

Investigating the Effect of Tax Avoidance on Investment Efficiency Considering the Mediating Role of Cash Holding

Omid Farhad Touski ^۱ Armaghan Seyfideli ^۲

Received: 2025/04/08

Accepted: 2025/08/09

Research Paper

Extended Abstract

Objective: The central objective of this study is to investigate how tax avoidance affects investment efficiency, while also considering the mediating role of corporate cash holdings. The research is motivated by the recognition that tax planning and avoidance strategies can create additional financial resources for companies, thereby enabling more efficient capital allocation. However, the relationship between tax avoidance and investment efficiency is complex, as it can be influenced by managerial discretion, agency problems, and the level of cash retention within firms. In the Iranian context, this topic becomes particularly important due to persistent economic instability, inflationary pressures, and increasing tax regulations, all of which directly affect liquidity management and capital allocation decisions. Accordingly, the research aims to provide empirical evidence from firms listed on the Tehran Stock Exchange (TSE) during a ten-year period, assessing whether tax avoidance practices enhance or impair investment efficiency and how cash holdings mediate this relationship.

Method: This applied and correlational research utilizes a quantitative approach. The statistical population includes all companies listed on the Tehran Stock Exchange, and a sample of 113 firms was selected after applying criteria such as data availability and continuous trading. The study covers the period from 2014 to 2023 (1393–1402 in the Iranian calendar), yielding 1,130 firm-year observations. Data was extracted from the official databases of the TSE, Codal system, and related archival sources.

The research hypotheses were tested using multivariate linear regression models, designed to analyze three key relationships: (1) the impact of tax avoidance on cash holdings, (2) the effect of cash holdings on investment efficiency, and (3) the direct influence of tax avoidance on investment efficiency. Furthermore, to assess the indirect mediating role of cash holdings, the Sobel test was applied. Variables were measured using established accounting and financial metrics. Tax avoidance was proxied by the effective tax rate, cash holdings were measured by both year-end cash ratio and residual (excess) cash, while investment efficiency was calculated

^۱ Department of Accounting, Khor.C., Islamic Azad University, Khorramabad, Iran (Corresponding Author)

O.toski@khoiau.ac.ir

^۲ Department of Accounting, Khor.C., Islamic Azad University, Khorramabad, Iran

akram671393@gmail.com

DOI: 10.82399/cmra.2025.1206243

using residuals from Biddle et al. (2009) regression models. Control variables included firm size, leverage, return on assets, capital expenditures, net working capital, and Tobin's Q.

Results: The findings of the empirical analysis revealed several significant outcomes:

1. **Tax avoidance and cash holdings:** Tax avoidance demonstrated a significant negative relationship with cash holdings. Companies that engage more aggressively in tax avoidance tend to retain less cash, likely because they already achieve liquidity savings through reduced tax burdens. This result supports the view that effective tax planning reduces the precautionary need for holding large cash reserves.
2. **Cash holdings and investment efficiency:** Cash retention had a significant negative effect on investment efficiency. Firms with higher levels of cash were more prone to inefficiencies, such as overinvestment in projects with low or negative net present value. This finding highlights the agency cost of free cash flow, where excess liquidity can be misused by managers for empire-building or personal motives, ultimately reducing investment quality.
3. **Tax avoidance and investment efficiency:** Tax avoidance had a significant positive direct effect on investment efficiency. By lowering tax liabilities, companies could reallocate financial resources toward profitable investment opportunities, thus improving the efficiency of capital allocation. This confirms the traditional view that tax avoidance can be a value-enhancing strategy when managed prudently.
4. **Mediating role of cash holdings:** The Sobel test confirmed that cash holdings mediate the relationship between tax avoidance and investment efficiency. While tax avoidance directly improved investment efficiency, its influence was also transmitted through changes in cash policies. Specifically, firms practicing higher tax avoidance tended to reduce unnecessary cash accumulation, which indirectly strengthened investment efficiency by limiting wasteful liquidity storage.

Conclusion: This study concludes that tax avoidance, when strategically executed, can enhance investment efficiency by providing firms with additional financial flexibility and reducing dependency on costly external financing. However, excessive cash holdings weaken investment efficiency, as they increase the likelihood of inefficient managerial decisions and misallocation of resources. The mediating role of cash holdings reveals that firms with strong tax avoidance strategies tend to balance their liquidity needs more effectively, thereby minimizing agency costs and maximizing investment productivity. The Iranian economic environment, characterized by volatility, currency fluctuations, and inflation, further underscores the importance of effective tax planning and liquidity management. Companies must carefully design their tax and cash-holding strategies to avoid overaccumulation of idle funds while simultaneously safeguarding against financial risks. These findings emphasize that tax avoidance can be a double-edged sword: while it reduces financial constraints, it also raises governance and transparency issues that need careful monitoring.

Value of the Article: This research contributes to the academic literature and practice in several ways. First, it extends prior international studies on tax avoidance and investment efficiency by providing robust evidence from an emerging market economy with unique regulatory and economic conditions. The findings reveal that, unlike developed markets where tax avoidance is often associated with opacity and risk, in Iran it may serve as a vital financial strategy to offset macroeconomic uncertainty. Second, by highlighting the mediating role of cash holdings, the study enriches theoretical understanding of how internal liquidity

management interacts with tax strategies to shape investment outcomes. This dual focus addresses gaps in prior literature that typically considered tax avoidance and cash holdings separately. Third, the study provides practical implications for corporate managers, regulators, and investors. Managers are encouraged to pursue legal and transparent tax planning strategies to improve investment outcomes while avoiding excessive cash hoarding that undermines efficiency. Regulators can use these insights to balance anti-avoidance measures with incentives for productive reinvestment of tax savings. For investors, the results signal that tax-avoiding firms may exhibit superior investment efficiency, but only when governance mechanisms ensure proper utilization of liquidity. Finally, the research offers a timely perspective for Iranian companies operating under economic instability, presenting actionable guidance on how to navigate financial constraints and maintain competitiveness through effective fiscal and cash management policies.

Keywords: Investment, Efficiency, Tax Avoidance, Cash



بررسی تأثیر اجتناب مالیاتی بر کارایی سرمایه‌گذاری با توجه نقش میانجی نگهداری وجه نقد

امید فرهاد توسکی^۱ ارمان سیفی‌دلی^۲

مقاله پژوهشی

تاریخ دریافت: ۱۴۰۴/۰۱/۱۹

تاریخ پذیرش: ۱۴۰۴/۰۵/۱۸

چکیده

شرکت‌ها با کاهش هزینه‌های مالیاتی خود می‌توانند منابع بیشتری برای سرمایه‌گذاری به دست آورده و بر کارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌ها اثربخش باشند. در این میان، تسهیل در مدیریت نقدینگی می‌تواند تصمیمات سرمایه‌گذاری را تحت تأثیر قرار دهد و به اثربخشی بیشتر سرمایه‌ها کمک کند. بر همین اساس، این پژوهش با هدف بررسی تأثیر اجتناب مالیاتی بر کارایی سرمایه‌گذاری با نقش میانجی نگهداری وجه نقد در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران صورت پذیرفته است. برای این منظور از اطلاعات ۱۱۳ شرکت طی بازه زمانی ۱۰ ساله از سال ۱۳۹۳ الی ۱۴۰۲ استفاده شده است. نتایج حاصل از تجزیه و تحلیل داده‌ها با استفاده از رگرسیون خطی چندمتغیره نشان می‌دهد که اجتناب مالیاتی تأثیر معکوس معناداری بر نگهداری وجه نقد و تأثیر مستقیم و معناداری بر کارایی سرمایه‌گذاری دارد. همچنین، تأثیر نگهداری وجه نقد بر کارایی سرمایه‌گذاری نیز معکوس و معنادار است. در نهایت، با استفاده از روش سوبل، نقش میانجی نگهداری وجه نقد در رابطه بین اجتناب مالیاتی و کارایی سرمایه‌گذاری تایید شد. با توجه به بی‌ثباتی اقتصادی فعلی که بسیاری از شرکت‌ها را مجبور به مدیریت نقدینگی جهت تعیین تعادل بین کاهش محدودیت‌های مالی آتی و کاهش ارزش دارایی‌ها نموده، این مطالعه راهنمایی و بینش‌های ارزشمندی برای سرمایه‌گذاران و شرکت‌ها ارائه می‌کند.

کلیدواژه‌ها: سرمایه‌گذاری، کارایی، اجتناب مالیاتی، وجه نقد

۱ گروه حسابداری، واحد خرم آباد، دانشگاه آزاد اسلامی، خرم آباد، ایران (نویسنده مسئول) O.toski@khoiau.ac.ir

۲ گروه حسابداری، واحد خرم آباد، دانشگاه آزاد اسلامی، خرم آباد، ایران akram671393@gmail.com

مقدمه

در حوزه مالی شرکت‌ها، مدیریت نگهداری وجه نقد از دیرباز موضوع مورد توجه مدیران، تصمیم‌گیران و تحلیل‌گران بوده است و به شدت بر انتخاب استراتژی‌های شرکت‌ها و عملکرد آنها تأثیر می‌گذارد. به گفته [کینز^۱ \(۱۹۳۶\)](#)، یکی از مزیت‌های کلیدی نگهداری وجه نقد این است که شرکت‌ها را قادر می‌سازد تا سرمایه‌گذاری‌های ارزشمندتری را دنبال کنند و اهمیت نگهداری وجه نقد تحت تأثیر توانایی شرکت‌ها برای دسترسی به بازارهای سرمایه خارجی است. از دیدگاه بهینه‌یابی، تحت فرض بازار سرمایه کامل ممکن است شرکت‌ها نیازی به نگهداری نقدینگی نداشته باشند، زیرا می‌توانند هر مقدار وجه نقد مورد نیاز را در هر لحظه به دست آورند ([مایرز و مجلوف^۲، \(۱۹۸۴\)](#)). با این حال، در واقعیت، بازارهای سرمایه کامل وجود ندارند، و از این رو شرکت‌ها ملزم به نگهداری مقادیر قابل توجهی از پول نقد می‌باشند.

مطالعات گذشته عوامل تعیین‌کننده مختلفی را در تعیین میزان نگهداری دارایی‌های نقدی شناسایی کرده‌اند، از جمله سیاست‌های کلان اقتصادی، هزینه‌های نمایندگی ([جیانگ و یو^۳، \(۲۰۱۳\)](#)، استراتژی عملیاتی و سیاست مالیاتی ([فولی و همکاران^۴، \(۲۰۰۷\)](#)). در این رابطه، در ملاحظات مالیاتی به یک عامل برجسته در تصمیم‌گیری‌های نگهداری وجه نقد تبدیل شده است ([الفکی و همکاران^۵، \(۲۰۲۴\)](#)). طبق نظر [مایرز و راجان^۶ \(۱۹۹۸\)](#)، وجه نقد به عنوان دارایی قابل جایگزینی در نظر گرفته می‌شود که به راحتی قابل دسترس مدیریت است و می‌تواند به سرعت توسط مدیران فرصت‌طلب به نفع خود سواستفاده گردد. از این رو، منابع پولی مازاد ممکن است در صورت به کارگیری ناکارآمد توسط مدیران، پیامدهای منفی به همراه داشته باشد. در حقیقت، وجه نقد اضافی نه برای عملیات یا سرمایه‌گذاری، بلکه به عنوان ابزاری قدرتمند برای تضمین امتیازات خصوصی مورد استفاده قرار می‌گیرد ([فرسارد و سالوا^۷، \(۲۰۱۰\)](#)). این وجه نقد مازاد اغلب با باور سرمایه‌گذاران در مورد استفاده آتی آن تعیین می‌شود. برای سرمایه‌گذاران، ارزش وجه نقد ممکن است به دلیل دسترسی آسان مدیریت و ماهیت اختیاری وجه نقد مازاد متفاوت باشد. علاوه بر این، اگر مسائل نمایندگی بر سطح بهینه نگهداری وجه نقد تأثیر بگذارد، اعتماد سرمایه‌گذاران ممکن است تحت تأثیر مشارکت شرکت در تکنیک‌های اجتناب از مالیات قرار گیرد، که اغلب با هزینه‌های نمایندگی و عدم تقارن اطلاعاتی همراه است و به طور بالقوه منجر به سوء استفاده از منابع شرکت و کاهش ارزش نقدینگی مازاد می‌شود ([بنکریم و همکاران^۸، \(۲۰۲۲\)](#)).

از منظر انگیزه احتیاطی در شرکت‌ها، نگهداری وجه نقد اغلب در نتیجه اجتناب مالیاتی افزایش می‌یابد. در حالی که اجتناب از مالیات می‌تواند منجر به صرفه‌جویی در هزینه‌ها شود، حسابرسی‌های بالقوه و تعدیل‌های گذشته‌نگر توسط مقامات مالیاتی ممکن است نیاز به پرداخت‌های مالیاتی و جریمه‌های آینده داشته باشد. از جنبه عملی، اجتناب از مالیات یکی از چندین گزینه سرمایه‌گذاری پرخطر در دسترس مدیران است ([آرمسترانگ و همکاران^۹، \(۲۰۱۵\)](#)). با توجه به اهمیت جریان‌های نقدی ناشی از اجتناب مالیاتی به عنوان منبع تأمین مالی، این روش شرکت‌ها را قادر می‌سازد تا وجوه بیشتری را برای سرمایه‌گذاری حفظ کنند و به طور بالقوه مدیریت درآمد حاصل از پروژه‌هایی با ارزش فعلی خالص مثبت را تسهیل می‌کند. این استدلال با این باور مطابقت دارد که اجتناب از مالیات می‌تواند ارزش شرکت را افزایش دهد، چنانچه سود نهایی مورد انتظار از هزینه نهایی بیشتر شود ([الفکی و همکاران^۵، \(۲۰۲۴\)](#)). برعکس، اجتناب از مالیات ممکن است با هدایت جریان نقدی اضافی به سمت تصمیمات

۱ Keynes

۲ Modigliani and Miller

۳ Jiang and Yu

۴ Foley et al

۵ Elfeky et al

۶ Myers and Rajan

۷ Fresard and Salva

۸ Benkraiem et al

۹ Armstrong et al

سرمایه‌گذاری غیرمولد، فرصت‌طلبی مدیریتی را تسهیل کند. علاوه بر این، شرکت‌هایی که در روش‌های اجتناب از مالیات شرکت می‌کنند، اغلب ساختارهای سازمانی غیرشفاف ایجاد می‌کنند که توانایی سهامداران را برای ارزیابی عملکرد مدیریت پیچیده می‌کند (خورانا و همکاران^۱، ۲۰۱۸). با این حال، تحقیقات اخیر نشان می‌دهد که اجتناب از مالیات ممکن است منجر به افزایش ریسک شرکت‌ها (رگو و ویلسون^۲، ۲۰۱۲)، کاهش شفافیت شرکت (کیم و همکاران^۳، ۲۰۱۱) و ایجاد مشکلات نمایندگی (دسای و دارماپالا^۴، ۲۰۰۹) گردد. این عوامل ریسک جریان نقدی را افزایش می‌دهند و محدودیت‌های مالی را تشدید می‌کنند و بر رفتار پس‌انداز نقدی شرکت‌ها تأثیر می‌گذارند.

در واقعیت، سرمایه‌گذاران خرد و سرمایه‌گذاران نهادی به اطلاعات یکسان دسترسی ندارند، در نتیجه کارایی سرمایه‌گذاری را با محدود کردن گزینه‌های تامین مالی شرکت برای پروژه‌های پیش‌بینی‌شده، انتخاب پروژه‌هایی با ارزش افزوده محدود، یا سوء استفاده از منابع به طور بالقوه مخدوش می‌کنند. زمانی که انحراف سرمایه‌گذاری‌ها بر کارایی شرکت تأثیر می‌گذارد، دیدگاه مدیریتی ممکن است ارزش شرکت را به خطر بیندازد. با درک این موضوع که قابلیت‌های فردی می‌تواند به موفقیت کمک کند و عملکرد سازمانی را افزایش دهد، ویژگی‌های شخصیتی مدیریتی رفتاری مختلف می‌تواند بر تصمیم‌گیری تأثیر بگذارد، در نتیجه تأثیر قابل توجهی بر موفقیت سازمانی دارد (فورستل و همکاران^۵، ۲۰۲۱). زمانی که یک شرکت دارایی‌های نقدی بالایی داشته باشد، جریان نقدی آزاد اضافی ایجاد می‌کند و امکان سرمایه‌گذاری با این وجوه مازاد را فراهم می‌کند. با این حال، جریان نقدی آزاد بیش از حد، خطرات اخلاقی ایجاد می‌کند که به طور بالقوه منجر به سرمایه‌گذاری بیش از حد می‌شود (تران^۶، ۲۰۲۰). مدیران با وجه نقد اضافی که در اختیار دارند، ممکن است منافع شخصی را دنبال کنند یا از این وجوه برای گسترش سرمایه‌گذاری‌ها استفاده کنند و در نتیجه درآمد، قدرت و تأثیرگذاری خود را افزایش دهند. ادبیات موجود تأثیر قابل توجه نگهداری وجه نقد بر تصمیمات سرمایه‌گذاری را برجسته نموده و بیان می‌کند ذخایر نقدی بیش از حد می‌تواند منجر به چالش‌های نمایندگی و استفاده ناکارآمد از وجه نقد شود، که در نهایت به ناکارآمدی سرمایه‌گذاری منجر می‌شود (شیو و لی^۷، ۲۰۱۲).

به طور کلی، ادبیات اجتناب از مالیات دیدگاه‌های متضادی در مورد پیامدهای آن ارائه می‌کند. دیدگاه‌های سنتی اجتناب از مالیات را به عنوان یک عمل افزایش دهنده ارزش در نظر می‌گیرند که انتقال وجوه از دولت به شرکت‌ها و سهامداران را تسهیل می‌کند. با این حال، این امر پویایی شرکت‌های مدرن، مانند جدایی مالکیت و کنترل را نادیده می‌گیرد، که هزینه‌های نمایندگی را به دلیل انتخاب نامطلوب و مخاطرات اخلاقی متحمل می‌شود (چن و همکاران^۸، ۲۰۱۰). در نتیجه، اجتناب مالیاتی ممکن است همیشه آنطور که پیش‌بینی می‌شود به نفع سهامداران نباشد، زیرا می‌تواند شامل ترتیبات پیچیده با هدف پنهان کردن انگیزه‌ها و فرار از مقامات مالیاتی باشد که در نهایت منجر به دستیابی مدیران به رانت از طریق حفظ سطوح نقدی مازاد می‌شود (کیم و همکاران^۹، ۲۰۱۱).

اخیراً، در ایران با صدور قوانین مالیاتی بیشتر برای افزایش درآمدهای مالیاتی و مبارزه با فرار مالیاتی، تلاش‌ها تشدید شده است. با این حال، بسیاری از شرکت‌ها به دلیل شرایط چالش برانگیز اقتصادی کشور، از جمله نوسانات ارز و تورم، با محدودیت‌های مالی دست و پنجه نرم می‌کنند. در نتیجه، این چالش‌های اقتصادی ممکن است شرکت‌ها را مجبور به اولویت‌بندی اجتناب مالیاتی به منظور احتکار وجه نقد و سرمایه‌گذاری کند. بر همین اساس، این مطالعه با بررسی رابطه بین شیوه‌های اجتناب مالیاتی و کارایی سرمایه‌گذاری، با تمرکز بر نقش میانجی نگهداری وجه نقد ادبیات مربوطه را گسترش می‌دهد.

۱ Khurana et al

۲ Rego and Wilson

۳ Kim et al

۴ Desai and Dharmapala

۵ Foerstl et al

۶ Tran

۷ Sheu and Lee

۸ Chen et al

۹ Kim et al

مبانی نظری و پیشین پژوهش

اجتناب از مالیات و نگهداری وجه نقد

مدیران مشکل‌ساز به حاکمیت شرکتی ضعیف و تشدید تعارضات نمایندگی کمک می‌کنند. به گفته [دیتمار و همکاران^۱ \(۲۰۰۳\)](#)، حاکمیت شرکتی ناکافی، که با فقدان نظارت مدیران مشخص می‌شود، شرکت‌ها را تشویق می‌کند که وجه نقد بیش از حد نگهداری کنند. با این حال، این استراتژی ممکن است ارزش سهامداران را به حداکثر نرساند و منجر به یک معضل نمایندگی شود. شرکت‌هایی که دارایی‌های نقدی بالایی دارند، بیشتر مستعد مواجهه با مشکلات نمایندگی هستند که منجر به استفاده ناکارآمد از نقدینگی می‌شود، مانند طرح‌های ساخت امپراتوری مدیران که منجر به سرمایه‌گذاری بیش از حد می‌شود ([شیو و لی، ۲۰۱۲](#)). سهولتی که مدیران می‌توانند در مقایسه با سایر دارایی‌ها از پول نقد اضافی برای منافع شخصی استفاده کنند، معضل نمایندگی را افزایش می‌دهد. در نتیجه، مدیران مشکل‌ساز ممکن است از طریق اختیارات خود از پول نقد بهره‌برداری کنند ([سان و همکاران^۲، ۲۰۱۲](#)). بر اساس تئوری نمایندگی، نظارت ضعیف بر مدیران می‌تواند منجر به نگهداری وجه نقد به جای توزیع به سهامداران به عنوان سود سهام شود، یا مدیرانی که منفعت شخصی دارند ممکن است از خرج کردن وجه نقد به جای تقسیم آن به عنوان سود سهام حمایت کنند و در نتیجه ذخایر نقدی کمتری ایجاد شود.

عوامل مختلفی به عنوان عوامل تأثیرگذار بر رفتار نگهداری وجه نقد شرکت‌ها شناسایی شده است. [بوبرکی و همکاران^۳ \(۲۰۱۳\)](#) استدلال نمودند مدیرانی که از نظر سیاسی دارای ارتباطات بیشتری هستند ممکن است در مقایسه با همتایان غیرسیاسی خود از دارایی‌های نقدی کمتر حمایت کنند. [اورنز و رهول^۴ \(۲۰۱۳\)](#) بیان نمودند که دوره تصدی، سن، تحصیلات و درک یک فرد از رقابت در بازار بر ترجیحات ریسک و رفتار نگهداری وجه نقد تأثیر می‌گذارد. [آمس و همکاران^۵ \(۲۰۱۵\)](#) بررسی در ویژگی‌های فردی مدیر را به عنوان عوامل تعیین کننده رفتار نگهداری وجه نقد توصیه نمودند. با این حال، تأثیر اجتناب مالیاتی بر نگهداری وجه نقد و رابطه بین نگهداری وجه نقد و رفتار سرمایه‌گذاری، رویکرد متفاوتی است که کمتر مورد توجه قرار گرفته است.

برخی مطالعات نشان داده اند که اجتناب مالیاتی، ریسک مالیاتی شرکت را افزایش می‌دهد. [میلز^۶ \(۱۹۹۸\)](#) و [چان و همکاران^۷ \(۲۰۱۰\)](#) نشان دادند که وقتی درآمد دفتری از درآمد مشمول مالیات فراتر می‌رود، تعدیلات حسابرسی افزایش می‌یابد. علاوه بر این، مطالعات گذشته نشان می‌دهد که مشوق‌های ریسک سهام می‌توانند شرکت‌ها را به دنبال استراتژی‌های اجتناب از مالیات تهاجمی‌تر سوق دهند و رفتار آنها را در سرمایه‌گذاری، تامین مالی و سایر پروژه‌ها منعکس کنند. این یافته‌ها از این ایده حمایت می‌کنند که اجتناب مالیاتی شرکت‌ها به طور مثبت با نوسانات نقدی مرتبط است. [رگو و ویلسون^۸ \(۲۰۱۲\)](#) ارتباط مثبتی بین ریسک مالیات شرکتی و نوسانات بازده سهام و سود قبل از انحراف استاندارد مالیات نشان دادند و شواهد مستقیمی از تأثیر اجتناب مالیاتی بر نوسانات جریان نقدی ارائه کردند. از آنجایی که نوسانات جریان نقدی مستقیماً بر دارایی‌های نقدی شرکت تأثیر می‌گذارد، [اوپلر و همکاران^۹ \(۱۹۹۹\)](#) نشان دادند که شرکت‌هایی با نوسان جریان نقدی بالاتر، نسبت‌های نقدی به دارایی‌های غیر نقدی بالاتری را نشان می‌دهند. به طور مشابه، [بیتس و همکاران^۹ \(۲۰۰۹\)](#) دو برابر شدن میانگین نسبت پول نقد به دارایی

۱ Dittmar et al

۲ Sun et al

۳ Boubakri et al

۴ Orens and Reheul

۵ Amess et al

۶ Mills

۷ Chan et al

۸ Opler et al

۹ Bates et al

را برای شرکت‌های صنعتی در ایالات متحده از سال ۱۹۹۸ تا ۲۰۰۶ مشاهده کردند و این روند را به افزایش نوسانات جریان نقدی شرکت‌ها نسبت دادند تا تغییرات در تعارضات نمایندگی در شرکت‌ها. بر اساس بررسی این مطالعات، بدیهی است که تشدید نوسانات جریان نقدی تجاری ممکن است باعث عدم‌اطمینان در پرداخت‌های نقدی شود و شرکت‌ها را وادار به حفظ ذخایر نقدی بالاتر در پاسخ به رویدادهای پیش‌بینی نشده کند. در نتیجه، افزایش اجتناب مالیاتی یک شرکت احتمالاً نوسانات جریان نقدی آن را افزایش می‌دهد و منجر به افزایش ذخایر نقدی به دلایل احتیاطی و در نتیجه افزایش نسبت پس‌انداز نقدی می‌شود.

برعکس، اجتناب از مالیات می‌تواند بنگاه‌ها را از نظر مالی محدودتر کند و در نتیجه بر سیاست‌های نگهداری وجه نقد تأثیر بگذارد. طبق گفته [بالاکریشنان و همکاران^۱ \(۲۰۱۲\)](#)، شرکت‌هایی که درگیر برنامه‌ریزی اجتناب مالیاتی هستند، محیط‌های اطلاعاتی با شفافیت کمتری دارند. آن‌ها نشان می‌دهند که اجتناب از مالیات می‌تواند پیچیدگی مالی شرکت‌ها را افزایش دهد و اگر این پیچیدگی افزایش‌یافته به اندازه کافی به طرف‌های خارجی منتقل نشود، به طور بالقوه منجر به مشکلات شفافیت می‌شود. بررسی آنها در مورد رابطه بین اجتناب مالیاتی و عدم‌تقارن اطلاعات، خطاهای پیش‌بینی تحلیلگران و کیفیت سود نشان می‌دهد که اجتناب مالیاتی شفافیت شرکت را کاهش می‌دهد. به دلیل عدم‌تقارن اطلاعاتی، شرکت‌ها ممکن است با محدودیت‌های مالی ناشی از انتخاب نامطلوب توسط سرمایه‌گذاران خارجی مواجه شوند. به علاوه، شرکت‌های دارای محدودیت مالی اغلب نیاز به حفظ ذخایر نقدی بالاتری دارند تا نیازهای سرمایه‌گذاری آتی را برآورده کنند که منجر به افزایش نسبت پس‌انداز نقدی زمانی که شرکت‌ها به دلیل اجتناب از مالیات با محدودیت‌های مالی مواجه می‌شوند، می‌گردد [\(وانگ و ژو^۲، ۲۰۱۳\)](#).

مطالعات گذشته دو دیدگاه متضاد در مورد استراتژی‌های اجتناب از مالیات را شناسایی کرده‌اند و بیان می‌کنند که چرا مدیران تصمیم به حفظ وجه نقد دارند. از یک سو، اجتناب از مالیات به عنوان یک فعالیت افزایش دهنده ارزش تلقی می‌شود که انتقال وجوه از دولت به شرکت‌ها را تسهیل می‌کند. با توجه به اهمیت هزینه‌های مالیاتی برای شرکت‌ها و سهامداران آنها، استراتژی‌هایی با هدف اجتناب مالیاتی اغلب مورد علاقه سهامداران قرار می‌گیرد [\(چن و همکاران، ۲۰۱۰\)](#). با به حداقل رساندن تعهدات مالیاتی خود، شرکت‌ها پس‌انداز مالیاتی بیشتری ایجاد می‌کنند، که متعاقباً می‌تواند مجدداً در تجارت سرمایه‌گذاری شود یا بین سهامداران توزیع شود. بر اساس این دیدگاه، سرمایه‌گذاران ممکن است ارزش بالاتری را به وجه نقد اضافی نگهداری شده توسط شرکت‌های را به فرار مالیاتی نسبت دهند.

با این حال، دیدگاه سنتی در مورد تاکتیک‌های اجتناب از مالیات، یک جنبه مهم از شرکت‌های مدرن را نادیده می‌گیرد: جدایی مالکیت و کنترل. تحقیقات گذشته اجتناب از مالیات را با چالش‌های مربوط به عدم‌تقارن اطلاعات و هزینه‌های نمایندگی مرتبط می‌کند که به طور بالقوه منجر به سوء استفاده مدیریتی از منابع شرکت می‌شود. بر اساس تئوری نمایندگی، فعالیت‌های اجتناب از مالیات ممکن است تمرکز مدیران را از حداکثر کردن ارزش سهامداران منحرف کند، به ویژه زمانی که مشکلات نمایندگی تشدید می‌شود. برای فرار از تشخیص توسط مقامات مالیاتی، چنین عملیاتی معمولاً دو ویژگی کلیدی را نشان می‌دهد: پیچیدگی و ابهام [\(چن و همکاران، ۲۰۱۰\)](#). در راستای این استدلال، مشارکت در اجتناب مالیاتی شرکت‌ها را ملزم به افزایش پیچیدگی مالی و سازمانی می‌کند و در نتیجه شفافیت گزارشگری مالی را کاهش می‌دهد [\(بالاکریشنان و همکاران، ۲۰۱۹\)](#). استراتژی‌های اجتناب از مالیات می‌تواند به عنوان ابزاری برای مدیران برای استفاده رانت از شرکت در یک محیط کم اطلاعات عمل کند [\(دسای و دارماپالا، ۲۰۰۹\)](#). بر خلاف این ادعا، [کیم و همکاران \(۲۰۱۱\)](#) استدلال می‌کنند که شیوه‌های اجتناب از مالیات، عدم‌اطمینان در مورد ارزش گذاری شرکت‌هایی که اجتناب از مالیات داشته‌اند را افزایش می‌دهد و منجر به احتمال قابل توجه سقوط قیمت سهام می‌شود. به طور مشابه، [دی سیمون و همکاران^۳ \(۲۰۲۰\)](#) استدلال می‌کنند که مدیران استراتژی‌های اجتناب از مالیات خود را در پاسخ به تغییرات در عملکرد مالی شرکت خود تنظیم می‌کنند. آنها دریافتند که شرکت‌هایی با شرکت‌های

^۱ Balakrishnan et al

^۲ Wang and Zhu

^۳ De Simone et al

وابسته غیرسودآور از تاکتیک‌های قیمت‌گذاری انتقالی برای انتقال درآمد به این شرکت‌های وابسته غیرمولد استفاده می‌کنند و در نتیجه بدهی مالیاتی کلی آنها را کاهش می‌دهند.

همانطور که بیان شد، اجتناب از مالیات شرکت‌ها می‌تواند نوسانات جریان نقدی را افزایش، شفافیت اطلاعات را کاهش و فعالیت‌های رانت داخلی را مبهم کند، که همه اینها بر ارزش نهایی دارایی‌های نقدی شرکت تأثیر می‌گذارد. در نتیجه، شرکت‌هایی که در اجتناب مالیاتی شرکت می‌کنند ممکن است به دلیل وجود ریسک حساسی مالیاتی با عدم اطمینان بیشتری در مورد جریمه‌های مالیاتی مواجه شوند که منجر به تخصیص ذخایر نقدی بیشتر برای انجام تعهدات آتی می‌شود. شکست در حفظ ذخایر نقدی کافی می‌تواند منجر به از دست رفتن فرصت‌های سرمایه‌گذاری شود، به‌ویژه برای شرکت‌هایی که با محدودیت‌های مالی سرمایه‌گذاران خارجی مواجه هستند و سرمایه داخلی کافی ندارند. علاوه بر این، سرمایه داخلی می‌تواند هماهنگی جریان نقدی و فرصت‌های سرمایه‌گذاری را تسهیل کند، که برای رقابت بازار یا اجرای استراتژی‌ها بسیار مهم است (دوچین^۱، ۲۰۱۰). بنابراین، شرکت‌های با تهاجم مالیاتی ممکن است در پاسخ به افزایش نوسانات جریان نقدی، نیاز به نگهداری وجه نقد بیشتری داشته باشند. از این منظر، ارزش پول نقد برای شرکت‌های با تهاجم مالیاتی ممکن است بالاتر تلقی شود.

علاوه بر این، اجتناب مالیاتی ممکن است شفافیت شرکت را کاهش دهد. دو دیدگاه متضاد در مورد اینکه چگونه شفافیت شرکتی بر ارزش پول نقد تأثیر می‌گذارد وجود دارد. بر اساس تئوری سلسله مراتبی^۲ (مایرز و مجلوف، ۱۹۸۴)، کاهش شفافیت شرکتی هزینه سرمایه خارجی را افزایش می‌دهد و تامین مالی داخلی را جذاب‌تر می‌کند و در نتیجه ارزش پول نقد را افزایش می‌دهد. برعکس، طبق یک تفسیر جایگزین از نظریه جریان نقد آزاد^۳، کاهش شفافیت شرکتی ممکن است ریسک اخلاقی را در بین مدیران شرکت تشدید کند، زیرا پول نقد به منبعی قابل تعویض برای منافع شخصی تبدیل می‌شود (مایرز و راجان، ۱۹۹۸)، که منجر به کاهش ارزش پول نقد می‌شود. به عنوان مثال، دروبتز و همکاران^۴ (۲۰۱۰) دریافتند که ارزش پول نقد در کشورهای با عدم تقارن اطلاعاتی بالاتر، کمتر است و از نظریه جریان نقد آزاد حمایت می‌کند. فرسارد و سالوا (۲۰۱۰) دریافتند که هنجارهای قانونی قوی‌تر و الزامات شفافیت منجر به ارزش گذاری بالاتری از دارایی‌های نقدی شرکت‌ها می‌شود و از نظریه جریان نقد آزاد بیشتر حمایت می‌کند. به طور کلی، تئوری جریان نقدی آزاد قدرت توضیحی قوی‌تری را ارائه می‌کند، که نشان می‌دهد با کاهش شفافیت شرکت، ارزش پول نقد کاهش می‌یابد.

در نهایت، تلاش‌های اجتناب از مالیات شرکت‌ها، مانند پیگیری پناهگاه‌های مالیاتی خارجی^۵، اغلب شامل معاملات بسیار پیچیده می‌شود. پیچیدگی چنین اجتناب مالیاتی، پنهان کردن رانت یا پنهان کردن اخبار بد را برای مدیران یا مالکان آسان‌تر می‌کند (کیم و همکاران، ۲۰۱۱). اگر سرمایه‌گذاران بر این باور باشند که این فعالیت‌ها می‌تواند از طریق اجتناب مالیاتی پنهان شوند، ممکن است به نفع شرکت‌هایی نباشند که پول نقد بیشتری در اختیار دارند، در نتیجه اقدامات رانتی مدیران را تسهیل می‌کنند (جنسن^۶، ۱۹۸۶). دیتمار و ماهر اسمیت^۷ (۲۰۰۷) و هارفورد و همکاران^۸ (۲۰۱۲) نشان دادند که حاکمیت به طور قابل توجهی بر ارزش نقدی تأثیر می‌گذارد. این نشان می‌دهد که سطح بالاتری از حاکمیت شرکتی ممکن است به ارزش نقدی بالاتر منجر شود و بالعکس. به طور کلی، تهاجم مالیاتی ارزش دارایی‌های نقدی شرکت را در یک تضاد نمایندگی کاهش می‌دهد. به طور خلاصه، نشان می‌دهد که شرکت‌هایی که با افزایش عدم اطمینان مالیاتی مواجه هستند، پول نقد بیشتری را برای برآورده کردن خواسته‌های بالقوه آینده ذخیره می‌کنند (هانلون و همکاران^۹، ۲۰۱۷).

نگهداری وجه نقد و کارایی سرمایه‌گذاری

۱ Duchin

۲ Pecking Order Theory

۳ Free Cash Flow Theory

۴ Drobetz et al

۵ Pursuit Of Offshore Tax Havens

۶ Jensen

۷ Dittmar and Mahrt-Smith

۸ Harford et al

۹ Hanlon et al

نگهداری بیش از حد وجه نقد می‌تواند منجر به پیامدهای منفی مختلفی برای کسب و کارها و سهامداران شود، از جمله بازده کمتر دارایی‌ها (الجلی^۱، ۲۰۰۴)، افزایش هزینه سرمایه (جنسن، ۱۹۸۶)، و کاهش ارزش شرکت (پینکویتز و همکاران^۲، ۲۰۰۶). علاوه بر این، تحقیقات رتل^۳ (۲۰۱۱) از مفهوم پس‌انداز احتیاطی حمایت می‌کند و نشان می‌دهد که شرکت‌هایی با فرصت‌های سرمایه‌گذاری بیشتر تمایل به افزایش ذخایر نقدی خود دارند.

با این حال، اگر مدیران تشویق شوند که دارایی‌های نقدی را هدر دهند، مانند سرمایه‌گذاری‌های کاهش‌دهنده ارزش، این می‌تواند منجر به کاهش بازده سهامداران شود. مدیران مشکل‌ساز ممکن است با انباشت سرمایه اضافی که در پروژه‌هایی با ارزش فعلی خالص منفی سرمایه‌گذاری می‌شود، سرمایه‌گذاری بیش از حد را ترویج کنند. یک هیئت مدیره هوشیار می‌تواند نقشی حیاتی در نظارت بر تصمیمات مدیریتی در مورد سرمایه‌گذاری و ارائه حفاظت بیشتر برای سهامداران ایفا کند. با این وجود، مدیرانی که بر به حداکثر رساندن ثروت خود تمرکز می‌کنند، ممکن است سرمایه‌گذاری‌هایی انجام دهند که با منافع سهامداران همسو نباشد (بیدل و همکاران^۴، ۲۰۰۹).

افزون بر این، تحقیقات گذشته نشان می‌دهد شرکت‌هایی که نقدینگی مازاد قابل‌توجهی دارند تمایل به پرداخت اضافی برای ادغام و تملک دارند و در نتیجه ارزش سرمایه‌گذاری را کاهش می‌دهند (هارفورد و همکاران^۵، ۲۰۱۲). با توجه به اینکه رویه‌های حاکمیتی با کارایی سرمایه‌گذاری مرتبط هستند، سرمایه‌گذاری بیش از حد ممکن است در حضور مدیران مشکل‌ساز در هیئت مدیره که قابلیت اطمینان کمتری در نظارت مؤثر نشان می‌دهند، آشکارتر شود و در نتیجه بر کارایی سرمایه‌گذاری تأثیر بگذارد (الفکی و همکاران^۶، ۲۰۲۴).

اجتناب از مالیات و کارایی سرمایه‌گذاری

اجتناب از مالیات، به طور کلی، مستلزم مجموعه‌ای از اقدامات برنامه‌ریزی مالیاتی است که توسط مدیریت یک شرکت برای کاهش درآمد مشمول مالیات شرکت اجرا می‌شود (گارکا-مکا و همکاران^۵، ۲۰۲۱). مدیریت می‌بایست در استفاده از استراتژی‌های مالیاتی قانونی برای به حداقل رساندن بدهی‌های مالیاتی مهارت داشته باشد. علاوه بر این، تجربه مدیریت در طراحی استراتژی‌های اجتناب مالیاتی ممکن است بر توانایی آنها برای کنترل و تعیین اثربخشی سرمایه‌گذاری‌های شرکت تأثیر بگذارد. در این خصوص، ادواردز و همکاران^۶ (۲۰۱۶) نشان دادند که شرکت‌هایی با سطح بالاتر اجتناب مالیاتی ممکن است با کاهش درآمد مشمول مالیات گزارش‌شده فعلی خود، پول نقد اضافی انباشت کنند. از آنجایی که هزینه‌های مالیاتی یکی از هزینه‌های اصلی شرکت است، تاکتیک‌های اجتناب از مالیات می‌تواند به عنوان یک منبع تامین مالی داخلی برای شرکت‌ها عمل کند. بنابراین، اجتناب از مالیات ممکن است برای واحدهای تجاری مفید باشد.

از آنجا که سطوح بالای اجتناب مالیاتی با جریان نقدی بالاتر همراه است، شرکت‌ها باید دارای شایستگی مدیریتی عالی و حاکمیت شرکتی مؤثر برای مدیریت نقدینگی مازاد و اطمینان از کارایی سرمایه‌گذاری باشند. مدیریت باید منافع و هزینه‌های اجتناب از مالیات را در نظر بگیرد. آنها ممکن است در برنامه‌ریزی مالیاتی در سطح پایین‌تری از اجتناب مالیاتی شرکت کنند تا به جریان نقدی بزرگتر با ریسک کمتر دست یابند. مطالعات گذشته نشان می‌دهد احتمال کمتری وجود دارد که تکنیک‌های کاهش مالیات بر عملیات شرکت تأثیر منفی داشته باشد (خورانا و همکاران^۵، ۲۰۱۸).

درآمدهای به دست آمده از طریق تاکتیک‌های اجتناب از مالیات، به عنوان یک منبع کلیدی مالی برای شرکت عمل می‌کند. این زمانی اتفاق می‌افتد که یک شرکت منابع مالی جایگزینی غیر از تامین مالی بدهی و سهام را دنبال کند، که می‌تواند گران تر یا پیچیده تر باشد، به ویژه برای شرکت‌هایی که با منابع مالی محدود مواجه هستند (ادواردز و همکاران^۶، ۲۰۱۶). طبق دیدگاه سنتی، اجتناب از مالیات یک فعالیت حداکثر کردن ارزش برای شرکت‌ها است، زیرا به شرکت اجازه می‌دهد تا ثروت را از دولت

۱ Eljelly

۲ Pinkowitz et al

۳ Rettl

۴ Biddle et al

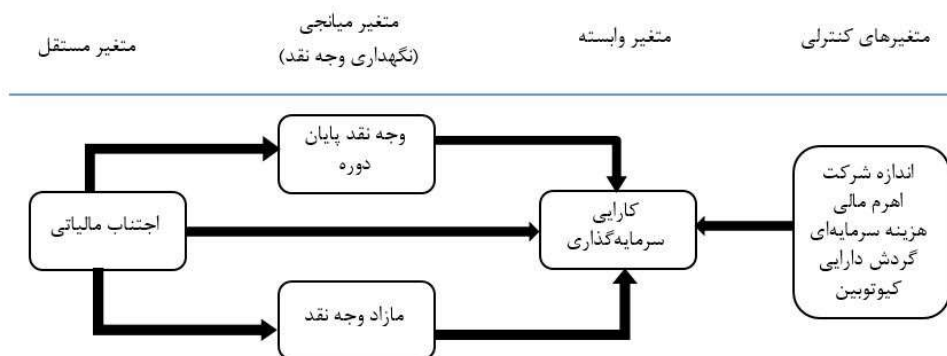
۵ Garca-Meca et al

۶ Edwards et al

به سهامداران منتقل کند، اما تنها در صورتی که سود حاشیه‌ای مورد انتظار از هزینه نهایی بیشتر باشد (خورانا و موسر، ۲۰۱۳). علاوه بر این، شرکت‌های زیان‌ده برای افزایش ارزش خود در تاکتیک‌های فرار مالیاتی شرکت می‌کنند. شرکت‌هایی که در فرار مالیاتی گسترده شرکت می‌کنند ممکن است در فعالیت‌های پرهزینه نیز سرمایه‌گذاری کنند تا اقدامات خود را از مقامات دولتی پنهان کنند. آنها از جریان نقدی اضافی ناشی از اقدامات اجتناب از مالیات خود برای سرمایه‌گذاری در طرح‌هایی با ارزش فعلی خالص مثبت استفاده می‌کنند (الفکی و همکاران، ۲۰۲۴).

مدل مفهومی پژوهش

مدل مفهومی پژوهش با توجه به اهداف تحقیق و مبانی بیان شده، به صورت زیر می‌باشد.



شکل ۱. مدل مفهومی پژوهش

مطابق با شکل ۱ و مدل مفهومی پژوهش، هدف این مطالعه بررسی تأثیر متغیر اجتناب مالیاتی بر کارایی سرمایه‌گذاری و همچنین بررسی نقش میانجی شاخص نگهداری وجه نقد از طریق متغیرهای وجه نقد پایان دوره و مازاد وجه نقد بر رابطه بین اجتناب مالیاتی و کارایی سرمایه‌گذاری می‌باشد.

فرضیه‌های پژوهش

با توجه به مطالب بیان شده در بخش‌های قبلی و هدف این پژوهش مبنی بر بررسی تأثیر اجتناب مالیاتی بر کارایی سرمایه‌گذاری با توجه نقش میانجی نگهداری وجه نقد، فرضیه‌های پژوهش به شرح زیر تعیین می‌گردد:

- فرضیه ۱:** اجتناب مالیاتی تأثیر معناداری بر نگهداری وجه نقد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران دارد.
- فرضیه ۲:** نگهداری وجه نقد تأثیر معناداری بر کارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران دارد.
- فرضیه ۳:** اجتناب مالیاتی تأثیر معناداری بر کارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران دارد.
- فرضیه ۴:** نگهداری وجه نقد نقش میانجی معناداری در رابطه بین اجتناب مالیاتی و کارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران دارد.

روش‌شناسی پژوهش

پژوهش حاضر بر اساس هدف از نوع پژوهش‌های کاربردی می‌باشد، چرا که به دنبال پاسخگویی و ارائه راهکارها در جهت تصمیم‌گیری است. از سویی، از آنجا که پژوهش حاضر موجب شناخت بیشتر شرایط موجود شده و در آن روابط میان متغیرها بر اساس هدف پژوهش تحلیل می‌گردد، از نوع پژوهش‌های همبستگی می‌باشد و از نوع تحلیل رگرسیون نیز است. جامعه آماری پژوهش شامل کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. همچنین قلمرو زمانی نیز شامل ۱۰ سال متوالی

از سال ۱۳۹۳ الی ۱۴۰۲ می‌باشد که پس از اعمال محدودیت‌هایی همچون در دسترس بودن اطلاعات شرکت، عدم توقف معاملاتی بیش از ۶ ماه و ... در نهایت ۱۱۳ شرکت انتخاب شدند. داده‌های مورد نیاز این پژوهش نیز از طریق آرشیو آماری و پایگاه اینترنتی بورس و اوراق بهادار تهران، نرم افزارهای ره‌آورد نوین و دیگر پایگاه‌های مرتبط نظیر کدال استخراج شده است.

مدل و متغیرهای پژوهش

به منظور بررسی فرضیه‌های پژوهش مطابق با مطالعه [الفکی و همکاران \(۲۰۲۴\)](#) از مدل‌های رگرسیونی زیر استفاده می‌شود. مدل (۱) جهت بررسی فرضیه اول پژوهش به شرح زیر می‌باشد:

$$Cash_{it} = \beta_0 + \beta_1 TaxA_{it} + \beta_2 Size_{it} + \beta_3 lev_{it} + \beta_4 capex_{it} + \beta_5 Nwc_{it} + \beta_6 QTobin_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

همچنین، جهت بررسی فرضیه دوم نیز از مدل رگرسیونی زیر استفاده شده است:

$$INV_{it} = \beta_0 + \beta_1 Cash_{it} + \beta_2 Size_{it} + \beta_3 lev_{it} + \beta_4 capex_{it} + \beta_5 Nwc_{it} + \beta_6 QTobin_{it} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

از مدل (۳) نیز برای بررسی فرضیه سوم استفاده شده است:

$$INV_{it} = \beta_0 + \beta_1 TaxA_{it} + \beta_2 Size_{it} + \beta_3 lev_{it} + \beta_4 capex_{it} + \beta_5 Nwc_{it} + \beta_6 QTobin_{it} + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

علاوه بر این، از آزمون سوبل برای ارزیابی فرضیه چهارم و نقش میانجی نگهداری وجه نقد در رابطه بین اجتناب مالیاتی و کارایی سرمایه‌گذاری استفاده شده است. آزمون سوبل^۱ که به عنوان آزمون سوبل-گودمن^۲ نیز شناخته می‌شود، یک روش آماری است که برای ارزیابی اهمیت اثر غیرمستقیم یک متغیر مستقل (مانند اجتناب از مالیات) بر یک متغیر وابسته (مانند کارایی سرمایه‌گذاری) از طریق یک متغیر میانجی پیشنهادی (مانند نگهداری وجه نقد) استفاده می‌شود ([پریچر و لئوناردلی، ۲۰۰۱](#)). متغیرهای مورد استفاد در مدهای پژوهش به صورت زیر تعریف می‌شوند:

نگهداری وجه نقد (وجه نقد مازاد) (Cash): نگهداری وجه نقد با استفاده از دو شاخص اندازه‌گیری می‌شود. در مرحله اول، نقدینگی به عنوان مجموع وجه نقد نگهداری شده پایان دوره تقسیم بر کل دارایی‌ها محاسبه می‌شود. در مرحله دوم، وجه نقد مازاد با استفاده از باقیمانده معادله تخمین زده زیر اندازه‌گیری ([بویان و هوکس، ۲۰۱۹](#)):

$$LN(Cash)_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 Size_{it} + \alpha_2 CFO_{it} + \alpha_3 NWC_{it} + \alpha_4 MKT_BK_{it} + \alpha_5 CAPEX_{it} + \alpha_6 LEV_{it} + \alpha_7 DIV_{it} + \varepsilon_{it} \quad (4)$$

که در آن Cash مجموع پول نقد پایان دوره شرکت، Size اندازه شرکت و برابر با لگاریتم طبیعی کل دارایی‌ها، CFO جریان نقدی حاصل از فعالیت‌های عملیاتی تقسیم بر کل دارایی‌ها، NWC خالص سرمایه در گردش و تفاوت بین دارایی‌های جاری و بدهی‌های جاری به کل دارایی‌ها، MKT_BK نسبت ارزش بازار سهام تقسیم بر ارزش دفتری حقوق صاحبان، CAPEX هزینه‌های سرمایه‌ای تقسیم بر کل دارایی‌ها، LEV اهرم شرکت و برابر با مجموع کل بدهی تقسیم بر کل دارایی‌ها و DIV یک متغیر ساختگی با مقدار ۱ است اگر سال شرکت سود سهام پرداخت کند و در غیر این صورت ۰ است و ε باقیمانده مدل است که به عنوان وجه نقد مازاد در نظر گرفته می‌شود.

اجتناب مالیاتی (TaxA): در این پژوهش از معیار نرخ موثر مالیاتی دفتری جهت اندازه‌گیری اجتناب مالیاتی استفاده شده است که برابر است با هزینه مالیات شرکت i در سال t تقسیم بر سود قبل از مالیات شرکت i در سال t است ([آقایی و همکاران، ۱۳۹۷](#)).

۱ Sobel Test

۲ Sobel-Goodman Test

۳ Preacher and Leonardelli

۴ Bhuiyan & Hooks

کارایی سرمایه‌گذاری (INV): به پیروی از [رشیدی و بوژمهرانی \(۱۴۰۳\)](#) و [ژانگ و گائو^۱ \(۲۰۱۷\)](#) از باقیمانده مدل رگرسیونی [بیدل و همکاران \(۲۰۰۹\)](#) جهت اندازه‌گیری کارایی سرمایه‌گذاری به شرح زیر استفاده شده است.

$$Investment_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 Neg_{it} + \alpha_2 Growth_{it} + \alpha_3 Neg \times Growth_{it} + \varepsilon_{it} \quad (5)$$

که در آن Investment سرمایه‌گذاری شرکت تقسیم بر ارزش دفتری دارایی کل در پایان سال مالی، Neg متغیر مجازی که وقتی شرکت رشد فروش منفی (کاهش نسبت به دوره قبل) داشته باشد یک و در غیر این صورت صفر می‌باشد و Growth رشد فروش شرکت که برابر است با نسبت فروش جاری منهای فروش دوره قبل تقسیم بر فروش دوره قبل و ε باقیمانده مدل رگرسیونی است که وقتی مثبت باشد، شرکت دارای بیش سرمایه‌گذاری و وقتی منفی باشد، شرکت دارای کم سرمایه‌گذاری می‌باشد. برای اندازه‌گیری کارایی سرمایه‌گذاری از حاصل منفی یک ضرب در قدرمطلق باقیمانده مدل رگرسیونی استفاده شده است.

افزون بر این، متغیرهای کنترلی پژوهش نیز به صورت زیر می‌باشند:

اندازه شرکت (Size): لگاریتم طبیعی کل دارایی‌های شرکت.

اهرم (Lev): نسبت کل بدهی‌ها به کل دارایی‌های شرکت.

بازده دارایی (Roa): نسبت سود خالص شرکت کل دارایی‌های شرکت.

هزینه‌های سرمایه‌ای (Cap): نسبت کل هزینه‌های سرمایه‌ای به کل دارایی‌های شرکت.

خالص سرمایه در گردش (NWC): برابر با تفاوت بین دارایی‌های جاری و بدهی‌های جاری به کل دارایی‌های شرکت.

ارزش شرکت (QTobin): ارزش بازار شرکت تقسیم بر ارزش دارایی‌های شرکت.

یافته‌های پژوهش

آمار توصیفی متغیرهای اصلی برای نمونه آماری پژوهش در جدول ۱ ارائه شده است.

جدول ۱. آمار خلاصه

متغیر	میانگین	انحراف استاندارد	بیشترین مقدار	کمترین مقدار
اجتناب مالیاتی	۰/۲۳۱۷	۱/۴۵۰۸	۴۰/۴۳۰۸	-۲/۴۹۵۴
نگهداری وجه نقد	۰/۰۴۲۹	۰/۰۴۵۵	۰/۴۶۰۹	-۰/۰۰۱۹
مازاد نقدینگی	۰/۰۰۰۰	۰/۷۸۴۹	۲/۹۴۰۵	-۲/۶۷۵۳
کارایی سرمایه‌گذاری	۰/۰۰۰۰	۰/۰۵۵۴	۰/۴۵۲۱	-۰/۳۶۹۱
اندازه شرکت	۶/۵۹۳۵	۰/۷۱۷۵	۸/۹۳۹۷	۴/۹۵۳۹
اهرم مالی	۰/۵۴۸۲	۰/۲۱۲۳	۱/۵۱۲۸	۰/۰۲۵۹
هزینه سرمایه‌ای	۰/۰۵۶۹	۰/۰۹۸۷	۰/۷۹۶۴	۰/۰۰۰۰
گردش سرمایه	۰/۱۸۶۵	۰/۲۴۰۵	۰/۸۳۶۹	-۰/۹۸۸۸
کیو توبین	۱۱/۷۷۲۲	۳۷/۸۲۴۴	۹۱۱/۳۸۸۶	۰/۰۰۳۳

نتایج جدول ۱ نشان می‌دهد که میانگین نرخ اجتناب مالیاتی ۰/۲۳۱۷ و میانگین نگهداری نقد و مازاد وجه نقد به ترتیب ۰/۰۴۲۹ و ۰/۰۰ است. همچنین امتیاز کارایی سرمایه‌گذاری برای نمونه مورد بررسی برابر با ۰/۰۰ می‌باشد. میانگین کیو توبین برابر با ۱۱/۷۷ می‌باشد که نشان می‌دهد شرکت‌ها در حال ایجاد ارزش هستند.

در گام بعدی مدل‌های مورد نظر جهت بررسی فرضیه‌ها تخمین زده شد که نتایج آن در ادامه ارائه شده است.

نتایج مربوط به مدل اول جهت بررسی فرضیه اول در جدول ۲ نشان داده شده است.

جدول ۲. نتایج فرضیه اول

بررسی تاثیر اجتناب مالیاتی بر نگهداری وجه نقد						
متغیر	متغیر وابسته: وجه نقد پایان دوره			متغیر وابسته: مازاد وجه نقد		
	ضریب	آماره t	معناداری	ضریب	آماره t	معناداری
اجتناب مالیاتی	-۰/۰۰۰۳	-۲/۱۹۹۶	۰/۰۵۵۴	-۰/۰۳۴۲	-۲/۵۵۵۳	۰/۰۱۲۰
اندازه شرکت	۰/۰۰۰۲	۰/۰۵۷۶	۰/۹۵۵۳	۰/۰۲۲۸۹	۰/۷۲۴۵	۰/۴۷۰۳
اهرم مالی	۰/۰۲۱۵	۳/۴۰۵۹	۰/۰۰۷۸	-۰/۰۶۶۹	-۰/۴۴۸۹	۰/۶۵۴۴
هزینه سرمایهای	-۰/۰۰۱۷	-۰/۱۶۳۸	۰/۸۷۳۵	-۰/۴۲۶۴	-۲/۲۰۶۲	۰/۰۲۹۴
گردش دارایی	۰/۰۵۳۶	۶/۷۳۴۹	۰/۰۰۰۱	-۰/۱۱۲۳	-۰/۸۴۶۱	۰/۳۹۹۳
کیو توبین	۰/۰۰۰۲	۱۱/۰۸۶۳	۰/۰۰۰۰	۰/۰۰۱۵	۲/۵۱۹۴	۰/۰۱۳۲
عرض از مبدا	۰/۰۱۷۷	۰/۷۳۴۳	۰/۴۸۱۵			
آماره F (معناداری)	۱۰/۵۸۹۹ (۰/۰۰۰۰)			۲/۱۳۵۲ (۰/۰۰۰۰)		
دوربین واتسون	۱/۶۹۱۶			۱/۶۶۸۹		
R ²	۰/۵۵۳۳			۰/۲۱۱۳		
Ad R ²	۰/۵۰۱۰			۰/۲۰۶۰		
آماره آزمون وایت (معناداری)	۰/۴۳۸۹ (۰/۹۸۷۰)			۰/۷۳۳۶ (۰/۸۰۰۸)		

نتایج برآورد مدل اول در جدول ۲ پژوهش نشان می‌دهد که با توجه به آماره F و سطح معناداری آن که کمتر از ۰/۰۵ است، بنابراین، کل رگرسیون برآوردی در سطح معناداری قرار دارد. آماره دوربین واتسون نیز نشان دهنده عدم خودهمبستگی در مدل می‌باشد. ضریب تعیین و ضریب تعیین تعدیل شده نیز بیانگر قدرت توضیح‌دهندگی بالاتر مدل مربوط به شاخص وجه نقد پایان دوره متغیر نگهداری وجه نقد نسبت به شاخص مازاد وجه نقد می‌باشد. در نهایت، آماره آزمون وایت جهت بررسی واریانس ناهمسانی، نشان دهنده تایید واریانس همسانی در مدل می‌باشد.

در رابطه با فرضیه اول و تأثیر اجتناب مالیاتی بر نگهداری وجه نقد، نتایج نشان می‌دهد که اجتناب مالیاتی تأثیر منفی و معکوسی بر هر دو شاخص نگهداری وجه نقد داشته است، به طوری که این تأثیر در رابطه با شاخص نسبت وجه نقد پایان دوره در سطح اطمینان ۹۰ درصد و در رابطه با مازاد وجه نقد در سطح اطمینان ۹۵ درصد قابل قبول و معنادار است. بنابراین، فرضیه اول پژوهش مبنی بر تأثیر معنادار اجتناب مالیاتی بر نگهداری وجه نقد تایید می‌گردد. همچنین، نتایج مربوط به مدل دوم جهت بررسی فرضیه دوم نیز در جدول ۳ نشان داده شده است.

جدول ۳. نتایج فرضیه دوم

بررسی تأثیر نگهداری وجه نقد بر کارایی سرمایه‌گذاری						
متغیر وابسته: کارایی سرمایه‌گذاری						
متغیر	متغیر مستقل: وجه نقد پایان دوره			متغیر مستقل: مازاد وجه نقد		
	ضریب	آماره t	معناداری	ضریب	آماره t	معناداری
نگهداری وجه نقد	-۰/۰۰۲۸	-۱/۷۹۲۴	۰/۰۷۳۴	-۰/۰۰۰۲	-۱/۹۸۴۷	۰/۰۴۷۴
اندازه شرکت	-۰/۰۰۱۴	-۱۰/۰۸۲۴	۰/۰۰۰۰	-۰/۰۰۱۳	-۶/۴۶۹۷	۰/۰۰۰۰
اهرم مالی	-۰/۰۰۰۲	-۰/۴۲۰۶	۰/۶۷۴۲	-۰/۰۰۰۴	-۰/۴۲۶۲	۰/۶۷۰۰
هزینه سرمایه‌ای	-۱/۰۰۰۵	-۶۸۹/۱۲۸۰	۰/۰۰۰۰	-۱/۰۰۰۵	-۵۷۷/۲۰۱۷	۰/۰۰۰۰
گردش دارایی	-۰/۰۰۳۵	-۶/۱۸۷۵	۰/۰۰۰۰	-۰/۰۰۳۹	-۵/۲۱۵۷	۰/۰۰۰۰
کیو توبین	-۰/۰۰۰۰۱	-۲/۲۰۸۸	۰/۰۰۱۴	-۰/۰۰۰۰۱	-۳/۰۱۰۸	۰/۰۰۲۷
عرض از مبدا	۰/۰۶۴۷	۵۸/۶۴۲۸	۰/۰۰۰۰	۰/۰۶۴۴	۴۰/۱۳۱۰	۰/۰۰۰۰
آماره F (معناداری)	۲۹۰۸/۸۵ (۰/۰۰۰۰)			۲۹۸۴/۵۳۹ (۰/۰۰۰۰)		
دوربین واتسون	۲/۲۱۵۷			۲/۲۲۹۳		
R ²	۰/۹۹۷۱			۰/۹۹۷۲		
Ad R ²	۰/۹۹۶۸			۰/۹۹۶۸		
آماره آزمون وایت (معناداری)	۰/۸۹۹۰ (۰/۵۹۲۸)			۰/۶۹۵۲ (۰/۸۴۱۱)		

نتایج مربوط به برآورد مدل دوم در جدول ۳ نیز نشان می‌دهد که با توجه به آماره F و سطح معناداری آن، کل مدل رگرسیونی قابل پذیرش می‌باشد. همچنین، مدل برآوردی با توجه به آماره دوربین واتسون و آماره آزمون وایت، مشکل خودهمبستگی و واریانس ناهمسانی ندارد. افزون بر این، مدل دارای قدرت توضیح‌دهندگی بالایی برای تغییرات متغیر وابسته (کارایی سرمایه‌گذاری) می‌باشد.

در رابطه با فرضیه دوم و تأثیر نگهداری وجه نقد بر کارایی سرمایه‌گذاری، نتایج نشان می‌دهد که نگهداری وجه نقد تأثیر منفی و معکوسی بر کارایی سرمایه‌گذاری دارد، به طوری که این تأثیر برای شاخص نسبت وجه نقد پایان دوره در سطح اطمینان ۹۰ درصد و برای شاخص مازاد وجه نقد در سطح اطمینان ۹۵ درصد به لحاظ آماری قابل پذیرش و معنادار است. از این رو، فرضیه دوم پژوهش مبنی بر تأثیر نگهداری وجه نقد بر کارایی سرمایه‌گذاری نیز مورد تایید قرار می‌گیرد. افزون بر این، نتایج مربوط به مدل سوم جهت بررسی فرضیه سوم نیز در جدول ۴ نشان داده شده است.

جدول ۴. نتایج فرضیه سوم

بررسی تاثیر اجتناب مالیاتی بر کارایی سرمایه‌گذاری			
متغیر وابسته: کارایی سرمایه‌گذاری			
متغیر	ضریب	آماره t	معناداری
اجتناب مالیاتی	۰/۰۰۰۱	۱/۸۹۷۹	۰/۰۵۸۰
اندازه شرکت	-۰/۰۰۱۳	-۲/۹۲۵۱	۰/۰۰۳۵
اهرم مالی	-۰/۰۰۰۴	-۰/۴۹۷۵	۰/۶۱۸۹
هزینه سرمایه‌ای	-۱/۰۰۰۴	-۶۰۳/۴۹۰۴	۰/۰۰۰۰
گردش دارایی	-۰/۰۰۳۷	-۳/۲۳۹۳	۰/۰۰۱۲
کیو توبین	-۰/۰۰۰۰۱	-۲/۲۵۹۲	۰/۰۲۴۱
عرض از مبدا	۰/۰۶۴۴	۱۸/۸۲۲۱	۰/۰۰۰۰
آماره F (معناداری)	۲۹۸۷/۹۴۴ (۰/۰۰۰۰)		
دوربین واتسون	۲/۲۲۱۶		
ضریب تعیین	۰/۹۹۷۲		
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۹۹۶۸		
آماره آزمون وایت (معناداری)	۰/۵۰۵۰ (۰/۹۶۹۳)		

نتایج مدل سوم برآوردی در جدول ۴ نیز بیانگر معناداری کل رگرسیون و همچنین عدم خودهمبستگی و وریانس ناهمسانی در مدل می‌باشد. علاوه بر این، مدل برآوردی دارای قدرت توضیح‌دهندگی بالایی برای تغییرات کارایی سرمایه‌گذاری به عنوان متغیر وابسته است.

نتایج بررسی فرضیه سوم پژوهش نشان می‌دهد که اجتناب مالیاتی تاثیر مثبت و مستقیمی بر کارایی سرمایه‌گذاری دارد که این تاثیر با توجه به آماره t و سطح معناداری آن، به لحاظ آماری نیز در سطح اطمینان ۹۰ درصد مورد تایید است. بر همین اساس، می‌توان بیان نمود که فرضیه سوم پژوهش مبنی بر تاثیر معنادار اجتناب مالیاتی بر کارایی سرمایه‌گذاری مورد تایید قرار می‌گیرد. به عبارتی دیگر، هر چه اجتناب مالیاتی شرکت‌ها افزایش یابد، کارایی سرمایه‌گذاری آنها نیز افزایش خواهد یافت. در خصوص فرضیه چهارم همان گونه که بیان شد، از طریق آزمون سوبل مورد بررسی قرار می‌گیرد. نتایج مربوط به فرضیه چهارم نیز به شرح جدول زیر می‌باشد.

جدول ۵. نتایج فرضیه چهارم

متغیر	ضریب	آماره t
-------	------	---------

۱/۳۸۸۴	۰/۰۰۰۰۰۱	اجتناب مالیاتی ← نگهداری وجه نقد (نسبت وجه نقد پایان دوره) ← کارایی سرمایه‌گذاری
۱/۵۶۴۹	۰/۰۰۰۰۰۱	اجتناب مالیاتی ← نگهداری وجه نقد (مازاد وجه نقد) ← کارایی سرمایه‌گذاری

نتایج آزمون سو بل در جدول ۵ نشان می‌دهد که اجتناب مالیاتی با میانجی‌گری نگهداری وجه نقد با هر دو شاخص نسبت وجه نقد پایان دوره و مازاد وجه نقد، تأثیر مثبت و مستقیمی بر کارایی سرمایه‌گذاری دارد، که این تأثیر با توجه به مقدار t محاسبه شد برای هر دو شاخص نگهداری وجه نقد، در سطح اطمینان ۹۰ درصد مورد تایید و قابل پذیرش می‌باشد ($t > ۱/۲۸۲$). بنابراین، فرضیه چهارم پژوهش مبنی بر نقش میانجی‌گری نگهداری وجه نقد در رابطه بین اجتناب مالیاتی و کارایی سرمایه‌گذاری مورد تایید خواهد بود.

بحث و نتیجه‌گیری

مطالعه حاضر با هدف بررسی نقش میانجی نگهداری وجه نقد در رابطه بین اجتناب مالیاتی و کارایی سرمایه‌گذاری صورت گرفته است. برای این منظور، در این مطالعه از مجموعه اطلاعات و داده‌های ۱۱۳ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره ۱۰ ساله ۱۳۹۳ الی ۱۴۰۲ (۱۳۰ مشاهده سالانه_ شرکت) استفاده گردید. نتایج به دست آمده در این پژوهش نشان می‌دهد که اجتناب مالیاتی تأثیر منفی و معکوسی بر نگهداری وجه نقد دارد. بنابراین، دیدگاه سنتی مبنی بر این که فعالیت‌های اجتناب از مالیات ممکن است تمرکز مدیران را از حداکثر کردن ارزش سهامداران منحرف کند، به ویژه زمانی که مشکلات نمایندگی تشدید می‌شود، مورد تایید قرار می‌گیرد. افزون بر این، می‌توان بیان نمود شرکت‌هایی که به بهینه‌سازی مالیاتی و بهره‌وری از ساختارهای مالیاتی توجه زیادی دارند، معمولاً نیاز به نگهداری وجه نقد بیشتری نخواهند داشت، چرا که استفاده کمی از منابع مالی خود برای پرداخت مالیات را خواهند داشت. این بهینه‌سازی می‌تواند به کاهش هزینه‌های مرتبط با بدهی و افزایش سرمایه‌گذاری در فرصت‌های سودآور کمک کند و در نهایت، موجب اطمینان بیشتر مدیریت از وضعیت نقدینگی و برنامه‌ریزی مالی می‌شود. این نتایج همسو با مطالعه [چن و همکاران^۱ \(۲۰۱۹\)](#) است که نشان می‌دهند شرکت‌هایی با استراتژی‌های اجتناب مالیاتی مؤثر، تمایل کمتری به نگهداری وجه نقد اضافی دارند و منابع خود را به طور مؤثرتری برای سرمایه‌گذاری در رشد استفاده می‌کنند.

همچنین، مطابق انتظار نتایج حاصل از این مطالعه نشان می‌دهد نگهداری وجه نقد تأثیر منفی و معناداری بر کارایی سرمایه‌گذاری دارد. در این خصوص می‌توان بیان نمود هنگامی که شرکت‌ها وجوه نقد زیادی را نزد خود نگه می‌دارند، ممکن است انگیزه کمتری برای اجرای پروژه‌های سودآور و سرمایه‌گذاری‌های جدید پیدا کنند، چرا که این وجوه به جای تخصیص به فرصت‌های رشد، به صورت غیرفعال نگهداری می‌شوند. این وضعیت می‌تواند منجر به هدر رفت فرصت‌های سرمایه‌گذاری و کاهش بازده کلی سرمایه‌گذاری شود. این نتایج همسو با مطالعه [کوا و همکاران^۲ \(۲۰۲۱\)](#) می‌باشد.

علاوه بر این، یافته‌های پژوهش حاضر حاکی از آن است که اجتناب مالیاتی تأثیر مستقیم و مثبتی بر کارایی سرمایه‌گذاری دارد. در این خصوص می‌توان بیان نمود که درآمدهای به دست آمده از طریق اجتناب مالیاتی، به عنوان یک منبع کلیدی مالی برای شرکت عمل می‌کند و شرکت‌ها با در اختیار داشتن منبع مالی بیشتر، امکان سرمایه‌گذاری در پروژه‌های سودآور و با بازدهی بالاتر را در اختیار خواهند داشت که به نوبه خود منجر به افزایش کارایی سرمایه‌گذاری می‌گردد. این نتایج نیز مطابق انتظار بوده و همسو با مطالعات [الفکی و همکاران \(۲۰۲۴\)](#) و [خورانا و همکاران \(۲۰۱۸\)](#) می‌باشد.

در نهایت، نتایج نشان داد که اجتناب مالیاتی به طور مستقیم و مثبتی با میانجی‌گری نگهداری وجه نقد بر کارایی سرمایه‌گذاری تأثیر می‌گذارد. در این خصوص می‌توان بیان نمود هنگامی که شرکت‌ها از روش‌های اجتناب مالیاتی استفاده می‌کنند و موفق

^۱ Chen et al

^۲ Quah et al

به کاهش تعهدات مالیاتی خود می‌شوند، منابع مالی بیشتری در اختیار دارند که می‌تواند به سرمایه‌گذاری‌های سودآور اختصاص یابد. در این شرایط، نگهداری وجه نقد به‌عنوان یک ابزار مالی، به منظور مدیریت ریسک و به‌دست آوردن فرصت‌های سرمایه‌گذاری، مورد استفاده قرار می‌گیرد که در نهایت نشان می‌دهد اجتناب مالیاتی می‌تواند به افزایش بازده سرمایه‌گذاری کمک کند و این اثر به‌واسطه نگهداری وجه نقد تقویت می‌شود، چرا که شرکت‌ها از این نقدینگی برای مدیریت پروژه‌های جدید و پربازده استفاده می‌کنند. این نتایج نیز همسو با الفکی و همکاران (۲۰۲۴) می‌باشد.

بر همین اساس و با توجه به نتایج به دست آمده پیشنهاد می‌شود شرکت‌ها از طریق مشاوره با کارشناسان مالی و حقوقی برای شناسایی فرصت‌های بهینه‌سازی مالیاتی، به بررسی و بهینه‌سازی استراتژی‌های مالیاتی خود بپردازند تا از ابزارهای قانونی اجتناب مالیاتی به نحو مؤثری بهره‌برداری کنند. همچنین، نگهداری وجه نقد باید به گونه‌ای مدیریت شود که نه تنها ریسک‌های مالی را کاهش دهد، بلکه فرصت‌های سرمایه‌گذاری را نیز تسهیل کند. شرکت‌ها باید سیاست‌های واضح و شفاف برای نگهداری وجه نقد و تخصیص آن به پروژه‌های سرمایه‌گذاری به ویژه پروژه‌های با بازده بالا ایجاد کنند.

منابع

- آقایی، محمدعلی؛ حسنی، حسن و باقری، حسن. (۱۳۹۷). نقش توانایی مدیریتی در اجتناب مالیاتی شرکت: شواهدی از بورس اوراق بهادار تهران. *مطالعات تجربی حسابداری مالی*، ۱۵(۵۷)، ۲۴-۴۷.
- رشیدی، بهزاد و بوژمهرانی، احسان. (۱۴۰۳). افشای مسئولیت اجتماعی و بهبود کارایی سرمایه‌گذاری. *ششمین کنفرانس بین المللی و هفتمین همایش ملی یافته‌های نوین در مدیریت، روانشناسی و حسابداری*.
- Aghaei, M. A., Hassani, H. and Bagheri, H. (2018). The Role of Managerial Ability in Corporate Tax Avoidance: Evidence from Tehran Stock Exchange. *Empirical Studies in Financial Accounting*, 15(57), 24-47. [in persian]
- Amess, K., Banerji, S., & Lampousis, A. (2015). Corporate cash holdings: Causes and consequences. *International Review of Financial Analysis*, 42, 421-433.
- Armstrong, C. S., Blouin, J. L., Jagolinzer, A. D., & Larcker, D. F. (2015). Corporate governance, incentives, and tax avoidance. *Journal of accounting and Economics*, 60(1), 1-17.
- Balakrishnan, K., Blouin, J. L., & Guay, W. R. (2019). Tax aggressiveness and corporate transparency. *The Accounting Review*, 94(1), 45-69.
- Bates, T. W., Kahle, K. M., & Stulz, R. M. (2009). Why do US firms hold so much more cash than they used to?. *The journal of finance*, 64(5), 1985-2021.
- Benkraiem, R., Gaaya, S., & Lakhal, F. (2022). Corporate tax avoidance, economic policy uncertainty, and the value of excess cash: International evidence. *Economic Modelling*, 108, 105738.
- Bhuiyan, M. B. U., & Hooks, J. (2019). Cash holding and over-investment behavior in firms with problem directors. *International Review of Economics & Finance*, 61, 35-51.
- Biddle, G. C., Hilary, G., & Verdi, R. S. (2009). How does financial reporting quality relate to investment efficiency?. *Journal of accounting and economics*, 48(2-3), 112-131.
- Boubakri, N., El Ghouli, S., & Saffar, W. (2013). Cash holdings of politically connected firms. *Journal of Multinational Financial Management*, 23(4), 338-355.
- Chan, K. H., Lin, K. Z., & Mo, P. L. (2010). Will a departure from tax-based accounting encourage tax noncompliance? Archival evidence from a transition economy. *Journal of Accounting and Economics*, 50(1), 58-73.
- 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.
- Chen, Y., Ge, R., Louis, H., & Zolotoy, L. (2019). Stock liquidity and corporate tax avoidance. *Review of Accounting Studies*, 24, 309-340.
- De Simone, L., Nickerson, J., Seidman, J., & Stomberg, B. (2020). How reliably do empirical tests identify tax avoidance?. *Contemporary Accounting Research*, 37(3), 1536-1561.
- Desai, M. A., & Dharmapala, D. (2009). Corporate tax avoidance and firm value. *The review of Economics and Statistics*, 91(3), 537-546.
- Dittmar, A., Mahrt-Smith, J., & Servaes, H. (2003). International corporate governance and corporate cash holdings. *Journal of Financial and Quantitative analysis*, 38(1), 111-133.

- Dittmar, A., & Mahrt-Smith, J. (2007). Corporate governance and the value of cash holdings. *Journal of financial economics*, 83(3), 599-634.
- Drobtz, W., Grüniger, M. C., & Hirschvogel, S. (2010). Information asymmetry and the value of cash. *Journal of banking & finance*, 34(9), 2168-2184.
- Duchin, R. (2010). Cash holdings and corporate diversification. *The Journal of Finance*, 65(3), 955-992.
- Edwards, A., Schwab, C., & Shevlin, T. (2016). Financial constraints and cash tax savings. *The Accounting Review*, 91(3), 859-881.
- Eljelly, A. M. (2004). Liquidity-profitability tradeoff: An empirical investigation in an emerging market. *International journal of commerce and management*, 14(2), 48-61.
- Elfeky, M. I., Elbrashy, A., & Issa, A. (2024). The Effect of Tax Avoidance on Investment Efficiency: The Mediating Role of Cash Holding—Evidence from Egypt.
- Foley, C. F., Hartzell, J. C., Titman, S., & Twite, G. (2007). Why do firms hold so much cash? A tax-based explanation. *Journal of financial economics*, 86(3), 579-607.200F
- Foerstl, K., Franke, H., & Cataldo, Z. (2021). What drives managers to insource production? Evidence from a behavioural experiment. *Journal of Purchasing and Supply Management*, 27(4), 100715.
- Frésard, L., & Salva, C. (2010). The value of excess cash and corporate governance: Evidence from US cross-listings. *Journal of financial economics*, 98(2), 359-384.
- García-Meca, E., Ramón-Llorens, M. C., & Martínez-Ferrero, J. (2021). Are narcissistic CEOs more tax aggressive? The moderating role of internal audit committees. *Journal of Business Research*, 129, 223-235.
- Hanlon, M., Maydew, E. L., & Saavedra, D. (2017). The taxman cometh: Does tax uncertainty affect corporate cash holdings?. *Review of Accounting Studies*, 22, 1198-1228.
- Harford, J., Humphery-Jenner, M., & Powell, R. (2012). The sources of value destruction in acquisitions by entrenched managers. *Journal of financial economics*, 106(2), 247-261.
- Keynes, J. M. (1936). *The general theory of interest, employment and money*.
- 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.
- Khurana, I. K., & Moser, W. J. (2013). Institutional shareholders' investment horizons and tax avoidance. *The Journal of the American Taxation Association*, 35(1), 111-134.
- Khurana, I. K., Moser, W. J., & Raman, K. K. (2018). Tax avoidance, managerial ability, and investment efficiency. *Abacus*, 54(4), 547-575.
- Jensen, M. C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers. *American Economic Review*.
- Jiang, Y. B., & Yu, B. B. (2013). Does split-share structure reform affect the cash preference of controlling shareholders?. *Accounting Research*, (4), 58-65.
- Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). The cost of capital, corporate finance and the theory of investment. *Journal of Financial Economics*, 13, 187-221.
- Myers, S. C., & Rajan, R. G. (1998). The paradox of liquidity. *The Quarterly Journal of Economics*, 113(3), 733-771.
- Mills, L. F. (1998). Book-tax differences and Internal Revenue Service adjustments. *Journal of Accounting research*, 36(2), 343-356.
- Opler, T., Pinkowitz, L., Stulz, R., & Williamson, R. (1999). The determinants and implications of corporate cash holdings. *Journal of financial economics*, 52(1), 3-46.
- Orens, R., & Reheul, A. M. (2013). Do CEO demographics explain cash holdings in SMEs?. *European Management Journal*, 31(6), 549-563.
- Pinkowitz, L., Stulz, R., & Williamson, R. (2006). Does the contribution of corporate cash holdings and dividends to firm value depend on governance? A cross-country analysis. *The Journal of Finance*, 61(6), 2725-2751.
- Preacher, K. J., & Leonardelli, G. J. (2001). Calculation for the Sobel test. Retrieved January 20, 2009.
- Quah, H., Haman, J., & Naidu, D. (2021). The effect of stock liquidity on investment efficiency under financing constraints and asymmetric information: Evidence from the United States. *Accounting & Finance*, 61, 2109-2150.
- Rashidi, B., & Bouzh Mehrani, A. (2024). Social Responsibility Disclosure and Improvement of Investment Efficiency. 6th International & 7th National Conference on New Findings in Management, Psychology and Accounting. [in persian]

- [Rego, S. O., & Wilson, R. \(2012\). Equity risk incentives and corporate tax aggressiveness. *Journal of Accounting Research*, 50\(3\), 775-810.](#)
- [Retzl, D. \(2011\). Growth opportunities, cash holdings, and payout policy. *Vienna Graduate School of Finance working paper*.](#)
- [Sheu, H. J., & Lee, S. Y. \(2012\). Excess cash holdings and investment: the moderating roles of financial constraints and managerial entrenchment. *Accounting & Finance*, 52, 287-310.](#)
- [Sun, Q., Yung, K., & Rahman, H. \(2012\). Earnings quality and corporate cash holdings. *Accounting & Finance*, 52\(2\), 543-571.](#)
- [Tran, Q. T. \(2020\). Corporate cash holdings and financial crisis: new evidence from an emerging market. *Eurasian Business Review*, 10\(2\), 271-285.](#)
- [Wang, Z., & Zhu, W. \(2013\). Equity financing constraints and corporate capital structure: a model. *China Finance Review International*, 3\(4\), 322-339.](#)
- [Zhong, M., & Gao, L. \(2017\). Does corporate social responsibility disclosure improve firm investment efficiency? Evidence from China. *Review of Accounting and Finance*, 16\(3\), 348-365](#)

بررسی تأثیر اجتناب مالیاتی بر کارایی سرمایه‌گذاری با توجه نقش میانجی نگهداری وجه نقد ۱۱۷