فصلنامه چشم انداز حسابداری و مدیریت
دوره ۹، شماره ۱۱۷، تابستان ۱۴۰۵ (جلد سوم)

www.jamv.ir
ISSN: 2645-4572

بررسی تأثیر تخفیف مالیاتی بر ارزش شرکت با نقش تعدیلگر اهرم مالی در شرکت‌های پذیرفته‌شده بورس اوراق بهادار تهران

یاسر بحرانی
دانشجوی کارشناسی ارشد حسابداری، موسسه آموزش عالی لیان، بوشهر، ایران. (نویسنده مسئول).
Bahrani.8900@gmail.com
رضا حسینی
استادیار گروه حسابداری، موسسه آموزش عالی لیان، بوشهر، ایران.
hosseinir42@yahoo.com
مهدی قائدی
استادیار گروه مدیریت، موسسه آموزش عالی لیان، بوشهر، ایران.
m.ghaedi61@yahoo.com

چشم انداز حسابداری و مدیریت (دوره نهم)
شماره ۱۱۷/ تابستان ۱۴۰۵ (جلد سوم)/ صص ۲۱۵-۲۳۲

چکیده

ارزش شرکت یکی از مهم‌ترین شاخص‌های ارزیابی عملکرد و وضعیت اقتصادی بنگاه‌ها در بازار سرمایه است و عوامل مالیاتی و ساختار تأمین مالی می‌توانند در تعیین آن نقش مؤثری داشته باشند. ازاین‌رو، بررسی تأثیر تخفیف مالیاتی بر ارزش شرکت و چگونگی تغییر این رابطه تحت تأثیر اهرم مالی از اهمیت ویژه‌ای برخوردار است. پژوهش حاضر با هدف بررسی تأثیر تخفیف مالیاتی بر ارزش شرکت با نقش تعدیلگر اهرم مالی در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران انجام شده است. پژوهش از نظر هدف کاربردی و از نظر روش، توصیفی-همبستگی است. جامعه آماری پژوهش شامل شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران بوده و نمونه پژوهش شامل ۱۰۷ شرکت طی دوره زمانی ۱۳۹۷ تا ۱۴۰۳ است. داده‌های مورد نیاز از صورت‌های مالی و گزارش‌های مالی شرکت‌ها استخراج و برای تجزیه‌وتحلیل داده‌ها و آزمون فرضیه‌ها از روش رگرسیون داده‌های تابلویی و نرم‌افزار EViews استفاده شده است. نتایج نشان داد که تخفیف مالیاتی تأثیر مثبت و معناداری بر ارزش شرکت دارد؛ بنابراین، با افزایش تخفیف مالیاتی، ارزش شرکت افزایش می‌یابد. همچنین، نتایج آزمون اثر تعدیلی نشان داد که اهرم مالی دارای اثر تعدیلی منفی و معنادار بر رابطه بین تخفیف مالیاتی و ارزش شرکت است؛ به این معنا که افزایش اهرم مالی، اثر مثبت تخفیف مالیاتی بر ارزش شرکت را تضعیف می‌کند. بر اساس یافته‌های پژوهش، برخورداری از تخفیف‌های مالیاتی می‌تواند از طریق کاهش بار مالیاتی و افزایش منابع مالی در دسترس، موجب افزایش ارزش شرکت شود؛ بااین‌حال، استفاده بیش از حد از منابع بدهی و افزایش اهرم مالی می‌تواند بخشی از این اثر مثبت را خنثی کند. بنابراین، مدیریت هم‌زمان سیاست‌های مالیاتی و ساختار سرمایه و حفظ اهرم مالی در سطح مناسب، می‌تواند در ارتقای ارزش شرکت مؤثر باشد.

واژگان کلیدی: تخفیف مالیاتی، ارزش شرکت، اهرم مالی.

www.jamv.ir
ISSN: 2645-4572

مقدمه

ارزش شرکت، به عنوان یکی از مهم‌ترین اهداف مدیریت مالی، همواره محور توجه محققان و فعالان بازار سرمایه بوده است. ارزش شرکت نه تنها نشان‌دهنده عملکرد مالی سازمان است، بلکه به عنوان معیاری کلیدی برای تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران، اعتباردهندگان و سیاست‌گذاران اقتصادی عمل می‌کند. بررسی عوامل مؤثر بر ارزش شرکت، از جمله سیاست‌های مالیاتی و ساختار سرمایه، از اهمیت بالایی برخوردار است، زیرا این عوامل می‌توانند جریان‌های نقدی آتی شرکت‌ها و در نتیجه بازدهی سهامداران را تحت تأثیر قرار دهند (نظری و همکاران، ۱۴۰۴). سیاست‌های مالیاتی، به ویژه تخفیف‌ها و مشوق‌های مالیاتی، می‌توانند به طور مستقیم با کاهش بار مالیاتی و بهبود سودآوری شرکت‌ها، ارزش شرکت‌ها را افزایش دهند (واردانا[1] و همکاران، ۲۰۲۴؛ پوتری[2] و همکاران، ۲۰۲۵). این مشوق‌ها نه تنها جریان‌های نقدی آزاد شرکت را افزایش می‌دهند، بلکه انتظارات سرمایه‌گذاران را نیز بهبود می‌بخشند، که به نوبه خود می‌تواند موجب افزایش ارزش بازار شرکت شود. با این حال، برخی پژوهش‌ها نشان داده‌اند که اجتناب مالیاتی و اعمال سیاست‌های نامتوازن در این زمینه ممکن است اثر معکوس بر ارزش شرکت داشته باشد و اعتماد سرمایه‌گذاران را کاهش دهد (باندیونو و نورستو[3]، ۲۰۲۳؛ آندایانی و یانتی[4]، ۲۰۲۱).

یکی دیگر از عوامل اساسی که ارزش شرکت را تحت تأثیر قرار می‌دهد، اهرم مالی است. اهرم مالی میزان استفاده شرکت از بدهی برای تأمین منابع مالی دارایی‌های خود را نشان می‌دهد و می‌تواند اثرات پیچیده‌ای بر ارزش شرکت داشته باشد. از یک سو، استفاده از اهرم مالی به دلیل مزایای سپر مالیاتی بدهی می‌تواند هزینه سرمایه را کاهش داده و ارزش شرکت را افزایش دهد (دوونگر و اشتاینر[5]، ۲۰۰۹؛ آفنیتاساری و هاردینینگسیه[6]، ۲۰۲۳). از سوی دیگر، افزایش اهرم مالی ریسک مالی شرکت را نیز افزایش می‌دهد و در شرایط بحرانی می‌تواند منجر به کاهش ارزش شرکت شود (فیتر و لاستانتی[7]، ۲۰۲۴). شواهد تجربی نشان می‌دهند که اهرم مالی به طور کلی می‌تواند اثر مثبت بر ارزش شرکت داشته باشد، اما شدت و جهت این اثر بسته به شرایط بازار، صنعت و سیاست‌های مالیاتی شرکت متفاوت است (باندیونو و نورستو، ۲۰۲۳؛ آندایانی و یانتی، ۲۰۲۱؛ فیروانسیا[8]، ۲۰۲۲؛ پوتری و همکاران، ۲۰۲۵؛ آفنیتاساری و هاردینینگسیه، ۲۰۲۳).

تعامل بین سیاست‌های مالیاتی و اهرم مالی به ویژه حائز اهمیت است، زیرا تأثیر مشترک این دو عامل بر ارزش شرکت پیچیده‌تر و متفاوت از اثرات مستقل هر یک است. اهرم مالی می‌تواند به عنوان یک متغیر تعدیل‌گر، رابطه بین تخفیف‌های مالیاتی و ارزش شرکت را تغییر دهد. به عبارت دیگر، تأثیر تخفیف‌های مالیاتی بر ارزش شرکت ممکن است بسته به سطح اهرم مالی شرکت متفاوت باشد. شرکت‌هایی که از اهرم مالی بالاتری استفاده می‌کنند، به دلیل ساختار سرمایه خود، ممکن است واکنش متفاوتی نسبت به مزایای مالیاتی نشان دهند؛ در حالی که شرکت‌های با اهرم مالی پایین‌تر ممکن است کمتر تحت تأثیر این تخفیف‌ها قرار گیرند. برخی پژوهش به نقش تعدیل‌گر اهرم مالی در رابطه بین اجتناب مالیاتی و ارزش شرکت اشاره کرده‌اند، هرچند نتایج در این زمینه همگن نیستند. برای مثال، مطالعه‌ای نشان داد که اهرم مالی رابطه بین اجتناب مالیاتی و ارزش شرکت را تعدیل نمی‌کند (فاجریه[9] و همکاران، ۲۰۲۴)، در حالی که پژوهشی دیگر نشان داد که

[1] Wardana
[2] Putri
[3] Bandiyono & Nurseto
[4] Andayani & Yanti
[5] Dwenger & Steiner
[6] Afnitasari & Hardiningsih
[7] Fitri & Lastanti
[8] Firmansyah
[9] Fajriyah

www.jamv.ir
ISSN: 2645-4572

اهرم مالی می‌تواند اثر اجتناب مالیاتی و حاکمیت شرکتی بر ارزش شرکت را تقویت کند (آندایانی و یانتی، ۲۰۲۱). علاوه بر این، برخی مطالعات نشان داده‌اند که اهرم مالی به عنوان متغیر مستقل و دیگر عوامل مانند حاکمیت شرکتی یا اندازه شرکت به عنوان تعدیل‌گر می‌توانند تعاملات پیچیده‌ای بر ارزش شرکت ایجاد کنند (فیتر و لاستانتی، ۲۰۲۴؛ اکا[1] و همکاران، ۲۰۲۵؛ آفنیتاساری و هاردینینگسیه، ۲۰۲۳).

با توجه به اهمیت روزافزون سیاست‌های مالیاتی در حمایت از رشد اقتصادی و نقش حیاتی اهرم مالی در ساختار سرمایه شرکت‌ها، بررسی چگونگی تعامل این دو عامل بر ارزش شرکت از اهمیت بالایی برخوردار است. با این حال، ادبیات پژوهشی موجود به طور ویژه به بررسی نقش تعدیل‌گر اهرم مالی در رابطه بین "تخفیف‌های مالیاتی" و ارزش شرکت نپرداخته است. بیشتر مطالعات تمرکز خود را بر اجتناب مالیاتی یا مشوق‌های مالیاتی به عنوان متغیرهای تعدیل‌گر قرار داده‌اند و کمتر به تخفیف مالیاتی توجه مستقیم شده است (واردانا و همکاران، ۲۰۲۴؛ پوتری و همکاران، ۲۰۲۵؛ فیروانسیا و همکاران، ۲۰۲۲). این شکاف پژوهشی نشان‌دهنده نیاز به مطالعات مستقیم در این حوزه است. بنابراین، تحقیق حاضر با هدف پاسخ به این پرسش کلیدی طراحی شده است که چگونه اهرم مالی، رابطه بین تخفیف‌های مالیاتی و ارزش شرکت را تعدیل می‌کند. شناخت و تحلیل این رابطه می‌تواند به مدیران شرکت‌ها در اتخاذ تصمیمات بهینه در زمینه ساختار سرمایه و استفاده مؤثر از فرصت‌های مالیاتی کمک کند و همچنین سیاست‌گذاران را در طراحی سیاست‌های مالیاتی کارآمدتر یاری دهد.

چارچوب نظری فرضیه های تحقیق

در ادبیات مالی، نظریه مودیگلیانی و میلر[2] (۱۹۵۸)، پیشنهاد می‌کند که در دنیای کامل، تصمیمات مالی شرکت‌ها بر ارزش شرکت بی‌تأثیر است، اما با توجه به وجود مالیات‌های سنگین، ساختار مالیاتی به طور قابل توجهی بر تصمیمات و ارزش شرکت تأثیر می‌گذارد. کسرهای مالیاتی نقش مهمی در سیستم مالیاتی جهانی ایفا می‌کنند و با کاهش مالیات پرداختی افراد و شرکت‌ها، به تشویق مشارکت در فعالیت‌های اجتماعی یا اقتصادی کمک می‌کنند. این کسرها می‌توانند جریان نقدی شرکت‌ها را افزایش دهند و بر عملکرد مالی، مدیریت درآمد، بدهی و سیاست‌های پرداخت تأثیر بگذارند (گراهام[3]، ۲۰۰۳). برای مثال، کسرهای مالیاتی می‌توانند شرکت‌ها را به سرمایه‌گذاری در تحقیق و توسعه، خرید تجهیزات یا گسترش بین‌المللی ترغیب کنند و حتی ممکن است اولویت تأمین مالی از طریق سهام را نسبت به بدهی افزایش دهند، زیرا مزایای مالیاتی بدهی کاهش می‌یابد.

مطالعات قبلی نشان داده‌اند که کسرهای مالیاتی اثرات گسترده‌ای بر شرکت‌ها دارند. آیرز[4] و همکاران (۲۰۰۰)، مستند کرده‌اند که کسرهای مالیاتی مربوط به حسن نیت با حق بیمه‌های خرید مرتبط است و ثروت زیادی را به سهامداران شرکت هدف منتقل می‌کند. گراهام و تاکر[5] (۲۰۰۶)، استدلال می‌کنند که شرکت‌هایی که در فعالیت‌های پناهگاه مالیاتی شرکت می‌کنند، بدهی کمتری استفاده می‌کنند، که نشان‌دهنده جایگزینی پناهگاه مالیاتی برای مزایای کسر مالیاتی بدهی است. تیان[6] و همکاران (۲۰۲۰)، با مطالعه رویدادی بر مشوق‌های مالیاتی تحقیق و توسعه در چین، نشان می‌دهند که کسرهای

[1] Eka
[2] Modigliani & Miller
[3] Graham
[4] Ayers
[5] Graham & Tucker
[6] Tian

www.jamv.ir
ISSN: 2645-4572

مالیاتی می‌توانند هزینه‌های تحقیق و توسعه و نوآوری محصول را به طور چشمگیری افزایش دهند. هی[1] و همکاران (۲۰۲۳)، و تو و لیو[2] (۲۰۲۲)، بر اهمیت کسرهای مالیاتی در چین تأکید دارند، جایی که قانون مالیات درآمد شرکت‌ها (EIT Law) در سال ۲۰۰۸، کسرهای مالیاتی را برای صنایع استراتژیک، نوآوری و توسعه پایدار معرفی کرد، که با ابتکاراتی مانند "ساخت چین ۲۰۲۵" و "کمربند و جاده" همخوانی دارد.

کسرهای مالیاتی با کاهش درآمد مشمول مالیات، جریان نقدی را بهبود می‌بخشد و شرکت‌ها را قادر می‌سازد تا در سرمایه‌گذاری، بازپرداخت بدهی یا پرداخت سود سهام سرمایه‌گذاری کنند، که این امر ارزش شرکت را افزایش می‌دهد (هی و همکاران، ۲۰۲۳). علاوه بر این، این کسرها سرمایه‌گذاری و نوآوری را تشویق می‌کنند، هزینه سرمایه را کاهش می‌دهند، مزیت رقابتی ایجاد می‌کنند و مدیریت ریسک را بهبود می‌بخشند (تیان و همکاران، ۲۰۲۰؛ فنگ[3] و همکاران، ۲۰۲۳). سیاست‌های مالیاتی بر قیمت‌گذاری اوراق قرضه (ژائو[4] و همکاران، ۲۰۲۴)، نامنظمی‌های مالی شرکت (فنگ و همکاران، ۲۰۲۳)، مسئولیت اجتماعی شرکت (تانگ و وانگ[5]، ۲۰۲۲) و سرمایه‌گذاری و کارآفرینی (جانکوف[6] و همکاران، ۲۰۱۰)، تأثیر می‌گذارند. بنابراین، فرضیه اصلی این است که رابطه مثبتی بین کسرهای مالیاتی و ارزش شرکت وجود دارد.

اهرم مالی، به عنوان استفاده از بدهی برای تأمین مالی عملیات، رابطه بین کسرهای مالیاتی و ارزش شرکت را تعدیل می کند. از یک سو، اهرم مالی با افزایش پرداخت‌های بهره قابل کسر، سپر مالیاتی ایجاد می‌کند، که ممکن است اثر کسرهای مالیاتی را کاهش دهد، زیرا بدهی و کسرهای مالیاتی جایگزین یکدیگر هستند (گراهام و تاکر، ۲۰۰۶؛ جانکوف و همکاران، ۲۰۱۰). این دیدگاه پیشنهاد می‌کند که اهرم مالی رابطه مثبت را منفی تعدیل کند. از سوی دیگر، اهرم مالی بازده سهام را تقویت می‌کند، زیرا کسرهای مالیاتی درآمد قبل از بهره را افزایش می‌دهد و درآمد خالص سهامداران را با نسبت اهرم بزرگ می‌کند (شن[7] و همکاران، ۲۰۲۴). شرکت‌های با اهرم بالا اغلب هزینه‌های تأمین مالی بالاتری دارند، ریسک مالی بیشتری متحمل می‌شوند و ممکن است با محدودیت‌های سرمایه‌گذاری روبرو شوند (هی و همکاران، ۲۰۲۳؛ تانگ و وانگ، ۲۰۲۲). بنابراین، پس‌اندازهای نقدی از کسرهای مالیاتی برای چنین شرکت‌هایی ارزشمندتر است، که رابطه مثبت را تقویت می‌کند. این تعدیل مثبت در شرکت‌های با اهرم بالا برجسته‌تر است، زیرا ریسک ورشکستگی و محدودیت‌های مالی را کاهش می‌دهد.

پیشینه داخلی و خارجی

انصاری و عطائی (۱۴۰۴)، با بررسی تأثیر پراکندگی پیش‌بینی سود و خطای پیش‌بینی سود بر ارزش شرکت، با توجه به اهرم مالی و بحران مالی، نشان دادند که پراکندگی و خطای پیش‌بینی سود با ارزش شرکت رابطه معناداری دارند و اهرم مالی بر این روابط اثرگذار است؛ با این حال، در شرایط بحران مالی، نقش تعدیل‌کنندگی اهرم مالی در روابط مذکور معنادار نبود.

پوررجبی چهارده (۱۴۰۳)، در مطالعه‌ای به بررسی تأمین مالی از طریق بدهی و ارزش دفتری سهام بر ارزش شرکت با تأکید بر هزینه نمایندگی و تغییرات اهرم مالی پرداخت. نتایج نشان داد که تأمین مالی از طریق بدهی و نسبت قیمت به

1 He
2 Tu & Liu
3 Feng
4 Zhao
5 Tang & Wang
6 Djankov
7 Shen

www.jamv.ir
ISSN: 2645-4572

ارزش دفتری با ارزش شرکت رابطه معناداری دارند و هزینه نمایندگی و تغییرات اهرم مالی نیز بر این روابط تأثیر معناداری می‌گذارند.

رجبی و همکاران (۱۴۰۳)، تأثیر اجتناب مالیاتی، اهرم مالی و پاداش اجرایی بر ارزش شرکت را با نقش تعدیل‌کنندگی کیفیت سود بررسی کردند. یافته‌ها نشان داد که اجتناب مالیاتی، اهرم مالی و پاداش اجرایی با ارزش شرکت رابطه معناداری دارند و کیفیت سود نیز در تعدیل روابط میان این متغیرها و ارزش شرکت نقش معناداری ایفا می‌کند.

باقریان (۱۴۰۲)، رابطه بهره‌وری، اهرم مالی و نقدینگی بنگاه با ارزش شرکت را بررسی کرد. نتایج نشان داد که بهره‌وری و اهرم مالی تأثیر مستقیم و معناداری بر ارزش شرکت دارند، در حالی که شاخص‌های نقدینگی اثر معناداری بر ارزش شرکت نشان ندادند. این یافته بر اهمیت اهرم مالی و کارایی عملیاتی در تبیین ارزش شرکت تأکید دارد.

یانگ و لی[1] (۲۰۲۵)، رابطه کسورات مالیاتی، اهرم مالی و ارزش شرکت را در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس‌های شانگهای و شنژن بررسی کردند. نتایج نشان داد که کسورات مالیاتی اثر مثبت و مستقیمی بر ارزش شرکت دارند و این رابطه در شرکت‌های دارای اهرم مالی بالاتر، قوی‌تر مشاهده می‌شود.

اویانتی[2] و همکاران (۲۰۲۴)، رابطه اهرم مالی و ارزش شرکت را در بازارهای نوظهور بررسی کردند. یافته‌ها بیانگر وجود رابطه‌ای غیرخطی میان این دو متغیر بود؛ به‌گونه‌ای که سطوح متوسط اهرم می‌تواند با کاهش هزینه سرمایه با افزایش ارزش شرکت همراه باشد، در حالی که اهرم بیش از حد به دلیل افزایش ریسک درماندگی مالی، ارزش شرکت را کاهش می‌دهد.

کاسیبی[3] و همکاران (۲۰۲۳)، تأثیر عملکرد مالی، اهرم، اندازه شرکت و اجتناب مالیاتی بر ارزش شرکت را در شرکت‌های تولیدی اندونزی بررسی کردند. نتایج نشان داد که عملکرد مالی مطلوب با افزایش ارزش شرکت همراه است، در حالی که اهرم مالی بالا و اندازه بسیار بزرگ شرکت اثر منفی بر ارزش شرکت دارند و اجتناب مالیاتی نیز اثر معناداری بر ارزش شرکت نشان نداد.

ابراهیم و اسحاقا[4] (۲۰۲۰)، تأثیر اهرم مالی بر ارزش شرکت را در شرکت‌های منتخب بورس نیجریه بررسی کردند. نتایج حاصل از مدل‌های داده‌های تابلویی نشان داد که اهرم مالی تأثیر منفی و معناداری بر ارزش شرکت، اندازه‌گیری‌شده با Q توبین، دارد. این یافته نشان می‌دهد افزایش اتکای شرکت به بدهی می‌تواند با کاهش ارزش بازار آن همراه باشد.

فرضیه‌های پژوهش

* تخفیف مالیاتی بر ارزش شرکت تأثیر معناداری دارد.
* تخفیف مالیاتی بر ارزش شرکت با نقش تعدیلگر اهرم مالی تأثیر معناداری دارد.

روش پژوهش، جامعه آماری و روش نمونه‌گیری

جامعه آماری کلیه شرکت‌های بورسی هستند. پس از اعمال محدودیت‌هایی نظیر حذف شرکت‌های مالی، ثبات در سال مالی و عدم وقفه معاملاتی بیش از ۶ ماه، تعداد ۱۰۷ شرکت انتخاب و در بازه ۷ ساله (۱۳۹۷–۱۴۰۳) مورد بررسی قرار گرفتند.

[1] Yang & Li
[2] Evianti
[3] Kasibi
[4] Ibrahim & Isiaka

www.jamv.ir
ISSN: 2645-4572

نحوه سنجش متغیرها

❖ متغیر مستقل

❖ تخفیف مالیاتی

تخفیف مالیاتی به معنای کاهش مبلغ مالیات قابل پرداخت شرکت است که از طریق استفاده از معافیت‌ها، کسرها و سیاست‌های مالیاتی قانونی حاصل می‌شود. این کاهش مالیاتی به شرکت اجازه می‌دهد منابع مالی بیشتری را حفظ کرده و از آن برای سرمایه‌گذاری یا بازده‌دهی به سهامداران استفاده کند. تخفیف مالیاتی به عنوان یک ابزار مدیریتی و مالی، نقش مهمی در بهینه‌سازی ساختار سرمایه و افزایش ارزش شرکت ایفا می‌کند (یانگ و لی، ۲۰۲۵).

تعریف عملیاتی

تخفیف مالیاتی: نسبت کل میزان کسورات مالیاتی (مانند مشوق‌های مالیاتی تحقیق و توسعه و برنامه‌های معافیت مالیاتی خاص صنایع) به سود قبل از بهره و مالیات (EBIT).

متغیر وابسته

ارزش شرکت

ارزش شرکت بیانگر ادراک بازار از وضعیت فعلی و چشم‌انداز آتی شرکت است و منعکس‌کننده توانایی شرکت در ایجاد جریان‌های نقدی پایدار و سودآور در آینده می‌باشد. این مفهوم نه‌تنها تحت تأثیر عملکرد مالی جاری، بلکه متأثر از انتظارات سرمایه‌گذاران، کیفیت حاکمیت شرکتی، سیاست‌های تقسیم سود و سطح ریسک شرکت قرار دارد. از منظر مفهومی، ارزش شرکت نشان‌دهنده میزان کارایی شرکت در استفاده از منابع و حداکثرسازی ثروت سهامداران در چارچوب بازار سرمایه است (باگوس و همکاران، ۲۰۲۰). ارزش شرکت نشان‌دهنده توانایی یک شرکت در خلق بازده برای سهامداران و سرمایه‌گذاران است و شاخصی از عملکرد مالی و جایگاه اقتصادی شرکت محسوب می‌شود. این متغیر به ارزیابی موفقیت شرکت در استفاده بهینه از منابع و سرمایه‌ها و نیز اثرگذاری تصمیمات مدیریتی و مالی بر رفاه سهامداران می‌پردازد. ارزش شرکت معمولاً به عنوان معیار اصلی در سنجش تأثیر سیاست‌های مالیاتی و ساختار سرمایه در نظر گرفته می‌شود (یانگ و لی[1]، ۲۰۲۵).

تعریف عملیاتی

در این پژوهش برای اندازه‌گیری ارزش شرکت به پیروی از پژوهش‌های مشابه از شاخص کیوتوبین طبق رابطه زیر استفاده می‌کنیم. برای محاسبه آن از رابطه زیر استفاده می‌شود، که در آن $mva_{i.t}$ نشان دهنده ارزش بازار حقوق صاحبان سهام شرکت i در سال t است و $bvd_{i.t}$ مبین ارزش دفتری بدهی‌های شرکت i در سال t و $bva_{i.t}$ مشخص کننده ارزش دفتری دارایی‌های شرکت i در سال t است (بوز[2] و همکاران،۲۰۲۲؛ سوهارجو[3] و همکاران، ۲۰۲۴).

نسبت کیوتوبین از رابطه زیر محاسبه می‌گردد.

[1] Yang & Li
[2] Bose
[3] Suhardjo

www.jamv.ir
ISSN: 2645-4572

$$Q_{it} = \frac{(bvd_{i.t} + mva_{i.t})}{bva_{i.t}}$$

این تعاریف به روشن شدن مفهوم و کاربرد کیوتوبین در تحلیل‌های مالی و سرمایه‌گذاری کمک می‌کند.

متغیر تعدیلگر

اهرم مالی

اهرم مالی به میزان استفاده شرکت از بدهی‌ها برای تأمین منابع مالی فعالیت‌ها و سرمایه‌گذاری‌ها اشاره دارد. این متغیر نشان‌دهنده ریسک و قدرت تأثیرپذیری شرکت از منابع بدهی است و می‌تواند نقش تعدیلگر در رابطه بین تخفیف مالیاتی و ارزش شرکت ایفا کند. به عبارت دیگر، میزان اهرم مالی می‌تواند شدت یا جهت اثر تخفیف مالیاتی بر ارزش شرکت را تغییر دهد و تصمیم‌گیری‌های مدیریتی را تحت تأثیر قرار دهد (یانگ و لی، ۲۰۲۵). اهرم مالی میزان وابستگی شرکت به تأمین مالی مبتنی بر بدهی (به ویژه بدهی بلندمدت) نسبت به منابع سهام را نشان می‌دهد. در اقتصادهای معمولی، اهرم بالا فشار مالی ایجاد کرده و انگیزه مدیران برای دست‌کاری سود را افزایش می‌دهد؛ اما در بازارهای اسلامی اهرم پایین یک الزام اخلاقی–مذهبی است که فشارهای مالی را کاهش می‌دهد و به عنوان مکانیسم نظارتی غیررسمی عمل می‌کند (دفوند و جیامبالوو[1]، ۱۹۹۴؛ عالمی[2] و همکاران، ۲۰۲۰).

تعریف عملیاتی

$$\text{LEV} = \frac{\text{مجموع کل بدهی‌ها}}{\text{مجموع کل دارایی‌ها}}$$

متغیرهای کنترلی

اندازه شرکت (SIZE):

اندازه شرکت بیانگر سطح کلی فعالیت‌ها، منابع و ظرفیت‌های اقتصادی یک بنگاه است و نشان‌دهنده مقیاس عملیات، توان مالی و قدرت رقابتی شرکت در بازار می‌باشد. شرکت‌های بزرگ‌تر معمولاً از دسترسی بیشتر به منابع مالی، صرفه‌های ناشی از مقیاس، تنوع فعالیت‌ها و ثبات عملیاتی بالاتری برخوردارند و در مقایسه با شرکت‌های کوچک‌تر، ریسک کمتری را تجربه می‌کنند. از این‌رو، اندازه شرکت می‌تواند بر تصمیمات مدیریتی، عملکرد مالی و رفتار سرمایه‌گذاران تأثیرگذار باشد (النجار[3]، ۲۰۱۳). در این تحقیق از رابطه زیر استفاده‌شده است:

تعریف عملیاتی

SIZE=Ln (TA)

که در رابطه فوق: SIZEit: اندازه شرکت i در سال t؛ Ln: لگاریتم طبیعی؛ ATit: کل دارایی‌های شرکت i در سال t

بازده دارایی‌ها (ROA)

بازده دارایی‌ها معیاری از کارایی مدیریت در استفاده بهینه از دارایی‌های شرکت برای ایجاد سود است و نشان می‌دهد شرکت تا چه میزان توانسته است از مجموع دارایی‌های خود ارزش اقتصادی خلق کند. این شاخص بیانگر توان عملیاتی

[1] DeFond & Jiambalvo
[2] Alalmai
[3] Al-Najjar

www.jamv.ir
ISSN: 2645-4572

بنگاه در تبدیل منابع در اختیار به سود بوده و هرچه مقدار آن بالاتر باشد، نشان‌دهنده بهره‌وری بیشتر دارایی‌ها و عملکرد مالی مطلوب‌تر شرکت است (آذربایجانی و همکاران،۱۳۹۰). بر همین اساس رابطه محاسباتی نسبت فوق به شکل زیر می‌باشد:

تعریف عملیاتی

$$\mathrm{ROA} = \frac{\mathrm{NI}}{\mathrm{TA}}$$

که در رابطه فوق: ROA : بازده دارایی‌ها؛ NI: سود خالص؛ TA: مجموع دارایی‌های شرکت.

رشد فروش

رشد فروش به میزان افزایش درآمد حاصل از فروش کالاها یا خدمات یک شرکت در یک دوره زمانی نسبت به دوره قبل اطلاق می‌شود و نشان‌دهنده توانایی شرکت در توسعه بازار، جذب مشتریان جدید و حفظ مشتریان فعلی است. این شاخص به‌عنوان یکی از مهم‌ترین معیارهای عملکرد عملیاتی شرکت شناخته می‌شود و بازتاب‌دهنده اثربخشی استراتژی‌های بازاریابی، قیمت‌گذاری و مزیت رقابتی بنگاه است. رشد فروش بالاتر معمولاً بیانگر پویایی فعالیت‌های تجاری و بهبود جایگاه رقابتی شرکت بوده و می‌تواند بر تصمیمات سرمایه‌گذاری، تأمین مالی و چشم‌انداز سودآوری بلندمدت شرکت تأثیرگذار باشد (تیاچی[1] و همکاران، ۲۰۲۱)

تعریف عملیاتی

(رشد فروش در سال جاری – رشد فروش در سال قبل) تقسیم بر رشد فروش در سال قبل

هدف اعلام شده این پژوهش این است که به دنبال به بررسی تأثیر تخفیف مالیاتی بر ارزش شرکت با نقش تعدیلگر اهرم مالی در شرکت‌های پذیرفته‌شده بورس اوراق بهادار تهران است،

۱. متغیر وابسته: ارزش شرکت

۲. متغیرهای مستقل: تخفیف مالیاتی

۳. متغیر تعدیلگر: اهرم مالی

۴. متغیرهای کنترلی: اندازه شرکت– رشد فروش– بازده دارایی‌ها

مدل آماری

برای انجام فرضیه‌های پژوهش از مدل زیر استفاده می‌کنیم (یانگ و لی، ۲۰۲۵):

$$Q - Tobin_{it} = \alpha_0 + \beta_1 \mathrm{Tax\ deductions}_{it} + \beta_2 \mathrm{LEV}_{it} + \beta_3 \mathrm{Tax\ deductions}_{it} * \mathrm{LEV}_{it} + \beta_4 \mathrm{ROA}_{it} + \beta_5 \mathrm{SIZE}_{it} + \beta_6 \mathrm{Growth}_{it} + \varepsilon_{it}$$

یافته‌های پژوهش

آمار توصیفی

[1] Tayachi

www.jamv.ir
ISSN: 2645-4572

جدول (۱): شاخص‌های توصیف کننده متغیرهای پژوهش، شاخص‌های مرکزی، شاخص‌های پراکندگی و شاخص-های شکل توزیع (آماری)

پنل الف– متغیرهای پیوسته									
نام متغیر	نماد	تعداد مشاهدات	میانگین	میانه	حداکثر	حداقل	انحراف معیار	چولگی	کشیدگی
ارزش شرکت	Q-Tobin	۷۴۹	۲,۱۸۰۲	۱,۷۱۵	۱۰,۹۷۰۸	۰,۷۱۲۸	۱,۳۸۲۷	۱,۶۶۹۲	۷,۸۶۳۳
تخفیف مالیاتی	TAX	۷۴۹	۰,۱۰۰۰	۰,۰۸۹۲	۰,۸۶۳۳	−۰,۲۳۶۳	۰,۱۰۷۴	۱,۲۶۰۵	۸,۲۷۲۵
اهرم مالی	LEV	۷۴۹	۰,۵۷۷۹	۰,۵۸۴۳	۱,۵۶۵۶	۰,۰۱۲۷	۰,۲۲۲۵	−۰,۱۱۵۳	۳,۶۴۴۴
اندازه شرکت	SIZE	۷۴۹	۱۴,۴۱۷۵	۱۴,۲۳۳۵	۱۹,۷۷۳۹	۱۰,۵۳۳	۱,۴۷۶۴	۰,۸۳۲۵	۴,۲۶۷۹
رشد فروش	Growth	۷۴۹	۰,۲۶۲۹	۰,۱۷۳۶	۷,۸۱۵۵	−۰,۹۳۱	۰,۶۰۴۲	۱,۰۱۵۶	۶,۱۸۲۰
بازده دارایی‌ها	ROA	۷۴۹	۰,۱۳۵۹	۰,۱۱۹۳	۰,۶۲۳۴	−۰,۳۲۶۹	۰,۱۳۵۶	۰,۲۴۱۴	۴,۰۲۲۲

در جدول (۱)، برخی از مفاهیم آمار توصیفی متغیرها شامل میانگین، میانه، حداقل مشاهدات، حداکثر مشاهدات، انحراف معیار، چولگی و کشیدگی ارائه‌شده است. در این میان، پارامترهای مرکزی، دسته‌ای از پارامترهای توصیف‌کننده‌ی یک توزیع آماری هستند که ویژگی داده‌ها را نسبت به مرکز توزیع بیان می‌کنند. میانگین به‌عنوان نقطه تعادل و مرکز ثقل یک توزیع آماری، یکی از شاخص‌های مرکزی مناسب برای نشان دادن مرکزیت داده‌هاست. در جدول (۲) تعداد مشاهدات مربوط به شرکت‌های موردمطالعه ۷۴۹ (۱۰۷ شرکت در ۷ سال) است. همچنین مشاهده می‌شود که میانگین و انحراف معیار متغیرهای، ارزش شرکت ۱/۳۸۳±۲/۱۸۰، تخفیف مالیاتی ۰/۱۰۷±۰/۱۰۰، اهرم مالی ۰/۲۲۳±۰/۵۷۸، اندازه شرکت ۱/۴۷۶±۱۴/۴۱۷ و رشد فروش ۰/۶۰۴±۰/۲۶۳ و بازده دارایی‌ها ۰/۱۳۵±۰/۱۳۶، می‌باشد.

نتایج آمار توصیفی متغیرهای پژوهش نشان می‌دهد که شرکت‌های مورد بررسی از نظر ارزش شرکت، تخفیف مالیاتی، اهرم مالی، اندازه شرکت، رشد فروش و بازده دارایی‌ها دارای تفاوت و پراکندگی قابل‌توجهی هستند. مقایسه میانگین و میانه متغیرها نشان‌دهنده وجود تفاوت در نحوه توزیع برخی از متغیرها و احتمال وجود مشاهدات دورافتاده در داده‌هاست. همچنین، شاخص‌های چولگی بیانگر آن است که توزیع متغیرها از نظر تقارن با یکدیگر متفاوت بوده و برخی متغیرها دارای تمایل به مقادیر بالاتر یا پایین‌تر هستند. شاخص کشیدگی نیز نشان می‌دهد که توزیع متغیرها در مقایسه با توزیع نرمال، در برخی موارد از تمرکز یا پراکندگی بیشتری برخوردار است. در مجموع، آمار توصیفی حاکی از تنوع مناسب شرکت‌های نمونه از نظر ویژگی‌های مالی و عملیاتی است و این تنوع می‌تواند زمینه مناسبی برای بررسی روابط میان متغیرهای پژوهش و آزمون فرضیه‌های تحقیق فراهم کند..

پایایی متغیرها

جدول (۲): نتایج آزمون مانایی برای متغیرهای مدل‌ها

متغیر	نماد	آماره آزمون	مقدار p*	نتیجه

www.jamv.ir
ISSN: 2645-4572

ارزش شرکت	Q-Tobin	-۱۹/۴۳۵	۰/۰۰۰	پایا
تخفیف مالیاتی	TAX	-۷/۳۸۳	۰/۰۰۰	پایا
اهرم مالی	LEV	-۲۵/۲۷۲	۰/۰۰۰	پایا
اندازه شرکت	SIZE	-۱۹/۱۴۷	۰/۰۰۰	پایا
رشد فروش	Growth	-۵۴/۰۵۴	۰/۰۰۰	پایا
بازده دارایی‌ها	ROA	-۲۴۳/۱۲۱	۰/۰۰۰	پایا

قبل از تفسیر نتایج جدول (۳) ذکر این نکته قابل‌توجه است که در آزمون ریشه واحد، فرض صفر بیانگر نامانایی متغیرها است. در این صورت چنانچه مقدار p کمتر از سطح معناداری ۰/۰۵ باشد فرض صفر رد خواهد شد. به‌این‌ترتیب نتایج حاصل از آزمون مانایی برای داده‌های ترکیبی (پانل) در جدول (۲) نشان از مانا بودن تمام متغیرهای موردمطالعه است.

تحلیل داده‌ها

عدم وجود خودهمبستگی جمله خطا (باقیمانده‌ها)

جدول (۳): آزمون همبستگی سریالی LM

نام متغیر	نوع آماره	احتمال آماره	سطح معناداری
مدل پژوهش	F(۲,۷۴۰)	۲۴۶/۹۲۸	۰/۰۰۰

با توجه به جدول (۴) مشاهده می‌شود مدل پژوهش مشکل وجود همبستگی جمله خطا وجود دارد.

ثابت بودن واریانس جمله خطا (باقیمانده‌ها)

جدول (۴): آزمون بروش-پاگان-گودفری

نام متغیر	نوع آماره	احتمال آماره	سطح معناداری	نتیجه
مدل پژوهش	F(۶,۷۴۲)	۱۰/۱۲۵	۰/۰۰۰	ناهمسانی

در این آزمون فرض بر ناهمسانی واریانس باقیمانده‌ها است که با توجه به جدول فوق و معنادارن بودن مدل‌ها پژوهش، فرضیه ما مبنی بر وجود همسانی واریانس در مدل پژوهش پذیرفته نمی‌شود، الگو دارای ناهمسانی واریانس می‌باشد و نمی‌توان از رگرسیون خطی استفاده نمود و نیاز به استفاده از روش حداقل مربعات تعمیم‌یافته (GLS) است.

عدم وجود هم‌خطی بین جملات توضیحی

هم‌خطی به معنای وجود رابطه شدید بین متغیرهای مستقل و کنترلی موجود در مدل است. در صورت وجود هم خطی، ضرایب برآوردی الگو دارای خطای معیار بالایی خواهد بود و درنتیجه این مسأله باعث می‌شود که تعداد متغیرهای معنی‌دار در معادله کاهش یابد. در این معادله برای بررسی عدم وجود هم خطی از معیار عامل تورم واریانس (VIF) استفاده شد. وقتی‌که شاخص تورم واریانس کمتر از ۱۰ باشد، نشان‌دهنده عدم وجود هم خطی است. نتایج حاصل از این آزمون نشان می‌دهد؛ که میزان تورم واریانس متغیرهای مستقل و کنترلی در حد مجاز خود قرار داشته و لذا از این بابت مشکلی وجود ندارد.

جدول (۵): نتایج حاصل از آزمون عدم وجود هم خطی بین جملات توضیحی در مدل پژوهش

متغیر	نماد	واریانس ضریب	عامل تورم واریانس
تخفیف مالیاتی	TAX	۰,۷۴۴۶۲۷	۱,۳۴۲۹۵۴

www.jamv.ir
ISSN: 2645-4572

اهرم مالی	LEV	۰,۱۲۲۲۵۵	۸,۱۷۹۶۵۴
تخفیف مالیاتی*اهرم مالی	TAX *LEV	۰,۳۸۸۷۲۲	۲,۵۷۲۵۳۵
اندازه شرکت	SIZE	۰,۹۹۷۸۳۴	۱,۰۰۲۱۷۱
رشد فروش	Growth	۰,۹۹۳۳۷۵	۱,۰۰۶۶۶۹
بازده دارایی‌ها	ROA	۰,۱۵۰۹۱۰	۶,۶۲۶۴۷۷

تحلیل یافته‌ها

آزمون تشخیص مدل (آزمون چاو)

جدول (۶) نتایج آزمون F لیمر برای مدل‌ها

آماره آزمون	درجه آزادی	مقدار p	نتیجه
۱۱/۲۴۲	(۱۰۶،۶۳۶)	۰/۰۰۰	استفاده از داده‌های تابلویی

همان‌گونه که در جدول (۹) مشاهده می‌شود فرض صفر مبنی بر برابری همه اثرات خاص شرکت‌ها در مورد مدل‌ها رد می‌شود (p<۰/۰۵). این بدان معنی است که نمی‌توان مدل را با روی‌هم ریختن داده‌های مربوط به شرکت‌های موردمطالعه و به روش Pooling تخمین زد بلکه باید از روش داده‌های پانل استفاده کرد. به عبارتی کارآمدی برآورد مدل‌ها با استفاده از داده‌های پانل برای ۱۰۷ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران مشخص می‌شود.

آزمون تشخیص نوع مدل (آزمون‌هاسمن)

جدول (۷): نتایج آزمون‌هاسمن برای مدل‌ها

آماره آزمون	درجه آزادی	مقدار p	نتیجه
۴۹/۰۰۴	۶	۰/۰۰۰	استفاده از مدل اثرات ثابت

همان‌گونه که در جدول (۱۰) مشاهده می‌شود فرض صفر کاراتر بودن مدل اثرات تصادفی برای شرکت‌های موردمطالعه رد می‌شود (p<۰/۰۵). به عبارتی نتایج بیانگر تائید اثرات ثابت در برابر اثرات تصادفی است بنابراین مدل‌ها برای ۱۰۷ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران باید به‌صورت اثرات ثبت تخمین زده شود.

نتایج فرضیات پژوهش

جدول (۸): نتایج بررسی ضرایب جزئی با روش ثابت با توجه به ناهمسانی مدل

متغیر وابسته: ارزش شرکت، تعداد دوره: ۷، تعداد تقاطع: ۱۰۷، تعداد ترکیب موزون: ۷۴۹

$$Q - Tobin_{it} = \alpha_0 + \beta_1 \text{Tax deductions}_{it} + \beta_2 \text{LEV}_{it} + \beta_3 \text{Tax deductions}_{it} * \text{LEV}_{it} + \beta_4 \text{ROA}_{it} + \beta_5 \text{SIZE}_{it} + \beta_6 \text{Growth}_{it} + \varepsilon_{it}$$

متغیرها	نماد	ضرایب	آماره t	احتمال	نتیجه
ضریب تصادفی	C	۰,۴۰۴۶	۴,۳۵۴۸	۰,۰۰۰۰	معنادار
تخفیف مالیاتی	TAX	۰,۰۳۴۱	۲,۲۵۸۳	۰,۰۲۴۶	معنادار
اهرم مالی	LEV	-۰,۱۶۹۹	-۴,۴۳۰۸	۰,۰۰۰۰	معنادار
تخفیف مالیاتی*تخفیف مالیاتی	TAX *LEV	-۰,۱۶۰۷	-۲,۳۴۶۴	۰,۰۱۹۴	معنادار
اندازه شرکت	SIZE	۰,۰۳۱۱	۳,۶۱۷۰	۰,۰۰۰۳	معنادار

www.jamv.ir
ISSN: 2645-4572

رشد فروش	Growth	۰,۰۴۴۵	۱۱,۹۷۷۳	۰,۰۰۰۰	معنادار
بازده دارایی‌ها	ROA	۰,۲۸۱۴	۸,۶۶۹۰	۰,۰۰۰۰	معنادار
وقفه مدل	AR(1)	۰,۳۲۲۴	۹,۵۵۲۵	۰,۰۰۰۰	معنادار
R-squared	۰/۷۸۴				
Adjusted R-squared	۰/۶۵۹				
F-statistic	۳۵/۶۲۶				
Prob(F-statistic)	۰/۰۰۰۰				
Durbin-Watson stat	۱/۹۲۰				

نتیجه

نتایج برآورد مدل نشان می‌دهد که ضریب تعیین (R^2) برابر با ۰,۷۸۴ است؛ بنابراین حدود ۷۸,۴ درصد از تغییرات ارزش شرکت توسط متغیرهای موجود در مدل توضیح داده می‌شود. ضریب تعیین تعدیل‌شده (Adjusted R^2) برابر با ۰,۶۵۹ است که نشان‌دهنده قدرت توضیح‌دهندگی مناسب مدل پس از لحاظ کردن تعداد متغیرهای توضیحی است. همچنین، آماره F برابر با ۳۵,۶۲۶ و سطح معناداری آن ۰,۰۰۰ است؛ بنابراین کل مدل رگرسیون از نظر آماری معنادار است. مقدار آماره دوربین—واتسون برابر با ۱,۹۲۰ است که نشان می‌دهد مشکل جدی خودهمبستگی در جملات خطا وجود ندارد.

تحلیل فرضیه اول: تخفیف مالیاتی بر ارزش شرکت تأثیر معناداری دارد.

نتایج حاصل از برآورد مدل نشان می‌دهد که تخفیف مالیاتی تأثیر مثبت و معناداری بر ارزش شرکت دارد. ضریب برآوردشده برای تخفیف مالیاتی مثبت بوده و آماره آزمون نیز معناداری این رابطه را تأیید می‌کند؛ به‌گونه‌ای که سطح احتمال کمتر از سطح خطای متعارف است. بنابراین، می‌توان بیان کرد که افزایش تخفیف‌های مالیاتی با افزایش ارزش شرکت همراه است. از این رو، فرضیه اول پژوهش مبنی بر تأثیر معنادار تخفیف مالیاتی بر ارزش شرکت تأیید می‌شود. این نتیجه بیانگر آن است که برخورداری شرکت‌ها از مزایای مالیاتی می‌تواند با کاهش بار مالیاتی و بهبود وضعیت جریان‌های نقدی، زمینه افزایش جذابیت اقتصادی شرکت و در نهایت ارتقای ارزش آن را فراهم کند.

تحلیل فرضیه دوم: تخفیف مالیاتی بر ارزش شرکت با نقش تعدیلگر اهرم مالی تأثیر معناداری دارد.

نتایج نشان می‌دهد که ضریب متقابل تخفیف مالیاتی و اهرم مالی منفی و از نظر آماری معنادار است. معناداری این ضریب بیانگر آن است که اهرم مالی در رابطه میان تخفیف مالیاتی و ارزش شرکت نقش تعدیل‌گر دارد. با توجه به منفی بودن ضریب متغیر تعاملی، می‌توان گفت افزایش اهرم مالی موجب تضعیف اثر مثبت تخفیف مالیاتی بر ارزش شرکت می‌شود؛ به عبارت دیگر، اگرچه تخفیف مالیاتی به‌طور مستقیم موجب افزایش ارزش شرکت می‌شود، افزایش استفاده از بدهی و اهرم مالی می‌تواند از شدت این اثر مثبت بکاهد. بنابراین، فرضیه دوم پژوهش مبنی بر تأثیر معنادار تخفیف مالیاتی بر ارزش شرکت با نقش تعدیل‌گر اهرم مالی تأیید می‌شود. این یافته نشان می‌دهد که سطح اهرم مالی شرکت در تعیین میزان اثرگذاری مزایای مالیاتی بر ارزش شرکت اهمیت دارد.

نتایج متغیرهای کنترلی نشان می‌دهد که اندازه شرکت، رشد فروش و بازده دارایی‌ها همگی تأثیر مثبت و معناداری بر ارزش شرکت دارند. به بیان دیگر، شرکت‌های بزرگ‌تر، شرکت‌هایی با رشد فروش بیشتر و شرکت‌هایی که از عملکرد و بازده دارایی بالاتری برخوردارند، ارزش شرکت بالاتری دارند. بنابراین، هر سه متغیر کنترلی واردشده در مدل، نقش معناداری در تبیین تغییرات ارزش شرکت ایفا می‌کنند.

www.jamv.ir
ISSN: 2645-4572

نتیجه گیری

پژوهش حاضر به بررسی یکی از تقاطع‌های کلیدی مدیریت مالیه شرکتی، یعنی تأثیر متقابل سیاست‌های مالیاتی و تصمیمات ساختار سرمایه بر ارزیابی بازار سرمایه پرداخت. شواهد تجربی این تحقیق به وضوح نشان داد که مشوق‌ها و تخفیف‌های مالیاتی مندرج در قوانین مالیاتی کشور به عنوان ابزاری کارآمد جهت تقویت نقدینگی، سودآوری و ارزش شرکت عمل می‌کنند. با این حال، نتیجه راهبردی پژوهش آن است که بهره‌مندی از این مزیت مالیاتی زمانی به بالاترین بازدهی برای سهامداران منجر می‌شود که اهرم مالی در دامنه‌ای بهینه و مهارشده حفظ شود. در شرکت‌هایی که متکی بر استقراض مفرط هستند، سایه ریسک ورشکستگی و هزینه‌های نمایندگی بدهی موجب خنثی‌سازی منافع تخفیف‌های مالیاتی می‌گردد.

فرضیه اول: تخفیف مالیاتی بر ارزش شرکت تأثیر دارد.

نتایج آزمون فرضیه اول پژوهش نشان داد که فرضیه مذکور رد نمی‌شود و تخفیف مالیاتی تأثیر مثبت و معناداری بر ارزش شرکت دارد. این یافته بیانگر آن است که افزایش برخورداری شرکت از تخفیف‌ها و مزایای مالیاتی می‌تواند با کاهش بار مالیاتی، افزایش جریان‌های نقدی قابل دسترس و بهبود ظرفیت مالی شرکت همراه شود و در نهایت، زمینه افزایش ارزش بازار شرکت را فراهم کند. از منظر اقتصادی، تخفیف مالیاتی موجب می‌شود بخشی از منابعی که در حالت عادی به عنوان مالیات از شرکت خارج می‌شود، در اختیار شرکت باقی بماند. این منابع می‌توانند برای سرمایه‌گذاری، توسعه فعالیت‌های عملیاتی، کاهش تعهدات مالی و تقویت توان نقدینگی مورد استفاده قرار گیرند. در نتیجه، بازار سرمایه ممکن است برخورداری شرکت از مزایای مالیاتی را به عنوان عاملی مثبت در ارزیابی وضعیت آتی شرکت تلقی کند.

یافته حاصل از پژوهش حاضر با نتایج یانگ و لی (۲۰۲۵)، همسو است. آنان در بررسی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار شانگهای و شنژن طی سال‌های ۲۰۱۲ تا ۲۰۲۳ دریافتند که کسورات مالیاتی رابطه‌ای مثبت و مستقیم با ارزش شرکت دارد. این نتیجه نشان می‌دهد که کاهش تعهدات مالیاتی می‌تواند از طریق بهبود وضعیت مالی و افزایش منابع در دسترس شرکت، ارزش آن را تحت تأثیر قرار دهد. بنابراین، نتیجه پژوهش حاضر از این دیدگاه حمایت می‌کند که سیاست‌های مالیاتی و میزان بهره‌مندی شرکت از تخفیف‌ها و کسورات مالیاتی می‌تواند یکی از عوامل مؤثر بر ارزیابی سرمایه‌گذاران از ارزش شرکت باشد.

از سوی دیگر، یافته حاضر با نتایج کاسیبی و همکاران (۲۰۲۳)، تفاوت دارد. آنان در مطالعه شرکت‌های تولیدی پذیرفته‌شده در بورس اندونزی، به این نتیجه رسیدند که اجتناب مالیاتی تأثیر معناداری بر ارزش شرکت ندارد. تفاوت میان دو یافته را می‌توان ناشی از تفاوت مفهومی میان «تخفیف مالیاتی» و «اجتناب مالیاتی»، تفاوت محیط نهادی و نظام مالیاتی کشورها، ویژگی‌های شرکت‌های مورد بررسی و همچنین دوره زمانی پژوهش‌ها دانست. تخفیف مالیاتی در پژوهش حاضر می‌تواند در قالب یک مزیت قانونی و رسمی مالیاتی در نظر گرفته شود، در حالی که اجتناب مالیاتی الزاماً به معنای برخورداری از تخفیف‌های قانونی نیست و ممکن است از سوی سرمایه‌گذاران با ملاحظات و ریسک‌های متفاوتی ارزیابی شود.

همچنین، نتایج پژوهش حاضر را می‌توان در چارچوب دیدگاه‌های مرتبط با تصمیمات مالی و ارزش‌گذاری شرکت تبیین کرد. هنگامی که تخفیف مالیاتی موجب کاهش هزینه‌های مالیاتی شرکت می‌شود، سود و جریان نقدی پس از مالیات افزایش می‌یابد. چنانچه بازار این افزایش منابع را پایدار و قابل اتکا ارزیابی کند، ارزش فعلی جریان‌های نقدی مورد انتظار شرکت نیز افزایش خواهد یافت. از این رو، عدم رد فرضیه اول و مثبت بودن ضریب تخفیف مالیاتی نشان می‌دهد که در شرکت‌های مورد بررسی، منافع ناشی از کاهش بار مالیاتی بر ملاحظات منفی احتمالی ناشی از سیاست‌های مالیاتی غلبه

www.jamv.ir
ISSN: 2645-4572

داشته است. بنابراین، می‌توان نتیجه گرفت که تخفیف مالیاتی در شرایط مورد مطالعه، عاملی در جهت افزایش ارزش شرکت محسوب می‌شود.

نتیجه به‌دست‌آمده با یافته‌های یانگ و لی (۲۰۲۵)، همسو است؛ آنان نیز رابطه مثبت و مستقیم کسورات مالیاتی با ارزش شرکت را گزارش کردند. همچنین، یافته پژوهش حاضر از نظر جهت کلی اثر عوامل مالیاتی بر ارزش شرکت با رجبی و همکاران (۱۴۰۳)، قابل مقایسه است، هرچند متغیر مالیاتی مورد بررسی آنان اجتناب مالیاتی بوده است. در مقابل، نتیجه حاضر با یافته کاسیبی و همکاران (۲۰۲۳)، غیرهمسو است؛ زیرا آنان نشان دادند که اجتناب مالیاتی تأثیر معناداری بر ارزش شرکت ندارد. این تفاوت می‌تواند ناشی از تفاوت میان تخفیف مالیاتی و اجتناب مالیاتی، شرایط نهادی و مالیاتی کشورها، ویژگی‌های شرکت‌های نمونه و دوره زمانی مورد بررسی باشد. بنابراین، یافته پژوهش حاضر نشان می‌دهد که تخفیف مالیاتی، به عنوان یک مزیت مالیاتی، در شرکت‌های مورد بررسی نقش مثبتی در افزایش ارزش شرکت دارد.

این نتایج با نتایج یانگ و لی (۲۰۲۵)؛ رجبی و همکاران (۱۴۰۳)، و با نتایج کاسیبی و همکاران (۲۰۲۳)، غیرهمسو می‌باشد.

فرضیه دوم: تخفیف مالیاتی بر ارزش شرکت با نقش تعدیلگر اهرم مالی تأثیر معناداری دارد.

نتایج آزمون فرضیه دوم نشان داد که فرضیه مذکور رد نمی‌شود و اثر تعدیلی اهرم مالی بر رابطه بین تخفیف مالیاتی و ارزش شرکت منفی و معنادار است. به بیان دیگر، اهرم مالی شدت و جهت رابطه میان تخفیف مالیاتی و ارزش شرکت را تحت تأثیر قرار می‌دهد، به گونه‌ای که افزایش اهرم مالی، اثر مثبت تخفیف مالیاتی بر ارزش شرکت را تضعیف می‌کند. بنابراین، اگرچه برخورداری از تخفیف مالیاتی به طور مستقیم می‌تواند ارزش شرکت را افزایش دهد، این اثر در شرکت‌هایی که از سطح بالاتری از اهرم مالی برخوردارند، ضعیف‌تر خواهد بود.

این یافته را می‌توان بر اساس پیامدهای افزایش بدهی برای ریسک مالی شرکت تبیین کرد. استفاده از بدهی می‌تواند در شرایط خاص مزایایی مانند صرفه‌جویی مالیاتی ناشی از هزینه بهره ایجاد کند؛ با این حال، افزایش بیش از حد بدهی موجب افزایش تعهدات ثابت مالی، هزینه‌های بهره، ریسک درماندگی مالی و احتمال بروز مشکلات نمایندگی می‌شود. در چنین شرایطی، بخشی از منافع اقتصادی حاصل از تخفیف مالیاتی ممکن است تحت تأثیر هزینه‌ها و ریسک‌های ناشی از اهرم مالی بالا قرار گیرد. در نتیجه، سرمایه‌گذاران ممکن است نسبت به افزایش ارزش شرکت در اثر تخفیف مالیاتی در شرکت‌های دارای اهرم بالا واکنش محتاطانه‌تری نشان دهند.

نتیجه پژوهش حاضر از یک سو با یافته‌های اویانتی و همکاران (۲۰۲۴)، قابل مقایسه است. آنان نشان دادند که رابطه میان اهرم مالی و ارزش شرکت غیرخطی است؛ به گونه‌ای که سطوح متوسط اهرم می‌تواند از طریق کاهش هزینه سرمایه موجب افزایش ارزش شرکت شود، اما افزایش بیش از حد اهرم به دلیل افزایش ریسک درماندگی مالی، ارزش شرکت را کاهش می‌دهد. این یافته با نتیجه حاضر سازگار است؛ زیرا نشان می‌دهد اثرات اهرم مالی بر ارزش شرکت به سطح بدهی و پیامدهای ناشی از آن وابسته است. در پژوهش حاضر نیز اثر تعاملی منفی نشان می‌دهد که در سطوح بالاتر اهرم مالی، منافع ناشی از تخفیف مالیاتی کمتر می‌تواند به افزایش ارزش شرکت منجر شود.

از سوی دیگر، نتیجه حاضر با یافته ابراهیم و اسحاقا (۲۰۲۰)، که تأثیر منفی و معنادار اهرم مالی بر ارزش شرکت را گزارش کردند، همخوانی دارد. آنان با بررسی شرکت‌های منتخب پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار نیجریه نشان دادند که افزایش اهرم مالی می‌تواند ارزش شرکت را کاهش دهد. این موضوع مؤید آن است که افزایش اتکای شرکت به منابع بدهی، در صورت عبور از سطح مطلوب، می‌تواند از طریق افزایش ریسک مالی و هزینه‌های مرتبط با بدهی، پیامد منفی برای ارزش شرکت داشته باشد.

www.jamv.ir
ISSN: 2645-4572

همچنین، یافته حاضر با نتایج لطیفی و علیخانی (۱۳۹۸) از منظر نقش تعدیلگر اهرم مالی قابل مقایسه است. آنان در بررسی رابطه عدم تقارن اطلاعاتی و ارزش شرکت، به این نتیجه رسیدند که اهرم مالی نقش تعدیل‌کننده معناداری در این رابطه ندارد. تفاوت میان نتیجه آنان و پژوهش حاضر می‌تواند ناشی از تفاوت متغیر مستقل، ماهیت رابطه مورد بررسی و شرایط نمونه باشد. در پژوهش حاضر، متغیر مستقل تخفیف مالیاتی است که مستقیماً با جریان‌های نقدی و هزینه مالیاتی شرکت ارتباط دارد؛ بنابراین، اهرم مالی می‌تواند به صورت مستقیم‌تری بر میزان بهره‌مندی شرکت از پیامدهای اقتصادی تخفیف مالیاتی اثرگذار باشد.

در مقابل، یانگ و لی (۲۰۲۵)، گزارش کردند که رابطه مثبت میان کسورات مالیاتی و ارزش شرکت در شرکت‌های دارای اهرم مالی بالاتر، با وضوح بیشتری مشاهده می‌شود. این یافته با اثر تعدیلی منفی به‌دست‌آمده در پژوهش حاضر متفاوت است. این تفاوت می‌تواند ناشی از تفاوت در ساختار نظام مالیاتی، شرایط بازار سرمایه، نوع اندازه‌گیری تخفیف یا کسورات مالیاتی، سطح بهینه بدهی و ویژگی‌های شرکت‌های مورد بررسی باشد. به عبارت دیگر، اهرم مالی لزوماً در همه محیط‌های اقتصادی اثر یکسانی بر منافع مالیاتی ندارد و ممکن است بسته به سطح بدهی و شرایط نهادی، نقش تقویت‌کننده یا تضعیف‌کننده داشته باشد.

در مجموع، عدم رد فرضیه دوم و منفی بودن اثر تعدیلی اهرم مالی نشان می‌دهد که در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، افزایش اهرم مالی موجب کاهش شدت اثر مثبت تخفیف مالیاتی بر ارزش شرکت می‌شود. این نتیجه بیانگر آن است که صرف برخورداری از مزایای مالیاتی برای افزایش ارزش شرکت کافی نیست و ساختار تأمین مالی شرکت نیز در تبدیل این مزایا به ارزش اقتصادی نقش مهمی دارد. بنابراین، مدیران شرکت‌ها باید در کنار استفاده از ظرفیت‌های قانونی تخفیف مالیاتی، سطح بدهی و اهرم مالی را نیز در محدوده‌ای مدیریت کنند که هزینه‌ها و ریسک‌های ناشی از بدهی، منافع حاصل از صرفه‌جویی مالیاتی را خنثی نکند.

نتیجه پژوهش حاضر با یافته اویانتی و همکاران (۲۰۲۴)، همسو است؛ آنان نشان دادند که افزایش بیش از حد اهرم مالی به دلیل افزایش ریسک درماندگی مالی می‌تواند ارزش شرکت را کاهش دهد. همچنین، یافته حاضر با نتایج ابراهیم و اسحاقا (۲۰۲۰)، همسو است که تأثیر منفی اهرم مالی بر ارزش شرکت را گزارش کردند. از سوی دیگر، نتیجه پژوهش حاضر با یافته یانگ و لی (۲۰۲۵)، غیرهمسو است؛ زیرا آنان دریافتند که رابطه مثبت میان کسورات مالیاتی و ارزش شرکت در شرکت‌های دارای اهرم مالی بالاتر، قوی‌تر مشاهده می‌شود. همچنین، نتیجه حاضر با یافته لطیفی و علیخانی (۱۳۹۸)، غیرهمسو است؛ زیرا آنان نقش تعدیل‌کنندگی معناداری برای اهرم مالی در رابطه مورد بررسی خود مشاهده نکردند. تفاوت نتایج می‌تواند ناشی از تفاوت متغیرهای مورد بررسی، نحوه اندازه‌گیری متغیرها، ساختار سرمایه شرکت‌ها، شرایط اقتصادی و نهادی و تفاوت بازارهای سرمایه باشد. بنابراین، یافته پژوهش حاضر نشان می‌دهد که اهرم مالی در شرکت‌های مورد بررسی نقش تضعیف‌کننده در رابطه مثبت میان تخفیف مالیاتی و ارزش شرکت دارد.

این نتایج با نتایج اویانتی و همکاران (۲۰۲۴)؛ ابراهیم و اسحاقا (۲۰۲۰)، همسو و با نتایج یانگ و لی (۲۰۲۵)؛ لطیفی و علیخانی (۱۳۹۸)، غیر همسو می‌باشد.

پیشنهادهای کاربردی

۱. مدیران شرکت‌ها پیشنهاد می‌شود از ظرفیت تخفیف‌ها، معافیت‌ها و مشوق‌های مالیاتی قانونی به‌صورت هدفمند استفاده کنند تا با کاهش هزینه‌های مالیاتی، منابع بیشتری برای فعالیت‌های شرکت باقی بماند.

www.jamv.ir
ISSN: 2645-4572

۲. پیشنهاد می‌شود منابع حاصل از صرفه‌جویی مالیاتی در سرمایه‌گذاری‌های مولد، توسعه فعالیت‌های عملیاتی و طرح‌های دارای بازده مناسب به کار گرفته شود تا اثر مثبت تخفیف مالیاتی بر ارزش شرکت تقویت شود.
۳. مدیران مالی شرکت‌ها پیشنهاد می‌شود با استفاده از برنامه‌ریزی مالیاتی منسجم و قانونی، فرصت‌های کاهش هزینه مالیاتی را شناسایی کرده و از تحمیل هزینه‌های مالیاتی غیرضروری به شرکت جلوگیری کنند.
۴. پیشنهاد می‌شود شرکت‌ها در تصمیمات مربوط به تأمین مالی، سطح اهرم مالی را در محدوده بهینه حفظ کنند؛ زیرا افزایش بیش از حد بدهی می‌تواند آثار مثبت تخفیف مالیاتی بر ارزش شرکت را تضعیف کند.
۵. پیشنهاد می‌شود مدیران پیش از افزایش بدهی، هزینه‌های تأمین مالی، توان بازپرداخت تعهدات و ریسک درماندگی مالی را ارزیابی کرده و صرفاً به دلیل برخورداری از مزایای مالیاتی اقدام به افزایش بدهی نکنند.
۶. پیشنهاد می‌شود سرمایه‌گذاران و تحلیلگران بازار سرمایه در ارزیابی شرکت‌ها، علاوه بر سودآوری و عملکرد مالی، میزان برخورداری از مزایای مالیاتی و سطح اهرم مالی را نیز در تحلیل ارزش شرکت مورد توجه قرار دهند.
۷. پیشنهاد می‌شود نهادهای سیاست‌گذار و مسئولان بازار سرمایه و نظام مالیاتی، با شفاف‌سازی مقررات مربوط به مشوق‌ها و تخفیف‌های مالیاتی و تقویت افشای اطلاعات مرتبط با آن، زمینه تصمیم‌گیری آگاهانه‌تر مدیران، سرمایه‌گذاران و سایر ذی‌نفعان را فراهم کنند.

محدودیت‌های پژوهش

در فرآیند انجام یک تحقیق علمی، ممکن است مجموعه شرایط و مواردی وجود داشته باشند که خارج از کنترل محقق باشد. تحقیق حاضر نیز از این قاعده مستثنی نبوده است. ازجمله محدودیت این پژوهش نبود یک پایگاه داده منظم و سازمان‌یافته برای دسترسی به اطلاعات شرکت‌ها بود.
این تحقیق در محدوده زمانی سال‌های ۱۳۹۷ الی ۱۴۰۳ انجام‌شده است، بنابراین برای تعمیم به زمان‌های بعد و قبل از زمان تحقیق باید جانب احتیاط رعایت شود و تفاوت‌های زمانی لحاظ شود.
محل انجام تحقیق بورس اوراق بهادار تهران است و نتایج آن را نمی‌توان به شرکت‌های خارج از بورس یا شرکت‌هایی که بعد از تاریخ تحقیق وارد بورس شده‌اند تعمیم داد.
تورم باعث می‌شود تا اطلاعات صورت‌های مالی نتواند وضعیت مالی و نتایج عملکرد شرکت‌ها را به‌درستی نشان دهد، بنابراین با در نظر گرفتن اثر تورم ممکن است نتایج متفاوتی حاصل شود.

منابع

- ✓ انصاری، میلاد و عطائی، محمد، (۱۴۰۴)، بررسی تاثیر پراکندگی پیش بینی سود و خطای پیش بینی سود بر ارزش شرکت با توجه به اهرم مالی و بحران مالی، پانزدهمین کنفرانس بین المللی و ملی مطالعات مدیریت، حسابداری و حقوق، تهران.
- ✓ باقریان، مهدی، (۱۴۰۲)، بررسی رابطه بهره وری، اهرم مالی و نقدینگی بنگاه تجاری بر ارزش شرکت، اولین همایش بین المللی مدیریت، حسابداری و اقتصاد با رویکرد نگاهی به آینده، بوشهر.
- ✓ پوررجبی چهارده، معصومه، (۱۴۰۳)، تاثیر تامین مالی از طریق بدهی و ارزش دفتری سهام از طریق هزینه نمایندگی و تغییرات اهرم مالی بر ارزش شرکت، نشریه علمی رویکردهای پژوهشی نوین مدیریت و حسابداری، دوره ۸، شماره ۳۱، صص ۸۸۱-۸۹۸.

www.jamv.ir
ISSN: 2645-4572

- ✓ رجبی، علی‌اکبر، پناهی، مهدی، کریمیان تازه قشلاق، محسن، (۱۴۰۳)، بررسی تاثیر اجتناب مالیاتی، اهرم مالی و پاداش اجرایی بر ارزش شرکت با نقش تعدیل کننده کیفیت سود، چشم انداز حسابداری و مدیریت، دوره ۷، شماره ۹۶، صص ۲۷۶-۲۹۳.
- ✓ لطیفی، سعید، علیخانی، رضیه، (۱۳۹۸)، تاثیر عدم تقارن اطلاعاتی بر ارزش شرکت با نقش تعدیل گرایانه اهرم مالی، نشریه علمی رویکردهای پژوهشی نوین مدیریت و حسابداری، دوره ۳، شماره ۸، صص ۲۳۱-۲۴۷.
- ✓ نظری، معین، اسماعیل زاده مقری، علی، خسروی پور، نگار، (۱۴۰۴)، بررسی روابط سیاست تقسیم سود، اهرم مالی و سودآوری در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، دانش سرمایه‌گذاری، دوره ۱۴، شماره ۵۴، صص ۴۴۳-۴۶۴.
- ✓ Afnitasari, D. T., & Hardiningsih, P. (2023). Determinant Nilai Perusahaan: Sebuah Literasi pada Jakarta Islamic Index. COSTING: Journal of Economic, Business and Accounting, 7(1). https://doi.org/10.31539/costing.v7i1.6981
- ✓ Andayani, E., & Yanti, H. B. (2021). The effect of tax avoidance, sustainability report, corporate governance on firm value: Leverage as moderating (Empirical Study On Registered Manufacturing Companies On the Indonesia Stock Exchange 2014-2019). Technium Soc. Sci. J., 19, 506.
- ✓ Ayers, B. C., Lefanowicz, C. E., & Robinson, J. R. (2000). The effects of goodwill tax deductions on the market for corporate acquisitions. The Journal of the American Taxation Association, 22(s-1), 34–50. https://doi.org/10.2308/jata.2000.22.s-1.34
- ✓ Bandiyono, A., & Nurseto, I. (2023). Application of Tax Accounting: The role of Earnings Quality moderates Firm Value which is affected by Tax Avoidance, Financial Leverage and Executive Bonus. Atestasi: Jurnal Ilmiah Akuntansi, 6(1), 125-138.
- ✓ Bose, S., Shams, S., Ali, M. J., & Mihret, D. (2022). COVID- 19 impact, sustainability performance and firm value: international evidence. Accounting & Finance, 62(1), 597-643.
- ✓ DeFond, M. L., & Jiambalvo, J. (1994). Debt covenant violation and manipulation of accruals. Journal of Accounting and Economics, 17(1–2), 145–176.
- ✓ Djankov, S., Ganser, T., McLiesh, C., Ramalho, R., & Shleifer, A. (2010). The effect of corporate taxes on investment and entrepreneurship. American Economic Journal: Macroeconomics, 2(3), 31–64. https://doi.org/10.1257/mac.2.3.31
- ✓ Dwenger, N., & Steiner, V. (2014). Financial leverage and corporate taxation: Evidence from German corporate tax return data. International tax and public finance, 21(1), 1-28.
- ✓ Eka, Y. Y., Azazi, A., Syahbandi, Wendy, & Mustika, U. N. (2025). Determinant of Firm Value and the Role of Firm Size as a Moderating Variable: Empirical Evidence from Top 100 Listed Companies in Indonesia. International Journal of Economics, Business Management and Accounting (IJEBMA), 7(2), 165–182. https://doi.org/10.59890/ijebma.v7i2.3091
- ✓ Evianti, D., Pangaribuan, L., Suratminingsih, S., Lisdawati, L., & Yusuf, M. (2024). The Relationship Between Financial Leverage and Firm Value in Emerging Markets. Jurnal Ekonomi Utama, 3(3), 388-395.
- ✓ Fajriyah, I. L., Hayunintyas, D. O. S., & Firmansyah, A. (2024). Navigating uncertainty: The role of tax avoidance and leverage in shaping firm value. Educoretax, 4(12), 1590-1599.
- ✓ Feng, C., Ye, Y., & Bai, C. (2023). Tax enforcement and corporate financial irregularities: Evidence from China. International Review of Financial Analysis, 88, 102697. https://doi.org/10.1016/j.irfa.2023.102697

- ✓ Firmansyah, A., Muhammad, N., & Rusmala, U. G. (2021). Peran penghindaran pajak dalam hubungan karakteristik perusahaan dan nilai perusahaan. Substansi: Sumber Artikel Akuntansi Auditing dan Keuangan Vokasi, 5(2), 28-51.
- ✓ Fitri, N. R. Z., & Lastanti, H. S. (2024). The Role of Corporate Governance in Moderating the Relationship between Tax Risk and Leverage on Firm Value. Eduvest-Journal of Universal Studies, 4(10), 9434-9441.
- ✓ Graham, J. R. (2003). Taxes and corporate finance: A review. The Review of Financial Studies, 16(4), 1075–1129. https://doi.org/10.1093/rfs/hhg033
- ✓ Graham, J. R., & Tucker, A. L. (2006). Tax shelters and corporate debt policy. Journal of Financial Economics, 81(3), 563–594. https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2005.09.002
- ✓ He, L., Jiang, X., & Fang, L. (2023). Tax policy reform and corporate innovation in China. Finance Research Letters, 55(Part A), 103891. https://doi.org/10.1016/j.frl.2023.103891
- ✓ He, L., Jiang, X., & Fang, L. (2023). Tax policy reform and corporate innovation in China. Finance Research Letters, 55(Part A), 103891. https://doi.org/10.1016/j.frl.2023.103891
- ✓ Ibrahim, U. A., & Isiaka, A. (2020). Effect of financial leverage on firm value: Evidence from selected firms quoted on the Nigerian stock exchange. European Journal of Business and Management, 12(3), 124-135.
- ✓ Kasibi, G. L., Fauzan, M. F., Ibrahim, F. R., & Tarmidi, D. (2023). Firm value: impact financial performance, leverage, firm size, and tax avoidance. International Journal of Management Studies and Social Science Research, 5(04), 451-458.
- ✓ Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. The American Economic Review, 48(3), 261–297.
- ✓ Putri, A. P., Ratnawati, T., & Brahmayanti, I. A. S. (2025). The Effect of Green Building, Ownership, Size, and Leverage on Firm Value Through Profitability and Incentive Tax Policy as Moderation in Property Sector Companies Listed on the Indonesia Stock Exchange. Journal of Economics, Management, and Accounting, 1(2), 248-262.
- ✓ Shen, Z., Zhang, R., & Li, P. (2024). Local government debt and corporate tax avoidance: Evidence from China. International Review of Economics & Finance, 93(Part A), 985–1000. https://doi.org/10.1016/j.iref.2024.03.069
- ✓ Tang, M., & Wang, Y. (2022). Tax incentives and corporate social responsibility: The role of cash savings from accelerated depreciation policy. Economic Modelling, 116, 106040. https://doi.org/10.1016/j.econmod.2022.106040
- ✓ Tayachi, T., Hunjra, A. I., Jones, K., Mehmood, R., & Al-Faryan, M. A. S. (2021). How does ownership structure affect the financing and dividend decisions of firm?. Journal of Financial Reporting and Accounting, 21(3), 729-746.
- ✓ Tian, B., Yu, B., Chen, S., & Ye, J. (2020). Tax incentive, R&D investment and firm innovation: Evidence from China. Journal of Asian Economics, 71, 101245. https://doi.org/10.1016/j.asieco.2020.101245
- ✓ Tian, B., Yu, B., Chen, S., & Ye, J. (2020). Tax incentive, R&D investment and firm innovation: Evidence from China. Journal of Asian Economics, 71, 101245. https://doi.org/10.1016/j.asieco.2020.101245
- ✓ Tu, Y., & Liu, T. (2022). Tax cuts and firms' R&D capital efficiency. Finance Research Letters, 49, 103029. https://doi.org/10.1016/j.frl.2022.103029
- ✓ Wardana, M. F. K. ., Permadana, I. ., & Firmansyah, A. (2024). Intellectual Capital And Firm Value: Moderating Roles Of Tax Incentives In R&D. Educoretax, 4(2), 230–248. https://doi.org/10.54957/educoretax.v4i2.721
- ✓ Yang, R., & Li, X. (2025). Tax deductions, financial leverage, and firm value. Finance Research Letters, 108380.

✓ Zhao, H., Shen, H., Wang, H., & Zhu, Y. (2024). State corporate tax changes and bond pricing: U.S. evidence. International Review of Financial Analysis, 92, 103057. https://doi.org/10.1016/j.irfa.2023.103057