماره ۲ (مشابه دمرجیان و همکاران، ۲۰۱۲) مورد توجه قرار گرفت. سپس، مدل شماره ۲ با استفاده از نرم‌افزار Eviews نسخه ۷ و بکار گرفتن رگرسیون داده‌های ترکیبی برآورد شد. حاصل تخمین مدل شماره ۲، برآورد و محاسبه متغیر توانایی مدیر بود. همان‌طور که پیش از این بیان شد در مدل مذکور، باقیمانده الگو بیانگر توانایی مدیر است. قبل از برازش مدل اصلی پژوهش (مدل شماره ۳)، نیاز است به منظور محاسبه متغیرهای پژوهش، الگوهای شماره ۴ تا ۶ نیز محاسبه و برآورد شوند. مدل شماره ۴ و ۶ در محیط نرم‌افزار Excel ۲۰۰۷ محاسبه شد. اما مدل شماره ۵ که از طریق آن می‌توان اجتناب مالیاتی را برآورد کرد با استفاده از رگرسیون داده‌های ترکیبی و نرم‌افزار Eviews نسخه ۷ برآورد شد. باقیمانده این الگو اجتناب مالیاتی است که به عنوان یکی از متغیرهای اصلی مدل شماره ۳ مورد استفاده قرار می‌گیرد. برای رعایت اختصار در اینجا تنها نتایج حاصل از آزمون فرضیه ۱ و ۲ ارائه و از ارائه نتایج و محاسبات سایر الگوها صرف نظر می‌شود. بنابراین، نتایج حاصل از فرضیه ۱ در جداول ۲ تا ۴ و آزمون فرضیه ۲ در جداول ۵ تا ۸ قابل مشاهده است.

جدول ۲. نتایج آزمون چاو و هاسمن

نام آزمون	آماره	درجه آزادی	معنی داری
آزمون چاو	۲/۵۵۵	۵۷۸۴-	۰/۰۲۴
آزمون هاسمن	۲۹۹/۵۵۱	۸	۰/۰۰۰

آزمون چاو به منظور انتخاب از بین روش داده‌های ترکیبی و مدل برآورد داده‌های تلفیقی مورد استفاده قرار می‌گیرد. نتایج این آزمون در جدول شماره ۲ آمده است. سطح معناداری که مقدار ۰/۰۲۴ بدست آمده است نشان می‌دهد فرضیه صفر مبنی بر داده‌های تلفیقی رد شده است. این مورد نشان‌دهنده لزوم استفاده از روش داده‌های ترکیبی است. اکنون باید با استفاده از آزمون هاسمن مشخص کرد که آیا باید از مدل

اثرات ثابت استفاده شود یا مدل اثرات تصادفی. نتیجه این آزمون نیز در جدول ۲ ارائه شده است.

همان‌گونه که در جدول مذکور مشخص است سطح معناداری ۰/۰۰۰ بیانگر رد شدن فرضیه صفر مبنی بر مدل اثرات تصادفی است. بنابراین، با توجه به نتایج آزمون چاو و هاسمن باید از رگرسیون داده‌های ترکیبی (پانلی) با اثرات ثابت استفاده کرد (بالتاجی، ۲۰۰۸).

جدول ۳. نتایج آزمون فرضیه ۱ پژوهش

متغیر	نماد	ضریب	خطای استاندارد	آماره	سطح معناداری
ضریب ثابت مدل	$\beta$	۰/۵۳۲	۰/۲۶۷	۱/۹۸۹	۰/۰۴۷
توانایی مدیریت	$MA_{i,t}$	-۰/۰۲۵	۰/۰۳۷	-۰/۶۸۴	۰/۴۹۴
اجتناب مالیاتی	$TaxAvoid_{i,t}$	-۰/۳۱۳	۰/۰۴۳	-۷/۳۰۹	۰/۰۰۰
بازده دارایی‌ها	$ROA_{i,t}$	۰/۰۲۳	۰/۰۰۳	۷/۴۲۷	۰/۰۰۰
اهرم مالی	$LEV_{i,t}$	۰/۳۳۱	۰/۰۴۶	۷/۲۰۴	۰/۰۰۰
متغیر مجازی زیان یا سود	$NOL_{i,t}$	۱/۳۹۸	۰/۲۲۹	۶/۱۱۷	۰/۰۰۰
سرمایه‌گذاری در اموال و ماشین‌الات	$PPE_{i,t}$	۰/۰۰۱	۰/۰۰۱	۰/۸۵۸	۰/۳۹۱
دارایی‌های نامشهود	$INTAN_{i,t}$	۰/۳۸۶	۰/۲۵۴	۱/۵۲۰	۰/۰۲۹
اندازه شرکت	$SIZE_{i,t}$	-۰/۰۱۷	۰/۰۱۵	-۱/۱۶۴	۰/۲۳۴
رشد شرکت	$GROWTH_{i,t}$	۰/۰۴۵	۰/۰۹۱	۰/۴۹۴	۰/۶۲۱
سن شرکت	$AGE_{i,t}$	-۰/۰۷۸	۰/۰۷۰	-۱/۱۱۷	۰/۲۶۴
جریان نقد عملیاتی	$OCF_{i,t}$	۰/۰۰۲	۰/۰۰۱	۲/۳۶۲	۰/۰۱۸
آماره F: ۲۹/۳۳۴	سطح معناداری آزمون F: ۰/۰۰۰	دوربین واتسون: ۱/۷۲۵	ضریب تعیین: ۰/۳۲۷	ضریب تعدیل شده: ۰/۳۱۶	

همان‌طور که جدول ۳ نشان می‌دهد تأثیر اجتناب مالیاتی بر ارزش شرکت منفی و معنادار است. بنابراین بدون در نظر گرفتن اثر تعدیلی تضاد منافع و توانایی مدیر، اجتناب مالیاتی تأثیر منفی بر ارزش شرکت دارد. این نتایج بیانگر تأیید فرضیه‌های فرعی ۱ است. در نتایج به دست آمده در بخش متغیرهای کنترلی نیز به طور نمونه بازده دارایی‌ها و اهرم مالی دارای اثر مثبت و معنادار بر ارزش شرکت هستند که این موضوع دور از منطقی و مفاهیم نظری موجود در این

حوزه نیست. وجود رابطه مستقیم بین اهرم مالی و ارزش شرکت می‌تواند بیانگر نقش کنترلی بدهی در هزینه‌های نمایندگی باشد. برخی متغیرها مانند رشد شرکت و سن شرکت نیز در این بررسی اثر معناداری بر ارزش شرکت نداشتند. به منظور بررسی مانایی متغیرها از آزمون دیکی فولر تعمیم یافته استفاده شود که نتایج آن در جدول ۴ ارائه شده است (بالتاجی، ۲۰۰۸).

**جدول ۴. نتایج اجرای آزمون هم‌انباشتی**

مدل	آماره	معنی داری
دیکی فولر تعمیم یافته	۳۶۱/۸۵۲	۰/۰۰۰

با توجه به سطح معناداری در جدول ۴ که ۰/۰۰۰ بدست آمده می‌توان گفت که به نتایج بدست آمده در جدول ۳ می‌شود، اعتماد کرد و معادله رگرسیون ساختگی نیست. نتایج حاصل از آزمون فرضیه ۲ به شرح جداول ۵ تا ۷ ارائه می‌شود.

**جدول ۵. نتایج آزمون چاو و هاسمن**

نام آزمون	آماره	درجه آزادی	معنی داری
آزمون چاو	۱۳/۴۵	۸۹۶۹	۰/۰۰۰
آزمون هاسمن	۲۹۸/۴۵۱	۸	۰/۰۰۰

**جدول ۶. نتایج آزمون فرضیه‌های پژوهش**

متغیر	نماد	ضریب	خطای استاندارد	آماره	سطح معناداری
ضریب ثبت مدل	$\beta$	۰/۸۶۱	۰/۲۰۳	۴/۲۹	۰/۰۰۰
تولایی مدیریت	$MA_{i,t}$	-۰/۰۲۲	۰/۰۶۹	-۰/۳۱۶	۰/۷۵۲
اجتناب مالیاتی	$TaxAvoid_{i,t}$	-۰/۳۳۸	۰/۱۳۲	-۲/۵۵۴	۰/۰۱۱
اجتناب مالیاتی $\times$ تولایی بالای مدیریت	$TaxAvoid_{i,t} \times MA_{high_{i,t}}$	-۰/۴۴۱	۰/۲۳۲	-۱/۹۰۲	۰/۰۴۸
جریان نقد آزاد $\times$ کبوی توین بالا	$FCF \times QThigh_{i,t}$	۲/۷۶۲	۰/۲۴۹	۱۱/۰۷۲	۰/۰۰۰
جریان نقد آزاد $\times$ کبوی توین بالا $\times$ تولایی مدیریت بالا	$FCF \times QThigh_{i,t} \times MA_{high_{i,t}}$	۰/۷۰۱	۰/۲۳۱	۷/۰۳۷	۰/۰۰۰

متغیر	نماد	ضریب	خطای استاندارد	آماره	سطح معناداری
جریان نقد آزاد × کیوی توین بالا × توانایی مدیریت بالا × اجتناب مالیاتی بالا	$FCF \times QHigh_{i,t} \times MAhigh_{i,t} \times TaxAvoid_{i,t}$	۳/۵۴۱	۰/۷۲۰	۴/۹۱۶	۰/۰۰۰
بازده دارایی‌ها	$ROA_{i,t}$	۰/۱۰۸	۰/۲۸۰	۰/۳۸۷	۰/۶۹۹
اهرم مالی	$LEV_{i,t}$	۰/۴۷۱	۰/۰۹۱	۵/۲۰۴	۰/۰۰۰
متغیر مجازی زیان یا سود	$NOL_{i,t}$	۰/۱۸۹	۰/۰۶۱	۳/۰۷۳	۰/۰۰۲
سرمایه‌گذاری در اموال و ماشین‌آلات	$PPE_{i,t}$	۰/۱۰۹	۰/۰۹۸	۱/۱۱۷	۰/۲۶۴
دارایی‌های نامشهود	$INTAN_{i,t}$	۰/۳۳۳	۰/۱۳۷	۲/۷۲۹	۰/۰۰۷
اندازه شرکت	$SIZE_{i,t}$	-۰/۰۲۰	۰/۰۱۵	-۱/۳۶۴	۰/۱۷۳
رشد شرکت	$GROWTH_{i,t}$	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۸۲۵	۰/۴۱۰
سن شرکت	$AGE_{i,t}$	-۰/۰۰۶	۰/۰۲۰	-۰/۲۹۰	۰/۷۷۲
جریان نقد عملیاتی	$OCF_{i,t}$	۰/۸۶۱	۰/۱۴۹	۴/۵۲۴	۰/۰۰۰
آماره: ۴۶/۸۱ F	سطح معناداری آزمون F: ۰/۰۰۰		دورین واتسون: ۱/۷۷۸	ضریب تعیین: ۰/۶۰۴	ضریب تعدیل شده: ۰/۵۹۱

همان‌طور که جدول ۶ نشان می‌دهد مشابه نتایج حاصل از آزمون فرضیه ۱ (جدول ۲) تأثیر اجتناب مالیاتی و حتی اجتناب مالیاتی و تعامل آن با توانایی مدیر بر ارزش شرکت منفی و معنادار است. بنابراین بدون در نظر گرفتن اثر تعدیلی تضاد منافع، اجتناب مالیاتی حتی زمانی که مدیر توانایی بالایی دارد تأثیر منفی بر ارزش شرکت دارد.

متغیر جریان نقد آزاد × کیوی توین بالا، همان‌طور که در بخش قبلی ذکر شد، بیانگر پایین بودن تضاد منافع است. چرا که از تعامل جریان نقد آزاد و رشد بالا محاسبه می‌شود. لذا، همان‌طور که جدول ۶ نشان می‌دهد، افزایش در این متغیر باعث افزایش معنادار در ارزش شرکت خواهد شد. افزایش در توانایی مدیر هنگامی که تضاد منافع در سطح پایینی باشد تأثیر مثبت و معناداری بر ارزش شرکت نشان می‌دهد، در صورتی که این متغیر به تنهایی تأثیر معنادار بر ارزش شرکت نداشت. اما متغیر اصلی الگو نشان داد هنگامی که تضاد منافع پایین است، افزایش

در توانایی مدیر به شدت می‌تواند تأثیر منفی اجتناب مالیاتی بر ارزش شرکت را به مثبت تغییر جهت دهد. بنابراین، با توجه به این نتیجه، می‌توان ادعا کرد که فرضیه اصلی پژوهش مورد تأیید قرار می‌گیرد.

**جدول ۷. نتایج اجرای آزمون هم‌انباشتی**

مدل	آماره	معنی داری
دبکی فولر تعمیم یافته	۳۱۳/۸۸۵	۰/۰۰۰

با توجه به سطح معناداری در جدول ۷ که ۰/۰۰۰ بدست آمده می‌توان گفت که به نتایج بدست آمده در جدول ۶ می‌شود اعتماد کرد و معادله رگرسیون ساختگی نیست.

### بحث و نتیجه‌گیری

هدف این پژوهش بررسی نقش توانایی مدیران در تأثیر اجتناب مالیاتی بر ارزش شرکت در شرایط وجود مشکلات نمایندگی بود. به همین منظور پژوهش حاضر مدل ارائه شده توسط پارک و همکاران (۲۰۱۵) را توسعه داده است. در مدل جدید، چارچوب و ساختار کامل‌تری برای بررسی نقش توانایی مدیران ارائه شد. این الگو پیشنهاد داد که در هنگام بررسی نقش توانایی مدیران، نباید از تضاد منافع بین مدیر و مالک غافل شد.

نتایج بدست آمده نشان داد که اجتناب مالیاتی بر ارزش شرکت اثر منفی دارد یعنی با افزایش اجتناب مالیاتی، بازار این عمل را به عنوان ریسک قلمداد کرده و ارزش شرکت کمتر می‌شود. این نتیجه با نتایج پژوهش کیم و همکاران (۲۰۱۱)، دیسیا و همکاران (۲۰۰۹)، پارک و همکاران (۲۰۱۵) و گوندر و همکاران (۲۰۱۷) همخوانی دارد. از طرفی نتایج نشان داد بدون توجه به تضاد منافع، مدیران تواناتر می‌توانند از اجتناب مالیاتی در مسیر کاهش ارزش شرکت استفاده کنند (فرضیه فرعی ۲). به عبارتی، مدیرانی که تضاد منافع دارند از شرایط تیره و تاریک شده به سبب اجتناب مالیاتی سوء استفاده کرده و اثر منفی بر ارزش شرکت می‌گذارند. در فرضیه اصلی پژوهش علاوه بر توانایی مدیر و اجتناب مالیاتی اثر تضاد منافع نیز در نظر گرفته شد این فرضیه بیان داشت «در صورت پایین بودن تضاد منافع بین مدیر و مالک، مدیران با توانایی

بالا تر می‌توانند اثر نامساعد اجتناب مالیاتی بر ارزش شرکت را کاهش دهند» که نتایج نشان داد نمی‌توان آن را رد کرد. به این معنی که در صورت پایین بودن تضاد منافع، مدیران توانا تر به صورت مؤثرتر و مساعدتری می‌توانند از پدیده اجتناب مالیاتی به نفع مالکان و افزایش ارزش شرکت استفاده کنند. یافته‌های این پژوهش مشابه است با بیش تر یافته‌های پژوهش‌های پیشین بویژه دسای و دهامپالا (۲۰۰۶)، دسای و دهامپالا (۲۰۰۹a) و دسای و دهامپالا (۲۰۰۹b) که نشان دادند در صورتی که تضاد منافع و رفتار فرصت طلبانه مدیران کنترل شود اجتناب مالیاتی می‌تواند در مسیر منافع سهامداران ارزش شرکت را افزایش دهد. بنابراین، وجود مدیر توانا در رأس هر واحد تجاری نمی‌تواند منافع سهامداران را تضمین کند. لذا، توجه به سازوکارهای نظارتی و انگیزشی، به احتمال زیاد از طریق هم‌راستا کردن منافع مدیر و مالک می‌تواند منافع ارزشمندی را برای سهامداران به ارمغان آورد. البته، از نقش توانایی مدیران نیز نباید غافل شد. به طور کلی، مبتنی بر نتایج این پژوهش به فعالان عرصه بازار سهام و سرمایه پیشنهاد می‌شود افزون بر تأکید برای جذب مدیران توانمند، از به کارگیری سازوکارهای انگیزشی و نظارتی برای هم‌راستا کردن منافع مدیر با منافع خود غفلت نکنند. هم‌چنین، توجه سازمان بورس و اوراق بهادار به این موضوع می‌تواند به رونق بازار و افزایش اعتماد سرمایه‌گذاران کمک کند. در واقع، سازمان بورس و اوراق بهادار با تصویب قوانین کارآمد برای توانمند کردن حاکمیت شرکتی و تدوین سازوکاری برای تهیه و افشای اطلاعات مناسب در زمینه توانایی و رتبه‌بندی مدیران، می‌تواند رونق بازار سرمایه را بهبود دهد.

یکی از متغیرهای پژوهش، جریان نقد عملیاتی است که با توجه به تغییر استاندارد حسابداری شماره ۲، نحوه محاسبه و ارائه آن در صورت‌های مالی در سال‌های اخیر دستخوش تغییر شده است. بنابراین، مقادیر این متغیر در طول دوره مورد بررسی بر اساس دو استاندارد متفاوت محاسبه شده و دسترسی به دیتای مشابه با محدودیت مواجه بوده است.

به پژوهشگران علاقمند به این حوزه پیشنهاد می‌شود به بررسی این موضوع پردازند که آیا توانایی مدیر در یک شرایط بازار رقابتی یا یک بازار انحصاری میتواند نقش متفاوتی بر اثر اجتناب مالیاتی بر ارزش شرکت داشته باشد یا خیر.

### ملاحظات اخلاقی

حامی مالی: مقاله حامی مالی ندارد.

مشارکت نویسندگان: تمام نویسندگان در آماده‌سازی مقاله مشارکت داشته‌اند.

تعارض منافع: بنا بر اظهار نویسندگان در این مقاله هیچ‌گونه تعارض منافی وجود ندارد.

تعهد کپی‌رایت: طبق تعهد نویسندگان حق کپی‌رایت رعایت شده‌است.

## منابع

- ساری، محمدعلی؛ اعتمادی، حسین. (۱۳۹۸). بررسی تأثیر اجتناب مالیاتی بر ریسک مالیاتی شرکت‌ها. *پژوهش‌های تجربی حسابداری*. ۹(۳)، ۳۷۵-۳۵۳.
- شایسته، هادی؛ صالحی، اله کرم؛ نصیری، سعید و خدامرادی، محمد. (۱۴۰۰). تأثیر روش‌های گریز از مالیات بر کیفیت سود با تأکید بر مالکیت دولتی. *پژوهش‌های تجربی حسابداری*، ۱۱(۳)، ۲۱۴-۱۹۱.
- عبدلی، محمد رضا؛ شورورزی، محمد رضا و میرزایی، سعیده. (۱۳۹۲). بررسی ارتباط بین تفاوت مالیات ابرازی و تشخیص با شفافیت شرکتی. *فصلنامه حسابداری مالی*، ۱۹(۵)، ۹۰-۶۹.

## References

- Abdoli, M. R; Shurvarzi, M. R; & Mirzaei, S. (2012). Examining the relationship between the difference in tax expression and recognition with corporate transparency. *Financial Accounting Quarterly*. 19(5), 69-90. [In Persian]
- Amidu, M., Coffie, W. and Acquah, P. (2019). Transfer pricing, earnings management and tax avoidance of firms in Ghana, *Journal of Financial Crime*, Vol. 26 No. 1, pp. 235-259.
- Balakrishnan, K; Blouin, J. L; & Guay, W. R. (2012). Does Tax Aggressiveness Reduce Corporate Transparency? Available at SSRN 1792783.
- Baltagi, B. (2008). *Econometric analysis of panel data*. John Wiley & Sons.
- Chang Youl, K. O; Park, J; & Jung, H. (2013). Managerial Ability and Tax Avoidance. *AGE*, 1(1), 9.
- Chen, S; Chen, X; Cheng, Q; & Shevlin, T. (2010). Are family firms more tax aggressive than non-family firms? *Journal of Financial Economics*, 95(1), 41-61.
- Cooper, W. W; Seiford, L. M; & Tone, K. (2006). *Introduction to data envelopment analysis and its uses: with DEA-solver software and references*. Springer Science & Business Media.
- Crocker, K. J; & Slemrod, J. (2005). Corporate tax evasion with agency costs. *Journal of Public Economics*, 89(9), 1593-1610.
- Demerjian, P. R; Lev, B; & McVay, S. (2012). Quantifying managerial ability: A new measure and validity tests. *Management Science*, 58(7), 1229-1248.
- Demerjian, P. R; Lev, B; Lewis, M. F; & McVay, S. E. (2012). Managerial ability and earnings quality. *The Accounting Review*, 88(2), 463-498.
- Desai, M. A. (2003). The divergence between book income and tax income. *In Tax Policy and the Economy*, 17, 169-208.
- Desai, M. A; & Dharmapala, D. (2006). Corporate tax avoidance and high-powered incentives. *Journal of Financial Economics*, 79(1), 145-179.
- Desai, M. A; & Dharmapala, D. (2007). Taxation and corporate governance: An economic approach. Available at SSRN 983563.
- Desai, M. A; & Dharmapala, D. (2009a). Corporate tax avoidance and firm value. *The Review of Economics and Statistics*, 91(3), 537-546.



- Desai, M. A; & Dharmapala, D. (2009b). Earnings management, corporate tax shelters, and book-tax alignment. *National Tax Journal*, 169-186.
- Doukas, J. A; Kim, C; & Pantzalis, C. (2000). Security analysis, agency costs, and company characteristics. *Financial Analysts Journal*, 56(6), 54-63.
- Doukas, J. A; McKnight, P. J; & Pantzalis, C. (2005). Security analysis, agency costs, and UK firm characteristics. *International Review of Financial Analysis*, 14(5), 493-507.
- Desai, M.A. and Dharmapala, D. (2009) corporate tax avoidance and firm value. *The Review of Economics and Statistics*, 91(3), 537-546.
- Guenther, D.A; Matsunaga, S.R. and Williams, B.M. (2017) Is tax avoidance related to firm risk. *The Accounting Review*, 92(1), 115-136.
- Hanlon, M. (2005). The persistence and pricing of earnings, accruals, and cash flows when firms have large book-tax differences. *The Accounting Review*, 80(1), 137-166.
- Hanlon, M. and Heitzman, S. (2010) A review of tax research. *Journal of Accounting and Economics*, 50(2), 127-178.
- Hanlon, M; Slemrod, J; (2009). What does tax aggressiveness signal? Evidence from stock price reactions to news about tax shelter involvement. *Journal of Public Economics*, 93, 126-141.
- Hutchens, M; & Rego, S. O. (2012). Tax risk and the cost of equity capital. Available at SSRN 2186564.
- Jensen, M. C. (1986). Agency cost of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *American Economic Review*, 76(2), 323-329.
- Jurkus, A. F; Park, J. C; & Woodard, L. S. (2011). Women in top management and agency costs. *Journal of Business Research*, 64(2), 180-186.
- Kim, J. B; Li, Y; & Zhang, L. (2011). Corporate tax avoidance and stock price crash risk: Firm-level analysis. *Journal of Financial Economics*, 100(3), 639-662.
- Kim, J.B; Li, Y. and Zhang, L. (2011) corporate tax avoidance and stock price crash risk: Firm-level analysis. *Journal of Financial Economics*, 100(3): 639-662.
- Lehn, K; & Poulsen, A. (1989). Free cash flow and stockholder gains in going private transactions. *The Journal of Finance*, 44(3), 771-787.
- McKnight, P. J; & Weir, C. (2009). Agency costs, corporate governance mechanisms and ownership structure in large UK publicly quoted companies: A panel data analysis. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 49(2), 139-158.
- Park, J; Ko, C. Y; Jung, H; & Lee, Y. S. (2015). Managerial ability and tax avoidance: evidence from Korea. *Asia-Pacific Journal of Accounting & Economics*, 23(4), 449-477.
- Pratama, B.Y, Narsa, N.P.D.R.H; & Prananjaya, K.P. (2022). Tax avoidance and the readability of financial statements: Empirical evidence from Indonesia. *The Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 9(2), 103-112.
- Ratnawati, V; Freddy, D; & Hardi, H. (2018). Ownership Structure, Tax Avoidance and Firm Performance. *Archives of Business Research*, 6(1).1-7.
- Rohyati, Y; & Suropto, S. (2021). Corporate Social Responsibility, Good Corporate Governance, and Management Compensation against Tax

- Avoidance. *Budapest International Research and Critics Institute (BIRCI-Journal): Humanities and Social Sciences*, 4(2), 2612-2625
- Santa, S. L. L.; & Rezende, A. J. (2016). Corporate tax avoidance and firm value: from Brazil. *Revista Contemporânea de Contabilidade*, 13(30), 114-133.
- Sari, M; & Etemadi, H. (2019). Corporate Tax Avoidance and Tax Risk. *Empirical Research in Accounting*, 9(3), 353-375. [In Persian]
- Shams, S; Bose. S. & Gunasekarage, A. (2022). Dose corporate tax avoidance promote managerial empire bulding? *Juornal of Contemporary Accounting & Economics*, 18 (1), 100293.
- Shayesteh, H; Salahi, A; Nasiri, S; & Khodamoradi, M. (2021). Tax Evasion Methods and Earning Quality; Focusing the Governmental Ownership. *Empirical Research in Accounting*, 11(3), 191-214. [In Persian]
- Wang, F; Xu, S; Sun, J; & Cullinan, C. P. (2020). Corporate tax avoidance: A literature review and research agenda. *Journal of Economic Surveys*, 34(4), 793-811.
- Yorke, S. M; Amidu, M; & Agyemin-Boateng, C. (2016). The effects of earnings management and corporate tax avoidance on firm value. *International Journal of Management Practice*, 9(2), 112-131.

#### COPYRIGHTS



This is an open access article under the CC BY-NC-ND 4.0 license.