

## بررسی تأثیر حسابداری سرمایه‌گذاران بر سررسید بدهی و فرصت‌های رشد دارایی‌های شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

ناصر یزدانی فر

گروه حسابداری، واحد زاهدان، دانشگاه آزاد اسلامی، زاهدان، ایران  
yazdanifarnaser@yahoo.com

محمدعلی مرادی

استادیار حسابداری، دانشکده مدیریت و اقتصاد، دانشگاه سیستان و بلوچستان، زاهدان، ایران. (نویسنده مسئول)  
Mohamad.ali.moradi1393@gmail.com

مهدی فغانی

استادیار حسابداری، دانشکده مدیریت و اقتصاد، دانشگاه سیستان و بلوچستان، زاهدان، ایران  
faghani@acc.usb.ac.ir

تاریخ دریافت: ۱۴۰۰/۱۲/۰۳ تاریخ پذیرش: ۱۴۰۰/۱۲/۲۲

### چکیده

هدف از این مطالعه بررسی تأثیر حسابداری سرمایه‌گذاران بر سررسید بدهی و فرصت‌های رشد دارایی‌های شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار می‌باشد. جامعه آماری مورد مطالعه حاضر شامل ۱۰۹ شرکت برتر سرمایه‌گذاری که در مجموع بیش از ۵۰ درصد ارزش خرید و فروش سهام را به خود اختصاص داده‌اند (به استناد اداره آمار و اطلاعات بورس اوراق بهادار تهران) و شرکت‌های سرمایه‌پذیر آن‌ها می‌باشد که در پرتفوی بورسی شرکت‌های سرمایه‌گذاری بوده و نام آن‌ها در دوره ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۶ درج شده‌اند. در این مطالعه جهت آزمون فرضیه‌های تحقیق از نرم‌افزار Stata استفاده می‌شود. نتایج نشان داد که حسابداری سرمایه‌گذاران تأثیر معناداری بر سررسید بدهی، نسبت بدهی‌های بلندمدت به حقوق صاحبان سهام دارد. همچنین، حسابداری سرمایه‌گذاران رابطه بین فرصت‌های رشد و رشد دارایی‌های ثابت مشهود، رابطه بین فرصت‌های رشد و رشد دارایی‌های غیرجاری، رابطه بین فرصت‌های رشد و رشد سرمایه‌گذاری‌های بلندمدت و رابطه بین فرصت‌های رشد و رشد مجموع دارایی‌های ثابت و سرمایه‌گذاری‌های را به صورت معناداری تعدیل می‌کند.

**واژه‌های کلیدی:** حسابداری، فرصت‌های رشد، سرمایه‌گذاری بلندمدت، سررسید بدهی.

## ۱- مقدمه

توجه به این موضوع ضروری است که بخش عمده‌ای از تئوری‌های مالی و اقتصادی بر این مفهوم استوار است که افراد عقلایی رفتار می‌کنند و در فرآیند تصمیم‌گیری، همه اطلاعات را در نظر می‌گیرند. از سوی دیگر محققین به شواهد فراوانی دست یافته‌اند که نشان دهنده رفتار غیرعقلایی و تکرار خطا در ارزیابی و قضاوت انسان است. عوامل رفتاری و ویژگی‌های روانی از جمله حساب‌انگاری، به میزان زیادی بر تصمیم‌گیری افراد اثر می‌گذارد و این عوامل باید به عنوان عوامل ریسکی در زمان تصمیم‌گیری افراد در نظر گرفته شود (چاندر<sup>۱</sup>، ۲۰۰۸). برای اهداف تصمیم‌گیری، برنده شدن ۱۰۰۰ دلار در قرعه کشی، دریافت ۱۰۰۰ دلار وجه نقد، یا افزایش در ارزش پورتفو به میزان ۱۰۰۰ دلار همه یکسان‌اند و انتظار می‌رود سرمایه‌گذاران یکسان با هر یک برخورد کنند. اما تالر (۱۹۸۵) مشاهده کرد که افراد با پول به طور منطقی برخورد نمی‌کنند؛ برخلاف مبنای اصلی فرضیه بازار کارا، که تصمیم‌گیری منطقی در فرایندهای مالی و اقتصادی است. بر خلاف اصل این، تصمیمات افراد همواره توسط استدلال پیامدگرا یا ارزیابی پیامدهای بالقوه و احتمال بروز آن‌ها تعیین نمی‌شود. به عبارت دیگر، یافته‌های مذکور نشانگر آن است که افراد همیشه رفتار منطقی ندارند و تحت شرایط معین غیر منطقی عمل می‌کنند (هانل<sup>۲</sup> و همکاران، ۲۰۲۰).

موضوع مالی رفتاری در دو دهه اخیر به عنوان مهم‌ترین بحث مالی بوده است و توجه محققان مالی و اقتصادی به این زمینه در حال افزایش است. در این حوزه، مفاهیم اقتصاد مالی و روانشناسی در جهت ایجاد مدل‌های دقیق‌تری از رفتار انسان در بازارهای مالی ادغام می‌شوند. همچنین، مدیریت مالی رفتاری به بررسی این موضوع می‌پردازد که چگونه مدیران اطلاعات را گردآوری، تعبیر و مورد پردازش قرار می‌دهند. به ویژه این حوزه از دانش بر روی پیش‌داوری‌های شناختی و ادراکی تمرکز دارد. در این علم تصور می‌شود که مدل‌ها می‌توانند بر روی رفتار تأثیر گذاشته و به تصمیمات شکل دهند (تانگ و باکر<sup>۳</sup>، ۲۰۱۶). این پیش‌داوری‌ها می‌توانند در فرایند تصمیم‌گیری اختلال ایجاد کرده و به نتایجی پایین‌تر از سطح بهینه منجر شوند؛ زیرا عواطف بر کنترل شخصی فائق می‌آیند و به رفتار آدمی شکل می‌دهند (آکتاس<sup>۴</sup> و همکاران، ۲۰۱۷). لذا خطاها و سوگیری‌ها در تصمیم‌گیری‌ها رخ می‌دهد که آگاهی از آن‌ها برای سرمایه‌گذاران اثربخش است. این سوگیری‌ها به دلیل تمایل به راه‌های میان‌بر و

تأکید بیش از اندازه بر تجربه، احساسات بی‌اساس، توهم و محاسبات سرانگشتی و بطور کلی فاصله با واقعیت رخ می‌دهد (هسو<sup>۵</sup> و همکاران، ۲۰۲۱). هر چند در بعضی از مواقع این سوگیری‌ها ممکن است نتایج مثبت داشته باشند ولی احتمال بروز نتایج منفی زیاد است (استرومیباک<sup>۶</sup> و همکاران، ۲۰۱۷).

در میان انواع سوگیری‌های رفتاری، حساب‌انگاری یک مفهوم اقتصادی است که اولین بار در سال ۱۹۸۵ توسط ریچارد تیلور ارائه گردید (نوویانگی و آساندیمیتر<sup>۷</sup>، ۲۰۱۹). از مهم‌ترین تبعات این سازوکار ذهنی، این است که افراد ارزش‌های متفاوتی برای یک واحد پولی یکسان قائل هستند. حساب‌انگاری، مطالعه موضوع چگونگی تفسیر افراد از اطلاعات برای اتخاذ تصمیم بر اساس تجزیه و تحلیل آن‌ها از تاثیر حوادث رخ داده در ذهنشان می‌باشد که ممکن است از اصل عمومی منطقی بودن تخطی شود. حساب‌انگاری دلالت بر این دارد که افراد تمایل دارند تصمیم‌گیری درباره مسایل مختلف مالی را در حساب‌های ذهنی جدا انجام دهند (بیکر<sup>۸</sup> و همکاران، ۲۰۲۰). بدون در نظر گرفتن این فرض منطقی که بهتر است تمامی این تصمیم‌گیری‌ها را در یک پرتفوی اتخاذ کنند، حساب‌انگاری عملاً تعامل بین تصمیم‌گیری‌های مختلف را نادیده می‌گیرد. همچنین، حساب‌انگاری منجر به بروز پدیده اثر تمایلی می‌شود (ژانگ و سوسمن<sup>۹</sup>، ۲۰۱۸). یافته‌های نظری و تجربی پژوهشگران و تحلیلگران بازار سرمایه، بیان می‌کند که در بازارهای مالی، یک پدیده منحصربفرد و معماگونه وجود دارد. بدین صورت که به نظر می‌رسد سرمایه‌گذاران (اعم از فردی و نهادی) تمایلی به شناسایی زیان‌هایشان نداشته و به شناسایی سودشان علاقمند هستند. به عبارت دیگر، می‌توان بیان کرد که سرمایه‌گذاران علاقه بیشتری به فروش سریع سهام برنده (سودده) و نگهداری سهام بازنده (زیان‌ده) خود دارند (بونر<sup>۱۰</sup> و همکاران، ۲۰۱۳). از طرف دیگر، شناخت نحوه تصمیم‌گیری مدیران شرکت‌ها در خصوص اتخاذ سیاست‌های مالی مناسب جهت رفع نیازهای مالی شرکت، از مهم‌ترین موضوعات علمی و دانشگاهی رشته حسابداری می‌باشد. توانایی شرکت‌ها در تعیین سیاست‌های مالی مناسب برای ایجاد فرصت‌های سرمایه‌گذاری از عوامل اصلی رشد و پیشرفت شرکت‌ها به شمار می‌آید. لذا به طور کلی بکارگیری سیاست‌های مالی برای سرمایه‌گذاری‌های سودآور و تأمین مالی مناسب، در رشد شرکت‌ها نقش بسیار مهمی را ایفا

<sup>6</sup> Strömbäck

<sup>7</sup> Novianggie & Asandimitra

<sup>8</sup> Bicker

<sup>9</sup> Zhang & Sussman

<sup>10</sup> Bonner

<sup>1</sup> Chandra

<sup>2</sup> Hahnel

<sup>3</sup> Tang & Baker

<sup>4</sup> Aktas

<sup>5</sup> Hsu

شرکت‌ها، برخی از سوگیری‌های رفتاری سرمایه‌گذاران از جمله حساب‌انگاری نیز جز عوامل مهم در تصمیم‌گیری‌های مربوط سیاست تأمین مالی شرکت‌ها به حساب می‌آید (فنما و کونس،<sup>۶</sup> ۲۰۱۰).

از طرف دیگر، مسأله سرمایه‌گذاری یکی از مهم‌ترین وظایف مدیران شرکت‌ها می‌باشد. در صورتی که مدیران بتوانند به درستی فرصت‌های سرمایه‌گذاری با ارزش در بازار را تشخیص دهند و به میزان مناسب در هر یک از آن‌ها سرمایه‌گذاری نمایند، باعث رشد شرکت شده و ثروت سهامداران افزایش خواهد یافت. همچنین، شناخت عوامل مؤثر بر سیاست‌های سرمایه‌گذاری و بکارگیری آن‌ها می‌تواند مدیران شرکت‌ها را در رسیدن به سطح (اندرسون<sup>۷</sup> و همکاران، ۲۰۱۲). از طرف دیگر، فرضیه بیش و کم سرمایه‌گذاری بیان می‌کند که سیاست سرمایه‌گذاری مدیران شامل یکی از موارد بیش سرمایه‌گذاری و یا کم سرمایه‌گذاری بوده و شرکت‌هایی که کمتر از سطح بهینه سرمایه‌گذاری کنند، از مشکل کم سرمایه‌گذاری و شرکت‌هایی که بیشتر از سطح بهینه سرمایه‌گذاری کنند، از مشکل بیش سرمایه‌گذاری آسیب می‌بینند (کوون<sup>۸</sup> و همکاران، ۲۰۱۷). بر اساس مدل بیش/کم سرمایه‌گذاری، فرصت‌های رشد شرکت باید سیاست‌های سرمایه‌گذاری شرکت را توجیه کند (ژو و ژائو<sup>۹</sup>، ۲۰۲۲). به عبارت دیگر سیاست سرمایه‌گذاری مناسب مترادف با ارتباط مثبت میان فرصت‌های رشد و سرمایه‌گذاری‌های جدید شرکت می‌باشد (کوته<sup>۱۰</sup> و همکاران، ۲۰۲۰). سرمایه‌گذاری‌های جدید شرکت نیز شامل چهار معیار: ۱. رشد دارایی‌های ثابت مشهود، ۲. رشد دارایی‌های غیرجاری، ۳. رشد سرمایه‌گذاری‌های بلندمدت و ۴. رشد مجموع دارایی‌های ثابت و سرمایه‌گذاری‌های بلندمدت می‌باشد (اندرسون و همکاران، ۲۰۱۲). بی‌تردید، همانند سایر سیاست‌های مالی، سوگیری‌های رفتاری سرمایه‌گذاران از جمله حساب‌انگاری می‌تواند رابطه میان فرصت‌های رشد و سرمایه‌گذاری‌های جدید شرکت (سیاست سرمایه‌گذاری مناسب) را تحت تأثیر قرار دهد (بونر و همکاران، ۲۰۱۳).

باتوجه به مطالب فوق می‌توان حساب‌انگاری را تمایل افراد به کدگذاری، طبقه‌بندی و ارزیابی پیامدهای اقتصادی از طریق گروه‌بندی امتیازات آن‌ها در مجموعه‌ای از حساب‌های ذهنی تعریف کرد. این تمایلات و ویژگی‌ها از جانب سرمایه‌گذاران که

می‌کند (ماسکارناس و یان<sup>۱</sup>، ۲۰۱۷). بدون شک سوگیری رفتاری حساب‌انگاری سرمایه‌گذاران می‌تواند بر سیاست‌های مالی شرکت‌ها (از جمله: سیاست تأمین مالی و سیاست سرمایه‌گذاری) اثرگذار باشد.

علاوه بر این، یکی از مهم‌ترین تصمیم‌های پیش روی مدیران واحد تجاری تصمیم‌های مربوط به تأمین مالی است. تأمین مالی یکی از اجزای ضروری عملیات هر واحد تجاری است. بدون دسترسی به منابع تأمین مالی توان رشد واحد تجاری در معرض خطر قرار می‌گیرد. زیرا در زمان حاضر محیطی که شرکت‌ها در آن فعالیت می‌کنند، محیط در حال رشد و رقابتی است و شرکت‌ها نیز جهت پیشرفت و رشد نیاز به توسعه فعالیت‌های خود از طریق سرمایه‌گذاری‌های جدید دارند (کر و ناند<sup>۲</sup>، ۲۰۱۵). انجام پروژه‌های صنعتی نیازمند تهیه منابع مالی و وجه نقد مورد نیاز است و در این راستا شرکت‌ها ناگزیر به استفاده از سازوکارهای تأمین مالی می‌باشند (فاری-منسا<sup>۳</sup> و همکاران، ۲۰۲۱). منابع تأمین مالی واحد تجاری به دو دسته تقسیم می‌شوند (کول<sup>۴</sup> و همکاران، ۲۰۰۶): الف) منابع مالی داخلی؛ مانند سود انباشته و اندوخته‌ها و ب) منابع مالی خارجی؛ مانند انتشار اوراق مشارکت، اوراق بهادار. طبق تئوری سلسله مراتب گزینه‌های تأمین مالی، در مواردی که بین مدیران و سرمایه‌گذاران برون سازمانی، عدم تقارن اطلاعاتی وجود داشته باشد، مدیران تأمین مالی از منابع داخلی شرکت را به منابع خارج از شرکت ترجیح می‌دهند؛ یعنی ابتدا از محل سود انباشته و اندوخته‌ها تأمین مالی می‌کنند، سپس اگر منابع داخلی تکافو نکنند، از منابع خارج شرکت، ابتدا به انتشار کم ریسک‌ترین اوراق بهادار یعنی اوراق قرضه (استقراض) متوسل می‌شوند و در صورتی که استقراض تکافو نکرد و به منابع مالی بیشتری نیاز باشد، در نهایت، به انتشار سهام مبادرت می‌ورزند (زکریا و فالوا<sup>۵</sup>، ۲۰۲۰). مدیران واحد تجاری نسبت به اینکه از کدام یک از روش‌های تأمین مالی استفاده نمایند، تصمیم‌گیری می‌کنند. در این پژوهش سیاست تأمین مالی از طریق سه معیار: ۱. اهرم مالی، ۲. سود سهام نقدی، ۳. نسبت بدهی، ۴. سررسید بدهی و ۵. نسبت بدهی‌های بلندمدت به حقوق صاحبان سهام اندازه‌گیری می‌شود. همچنین، عوامل زیادی همچون مشکلات نمایندگی، عدم تقارن اطلاعاتی، اندازه شرکت، درماندگی مالی و غیره بر تصمیم‌گیری مدیران واحد تجاری مؤثر است. علاوه بر این فاکتورها و عوامل موجود در

<sup>6</sup> Fennema and Koonce

<sup>7</sup> Anderson

<sup>8</sup> Kvon

<sup>9</sup> Zhou & Zhao

<sup>10</sup> Côté

<sup>1</sup> Mascareñas and Yan

<sup>2</sup> Kerr & Nanda

<sup>3</sup> Farre-Mensa

<sup>4</sup> Cull

<sup>5</sup> Zakaria & Salawa

شناسایی سودشان علاقه‌مند هستند. به عبارت دیگر، می‌توان بیان نمود که سرمایه‌گذاران علاقه بیشتری به فروش سریع سهام برنده (سودده) و نگهداری سهام بازنده (زیانده) خود دارند (بونر و همکاران، ۲۰۱۳). حسابداری به تمایل افراد به تصمیم‌گیری و بهبود آن بر اساس طبقه‌بندی‌های ذهنی محض اشاره دارد. در حالی که این مطلب گاهی اوقات می‌تواند منطقی باشد، اغلب این مسئله مورد توجه است که طبقه‌بندی‌های ذهنی که فرد برای خود ایجاد می‌کند، کاملاً اختیاری است و در بعضی موارد نیز اشتباهات خطرناکی مرتکب می‌شود (سیلر<sup>۲</sup> و همکاران، ۲۰۱۲). ژانگ و سوسمان (۲۰۱۸) بیان می‌کنند که حسابداری می‌تواند استراتژی سرمایه‌گذاری و حتی همه عمر مالی ما را به نابودی بکشاند.

چارچوب‌ها و حساب‌های ذهنی قسمتی از تئوری چشم‌انداز است که گرایش افراد به قرار دادن رویدادهای مخصوص، در حساب‌های ذهنی متفاوت بر اساس ویژگی‌های ظاهری را مطرح می‌کند (هاهنل<sup>۳</sup> و همکاران، ۲۰۲۰). ایده اساسی در خصوص حسابداری این است که سرمایه‌گذاران هنگام تصمیم‌گیری تمایل دارند انواع متفاوت ریسک‌هایی که در معرض آن‌ها هستند را در حساب‌های جداگانه در ذهن خود نگه دارند. در واقع حسابداری به توضیح این نکته کمک می‌کند که در یک دنیای بدون هزینه معاملات و مالیات باز، افراد بین سود تقسیمی و سود سرمایه تفاوت قائل می‌شوند (گرینبلات و هان<sup>۴</sup>، ۲۰۰۱).

حساب‌انگاری یک پدیده روانی است که باعث می‌شود به طور ذهنی پول به حساب‌های مختلف از جمله، پول برای صورت حساب‌ها و پول برای تعطیلات تفکیک شود. همه افراد آرامش روانی ناشی از داشتن پول در بانک را دوست دارند، حتی در حالی که با انتقال پول از پس‌انداز برای پرداخت با یک کارت اعتباری، درصدی از درآمد کسر شود (روکنباخ<sup>۵</sup>، ۲۰۰۴). به جای دادن وجه کاملاً نقد به عنوان هدیه، کارت هدیه برای دیگران خریداری می‌شود. این امر مطلوبیت پول را محدود کرده است، اما در حساب ذهنی هدیه مربوط به گیرنده، به حساب گرفته می‌شود و مطلوبیت گیرنده را تأمین می‌کند (هسو و همکاران، ۲۰۲۱). افراد برای اهداف مختلف حساب ذهنی جداگانه ایجاد می‌کنند. حساب‌های پول برای ضروریات، پول برای تفریح و سرگرمی، پول هدیه، دستمزد و ثروت. یکی از ترجیحات سرمایه‌گذاران، حسابداری است. اصطلاحی که معرف گرایش طبیعی افراد به سازماندهی امور اطرافشان در قالب حساب‌های ذهنی جداگانه است. به فرایندی که از طریق آن

در بازار سرمایه فعالیت می‌کنند، می‌تواند تصمیمات مربوط به سرمایه‌گذاری و فعالیت آن‌ها در بازار سرمایه را تحت تأثیر قرار دهد. این رفتارها همانند رفتارهایی هستند که در سوگیری‌های رفتاری از آن‌ها یاد می‌شود. بنابراین، می‌توان حسابداری سرمایه‌گذاران را نیز به عنوان یک تورش (سوگیری رفتاری) از جانب آن‌ها تصور کرد و پیامدهای آن را بررسی کرد. یکی از پیامدهای مهمی که در این پژوهش به عنوان مسئله شناسایی شده است، نقش حسابداری سرمایه‌گذاران بر سررسید بدهی و فرصت‌های رشد دارایی‌ها در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. این موضوع مهم تاکنون در پژوهش‌های قبلی مورد توجه و بررسی تجربی قرار نگرفته است و به همین جهت به‌عنوان یک شکاف پژوهشی همچنان باقیمانده است که پژوهش حاضر به دنبال رفع این شکاف پژوهشی است. بر این اساس در این پژوهش به بررسی تأثیر تورش حسابداری بر سیاست‌های مالی و فرصت‌های رشد دارایی‌های شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار پرداخته می‌شود. اینکه تاکنون پژوهشی به بررسی و تبیین مفهوم حسابداری در محیط بازار سرمایه ایران نپرداخته است و در پژوهش حاضر این مفهوم کارکردی تبیین و توسعه می‌یابد، یکی از نوآوری‌های مهم در پژوهش حاضر است که می‌تواند به توسعه ادبیات رفتار سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه کمک کند. به همین دلیل نیز تاکنون پژوهشی به بررسی تأثیر تورش حسابداری بر سیاست‌های ساختار مالی و فرصت‌های رشد دارایی‌های شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار نپرداخته است و بررسی تجربی این موضوع در پژوهش حاضر دومین نوآوری محسوب می‌شود، زیرا علاوه بر توسعه ادبیات حسابداری و رفتار سرمایه‌گذاران، به توسعه ادبیات تصمیمات بدهی و فرصت‌های رشد دارایی‌های شرکت‌ها نیز کمک می‌کند.

### پیشینه نظری توسعه فرضیه‌ها

#### حساب‌انگاری<sup>۱</sup>

حساب‌انگاری به معنای مجموعه‌ای از عملیات ادراکی برای کدگذاری فعالیت‌های مالی به عنوان سود یا زیان است که این فعالیت‌ها را به حساب‌های ذهنی متفاوت طبقه‌بندی می‌کند و سپس آن‌ها را ارزیابی می‌کند. از مهم‌ترین تبعات این سازوکار ذهنی، این است که افراد ارزش‌های متفاوتی برای یک واحد پولی یکسان قائل هستند. بدین صورت که سرمایه‌گذاران (اعم از فردی و نهادی) تمایلی به شناسایی زیان‌هایشان نداشته و به

<sup>4</sup> Grinblatt & Han

<sup>5</sup> Rockenbach

<sup>1</sup> Mental Accounting

<sup>2</sup> Seiler

<sup>3</sup> Hahnel

تصمیم‌گیرندگان مسائل را برای خودشان فرمول‌بندی می‌کنند، فرایند حساب‌انگاری گفته می‌شود (سیلر و همکاران، ۲۰۱۲). یکی از مفاهیم حساب‌انگاری شکل‌گیری کوتاه‌بینانه است؛ یعنی سرمایه‌گذاران تمایل دارند تا به هر یک از عناصر سید دارایی‌های خودشان، به طور جداگانه بپردازند که می‌تواند منجر به اتخاذ تصمیم ناکارآمد شود. با اندکی توجه می‌توان دریافت که حساب‌انگاری، به معنای داشتن نگرش چندگانه نسبت به ریسک است، همانگونه که تالر<sup>۱</sup> (۱۹۹۹) معتقد است افراد دارایی‌های خود را به دارایی‌هایی با ایمنی بالا و دارایی‌هایی با ایمنی پایین تقسیم می‌کنند. به عنوان نمونه بسیاری از افراد به هزینه‌های آموزشی فرزندان خود راحت‌تر و شاید غیر اقتصادی‌تر بودجه تخصیص می‌دهند، در حالی که همین افراد برای برخی فرصت‌ها حساب جداگانه‌ای دارند و به دنبال کسب بالاترین بازده از آن فرصت‌ها هستند (سیلر و همکاران، ۲۰۱۲).

حساب‌انگاری یک تئوری روان‌شناسی قوی است که توضیح می‌دهد افراد درگیر در گزارشگری مالی و افشای اختیاری چگونه تصمیم‌گیری و ارزیابی می‌کنند. با توجه به نقش مهم گزارشگری مالی و افشای اختیاری در تصمیم‌گیری و تشکیل پرتفوی، درک این موضوع برای سرمایه‌گذاران مهم است. موارد تشابه بین حساب‌انگاری و گزارشگری مالی و افشای اختیاری زیاد است. دلایلی که افراد برای ثبت، خلاصه کردن، تجزیه و تحلیل و گزارش نتایج معاملات و سایر رویدادهای مالی دارند، همان انگیزه‌هایی است که یک سازمان برای استفاده از حساب‌ها دارد. این امر دلایل کنترل هزینه‌ها و پیگیری اینکه پول چگونه خرج شده است، می‌باشد. در واقع سه ویژگی اصلی تئوری حساب‌انگاری (کد گذاری، طبقه‌بندی و ارزیابی)، مطابق با ویژگی‌های اصلی گزارشگری مالی و افشای اختیاری می‌باشد (فنما و کانسی، ۲۰۱۰). برای استفاده کنندگان گزارش‌های مالی، اصول حساب‌انگاری برای ارزیابی گزارش‌ها توسط آن‌ها نقش دارد؛ به این شکل که حساب‌انگاری بیان می‌کند چگونه ارائه اطلاعات مالی بر ارزیابی افراد اثر می‌گذارد (فنما و کانسی، ۲۰۱۰ و اوزکان و اوزکان<sup>۲</sup>، ۲۰۲۰).

### سررسید بدهی

بدهی عبارت است از تعهد انتقال منافع اقتصادی توسط واحد تجاری ناشی از معاملات یا سایر رویدادهای گذشته است (گادفری<sup>۳</sup> و همکاران، ۲۰۱۰). یک بدهی زمانی باید به عنوان

بدهی جاری طبقه‌بندی شود که انتظار می‌رود طی چرخه عملیاتی معمول واحد تجاری یا ظرف یکسال از تاریخ ترازنامه، هر کدام طولانی‌تر است، تسویه شود. سایر بدهی‌ها باید به عنوان بدهی‌های غیرجاری (بلندمدت) طبقه‌بندی شوند (گادفری و همکاران، ۲۰۱۰). اهرم مالی و به‌ویژه بدهی کوتاه‌مدت می‌تواند وجوه اختیاری مدیران را کاهش دهد و آنان را مجبور به بررسی دقیق بازار مالی نماید و به صورتی اثربخش، از رفتار خودخواهانه مدیران جلوگیری نماید (هوانگ و شانگ<sup>۴</sup>، ۲۰۱۹). اما به هر حال گزینش ساختار سررسید بدهی در اختیار مدیریت است و انتظار نمی‌رود که مدیران با گزینش سطح بدهی مطلوب سهامداران، به صورت داوطلبانه خود را محدود نمایند. علاوه بر مسائل نفع شخصی، مدیران، بدهی کمتر یا بدهی با سررسید طولانی‌تر را ترجیح می‌دهند (پان<sup>۵</sup> و همکاران، ۲۰۱۹). این موضوع که در ساختار بدهی‌ها به چه میزان از بدهی‌های کوتاه‌مدت و یا بلندمدت استفاده می‌شود، در مبانی نظری به عنوان ساختار سررسید بدهی منظور شده است. براساس سررسید، بدهی‌ها در ساختار مالی شرکت به دو گروه بدهی‌های کوتاه‌مدت با سررسید کمتر از یک سال و بدهی‌های بلندمدت با سررسید بیش از یک سال تقسیم می‌گردند. میزانی از این دو گروه که شرکت در ساختار مالی خود می‌گنجانند، ساختار سررسید بدهی نامیده می‌شود (دانگل و زچنر<sup>۶</sup>، ۲۰۲۱).

ساختار زمانی بدهی‌های شرکت توجه متخصصان مالی و اقتصاددان‌ها را جلب کرده است. عوامل تعیین‌کننده ساختار تامین مالی (از جمله بدهی‌ها) هر شرکت، ترکیبی از عوامل مرتبط با ویژگی‌های خاص شرکت و همچنین عوامل مرتبط با محیط نهادی آن است (چوی<sup>۷</sup> و همکاران، ۲۰۱۸). ممکن است مدیران برای به حداکثر رساندن ارزش شرکت، علاوه بر اهرم، ساختار سررسید بدهی‌ها را نیز انتخاب و گزینش کنند. درباره عوامل موثر بر ساختار زمانی بدهی مطالعات اندکی انجام شده است. یافته این پژوهش‌ها نشان داده است که در کشورهای در حال توسعه برخلاف بازارهای توسعه یافته، برای انتخاب ساختار سررسید بدهی، محدودیت‌هایی وجود دارد. به دلیل سودآوری کمتر و دسترسی محدود به بازار، شرکت‌های کشورهای در حال توسعه، نسبت به شرکت‌های کشورهای توسعه یافته، از بدهی‌های بلندمدت بسیار کمتر استفاده می‌کنند (حسین<sup>۸</sup> و همکاران، ۲۰۱۸؛ پور و لاسفر<sup>۹</sup>، ۲۰۱۹؛ بنلملیه<sup>۱۰</sup>، ۲۰۱۷؛

<sup>6</sup> Dangl & Zechner

<sup>7</sup> Choi

<sup>8</sup> Hussain

<sup>9</sup> Pour & Lasfer

<sup>10</sup> Benlemlih

<sup>1</sup> Thaler

<sup>2</sup> Ozkan & Ozkan

<sup>3</sup> Godfrey

<sup>4</sup> Huang & Shang

<sup>5</sup> Pan

بورچی و سگورا<sup>۱</sup>، ۲۰۱۷؛ دانگل و زچنر، ۲۰۲۱ و دو<sup>۲</sup>، ۲۰۲۱). در این پژوهش، سعی می‌شود تأثیر یکی عوامل مهم رفتاری که در پژوهش‌های قبلی مورد غفلت بوده است، مورد بررسی قرار گیرد.

### فرصت‌های رشد

توانایی شرکت‌ها در مشخص ساختن منابع مالی بالقوه (اعم از داخلی یا خارجی) برای تهیه سرمایه به‌منظور رشد سرمایه‌گذاری‌ها و تهیه برنامه‌های مالی است (باکرت<sup>۳</sup> و همکاران، ۲۰۰۷). عاملی که فرض می‌شود بر ساختار سرمایه شرکت تأثیر بگذارد، فرصت‌های رشد است. بر اساس نظریه موازنه ایستا شرکت‌هایی که فرصت‌های رشد آتی بیشتری دارند، در مقایسه با شرکت‌های با رشد کم (دارای دارایی مشهود زیاد) به استقراض کمتری رو می‌آورند، زیرا فرصت‌های رشد به عنوان یک دارایی نامشهود را نمی‌توان به عنوان وثیقه مورد استفاده قرار داد. به عبارت دیگر، هر چه فرصت‌های رشد یک شرکت بیشتر باشد ریسک آن بیشتر است و هزینه نابسامانی مالی بیشتری را متحمل می‌شود. شرکت‌های با فرصت‌های رشد زیاد، انگیزه بیشتری برای تأمین مالی عملیات خود از طریق سهام دارند (کارپاویکوس و یو<sup>۴</sup>، ۲۰۱۹). بنابراین، انتظار می‌رود که بین سطح بدهی و فرصت‌های رشد یک شرکت رابطه معکوسی وجود داشته باشد. شرکت‌ها با انتشار بدهی متعهد به پرداخت جریان وجوه نقد آزاد مورد انتظاراتی به سرمایه‌گذاران می‌شوند و از این طریق احتمال سرمایه‌گذاری وجوه نقد آزاد در پروژه‌های غیراقتصادی توسط مدیران کاهش می‌یابد. با توجه به اینکه هزینه‌های نمایندگی جریان نقدی آزاد با فرصت‌های رشد یک شرکت رابطه معکوس دارد، این نظریه پیش‌بینی می‌کند که بین فرصت‌های رشد و نسبت‌های بدهی رابطه منفی وجود دارد.

بر اساس نظریه سلسله مراتبی، شرکت‌هایی که دارای ارزش بازار (فرصت‌های رشد) زیادی هستند، می‌توانند از بدهی بیشتری استفاده کنند (چن<sup>۵</sup> و همکاران، ۲۰۲۱). زیرا، از یک سو بدهی دارای هزینه‌هایی است که ممکن است باعث ورشکستگی شرکت‌های کم ارزش شود و از سوی دیگر، در شرکت‌های با فرصت‌های رشد بیشتر، عدم تقارن اطلاعاتی مرتبط با کیفیت پروژه‌های سرمایه‌گذاری افزایش می‌یابد و امکان استفاده بیشتر از بدهی فراهم می‌شود. بنابراین، این مدل پیش‌بینی می‌کند بین فرصت‌های رشد و نسبت بدهی به ارزش

دفتری رابطه مثبت وجود دارد. مدل موازنه ایستا رابطه بین نسبت بدهی به ارزش بازار و فرصت‌های رشد را منفی پیش‌بینی می‌کند. زیرا، افزایش مبالغ مصرفی بابت سرمایه‌گذاری ارزش بازار یک شرکت افزایش می‌دهد، در شکل ساده مدل سلسله مراتبی سطح بدهی از طریق تفاوت تجمعی بین سودهای انباشته و مبلغ سرمایه‌گذاری تعیین می‌شود.

### حساب‌انگاری و ارتباط آن با سیاست‌های تأمین مالی و دارایی‌ها

نگاه جدی به حوزه مالی-رفتاری به عنوان یک موضوع دانشگاهی و حتی فراتر از آن، یک نحله منتقد اقتصاد متعارف، مرهون پژوهش‌های کانمن و تورسکی<sup>۶</sup> (۱۹۷۹) است. در واقع، نظریه چشم‌انداز بر اساس پاسخ به ابهامات نظریه مطلوبیت مورد انتظار شکل گرفته است. تناقضاتی که از نظریه مطلوبیت مورد انتظار گزارش شد، به تدریج، به شکل معمای بی پاسخی در آمد. از این‌رو، تلاش برای حل این معما آغاز شد. کانمن و تورسکی (۱۹۷۹) دریافتند در شرایط نامطمئن، تصمیم‌گیری افراد به شکلی نیست که در نظریه‌های اقتصاد متعارف پیش‌بینی می‌شود (دلایل<sup>۷</sup> و همکاران، ۲۰۱۵). آنان به این موضوع پی بردند که قضاوت بشری، میان‌برهای شهودی یا ذهنی و ابتکاری دارد که با اصول متداول نظریه احتمالات بیان کردنی نیستند. این اعتقاد آنان، در قالب نظریه چشم‌انداز تکوین و به مرور تکمیل شد تا جایگزین مدل مطلوبیت مورد انتظار استفاده شود. نظریه چشم‌انداز ساده و نظریه توسعه داده شده چشم‌انداز با عنوان نظریه چشم‌انداز تجمعی را کانمن و تورسکی به ترتیب در سال‌های ۱۹۷۹ و ۱۹۹۲ ارائه کردند (دلو و الکنس<sup>۸</sup>، ۲۰۱۰).

کانمن و تورسکی (۱۹۷۹) معتقدند انتخاب در شرایط نامطمئن، برآیندی از چندین اثر فراگیر منتج از رفتار افراد است. آنان از ادبیات روان‌شناسی که تا آن هنگام استفاده چندانی در اقتصاد نداشت، برای نظریه‌پردازی اقتصادی استفاده کردند. بیان موضوع کم وزندهی به پدیده‌های دارای احتمال وقوع بالا در مقابل بیش وزندهی به پدیده‌های دارای احتمال وقوع پایین، همچنین، مطرح کردن اثر قطعیت یا اطمینان، که بدان واسطه افراد همیشه گزینه‌هایی را ترجیح می‌دهند که قطعی هستند، از نکات ایده‌ایشان بود. آنان با اشاره به اثر تفکیک عملکرد متناقض افراد در انتخاب، همزمان با تغییر موقعیت را توضیح

<sup>5</sup> Chen

<sup>6</sup> Kahneman & Tversky

<sup>7</sup> DeLisle

<sup>8</sup> DeLue & Elkins

<sup>1</sup> Bruche & Segura

<sup>2</sup> Do

<sup>3</sup> Bekaert

<sup>4</sup> Karpavičius & Yu

حساب‌انگاری بخشی از نظریه چشم‌انداز است که گرایش افراد به قراردادن رویدادهای مخصوص، به حساب‌های ذهنی متفاوت بر اساس ویژگی‌های ظاهری را مطرح می‌کند. به عبارت دیگر، حساب‌انگاری چارچوبی فراهم می‌آورد تا تصمیم‌گیرندگان، مجموعه‌ای از نقاط مرجع را برای هر حساب تهیه و سود و زیان آن را تعیین کنند و سپس با استفاده از نظریه انتخاب، تفاوت بین انواع حساب‌ها را مشاهده کنند و در نهایت تصمیم بگیرند (گرینبلات و هان، ۲۰۰۵). مفهوم حساب‌انگاری نشان می‌دهد که افراد دارایی‌های آتی و جاری خود را به بخش‌های غیرقابل انتقال و جداگانه تقسیم می‌کنند. به عبارت دیگر، افراد درجات مختلفی از مطلوبیت را برای هر گروه از دارایی‌ها تخصیص می‌دهند. در حساب‌انگاری بیان می‌شود که افراد به طور ذهنی گرایش به تقسیم‌بندی دارایی‌های خود به سبدهای مختلف دارند و مایلند هر سبد را به طور مستقل مدیریت کنند. به عبارت دیگر، مبادلات به جای آنکه به طور پیوسته با موارد دیگر ارزیابی شوند، به صورت جداگانه ارزیابی می‌شوند (اُرس و ایماس<sup>۷</sup>، ۲۰۱۹). حساب‌انگاری، دلالت بر این دارد که افراد، تمایل به تصمیم‌گیری درباره مسائل مختلف مالی در حساب‌های ذهنی جداگانه دارند؛ برای مثال، بعضی افراد در زمان سرمایه‌گذاری به دنبال بهینه کردن پرتفوی خود نیستند، بلکه سهام را به صورت جداگانه و بدون در نظر گرفتن ارتباط آن‌ها با همدیگر خریداری می‌کنند.

باتوجه به مطالب بیان شده درخصوص حساب‌انگاری سرمایه‌گذاران، می‌توان بیان کرد که تصمیمات سرمایه‌گذاران بر فعالیت‌ها، تصمیمات و برنامه‌ریزی‌های شرکت تأثیر زیادی دارد. این موضوع تاکنون در پژوهش‌ها به آن اشاره نشده است و به همین دلیل، استدلال در این خصوص را سخت کرده است. اما می‌توان بیان کرد که حضور سهامداران مختلف در ترکیب و ساختار مالکیت شرکت که توانایی انتخاب، برنامه‌ریزی و اعمال را به صورت غیرمستقیم و بعضاً مستقیم در عملیات شرکت دارند. سرمایه‌گذاران با این دیدگاه می‌توانند در سیاست‌های بدهی شرکت دخیل باشند و همچنین، سیاست تقسیم سود و ترکیب دارایی و سرمایه‌گذاری‌های شرکت را انتخاب و بکار گیرند. همانطور که گفته شد، حساب‌انگاری، دلالت بر این دارد که افراد، تمایل به تصمیم‌گیری درباره مسائل مختلف مالی در حساب‌های ذهنی جداگانه دارند. بر این اساس، انتظار می‌رود این ذهنیت در سرمایه‌گذاران بر سیاست‌های بدهی شرکت و سررسید بدهی‌ها

داوند (هنس و ولک<sup>۱</sup>، ۲۰۱۱). کانمن و تورسکی بیان می‌کنند اثر تفکیک در تصمیم به انتخاب باعث می‌شود افراد از پیامدهای مشترک چشم‌پوشند. به عبارت دیگر، افراد به منظور ساده‌سازی فرایند انتخاب بین حالت‌های مختلف، اجزای مشترک بین حالت‌ها را نادیده می‌انگارند و فقط به اجزائی توجه می‌کنند که در هر حالت متمایز است. در نتیجه، انتخاب‌های آنان با ترجیحات تعریف شده‌ای سازگار و منطبق نیست. از سوی دیگر، مهم‌ترین بخش این نظریه، به موضوع روانی زیان‌گریزی اشاره دارد. زیان‌گریزی راهکاری برای توضیح پدیده ریسک‌پذیری و ریسک‌گریزی در نظریه اقتصاد متعارف است (اسچمید و زانک<sup>۲</sup>، ۲۰۱۰). بر اساس این مفهوم، همه افراد در برخی لحظات، برخوردار از حس ریسک‌گریزی و گاهی ریسک‌پذیری هستند و عموماً هنگامی که پای زیان در میان است، روحیه زیان‌گریزانه باعث می‌شود تصمیمات پرمخاطره‌تری اتخاذ شود (به اصطلاح ریسک‌پذیری افزایش می‌یابد) و هنگامی که پای منفعت در میان است، تمایل بر این است که کمترین میزان سود از دست رود. به همین علت، تصمیمات ریسک‌گریزانه‌ای اتخاذ می‌شود (کانمن و تورسکی، ۲۰۱۳). بیان تابع ارزش، حساب‌انگاری، اثر چارچوب و تعیین نقطه مرجع که نسبت به آن تصمیمات ممکن است کاملاً متفاوت اتخاذ شوند، از دیگر اقدامات کانمن و تورسکی بوده است (وامواکاس<sup>۳</sup> و همکاران، ۲۰۱۹).

ملاک اساسی اقتصاد نئوکلاسیک در رویارویی با موضوع نامطمئن، تکیه بر نظریه مطلوبیت مورد انتظار است. بر طبق این نظریه، گزینه‌های مختلف، برحسب مطلوبیت‌های مورد انتظاری رتبه‌بندی می‌شود که ارائه می‌دهند (خرنیکووا<sup>۴</sup>، ۲۰۱۹). بر اساس نظریه مطلوبیت مورد انتظار، اگر کسی مطلوبیت مورد انتظار خود را بیشینه کند و شکل (تابع) مطلوبیتش در تمام وضعیت‌های ممکن برای وقوع یکسان باشد، در حالت ریسک‌گریزی، تابع مطلوبیت کاو و در حالت ریسک‌پذیری تابع مطلوبیت کوژ خواهد بود (دوراج<sup>۵</sup>، ۲۰۱۸). بر اساس این نظریه، در صورتی هر اقدامی (طرح یا پروژه‌ای) انتخاب می‌شود که بالاترین ارزش مورد انتظار آتی را داشته باشد؛ اما این نظریه با این ویژگی‌ها دارای نقدهای فراوانی است که سامان دادن به این انتقادات با در نظر گرفتن دستاوردی از روان‌شناسی، یعنی میل به زیان‌گریزی در انسان آغاز شد (لادمن<sup>۶</sup>، ۱۹۹۹).

<sup>5</sup> Duraj

<sup>6</sup> Lüdemann

<sup>7</sup> Evers & Imas

<sup>1</sup> Hens & Vlcek

<sup>2</sup> Schmidt & Zank

<sup>3</sup> Vamvakas

<sup>4</sup> Khrennikova

یافته‌ها نشان می‌دهد که مازاد هزینه مورد انتظار تحت تأثیر پیش‌بینی هزینه‌ها و تخصیص ثروت قرار می‌گیرد در حالی که مازاد هزینه اعتباری تنها تحت تأثیر تخصیص ثروت است. هزینه‌های اضافی درآمد تحت تأثیر تخصیص ثروت، پیش‌بینی هزینه‌ها و اهداف پس‌انداز است. این یافته‌ها پیامدهای مهمی برای مصرف‌کنندگان و متخصصان مالی دارد. علاوه بر این، این مطالعه تأثیر مهم ویژگی‌های جمعیت‌شناختی مصرف‌کننده را بر رفتارهای خرج بیش از حد نشان می‌دهد و نشان می‌دهد که انواع خاصی از مصرف‌کنندگان تمایل بیشتری به مصرف بیش از حد دارند.

اوزکان و اوزکان (۲۰۲۰) در پژوهشی به بررسی ارزیابی مالی حسابداری ذهنی پرداختند. آنان استدلال کردند که حسابداری ذهنی یک استراتژی است که در کنترل مخارج، مصرف و سرمایه‌گذاری‌های شخصی به عنوان مجموعه‌ای شناختی از عملیات در نظارت بر تجارت مالی/مالی (فعالیت) و معاملات استفاده می‌شود. این موارد در حساب‌های ذهنی طبقه‌بندی می‌شوند، به این معنی که افراد تمام هزینه‌های خود را به طور جداگانه نظارت می‌کنند و شامل فرآیند تصمیم‌گیری شخصی، اصلاح، کنترل یا کنار گذاشتن تصمیم‌ها می‌شوند. به طور خاص، هنگامی که چندین گزینه مواجه می‌شوند، به طور مشترک ارزیابی می‌شوند (نتایج تصمیمات مختلف به طور جداگانه ترکیب یا ارزیابی می‌شوند). این به ساختارهای عاطفی و فکری فرد، به همراه معیارهای ریسک و هزینه‌ای که فرد متعهد می‌شود، بستگی دارد. زیرا تصمیم بین احساسات و اندیشه است و نتایج عقلانی-واقعی یا غیرمنطقی-غیرواقعی را به دنبال دارد. در واقع با تحصیلات، دانش مالی، مدیریت پول و آگاهی مالیاتی در حسابداری ذهنی رابطه مثبتی دارند. یک سرمایه‌گذار در فرآیند تصمیم‌گیری، از جمله حسابداری و امور مالی، حسابداری مدیریت، حسابداری مالی و حسابداری مالیاتی با آن‌ها همراه بوده و تحت تأثیر آنها قرار می‌گیرد و بر آنها تأثیر می‌گذارد.

دلیسل و همکاران (۲۰۱۵) در پژوهشی با عنوان نظریه چشم‌انداز، حساب‌انگاری و قیمت‌های اختیار معامله، اظهار کردند نظریه چشم‌انداز استدلال می‌کند فرآیند تصمیم‌گیری انسان تمایل به ترکیب نقاط مرجع و وزن کردن نادرست رویدادهایی با احتمال وقوع کم دارد. نتایج نشان داد سرمایه‌گذاران بازار حق اختیار معامله، مانع افزایش قیمت‌ها می‌شوند و تابع وزن دهی احتمالات را ایجاد می‌کنند که مشابه تابعی است که به وسیله نظریه چشم‌انداز ارائه شده است. هنگامی که شرکت‌ها نوسانات ضمنی نسبتاً بالا یا پایینی دارند، سوگیری‌ها منجر به قیمت‌های ناکارآمد برای اختیار معامله می‌شود.

تأثیرگذار باشد. علاوه بر این، سرمایه‌گذاران باتوجه به قدرت کنترل، تصمیم‌گیری و انتخابی که در شرکت دارند، می‌توانند ساختار سرمایه را دستخوش تغییر کنند و باتوجه به ویژگی حساب‌انگاری آن‌ها، انتخاب ترکیبی از بدهی و سرمایه در شرکت کاری آسان نخواهد بود و بر همین اساس، انتظار بر این است که حساب‌انگاری سرمایه‌گذاران، بر نسبت‌های ساختار سرمایه و سمت چپ صورت وضعیت مالی تأثیرگذار باشد. از طرف دیگر، سرمایه‌گذاران می‌توانند از طریق نمایندگان بر تصمیمات سرمایه‌گذاری و انتخاب ترکیب دارایی‌ها نیز تأثیر داشته باشند. از طرف دیگر بر اساس این فرض که حساب‌انگاری چارچوبی را فراهم می‌آورد تا تصمیم‌گیرندگان، مجموعه‌ای از نقاط مرجع را برای هر حساب تهیه و سود و زیان آن را تعیین کنند، بر این اساس، انتظار بر این است ترکیب سرمایه‌گذاری و دارایی‌ها در شرکت تحت تأثیر انتخاب‌ها و برنامه‌ریزی‌های ذهنی سرمایه‌گذاران قرار گرفته و از این طریق بر نسبت‌های دارایی‌ها، سرمایه‌گذاری‌های کوتاه‌مدت و بلندمدت تأثیرگذار باشد. همانطور که قبلاً بیان شد، موارد بیان شده در حد یک ادعا و چالش باقیمانده‌اند و نیاز به بررسی تجربی دارد. برای این کار، پژوهش حاضر از طریق آزمون تجربی فرضیه‌های زیر، سعی در آزمون ایداعا دارد. با عطف به مبانی نظری و پیشینه مطرح شده، فرضیه‌های پژوهش به صورت زیر مطرح می‌شوند.

**فرضیه اول:** حساب‌انگاری سرمایه‌گذاران تأثیر معناداری بر سررسید بدهی دارد.

**فرضیه دوم:** حساب‌انگاری سرمایه‌گذاران تأثیر معناداری بر نسبت بدهی‌های بلندمدت به حقوق صاحبان سهام دارد.

**فرضیه سوم:** حساب‌انگاری سرمایه‌گذاران تأثیر معناداری بر رابطه بین فرصت‌های رشد و رشد دارایی‌های ثابت مشهود دارد.

**فرضیه چهارم:** حساب‌انگاری سرمایه‌گذاران تأثیر معناداری بر رابطه بین فرصت‌های رشد و رشد دارایی‌های غیرجاری دارد.

**فرضیه پنجم:** حساب‌انگاری سرمایه‌گذاران تأثیر معناداری بر رابطه بین فرصت‌های رشد و رشد سرمایه‌گذاری‌های بلندمدت دارد.

**فرضیه ششم:** حساب‌انگاری سرمایه‌گذاران تأثیر معناداری بر رابطه بین فرصت‌های رشد و رشد مجموع دارایی‌های ثابت و سرمایه‌گذاری‌های بلندمدت دارد.

#### پیشینه تجربی

#### پیشینه خارجی

سوی و همکاران (۲۰۲۱) در پژوهشی به بررسی ارزیابی اثرات حسابداری ذهنی بر رفتار بیش از حد خرج کردن پرداختند.



تالر (۱۹۸۰) در پژوهشی با عنوان کاربرد حساب‌انگاری در تئوری رفتار مصرف‌کننده و سرمایه‌گذاری نشان داد که فرایند حساب‌انگاری که سرمایه‌گذاران به‌وسیله آن سودشان را ارزیابی می‌کنند از فرایندی که با آن زینشان را ارزیابی می‌کنند، متفاوت است و با این کار مطلوبیت کل خود را افزایش می‌دهند. برای مثال، بعضی سرمایه‌گذاران به منظور اجتناب از بازده منفی که سرمایه‌گذاری‌های بر مبنای تفکر خودشان در بازده کل پرتفوی دارد، مبلغ سرمایه‌گذاریشان را بین پرتفوی امن و پرتفوی فکری خود تقسیم می‌کنند. مشکل چنین فعالیت‌هایی این است که بر خلاف تمام وقت و پولی که سرمایه‌گذار جهت جداسازی پرتفوی انجام می‌دهد، ثروت خالص وی هیچ تغییری نمی‌کند.

### پیشینه داخلی

مرور پژوهش‌های داخلی نشان می‌دهد که آن‌ها به بررسی حساب‌انگاری به‌عنوان یک تورش رفتاری سهامداران و همچنین، اثرات آن کمتر پرداخته‌اند. اما یافته‌های آنان نشان می‌دهد که سایر تورش‌های رفتاری سرمایه‌گذاران تأثیر بسزایی بر عملیات شرکت‌ها گذاشته است. در ادامه به مرور پیشینه‌های مشابه پرداخته می‌شود.

آذر و همکاران (۱۳۹۷) در مطالعه‌ای به مدل‌سازی عامل‌گرای رفتاری سهامداران در بازار سرمایه ایران پرداختند. برای این منظور، عامل‌ها در این بازار مصنوعی در هر دوره معاملاتی مطابق با استراتژی معاملاتی و یادگیری‌های صورت پذیرفته اقدام به پیشنهاد خرید، فروش و در نهایت بازارساز مطابق با مکانیزم حراج، شروع به تطبیق سفارشات و انجام عملیات تسویه و پایاپای می‌نمایند. جهت بررسی اعتبار مدل، خروجی آماری این بازار را با مشخصه‌های آماری بازارهای مالی تطبیق داده و پس از تأیید اعتبار مدل، سناریو حذف دامنه نوسان قیمت و حذف سهامداران آگاه و تأثیرات آن بر روی قیمت سهام بررسی شدند. نتایج نشان داد که مطابق با سناریوهای مشابه‌سازی شده بازار سهام ایران با توجه به نابالغ بودن با حذف مکانیزم‌های کنترلی مثل دامنه نوسان قیمت در کوتاه‌مدت به شدت پر نوسان بوده اما در بلندمدت بازار به سمت کارایی هر بیشتر متمایل می‌شود.

کیان و همکاران (۱۳۹۶) در پژوهشی به بررسی تأثیر حساب‌انگاری بر رفتار سرمایه‌گذاران از دیدگاه گزارشگری مالی پرداختند. برای این منظور، ۱۲۰ نمونه آماری از شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۹۴-۱۳۸۵ تجزیه و تحلیل شده‌اند. نتایج پژوهش بیانگر اثر تعدیلی گزارش زیان بر ارتباط بین سود خالص و قیمت سهام است که

سیلر و همکاران (۲۰۱۰) در پژوهشی موارد مالی رفتاری مرتبط با سرمایه‌گذاری در املاک و مستغلات را بررسی کردند. آن‌ها رابطه آماری معناداری بین حساب‌انگاری و سرمایه‌گذاری در املاک در یک پرتفوی ترکیبی از چند نوع دارایی یافتند. اگر افراد منطقی و در پی حداکثرسازی مطلوبیت باشند، تصمیم فروش یک دارایی باید مستقل از قیمت پرداختی برای دارایی باشد، چرا که این قیمت برای تصمیمات آتی خرید، فروش یا نگهداری بی ربط است. اما آن‌ها دریافتند که زمانی که ارزش سرمایه‌گذاری از قیمت پرداختی بالاتر می‌رود، افراد تمایل بیشتری برای فروش دارند.

داس و استیتمن (۲۰۱۰) در پژوهشی روشی برای بهینه‌سازی پرتفوی‌های بر اساس حساب‌های ذهنی که شامل اوراق مشتقه و سایر اوراق بهادار با توزیع بازده غیرنرمال می‌شود، ارائه کرده‌اند. آن‌ها نشان دادند که اوراق مشتقه در پرتفوی بر اساس حساب‌انگاری، برای بهبود ریسک و بازده موردانتظار استفاده شده است و برخی از این اوراق مشتقه برای سرمایه‌گذارانی که منطقی و بر اساس تئوری میانگین واریانس عمل می‌کنند گنجینه هستند، برای سرمایه‌گذاران با حساب‌های ذهنی بسیار جذاب هستند. همچنین حساب‌های ذهنی با اوراق مشتقه بهبود پیدا می‌کنند.

فریس و همکاران (۲۰۱۰) در پژوهش مشترک تئوری چشم‌انداز و حساب‌انگاری، نشان دادند زمانی که چندین بار تقسیم سود داشته باشند، سرمایه‌گذاران مطلوبیت بالاتری دریافت می‌کنند. این پژوهش یک رابطه مثبت و قوی بین دفعات پرداخت سود و ارزش شرکت را نشان می‌دهد که با مطالعه تغییرات دفعات پرداخت سود این رابطه بررسی شده است. آن‌ها نشان دادند که با وجود عوامل غیر رفتاری موثر بر دفعات پرداخت سود، همچنان رابطه قوی بین دفعات پرداخت سود و ارزش شرکت باقی مانده است که در اثر عوامل رفتاری همچون حساب‌انگاری این رابطه شکل گرفته است.

کیو (۲۰۰۷) ریسک‌گریزی را از بعد حساب‌انگاری بررسی کرد و توضیح جدیدی در مورد سوگیری بازنده دلخواه ارائه کرد. نتایج این پژوهش نشان داد سوگیری یادشده در غیاب این دلایل رخ می‌دهد:

- ۱) ترجیح افراد برای پذیرش ریسک
  - ۲) هزینه‌های معاملات
  - ۳) وارد کردن احتمالات به صورت غیرخطی به مدل تصمیم‌گیری
- درجه سوگیری نیز با توجه به نوع فرایند حساب‌انگاری مورد استفاده متفاوت خواهد بود.

انتظار می‌رود در راستای تأیید نظریه حساب انگاری در صورت سود و زیان باشد.

شمس و اسفندیاری مقدم (۱۳۹۶) در مطالعه‌ای به بررسی تأثیر رفتار توده‌واری بر عملکرد شرکت‌های سرمایه‌گذاری بر اساس نظریه‌های مدرن و فرامدرن پرتفوی پرداختند. برای این منظور از داده‌های آماری ماهانه ۲۴ شرکت سرمایه‌گذاری و مدل لاکونیشوک (۱۹۹۲) طی دوره زمانی ۱۳۹۴-۱۳۸۸، استفاده شده است. همچنین، ابتدا متغیرهای پژوهش از لحاظ مانایی بررسی شدند، سپس از روش حداقل مربعات تعمیم‌یافته برآوردی (EGLS) و گشتاور تعمیم‌یافته (GMM) برای تجزیه و تحلیل داده و آزمون فرضیه‌ها استفاده شد. یافته‌ها نشان داد رفتار توده‌وار در شرکت‌های سرمایه‌گذاری بر معیارهای عملکرد هم بر اساس نظریه‌های مدرن و هم بر اساس نظریه‌های فرامدرن پرتفوی تأثیر منفی معناداری می‌گذارد. به بیان دیگر، توده‌واری بر کلیه معیارهای عملکرد، یعنی نسبت‌های جنسن، شارپ، ترینر، سورتینو، پتانسیل مطلوب، امگا و ترینر تعدیل‌شده و جنسن تعدیل‌شده، اثر منفی و معناداری دارد.

کرمی و حسنی (۱۳۹۶) در مطالعه‌ای به بررسی اثر سوگیری رفتاری سرمایه‌گذاران در بازده عرضه اولیه عمومی و نقش کیفیت سود در کاهش این اثر پرداختند. برای این منظور در این پژوهش از داده‌های ۹۳ شرکت عرضه شده طی سال‌های ۱۳۹۶-۱۳۸۶ در بورس اوراق بهادار تهران استفاده شده است. علاقه به بخت‌آزمایی از طریق معیار چولگی مورد انتظار به‌دست آمد و بازده تجمعی کوتاه‌مدت، طی ۷ روز پس از عرضه محاسبه شد. همچنین کیفیت سود سال قبل از عرضه به‌کمک معیار کیفیت اقلام تعهدی جونز تعدیل شده، به‌دست آمد. آزمون فرضیه‌ها با استفاده از رگرسیون ترکیبی مقطعی انجام گرفت. یافته‌های پژوهش نشان می‌دهد چولگی مورد انتظار، اثر مثبتی بر بازده کوتاه‌مدت عرضه‌های اولیه دارد. همچنین کیفیت سود بیشتر، میزان اثر یاد شده را تقلیل می‌دهد. نتایج، حاکی از تأثیر مثبت علاقه به بخت‌آزمایی سرمایه‌گذاران بر بازده کوتاه‌مدت عرضه‌های اولیه و تقلیل اثر سوگیری یاد شده به‌وسیله کیفیت بالاتر اطلاعات حسابداری پیش از عرضه است.

پاکدل و همکاران (۱۳۹۵) در پژوهشی به بررسی و رتبه‌بندی عوامل موثر حسابداری ذهنی در تشکیل پرتفوی توسط سرمایه‌گذاران کم تجربه به کمک تکنیک ویکور پرداختند. جامعه آماری این تحقیق را اساتید و دانشجویان و فعالان بازار سرمایه در استان اردبیل تشکیل داده‌اند. تعداد اعضای جامعه و نمونه در این تحقیق به ترتیب ۱۹۶ و ۱۳۰ نفر بودند. برای تجزیه و تحلیل از تکنیک دلفی سه دوری و ضریب کندال و برای رتبه بندی از تکنیک ویکور استفاده شده است. نتایج بدست آمده

نشان داد که عوامل لنگر انداختن و تعدیل، خطای دسترسی به اطلاعات، خطای تایید اطلاعات، خطای فرافکنی، اثر هاله‌ای، احساسات بازار، تصورات خوش‌بینانه، تئوری افسوس، اثر ناهنجاری قیمت‌ها، دیدگاه محدود، بر تصمیم سرمایه‌گذاران بیشترین تأثیر را دارند.

کباری و همکاران (۱۳۹۵) در مطالعه‌ای مدلی برای تبیین توده‌واری در بازار سرمایه ایران، نوعی الگوی رفتاری بر مبنای مدل‌های ریزساختار ارائه دادند. برای این منظور، با استفاده از این رویکرد، رفتار توده‌وار را بر مبنای مدل سیپیرانی و گوارینو (۲۰۱۴) با استفاده از داده‌های معاملاتی بورس اوراق بهادار تهران در دوره زمانی یک‌ساله (۲۳۵ روز معاملاتی) و به‌صورت روزانه و لحظه به لحظه مطالعه کردند. در این مدل مقدار بار اطلاعاتی سیگنال به‌عنوان یک پارامتر به مدل‌های ریزساختار اضافه شده است. به بیان دیگر، برای سیگنال‌های خوب یا بد اطلاعاتی، یک ارزش اطلاعاتی با ارزش اقتضایی شایان توجه در نظر گرفته شده است. بدین منظور، اطلاعات سهام شرکت مخابرات در سال ۱۳۹۲ به‌عنوان نمونه آماری انتخاب شد. نتایج نشان داد رفتار توده‌واری برای سهام‌آخبر، در تمام روزهای معاملاتی وجود داشته است. همچنین، این توده‌واری برای معاملات فروش بیشتر از معاملات خرید است. از نتایج دیگر این که رفتار توده‌واری فروش در زمان آغازین معاملاتی بیشتر از سایر زمان‌ها است.

قالق و همکاران (۱۳۹۵) در مطالعه‌ای به بررسی تأثیر سواد مالی بر تورش‌های رفتاری سرمایه‌گذاران بورس اوراق بهادار پرداختند. این تحقیق برای یک دوره ۲ ساله از سال ۱۳۹۴ تا ۱۳۹۵ بر روی شرکت‌های سرمایه‌گذاری فعال انجام شده است. پس از گردآوری اطلاعات با استفاده از روش آماری رگرسیون چندگانه به تجزیه و تحلیل داده‌ها، مدل آماری مناسب ارائه شده است. نتایج تجزیه و تحلیل داده‌ها حاکی از این است که بین میزان سواد مالی سرمایه‌گذاران و تورش‌های رفتاری آن‌ها رابطه معناداری در جهت مثبت وجود دارد.

رهنمای رودپشتی و جلیلی (۱۳۸۹) پژوهشی با عنوان حساب انگاری و ارزیابی متوازن (تحلیل تعاملی و رفتاری) انجام دادند. برای این منظور ابتدا ضمن تشریح معیارهای چندگانه سیستم ارزیابی متوازن، بر پردازش متقارن این معیارها و ارائه یک ارزیابی نهایی تأکید شده است. در ادامه نیز به مفاهیم ناظر بر حساب انگاری مانند قالب‌بندی، تابع ارزش و حساب‌های ذهنی جداگانه اشاره شده است. آنان دریافتند که حسابداری ذهنی دلالت به این مطلب دارد که افراد تمایل دارند تصمیم‌گیری درباره مسایل مختلف مالی را در حساب‌های ذهنی جدا انجام دهند، بدون در نظر گرفتن این فرض منطقی که بهتر است

### مدل آزمون فرضیه‌ها و تعریف متغیرها

برای آزمون فرضیه اول از مدل ۱ به شرح زیر استفاده می‌شود.  
مدل ۱

$$Debtmaturity_{it} = \beta_0 + \beta_1 MA_{it} + \beta_2 CASH_{it} + \beta_3 Size_{it} + \beta_4 Growth_{it} + \beta_5 FlowLiqu_{it} + \beta_6 Debtbank_{it} + \beta_7 LiquAS_{it} + \varepsilon_{it}$$

برای آزمون فرضیه دوم از مدل ۲ به شرح زیر استفاده می‌شود.  
مدل ۲

$$LDebt/Equity_{it} = \beta_0 + \beta_1 MA_{it} + \beta_2 CASH_{it} + \beta_3 Size_{it} + \beta_4 Growth_{it} + \beta_5 FlowLiqu_{it} + \beta_6 Debtbank_{it} + \beta_7 LiquAS_{it} + \varepsilon_{it}$$

برای آزمون فرضیه سوم از مدل ۳ به شرح زیر استفاده می‌شود.  
مدل ۳

$$NEWINVST1_{it} = \beta_0 + \beta_1 MA_{it} + \beta_2 CASH_{it} + \beta_3 Size_{it} + \beta_4 Growth_{it} + \beta_5 MA_{it} \times Growth_{it} + \beta_6 FlowLiqu_{it} + \beta_7 Debtbank_{it} + \beta_8 LiquAS_{it} + \varepsilon_{it}$$

برای آزمون فرضیه چهارم از مدل ۴ به شرح زیر استفاده می‌شود.  
مدل ۴

$$NEWINVST2_{it} = \beta_0 + \beta_1 MA_{it} + \beta_2 CASH_{it} + \beta_3 Size_{it} + \beta_4 Growth_{it} + \beta_5 MA_{it} \times Growth_{it} + \beta_6 FlowLiqu_{it} + \beta_7 Debtbank_{it} + \beta_8 LiquAS_{it} + \varepsilon_{it}$$

برای آزمون فرضیه پنجم از مدل ۵ به شرح زیر استفاده می‌شود.  
مدل ۵

$$NEWINVST3_{it} = \beta_0 + \beta_1 MA_{it} + \beta_2 CASH_{it} + \beta_3 Size_{it} + \beta_4 Growth_{it} + \beta_5 MA_{it} \times Growth_{it} + \beta_6 FlowLiqu_{it} + \beta_7 Debtbank_{it} + \beta_8 LiquAS_{it} + \varepsilon_{it}$$

برای آزمون فرضیه ششم از مدل ۶ به شرح زیر استفاده می‌شود.  
مدل ۶

$$NEWINVST4_{it} = \beta_0 + \beta_1 MA_{it} + \beta_2 CASH_{it} + \beta_3 Size_{it} + \beta_4 Growth_{it} + \beta_5 MA_{it} \times Growth_{it} + \beta_6 FlowLiqu_{it} + \beta_7 Debtbank_{it} + \beta_8 LiquAS_{it} + \varepsilon_{it}$$

### متغیرهای وابسته به ترتیب هر مدل

سررسید بدهی (Debtmaturity): نسبت بدهی‌های بلندمدت به کل بدهی‌ها؛

نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام (LDebt/Equity): نسبت بدهی‌های بلندمدت به مجموع حقوق صاحبان سهام؛

تمامی این تصمیم‌گیری‌ها را در یک پرتفوی اتخاذ کنند. همچنین، حساسگری ذهنی عملاً تعامل بین تصمیم‌گیری‌های مختلف را نادیده می‌گیرد.

### روش‌شناسی پژوهش، جامعه و نمونه آماری

پژوهش حاضر از نظر روش و ماهیت از نوع توصیفی-همبستگی می‌باشد و نیز با توجه به اینکه متغیرهای مستقل و وابسته در گذشته رخ داده‌اند، در زمره پژوهش‌های پس رویدادی قرار دارد. در این مطالعه از آزمون دوربین-واتسون جهت بررسی استقلال خطاها از یکدیگر استفاده می‌شود. در صورتی که فرضیه استقلال خطاها رد شود و خطاها با یکدیگر همبستگی داشته باشند، امکان استفاده از رگرسیون وجود ندارد. همچنین از آزمون همبستگی جهت بررسی میزان ارتباط هر یک از متغیرهای مستقل با متغیر وابسته مورد تحلیل و بررسی قرار می‌گیرد. در واقع از آنجایی که متغیرهای این پژوهش کمی و همچنین حجم نمونه مورد بررسی بزرگ می‌باشد و در نهایت داده‌ها بر اساس روش مطالعه داده‌های ترکیبی<sup>۱</sup> تجزیه و تحلیل می‌شوند. در این پژوهش جهت آزمون فرضیه‌های پژوهش با استفاده از مدل داده‌های تابلویی و از طریق نرم‌افزار Stata برآورد می‌شود.

جامعه آماری این پژوهش، شرکت‌های سرمایه‌گذاری پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و شرکت‌های سرمایه‌پذیر مقابل آن‌ها طی دوره زمانی ۱۳۹۰ الی ۱۳۹۶ است که دارای ویژگی‌های زیر باشند:

- (۱) به منظور قابل مقایسه بودن اطلاعات، پایان سال مالی شرکت‌ها آخرین روز اسفند ماه باشد.
- (۲) جهت همگن بودن اطلاعات، نمونه پژوهش شامل بانک و بیمه نباشد.
- (۳) معاملات سهام آن‌ها طی دوره پژوهش بیش از ۳ ماه در بورس اوراق بهادار متوقف نشده باشد.
- (۴) اطلاعات مربوط به متغیرهای انتخاب شده در این پژوهش قابل دسترسی باشد.
- (۵) تغییرات فعالیتی و تغییرات سال مالی در طی دوره زمانی پژوهش نداشته باشند.

بر این اساس، نمونه آماری شامل ۱۰۹ شرکت برتر سرمایه‌گذاری که در مجموع بیش از ۵۰ درصد ارزش خرید و فروش سهام را به خود اختصاص داده‌اند (به استناد اداره آمار و اطلاعات بورس اوراق بهادار تهران) و شرکت‌های سرمایه‌پذیر آن‌ها می‌باشد که در پرتفوی بورسی شرکت‌های سرمایه‌گذاری بوده و نام آن‌ها در دوره ۱۳۹۰/۰۱/۰۱ تا ۱۳۹۶/۱۲/۲۹ درج شده‌اند.

پژوهش‌های ژائوجین<sup>۱</sup> (۲۰۰۷)، هایات و اوار<sup>۲</sup> (۲۰۱۶) و هانل و همکاران (۲۰۲۰) میانگین بهای تمام شده سهام خریداری شده است. سپس، نقطه مرجع با قیمت جاری سهم مقایسه می‌شود. اگر قیمت جاری سهم بالاتر از نقطه مرجع باشد، به عنوان سود و در غیر این صورت، به عنوان زیان، کدگذاری می‌شود. از آنجا که برخی معاملات از جمله معاملات بلوکی با قیمتی غیر از قیمت جاری بازار انجام می‌شوند، مواردی مشاهده می‌شود که سهمی در پرتفوی طبق رابطه گفته شده به صورت سود کدگذاری شده ولی با زیان به فروش رفته (و برعکس). بنابراین، در این پژوهش معیاری جداگانه برای اینگونه سهم‌ها وضع شده است:

- ارزش بهای تمام شده > ارزش فروش (معامله): معیار در سود بودن سهام واگذار شده
- ارزش بهای تمام شده < ارزش فروش: معیار زیان بودن سهام معامله شده

سپس برای سنجش اینکه، معاملات شرکت‌ها تا چه میزان تحت تأثیر رفتار مبتنی بر حسابداری است؛ نسبت سود و زیان سرمایه شناسایی شده برای هر شرکت در هر فصل محاسبه شده و اثر تمایلی به صورت تفاوت میان این دو نسبت به دست می‌آید. حسابداری، گرایش این شرکت‌ها را در شناسایی سود سرمایه، سریعتر از زیان سرمایه، اندازه‌گیری می‌کند. همانگونه که ادین نیز بیان می‌کند، حسابداری برای شرکت i در فصل t به صورت زیر محاسبه می‌شود:

حساب‌انگاری = نسبت سود سرمایه محقق شده - نسبت زیان سرمایه محقق شده

$$\frac{\text{تعداد سود سرمایه محقق شده}}{\text{تعداد سود سرمایه محقق شده} + \text{تعداد سود سرمایه شناسایی شده}} = \text{نسبت سود سرمایه محقق شده}$$

$$\frac{\text{تعداد زیان سرمایه محقق شده}}{\text{تعداد زیان سرمایه محقق شده} + \text{تعداد زیان سرمایه شناسایی شده}} = \text{نسبت زیان سرمایه محقق شده}$$

#### سایر متغیرها

Cash: میزان نگهداشت وجه نقد می‌باشد و برابر است با نسبت وجه نقد و سرمایه‌گذاری‌های کوتاه مدت به مجموع دارایی‌ها؛

#### معیار اول سرمایه‌گذاری (NEWINVST1):

دارایی‌های ثابت مشهود ابتدا دوره / (دارایی‌های ثابت مشهود ابتدا دوره - دارایی‌های ثابت مشهود انتها دوره)

#### معیار دوم سرمایه‌گذاری (NEWINVST2):

دارایی‌های غیرجاری ابتدا دوره / (دارایی‌های غیرجاری ابتدا دوره - دارایی‌های غیرجاری انتها دوره)

#### معیار سوم سرمایه‌گذاری (NEWINVST3):

سرمایه‌گذاری‌های بلندمدت ابتدا دوره / (سرمایه‌گذاری بلندمدت ابتدا دوره - سرمایه‌گذاری بلندمدت انتها دوره)

#### معیار چهارم سرمایه‌گذاری (NEWINVST4):

دارایی ثابت و سرمایه‌گذاری بلندمدت ابتدا دوره / (دارایی ثابت و سرمایه‌گذاری بلندمدت ابتدا دوره - دارایی ثابت و سرمایه‌گذاری بلندمدت انتها دوره)

#### حساب‌انگاری سرمایه‌گذاران (MA)

متغیر توضیحی اصلی در همه مدل‌ها حساب‌انگاری سرمایه‌گذاران است که به شرح زیر تعریف شده است و در مدل‌ها با نماد MA نشان داده شده است. باید توجه داشت که در مدل‌های ۳ تا ۶، حساب‌انگاری علاوه بر یک متغیر توضیحی، نقش تعدیلگر را نیز ایفا می‌کند.

برای برآورد حساب‌انگاری، در ابتدا بهای تمام شده هر سهم موجود در پرتفوی شرکت سرمایه‌گذاری به عنوان مرجع در نظر گرفته می‌شود. معیار بکار گرفته شده در این مورد بر اساس

فنما (۲۰۱۰) دریافت، حساب‌انگاری در صورتی تأیید می‌شود که نسبت سود سرمایه محقق شده بزرگتر از نسبت زیان سرمایه محقق شده بوده و به عبارت دیگر حساب‌انگاری مثبت باشد.

<sup>2</sup> Hayat & Anwar

<sup>1</sup> Zhaojin

به حقوق صاحبان سهام به عنوان یکی دیگر از شاخص‌های سیاست تأمین مالی شرکت‌های مورد بررسی برابر ۰/۲۲۰ بوده و بیشترین و کمترین مقدار آن به ترتیب برابر ۴۶/۴۹۰ و ۳۰/۸۶۱- می‌باشد. میانگین رشد دارایی‌های ثابت مشهود به عنوان یکی از شاخص‌های سرمایه‌گذاری شرکت‌های مورد بررسی برابر ۰/۲۷۳ بوده و بیشترین و کمترین مقدار آن به ترتیب برابر ۱۲/۴۲۲ و ۱-/۹۸۳- می‌باشد. میانگین رشد دارایی‌های غیرجاری به عنوان یکی دیگر از شاخص‌های سرمایه‌گذاری شرکت‌های مورد بررسی برابر ۰/۳۳۵ بوده و بیشترین و کمترین مقدار آن به ترتیب برابر ۶۴/۴۶۳ و ۱-/۵۱۱- می‌باشد. میانگین رشد سرمایه‌گذاری‌های بلندمدت به عنوان یکی دیگر از شاخص‌های سرمایه‌گذاری شرکت‌های مورد بررسی برابر ۱/۳۹۴ بوده و بیشترین و کمترین مقدار آن به ترتیب برابر ۴۱۵/۷۸۳ و ۱-/۰۰۰- می‌باشد. میانگین از رشد مجموع دارایی‌های ثابت و سرمایه‌گذاری‌های بلندمدت به عنوان یکی دیگر از شاخص‌های سرمایه‌گذاری شرکت‌های مورد بررسی برابر ۰/۲۳۸ بوده و بیشترین و کمترین مقدار آن به ترتیب برابر ۱۱/۷۷۳ و ۰-/۸۴۶- می‌باشد. در نهایت، میانگین حساب‌انگاری سرمایه‌گذاران برابر ۰-/۱۲۹- بوده و بیشترین و کمترین مقدار آن به ترتیب برابر ۰/۵۲۱ و ۰-/۶۷۳- می‌باشد. علاوه بر این، شرکت‌های سرمایه‌گذاری مورد بررسی، در ۳۵/۷۱ درصد موارد، تورش رفتاری حساب‌انگاری را از خود نشان داده اند.

Size: اندازه شرکت می‌باشد و برابر است با لگاریتم طبیعی مجموع دارایی‌ها؛  
Growth: فرصت رشد شرکت می‌باشد و برابر است با نسبت ارزش بازار سهام شرکت به مجموع حقوق صاحبان سهام؛  
FlowLiqu: گردش وجه نقد می‌باشد و برابر است با: (سود قبل از مالیات + هزینه استهلاک) / (وجه نقد و سرمایه‌گذاری‌های کوتاه مدت- مجموع دارایی‌ها)  
Debtbank: بدهی به بانک و برابر است با نسبت بدهی‌های بانکی به مجموع بدهی‌ها؛  
LiquAS: دارایی‌های نقدی و برابر است با: مجموع دارایی‌ها / (دارایی‌های جاری - بدهی‌های جاری)

### یافته‌های تحقیق

#### آمار توصیفی

آمار توصیفی متغیرهای پژوهش در جدول ۱ نشان داده شده است. در بخش آمار توصیفی متغیرهای پژوهش برای ۱۰۹ شرکت طی دوره ۱۳۹۰-۱۳۹۶ (۷۶۳ شرکت- سال) ارائه می‌شود. بطور کلی، آمار توصیفی متغیرهای پژوهش نشان داد طی دوره ۱۳۹۰-۱۳۹۶ میانگین سررسید بدهی به عنوان یکی دیگر از شاخص‌های سیاست مالی شرکت‌های مورد بررسی، برابر ۰/۱۲۴ بوده و بیشترین و کمترین مقدار آن به ترتیب برابر ۰/۷۲۹ و ۰-/۲۰۳- می‌باشد. میانگین نسبت بدهی‌های بلندمدت

جدول ۱. آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

متغیر	نماد	میانگین	انحراف معیار	حداکثر	حداقل	کشدگی	چولگی
سررسید بدهی	Debtmaturity	۰.۱۲۴	۰.۱۲۴	۰.۷۲۹	-۰.۲۰۳	۳.۴۲۰	۱.۷۴۱
بدهی‌های بلندمدت به حقوق صاحبان سهام	LDebt/Equity	۰.۲۲۰	۲.۷۱۰	۴۶.۴۹۰	-۳۰.۸۶۱	۱۵۴.۱۰۵	۳.۴۲۲
شاخص اول سرمایه‌گذاری	NEWINVEST1	۰.۲۷۳	۱.۰۸۱	۱۲.۴۲۲	-۱.۹۸۳	۶۲.۱۱۹	۶.۹۵۳
شاخص دوم سرمایه‌گذاری	NEWINVEST2	۰.۳۳۵	۲.۵۴۱	۶۴.۴۶۳	-۱.۵۱۱	۵۳۶.۵۵۹	۲۱.۷۵۶
شاخص سوم سرمایه‌گذاری	NEWINVEST3	۱.۳۹۴	۱۷.۰۴۱	۴۱۵.۷۸۳	-۱.۰۰۰	۴۷۳.۷۵۸	۲۰.۵۷۰
شاخص چهارم سرمایه‌گذاری	NEWINVEST4	۰.۲۳۸	۰.۸۳۱	۱۱.۷۷۳	-۰.۸۴۶	۶۵.۹۰۷	۶.۸۰۷
حساب‌انگاری	MA	-۰.۱۲۹	۰.۲۶۸	۰.۵۲۱	-۰.۶۷۳	-۰.۲۵۳	-۰.۲۱۱
میزان نگهداشت وجه نقد	CASH	۰.۰۵۶	۰.۰۶۸	۰.۴۷۹	۰.۰۰۰	۸.۰۵۳	۲.۵۷۷
اندازه شرکت	Size	۱۸.۰۵۳	۱.۳۷۹	۲۱.۱۹۰	۸.۳۷۹	۱.۸۳۹	۰.۹۳۹
فرصت‌های رشد آتی	Growth	۴.۲۷۵	۷.۲۱۰	۱۲۱.۵۱۰	-۵۳.۲۱۸	۱۳۴.۷۹۳	۷.۰۶۲
گردش وجه نقد	FlowLiqu	۰.۱۳۴	۰.۱۷۹	۱.۰۸۱	-۱.۰۶۹	۷.۲۳۵	۰.۰۳۰
بدهی به بانک‌ها	Debtbank	۰.۳۸۶	۰.۲۱۶	۰.۸۸۳	۰.۰۰۰	-۰.۸۹۲	-۰.۰۳۷
دارایی‌های نقدی	LiquAS	۰.۱۰۷	۰.۲۶۱	۰.۶۸۱	-۳.۱۱۱	۳۲.۳۲۹	-۳.۱۸۸

## آمار استنباطی

نتایج نشان می‌دهد که نسبت بدهی (DEBTR)، سررسید بدهی (Debtmaturity)، بدهی‌های بلندمدت به حقوق صاحبان سهام (LDebt/Equity)، حساب‌انگاری (MA)، میزان نگهداشت وجه نقد (CASH)، فرصت‌های رشد آتی (Growth)، گردش وجه نقد (FlowLiqu)، بدهی به بانک‌ها (Debtbank) و دارایی‌های نقدی (LiquAS)، شاخص اول سرمایه‌گذاری (NEWINVEST1)، شاخص دوم سرمایه‌گذاری (NEWINVEST2)، شاخص سوم سرمایه‌گذاری (NEWINVEST3) و شاخص چهارم سرمایه‌گذاری (NEWINVEST4) در سطح و اندازه شرکت (Size) پس از یکبار تفاضل‌گیری ایستا می‌باشند. از طرف دیگر، در این مطالعه جهت بررسی نرمال بودن متغیرها از آزمون کولموگروف-اسمیرنوف استفاده شد که نتایج آن در ذیل ارائه شده است:

در این پژوهش با استفاده از مدل داده‌های تابلویی به بررسی تأثیر حساب‌انگاری سرمایه‌گذاران بر سیاست تأمین مالی و سیاست سرمایه‌گذاری شرکت‌ها پرداخته می‌شود. برای این منظور متغیرهای وابسته تحقیق (شاخص‌های سیاست تأمین مالی و سیاست سرمایه‌گذاری) برای سال‌های ۱۳۹۰-۱۳۹۶ با استفاده از متغیرهای حساب‌انگاری به عنوان متغیر مستقل تحقیق و متغیرهای کنترل مورد بررسی، برآورد می‌گردد.

## بررسی ایستایی متغیرهای تحقیق

پیش از برآورد مدل تحقیق ابتدا می‌بایست ایستایی متغیرهای تحقیق بررسی شود. در این مطالعه جهت بررسی ایستایی متغیرها از آزمون لوین، لین و چو (LLC) استفاده شد که نتایج آن در جدول (۲) ارائه شده است:

جدول ۲. نتایج آزمون لوین، لین و چو (ایستایی متغیرها)

متغیر	آماره t	P-Value	نتیجه ایستایی
Debtmaturity	۴/۰۸	۰/۰۰۰***	ایستا در سطح
LDebt/Equity	۳/۱۶	۰/۰۰۰***	ایستا در سطح
NEWINVEST1	۴/۰۵	۰/۰۰۰***	ایستا در سطح
NEWINVEST2	۳/۴۲	۰/۰۰۰***	ایستا در سطح
NEWINVEST3	۳/۵۵	۰/۰۰۰***	ایستا در سطح
NEWINVEST4	۳/۶۷	۰/۰۰۰***	ایستا در سطح
MA	۳/۱۱	۰/۰۰۰***	ایستا در سطح
CASH	۳/۱۴	۰/۰۰۰***	ایستا در سطح
Size	۱/۵۹	۰/۱۱۳ <sup>NS</sup>	ناپایا در سطح
	۳/۹۷	۰/۰۰۰***	ایستا در تفاضل مرتبه اول
Growth	۳/۱۷	۰/۰۰۰***	ایستا در سطح
FlowLiqu	۳/۲۸	۰/۰۰۰***	ایستا در سطح
Debtbank	۳/۵۵	۰/۰۰۰***	ایستا در سطح
LiquAS	۲/۷۳	۰/۰۰۶***	ایستا در سطح

\*\*\*معنادار در سطح ۰/۱ - \*\*معنادار در سطح ۰/۰۵ - \*معنادار در سطح ۰/۰۱ - NS بی‌معنی

مأخذ: یافته‌های تحقیق

جدول ۳. نتایج آزمون نرمالیتی کولموگروف-اسمیرنوف برای متغیرهای تحقیق

متغیرها	Statistic	Df	Sig.
Debtmaturity	۰.۵۲۹	۷۶۲	۰.۰۵۱
LDebt/Equity	۰.۵۶۴	۷۶۲	۰.۰۵۴
NEWINVEST1	۰.۵۷۵	۷۶۲	۰.۰۵۵
NEWINVEST2	۰.۵۸۸	۷۶۲	۰.۰۵۶

Sig.	Df	Statistic	متغیرها
۰.۰۵۱	۷۶۲	۰.۵۲۱	NEWINVEST3
۰.۰۵۲	۷۶۲	۰.۵۴۶	NEWINVEST4
۰.۰۶۰	۷۶۲	۰.۶۲۸	MA
۰.۰۵۳	۷۶۲	۰.۵۵۷	CASH
۰.۰۵۷	۷۶۲	۰.۵۹۴	Size
۰.۰۵۸	۷۶۲	۰.۶۰۷	Growth
۰.۰۵۹	۷۶۲	۰.۶۱۹	FlowLiqu
۰.۰۵۲	۷۶۲	۰.۵۴۹	Debtbank
۰.۰۵۵	۷۶۲	۰.۵۷۸	LiquAS

مأخذ: یافته‌های تحقیق

و اثرات تصادفی استفاده شد. نتایج فوق نشان می‌دهد که آماره این آزمون برای مدل اول برابر ۲۶/۱۷ بوده و P-value آن کمتر از ۰/۰۵ می‌باشد. از این رو، فرضیه صفر آزمون هاسمن رد شده و از این رو روش اثرات ثابت نسبت به روش اثرات تصادفی کارا تر می‌باشد. جدول (۵) نتایج تخمین مدل اثرات ثابت به منظور بررسی اثر حساب‌انگاری سرمایه‌گذاران بر سررسید بدهی را برای نمونه مورد بررسی از شرکت‌ها طی دوره ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۶ نشان می‌دهد.

در نهایت، یافته‌های برآورد مدل نشان می‌دهد که ضریب متغیر حساب‌انگاری (MA)، در مدل دارای علامت مثبت بوده و از نظر آماری در سطح ۵٪ معنادار می‌باشد. بدین مفهوم که حساب‌انگاری سرمایه‌گذاران، اثر مستقیمی بر سررسید بدهی به عنوان یکی دیگر از شاخص‌های سیاست تأمین مالی شرکت‌های مورد بررسی دارد. زیرا همانطور که پیشتر گفته شد، حساب‌انگاری، باعث زیان‌گریزی و تمایل به بازگشت به میانگین بازده سهام شده، در نتیجه موجب کاهش بازده سهام و متعاقباً کاهش توانایی تأمین مالی شرکت‌ها از طریق منابع داخلی و افزایش تأمین مالی از منابع خارجی می‌شود. در نتیجه سررسید بدهی (بدهی‌های بلندمدت ÷ کل بدهی‌ها) افزایش می‌یابد. از این رو فرضیه اول تحقیق مبنی بر اینکه حساب‌انگاری سرمایه‌گذاران تأثیر معناداری بر سررسید بدهی دارد، تأیید می‌شود.

یافته‌های جدول (۳) نشان می‌دهد که سطح معناداری این آزمون برای تمامی متغیرهای مورد بررسی بیشتر از سطح معناداری ۰.۰۵ می‌باشد، از این رو، داده‌های متغیرهای مورد بررسی، نرمال می‌باشد

**آزمون فرضیه ۱** (حساب‌انگاری سرمایه‌گذاران تأثیر معناداری بر سررسید بدهی دارد).

جهت انتخاب شکل مناسب تصریح مدل، از آزمون‌های ترکیب-پذیری، هاسمن و بروش - پاگان استفاده شد. در جدول (۴) نتایج آزمون‌های یاد شده برای مدل اول تحقیق ارائه شده است. از آنجا که مقدار آماره F محاسباتی برای آزمون Poolability برای مدل اول (متغیر وابسته سررسید بدهی (Debtmaturity)) برابر ۵۷۳/۱۱ بوده و همچنین P-value آن کمتر از ۰/۰۵ می‌باشد، فرض صفر رد شده و می‌توان عرض از مبدأهای متفاوتی برای هر یک از مقاطع لحاظ کرد. به عبارت دیگر برای مدل فوق، استفاده از مدل OLS کارایی نداشته و باید از مدل داده‌های ترکیبی استفاده شود. علاوه بر این، برای آزمون وجود اثرات تصادفی از آزمون Breusch & Pagan استفاده شد. یافته‌های جدول فوق نشان می‌دهد که آماره این آزمون برای مدل اول برابر ۳۶۹/۰۲ بوده و P-value آن کمتر از ۰/۰۵ می‌باشد. از این رو فرضیه صفر آزمون رد شده و اثرات تصادفی در مدل وجود دارد. همچنین از آزمون Hausman برای انتخاب بین اثرات ثابت

جدول ۳. نتایج آزمون‌های ترکیب‌پذیری، هاسمن و بروش و پاگان برای مدل اول تحقیق

P-Value	مقدار آماره آزمون	آماره آزمون	نوع آزمون
۰/۰۰۱۵***	۵۷۳/۱۱	F لیمر	Poolability
۰/۰۰۲۴***	۳۶۹/۰۲	LM با توزیع $\chi^2$	Breusch & Pagan
۰/۰۳۸۱**	۲۶/۱۷	LM با توزیع $\chi^2$	Hausman

\*\*\*معنادار در سطح ۱٪ - \*\*معنادار در سطح ۵٪ - \*معنادار در سطح ۱۰٪ - NS بی‌معنی

مأخذ: یافته‌های تحقیق

جدول ۵. مدل اثرات ثابت برای تصریح مدل اول (متغیر وابسته: سررسید بدهی (Debtmaturity))

متغیرهای مستقل	ضریب	آماره t
MA	۰/۰۹۳	۲/۰۳۱**
CASH	-۰/۲۷۱	-۳/۰۲۴***
Size	۰/۰۹۱	۱/۵۹۹ <sup>NS</sup>
Growth	-۰/۱۸۷	-۱/۴۱۳ <sup>NS</sup>
FlowLiqu	-۰/۳۰۳	-۳/۰۲۵***
Debtbank	۰/۰۹۹	۱/۴۱۳ <sup>NS</sup>
LiquAS	-۰/۱۱۸	-۲/۱۰۶**
عرض از مبدأ (co)	۲/۵۶۷	۳/۴۱۹***
R <sup>2</sup>	۰/۸۸	
F	۵۷۳/۱۱	
Sargant test( $\chi^2$ )	۱/۶۶ (۰/۳۷) <sup>NS</sup>	
Serial correlation (Z) Arrelano and Bonad	-۰/۴۶ (۰/۴۸)	
Wald( $\chi^2$ )	۶۹۹/۱۱ (۰/۰۰۱)***	
***معنادار در سطح ۰/۰۱ - **معنادار در سطح ۰/۰۵ - *معنادار در سطح ۰/۱۰ - NS بی معنی		

مأخذ: یافته‌های تحقیق

نتایج تخمین مدل اثرات ثابت جهت بررسی اثر حسابداری سرمایه‌گذاران بر بدهی‌های بلندمدت به حقوق صاحبان سهام را برای نمونه مورد بررسی از شرکت‌ها نشان می‌دهد. در نهایت، یافته‌های برآورد مدل نشان می‌دهد که ضریب متغیر حسابداری (MA)، در مدل دارای علامت مثبت بوده و از نظر آماری در سطح ۰/۵ معنادار می‌باشد. بدین مفهوم که حسابداری سرمایه‌گذاران، اثر مستقیمی بر بدهی‌های بلندمدت به حقوق صاحبان به عنوان یکی دیگر از شاخص‌های سیاست تأمین مالی شرکت‌های مورد بررسی دارد. زیرا حسابداری، باعث زیان‌گریزی و تمایل به بازگشت به میانگین بازده سهام شده، در نتیجه موجب کاهش بازده سهام و متعاقباً کاهش توانایی تأمین مالی شرکت‌ها از طریق منابع داخلی و افزایش تأمین مالی از منابع خارجی می‌شود. در نتیجه نسبت بدهی‌های بلندمدت به حقوق صاحبان سهام افزایش می‌یابد. از این رو فرضیه دوم تحقیق مبنی بر اینکه حسابداری سرمایه‌گذاران تأثیر معناداری بر بدهی‌های بلندمدت به حقوق صاحبان سهام دارد، تأیید می‌شود.

**آزمون فرضیه دوم** (حسابداری سرمایه‌گذاران تأثیر معناداری بر بدهی‌های بلندمدت به حقوق صاحبان سهام دارد). جهت انتخاب شکل مناسب تصریح مدل، از آزمون‌های ترکیب-پذیری، هاسمن و بروش - پاگان استفاده شد. در جدول (۶) نتایج آزمون‌های یاد شده برای مدل دوم تحقیق ارائه شده است. از آنجا که مقدار آماره F محاسباتی برای آزمون Poolability برای مدل دوم برابر ۶۰۱/۰۹ بوده و P-value آن کمتر از ۰/۰۵ می‌باشد، فرض صفر رد شده و می‌توان عرض از مبدأهای متفاوتی برای مقاطع لحاظ کرد. به عبارت دیگر، استفاده از مدل OLS کارایی نداشته و باید از مدل داده‌های ترکیبی استفاده شود. علاوه بر این، یافته‌های آزمون Breusch & Pagan نشان می‌دهد که آماره این آزمون برابر ۳۶۶/۹۸ بوده و P-value آن کمتر از ۰/۰۵ می‌باشد. از این رو فرضیه صفر آزمون رد شده و اثرات تصادفی در مدل وجود دارد. نتایج آزمون Hausman نشان می‌دهد که آماره این آزمون برابر ۲۷/۴۴ بوده و P-value آن کمتر از ۰/۰۵ می‌باشد. از این رو، فرضیه صفر رد شده و روش اثرات ثابت نسبت به روش اثرات تصادفی کارا تر می‌باشد. جدول (۷)

جدول ۶. نتایج آزمون‌های ترکیب پذیری، هاسمن و بروش و پاگان برای مدل دوم تحقیق

نوع آزمون	آماره آزمون	مقدار آماره آزمون	P-Value
Poolability	F لیمر	۶۰۱/۰۹	۰/۰۰۱۴***
Breusch & Pagan	LM با توزیع $\chi^2$	۳۶۶/۹۸	۰/۰۰۲۲***
Hausman	LM با توزیع $\chi^2$	۲۷/۴۴	۰/۰۳۵۵**
***معنادار در سطح ۰/۰۱ - **معنادار در سطح ۰/۰۵ - *معنادار در سطح ۰/۱۰ - NS بی معنی			

مأخذ: یافته‌های تحقیق



جدول ۷. مدل اثرات ثابت برای تصریح مدل دوم (متغیر وابسته: بدهی‌های بلندمدت به حقوق صاحبان سهام (LDebt/Equity))

متغیرهای مستقل	ضریب	آماره t
MA	۰/۰۸۴	۱/۹۸۸**
CASH	-۰/۰۶۶	-۱/۸۲۶*
Size	-۰/۱۳۳	-۱/۵۴۲ <sup>NS</sup>
Growth	۱/۰۴۴	۱/۷۷۳*
FlowLiqu	-۰/۰۵۱	-۰/۸۱۹ <sup>NS</sup>
Debtbank	۰/۰۹۲	۰/۴۷۵ <sup>NS</sup>
LiquAS	-۰/۱۰۶	-۱/۱۶۶ <sup>NS</sup>
عرض از مبدأ (c <sub>0</sub> )	۲/۰۱۳	۳/۰۲۷***
R <sup>2</sup>		۰/۸۹
F		۶۰۱/۰۹
Sargant test( $\chi^2$ )		<sup>NS</sup> (۰/۲۸) ۱/۷۱
Arrelano and Bonad Serial correlation (Z)		(۰/۴۳) -۰/۴۹
Wald( $\chi^2$ )		۷۲۱/۱۹ (۰/۰۰۱)***
***معنادار در سطح ۱٪ - **معنادار در سطح ۵٪ - *معنادار در سطح ۱۰٪ - NS بی‌معنی		

مأخذ: یافته‌های تحقیق

به روش اثرات تصادفی کارا تر می‌باشد. جدول (۹) نتایج تخمین مدل اثرات ثابت به منظور بررسی اثر حساب‌انگاری سرمایه‌گذاران بر شاخص اول سرمایه‌گذاری را برای نمونه مورد بررسی از شرکت‌ها طی دوره ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۶ نشان می‌دهد. یافته‌های برآورد مدل نشان می‌دهد که ضریب متغیر حاصلضرب حساب‌انگاری در فرصت‌های رشد آتی (MA×Growth)، در مدل دارای علامت مثبت بوده ولی از نظر آماری در سطح ۵٪ معنادار نمی‌باشد. بدین مفهوم که حساب‌انگاری سرمایه‌گذاران، از اثر متقابل معناداری بین فرصت‌های رشد و شاخص اول سرمایه‌گذاری برخوردار نمی‌باشد. زیرا اگرچه حساب‌انگاری باعث زیان‌گریزی شده و تمایل به بازگشت به میانگین بازده سهام شده، در نتیجه موجب کاهش بازده سهام، و متعاقباً کاهش توانایی شرکت‌ها جهت سرمایه‌گذاری‌های جدید در قالب NEWINVEST1 (رشد دارایی‌های ثابت مشهود) می‌شود (علامت منفی متغیر حساب‌انگاری در مدل)، لیکن اثر منفی حساب‌انگاری به اندازه کافی جهت تغییر رابطه بین فرصت‌های رشد و شاخص اول سرمایه‌گذاری (که این شاخص بیانگر رشد دارایی‌های ثابت می‌باشد) محسوس و قابل توجه نمی‌باشد. از این رو فرضیه سوم تحقیق مبنی بر اینکه حساب‌انگاری سرمایه‌گذاران تأثیر معناداری بر رابطه بین فرصت‌های رشد و رشد دارایی‌های ثابت مشهود دارد، تأیید نمی‌شود.

**آزمون فرضیه سوم** (حساب‌انگاری سرمایه‌گذاران تأثیر معناداری بر رابطه بین فرصت‌های رشد و رشد دارایی‌های ثابت مشهود دارد).

جهت انتخاب شکل مناسب تصریح مدل، از آزمون‌های ترکیب‌پذیری، هاسمن و بروش - پاگان استفاده شد. در جدول (۸) نتایج آزمون‌های یاد شده برای مدل سوم تحقیق ارائه شده است:

از آنجا که مقدار آماره F محاسباتی برای آزمون Poolability برای مدل سوم (متغیر وابسته شاخص اول سرمایه‌گذاری (رشد دارایی‌های ثابت مشهود (NEWINVEST1)) برابر ۵۹۱/۰۳ بوده و همچنین P-value آن کمتر از ۰/۰۵ می‌باشد، فرض صفر رد شده و می‌توان عرض از مبدأهای متفاوتی برای هر یک از مقاطع لحاظ کرد. به عبارت دیگر برای مدل فوق، استفاده از مدل OLS کارایی نداشته و باید از مدل داده‌های ترکیبی استفاده شود. علاوه بر این، برای آزمون وجود اثرات تصادفی از آزمون Breusch Pagan & استفاده شد. یافته‌های جدول فوق نشان می‌دهد که آماره این آزمون برای مدل سوم برابر ۳۲۸/۴۴ بوده و P-value آن کمتر از ۰/۰۵ می‌باشد. از این رو فرضیه صفر آزمون رد شده و اثرات تصادفی در مدل وجود دارد. همچنین از آزمون Hausman برای انتخاب بین اثرات ثابت و اثرات تصادفی استفاده شد. نتایج فوق نشان می‌دهد که آماره این آزمون برای مدل سوم برابر ۲۵/۰۹ بوده و P-value آن کمتر از ۰/۰۵ می‌باشد. از این رو، فرضیه صفر آزمون هاسمن رد شده و روش اثرات ثابت نسبت

جدول ۸. نتایج آزمون‌های ترکیب پذیری، هاسمن و بروش و پاگان برای مدل سوم تحقیق

نوع آزمون	آماره آزمون	مقدار آماره آزمون	P-Value
Poolability	F لیمر	۵۹۱/۰۳	۰/۰۰۱۶***
Breusch & Pagan	$\chi^2$ با توزیع LM	۳۲۸/۴۴	۰/۰۰۲۸***
Hausman	$\chi^2$ با توزیع LM	۲۵/۰۹	۰/۰۳۹۷**

\*\*\*معنادار در سطح ۰/۱ - \*\*معنادار در سطح ۰/۰۵ - \*معنادار در سطح ۰/۱۰ - NS بی‌معنی

مأخذ: یافته‌های تحقیق

جدول ۹. مدل اثرات ثابت برای تصریح مدل سوم (متغیر وابسته: NEWINVEST1)

متغیرهای مستقل	ضریب	آماره t
MA	-۰/۱۴۴	-۲/۲۲۶**
CASH	-۰/۱۱۹	-۱/۷۴۷*
Size	-۰/۴۴۱	-۳/۵۶۸***
Growth	۰/۱۹۹	۱/۵۰۳ <sup>NS</sup>
MA×Growth	۰/۱۸۸	۱/۶۱۹ <sup>NS</sup>
FlowLiqu	-۰/۱۷۹	-۳/۰۳۶***
Debtbank	-۰/۲۰۳	-۳/۴۴۴***
LiquAS	-۰/۱۴۹	-۱/۴۵۲ <sup>NS</sup>
عرض از مبدأ (c <sub>0</sub> )	۰/۹۶۷	۲/۰۵۵**
R <sup>2</sup>	۰/۸۳	
F	۵۹۱/۰۳	
Sargant test( $\chi^2$ )	NS(۰/۳۹) ۱/۵۹	
Serial correlation (Z) Arrelano and Bonad	(-۰/۵۷) - (۰/۵۱)	
Wald( $\chi^2$ )	۶۷۲/۱۹ (۰/۰۰۲)***	

\*\*\*معنادار در سطح ۰/۱ - \*\*معنادار در سطح ۰/۰۵ - \*معنادار در سطح ۰/۱۰ - NS بی‌معنی

مأخذ: یافته‌های تحقیق

کمتر از ۰/۰۵ می‌باشد. از این رو فرضیه صفر آزمون رد شده و اثرات تصادفی در مدل وجود دارد. همچنین از نتایج آزمون Hausman نشان می‌دهد که آماره این آزمون برای مدل چهارم برابر ۲۶/۰۷ بوده و P-value آن کمتر از ۰/۰۵ می‌باشد. از این رو، فرضیه صفر آزمون هاسمن رد شده و روش اثرات ثابت نسبت به روش اثرات تصادفی کاراتر می‌باشد. جدول (۱۱) نتایج تخمین مدل اثرات ثابت به منظور بررسی اثر حساب‌انگاری سرمایه‌گذاران بر شاخص دوم سرمایه‌گذاری را برای نمونه مورد بررسی از شرکت‌ها طی دوره ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۶ نشان می‌دهد. یافته‌های برآورد مدل نشان می‌دهد که ضریب متغیر حاصلضرب حساب‌انگاری در فرصت‌های رشد آتی (MA×Growth)، دارای علامت مثبت بوده و در سطح ۰/۱۰ معنادار می‌باشد. بدین مفهوم که حساب‌انگاری سرمایه‌گذاران، از اثر متقابل مثبت و ضعیفی بین فرصت‌های رشد و رشد دارایی‌های غیرجاری برخوردار می‌باشد. زیرا حساب‌انگاری باعث کاهش

آزمون فرضیه چهارم (حساب‌انگاری سرمایه‌گذاران تأثیر معناداری بر رابطه بین فرصت‌های رشد و رشد دارایی‌های غیرجاری دارد).

جهت انتخاب شکل مناسب تصریح مدل، از آزمون‌های ترکیب‌پذیری، هاسمن و بروش - پاگان استفاده شد. در جدول (۱۰) نتایج آزمون‌های یاد شده برای مدل چهارم تحقیق ارائه شده است:

از آنجا که مقدار آماره F محاسباتی برای آزمون Poolability برای مدل چهارم (متغیر وابسته شاخص دوم سرمایه‌گذاری) (رشد دارایی‌های غیرجاری ابتدا (NEWINVEST2)) برابر ۵۱۵/۰۸ بوده و P-value آن کمتر از ۰/۰۵ می‌باشد، فرض صفر رد شده و به عبارت دیگر برای مدل فوق، استفاده از مدل OLS کارایی نداشته و باید از مدل داده‌های ترکیبی استفاده شود. علاوه بر این، یافته‌های آزمون Breusch & Pagan نشان می‌دهد که آماره این آزمون برای مدل چهارم برابر ۳۱۱/۲۹ بوده و P-value آن

سرمایه‌گذاری می‌شود. به عبارت دیگر، حساب‌انگاری باعث تضعیف رابطه مثبت میان فرصت‌های رشد و شاخص دوم سرمایه‌گذاری می‌شود. از این رو فرضیه چهارم تحقیق مبنی بر اینکه حساب‌انگاری سرمایه‌گذاران تأثیر معناداری بر رابطه بین فرصت‌های رشد و رشد دارایی‌های غیرجاری دارد، تأیید می‌شود.

بازده سهام و متعاقباً کاهش توانایی شرکت‌ها جهت سرمایه‌گذاری‌های جدید در قالب NEWINVEST2 (رشد دارایی‌های غیرجاری) می‌شود (علامت منفی متغیر حساب‌انگاری در مدل). همچنین، اثر منفی حساب‌انگاری باعث کاهش معنادار رابطه مثبت بین فرصت‌های رشد و شاخص دوم

جدول ۱۰. نتایج آزمون‌های ترکیب پذیری، هاسمن و بروش و پاگان برای مدل چهارم تحقیق

نوع آزمون	آماره آزمون	مقدار آماره آزمون	P-Value
Poolability	F لیمر	۵۱۵/۰۸	۰/۰۰۱۸***
Breusch & Pagan	LM با توزیع $\chi^2$	۳۱۱/۲۹	۰/۰۰۲۹***
Hausman	LM با توزیع $\chi^2$	۲۶/۰۷	۰/۰۴۲۱**

\*\*\*معنادار در سطح ۱٪ - \*\*معنادار در سطح ۵٪ - \*معنادار در سطح ۱۰٪ - NS بی‌معنی

مأخذ: یافته‌های تحقیق

جدول ۱۱. مدل اثرات ثابت برای تصریح مدل چهارم (متغیر وابسته: NEWINVEST2)

متغیرهای مستقل	ضریب	آماره t
MA	-۰/۱۵۹	-۲/۴۴۸**
CASH	-۰/۱۸۹	-۱/۷۸۳*
Size	-۰/۴۴۹	-۳/۸۲۲***
Growth	۰/۲۱۲	۱/۹۰۷*
MA×Growth	۰/۱۵۵	۱/۸۴۲*
FlowLiqu	-۰/۱۷۸	-۳/۲۹۲***
Debtbank	-۰/۰۵۵	-۱/۲۸۵ <sup>NS</sup>
LiquAS	۰/۱۳۲	۱/۱۳۹ <sup>NS</sup>
عرض از مبدأ (c <sub>0</sub> )	۲/۰۳۲	۳/۲۳۱***
R <sup>2</sup>	۰/۸۵	
F	۵۱۵/۰۸	
Sargant test( $\chi^2$ )	۱/۶۳ (۰/۲۷) <sup>NS</sup>	
Serial correlation (Z) Arrelano and Bonad	-۰/۴۴ (۰/۵۲)	
Wald( $\chi^2$ )	۲۰۵/۳۳ (۰/۰۰۱)***	

\*\*\*معنادار در سطح ۱٪ - \*\*معنادار در سطح ۵٪ - \*معنادار در سطح ۱۰٪ - NS بی‌معنی

مأخذ: یافته‌های تحقیق

و P-value آن کمتر از ۰/۰۵ می‌باشد، فرض صفر رد شده و استفاده از مدل OLS کارایی نداشته و باید از مدل داده‌های ترکیبی استفاده شود. علاوه بر این، برای آزمون وجود اثرات تصادفی از آزمون Breusch & Pagan استفاده شد. یافته‌های جدول (۱۱) نشان می‌دهد که آماره این آزمون برای مدل پنجم برابر ۳۱۶/۲۹ بوده و P-value آن کمتر از ۰/۰۵ می‌باشد. از این رو فرضیه صفر آزمون رد شده و اثرات تصادفی در مدل وجود دارد. همچنین از آزمون Hausman برای انتخاب بین اثرات ثابت و اثرات تصادفی استفاده شد. نتایج فوق نشان می‌دهد که آماره این آزمون برای مدل پنجم برابر ۲۶/۳۳ بوده و P-value آن کمتر

آزمون فرضیه پنجم (حساب‌انگاری سرمایه‌گذاران تأثیر معناداری بر رابطه بین فرصت‌های رشد و رشد سرمایه‌گذاری-های بلندمدت دارد).

جهت انتخاب شکل مناسب تصریح مدل، از آزمون‌های ترکیب‌پذیری، هاسمن و بروش - پاگان استفاده شد. در جدول (۱۲) نتایج آزمون‌های یاد شده برای مدل پنجم تحقیق ارائه شده است:

از آنجا که مقدار آماره F محاسباتی برای آزمون Poolability برای مدل پنجم (متغیر وابسته شاخص سوم سرمایه‌گذاری (رشد سرمایه‌گذاری بلندمدت (NEWINVEST3)) برابر ۵۲۱/۴۵ بوده

پیشتر گفته شد، حساب‌انگاری باعث کاهش بازده سهام و متعاقباً کاهش توانایی شرکت‌ها جهت سرمایه‌گذاری‌های جدید در قالب NEWINVEST3 (رشد سرمایه‌گذاری بلندمدت) می‌شود (علامت منفی متغیر حساب‌انگاری در مدل). همچنین، اثر منفی حساب‌انگاری باعث کاهش معنادار رابطه مثبت بین فرصت‌های رشد و شاخص سوم سرمایه‌گذاری می‌شود. به عبارت دیگر، حساب‌انگاری باعث تضعیف رابطه مثبت میان فرصت‌های رشد و شاخص سوم سرمایه‌گذاری می‌شود. از این رو فرضیه پنجم تحقیق مبنی بر اینکه حساب‌انگاری سرمایه‌گذاران تأثیر معناداری بر رابطه بین فرصت‌های رشد و رشد سرمایه‌گذاری‌های بلندمدت دارد، تأیید می‌شود.

از ۰/۰۵ می‌باشد. از این رو، فرضیه صفر آزمون هاسمن رد شده و روش اثرات ثابت نسبت به روش اثرات تصادفی کارتر می‌باشد. جدول (۱۳) نتایج تخمین مدل اثرات ثابت به منظور بررسی اثر حساب‌انگاری سرمایه‌گذاران بر شاخص سوم سرمایه‌گذاری را برای نمونه مورد بررسی از شرکت‌ها طی دوره ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۶ نشان می‌دهد:

در نهایت، یافته‌های برآورد مدل نشان می‌دهد که ضریب متغیر حاصلضرب حساب‌انگاری در فرصت‌های رشد آتی (MA×Growth)، دارای علامت مثبت بوده و در سطح ۱۰٪ معنادار می‌باشد. بدین مفهوم که حساب‌انگاری سرمایه‌گذاران، از اثر متقابل مثبت و ضعیفی بین فرصت‌های رشد و رشد سرمایه‌گذاری‌های بلندمدت برخوردار می‌باشد. زیرا همانطور که

جدول ۱۲. نتایج آزمون‌های ترکیب‌پذیری، هاسمن و بروش و پاگان برای مدل پنجم پژوهش

نوع آزمون	آماره آزمون	مقدار آماره آزمون	P-Value
Poolability	F لیمر	۵۲۱/۴۵	۰/۰۰۱۷***
Breusch & Pagan	LM با توزیع $\chi^2$	۳۱۶/۲۹	۰/۰۰۲۸***
Hausman	LM با توزیع $\chi^2$	۲۴/۳۳	۰/۰۴۱۹**

\*\*\*معنادار در سطح ۱٪ - \*\*معنادار در سطح ۵٪ - \*معنادار در سطح ۱۰٪ - NS بی‌معنی

مأخذ: یافته‌های تحقیق

جدول ۱۳. مدل اثرات ثابت برای تصریح مدل پنجم (متغیر وابسته: NEWINVEST3)

متغیرهای مستقل	ضریب	آماره t
MA	-۰/۱۴۹	-۲/۲۱۹**
CASH	-۰/۱۸۷	-۳/۳۰۱***
Size	-۰/۲۰۳	-۲/۸۸۹***
Growth	۰/۱۴۵	۱/۸۰۳*
MA×Growth	۰/۱۳۶	۱/۹۰۶*
FlowLiqu	-۰/۲۱۶	-۳/۲۳۰***
Debtbank	۰/۱۴۸	۱/۳۵۵ <sup>NS</sup>
LiquAS	-۰/۱۸۹	-۱/۵۲۳ <sup>NS</sup>
عرض از مبدأ (c <sub>0</sub> )	۱/۹۱۷	۳/۴۱۵***
R <sup>2</sup>	۰/۸۹	
F	۵۲۱/۴۵	
Sargant test ( $\chi^2$ )	۱/۶۹ (۰/۲۳) <sup>NS</sup>	
Serial correlation (Z) Arrelano and Bonad	-۰/۴۹ (۰/۵۱)	
Wald ( $\chi^2$ )	۷۱۷/۰۶ (۰/۰۰۱)***	

\*\*\*معنادار در سطح ۱٪ - \*\*معنادار در سطح ۵٪ - \*معنادار در سطح ۱۰٪ - NS بی‌معنی

مأخذ: یافته‌های تحقیق

تخمین مدل اثرات ثابت به منظور بررسی اثر حساب‌انگاری سرمایه‌گذاران بر شاخص چهارم سرمایه‌گذاری را برای نمونه مورد بررسی از شرکت‌های دوره ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۶ نشان می‌دهد: یافته‌های برآورد مدل نشان می‌دهد که ضریب متغیر حاصلضرب حساب‌انگاری در فرصت‌های رشد آتی (MA×Growth)، دارای علامت مثبت بوده ولی در سطح ۰/۵ معنادار نمی‌باشد. بدین مفهوم که حساب‌انگاری سرمایه‌گذاران، از اثر متقابل معناداری بر رابطه فرصت‌های رشد و رشد مجموع دارایی‌های ثابت و سرمایه‌گذاری‌های بلندمدت برخوردار نمی‌باشد. زیرا اگرچه حساب‌انگاری باعث زیان‌گریزی شده و تمایل به بازگشت به میانگین بازده سهام شده، در نتیجه موجب کاهش بازده سهام، و متعاقباً کاهش توانایی شرکت‌ها جهت سرمایه‌گذاری‌های جدید در قالب NEWINVEST4 (رشد مجموع دارایی‌های ثابت و سرمایه‌گذاری بلندمدت) می‌شود (علامت منفی متغیر حساب‌انگاری در مدل). لیکن اثر منفی حساب‌انگاری به اندازه کافی جهت تغییر رابطه بین فرصت‌های رشد و شاخص چهارم سرمایه‌گذاری (که این شاخص بیانگر رشد دارایی‌های ثابت و سرمایه‌گذاری‌های بلندمدت می‌باشد) محسوس و قابل توجه نمی‌باشد. از این رو فرضیه ششم تحقیق مبنی بر اینکه حساب‌انگاری سرمایه‌گذاران تأثیر معناداری بر رابطه فرصت‌های رشد و رشد مجموع دارایی‌های ثابت و سرمایه‌گذاری‌های بلندمدت دارد، تأیید نمی‌شود.

**آزمون فرضیه ششم** (حساب‌انگاری سرمایه‌گذاران تأثیر معناداری بر رابطه بین فرصت‌های رشد و رشد مجموع دارایی‌های ثابت و سرمایه‌گذاری‌های بلندمدت دارد). جهت انتخاب شکل مناسب تصریح مدل، از آزمون‌های ترکیب-پذیری، هاسمن و بروش - پاگان استفاده شد. در جدول (۱۴) نتایج آزمون‌های یاد شده برای مدل ششم تحقیق ارائه شده است: از آنجا که مقدار آماره F محاسباتی برای آزمون Poolability برای مدل ششم (متغیر وابسته شاخص چهارم سرمایه‌گذاری (رشد مجموع دارایی‌های ثابت و سرمایه‌گذاری بلندمدت (NEWINVEST4)) برابر ۵۵۵/۰۳ بوده و P-value آن کمتر از ۰/۰۵ می‌باشد، فرض صفر رد شده و استفاده از مدل OLS کارایی نداشته و باید از مدل داده‌های ترکیبی استفاده شود. علاوه بر این، برای آزمون وجود اثرات تصادفی از آزمون Breusch & Pagan استفاده شد. یافته‌های جدول فوق نشان می‌دهد که آماره این آزمون برای مدل ششم برابر ۳۳۶/۱۲ بوده و P-value آن کمتر از ۰/۰۵ می‌باشد. از این رو فرضیه صفر آزمون رد شده و اثرات تصادفی در مدل وجود دارد. همچنین از آزمون Hausman برای انتخاب بین اثرات ثابت و اثرات تصادفی استفاده شد. نتایج فوق نشان می‌دهد که آماره این آزمون برای مدل ششم برابر ۲۶/۰۷ بوده و P-value آن کمتر از ۰/۰۵ می‌باشد. از این رو، فرضیه صفر آزمون هاسمن رد شده و روش اثرات ثابت نسبت به روش اثرات تصادفی کارتر می‌باشد. جدول (۱۵) نتایج

جدول ۱۴. نتایج آزمون‌های ترکیب‌پذیری، هاسمن و بروش و پاگان برای مدل ششم پژوهش

نوع آزمون	آماره آزمون	مقدار آماره آزمون	P-Value
Poolability	F لیمر	۵۵۵/۰۳	۰/۰۰۱۶***
Breusch & Pagan	LM با توزیع $\chi^2$	۳۳۶/۱۲	۰/۰۰۲۷***
Hausman	LM با توزیع $\chi^2$	۲۶/۰۷	۰/۰۳۹۶**

\*\*\*معنادار در سطح ۱٪ - \*\*معنادار در سطح ۵٪ - \*معنادار در سطح ۱۰٪ - NS بی‌معنی

مأخذ: یافته‌های تحقیق

جدول ۱۵. مدل اثرات ثابت برای تصریح مدل ششم (متغیر وابسته: NEWINVEST4)

متغیرهای مستقل	ضریب	آماره t
MA	-۰/۱۲۳	-۱/۹۰۲*
CASH	-۰/۱۴۴	-۱/۷۴۴*
Size	-۰/۴۱۲	-۲/۸۱۳***
Growth	-۰/۱۳۶	-۱/۴۲۶ <sup>NS</sup>
MA×Growth	-۰/۱۴۹	-۱/۵۷۸ <sup>NS</sup>
FlowLiqu	-۰/۲۶۹	-۲/۲۰۲**
Debtbank	-۰/۱۷۹	-۱/۱۲۶ <sup>NS</sup>
LiquAS	۰/۱۳۸	۱/۲۳۳ <sup>NS</sup>
عرض از مبدأ (c <sub>0</sub> )	۱/۶۹۶	۳/۱۳۶**

متغیرهای مستقل	ضریب	آماره t
R <sup>2</sup>		۰/۸۶
F		۵۵۵/۰۳
Sargant test( $\chi^2$ )		NS(۰/۲۱) ۱/۶۹
Arrelano and Bonad Serial correlation (Z)		(۰/۵۱) -۰/۴۲
Wald( $\chi^2$ )		۷۱۵/۰۳ (۰/۰۰۱)***
***معنادار در سطح ۰/۱ - **معنادار در سطح ۰/۰۵ - *معنادار در سطح ۰/۱۰ - NS بی معنی		

مأخذ: یافته‌های تحقیق

## نتیجه‌گیری

علاوه بر این، نتایج بررسی فرضیه سوم نشان داد که حسابدانگاری سرمایه‌گذاران، از اثر متقابل معناداری بین فرصت‌های رشد و رشد دارایی‌های ثابت مشهود برخوردار نمی‌باشد. زیرا اگرچه حسابدانگاری باعث زیان‌گریزی شده و تمایل به بازگشت به میانگین بازده سهام شده، در نتیجه موجب کاهش بازده سهام و متعاقباً کاهش توانایی شرکت‌ها جهت سرمایه‌گذاری‌های جدید در قالب رشد دارایی‌های ثابت مشهود می‌شود، لیکن اثر منفی حسابدانگاری به اندازه کافی جهت تغییر رابطه بین فرصت‌های رشد و شاخص اول سرمایه‌گذاری محسوس و قابل توجه نمی‌باشد. لذا فرضیه سوم تحقیق مبنی بر اینکه حسابدانگاری سرمایه‌گذاران تأثیر معناداری بر رابطه بین فرصت‌های رشد و رشد دارایی‌های ثابت مشهود دارد، تأیید نشد. از طرف دیگر، نتایج بررسی فرضیه چهارم نشان داد که حسابدانگاری سرمایه‌گذاران، از اثر متقابل معکوس و ضعیفی بین فرصت‌های رشد و رشد دارایی‌های غیرجاری برخوردار می‌باشد. زیرا حسابدانگاری باعث کاهش بازده سهام و متعاقباً کاهش توانایی شرکت‌ها جهت سرمایه‌گذاری‌های جدید در قالب رشد دارایی‌های غیرجاری می‌شود. همچنین، اثر منفی حسابدانگاری باعث کاهش معنادار رابطه مثبت بین فرصت‌های رشد و شاخص دوم سرمایه‌گذاری می‌شود. لذا، فرضیه چهارم تحقیق مبنی بر اینکه حسابدانگاری سرمایه‌گذاران تأثیر معناداری بر رابطه میان فرصت‌های رشد و رشد دارایی‌های غیرجاری دارد، تأیید شد. نتایج بررسی فرضیه پنجم نشان داد که حسابدانگاری سرمایه‌گذاران، از اثر متقابل معکوس و ضعیفی بین فرصت‌های رشد و رشد سرمایه‌گذاری‌های بلندمدت برخوردار می‌باشد. زیرا حسابدانگاری باعث کاهش بازده سهام و متعاقباً کاهش توانایی شرکت‌ها جهت سرمایه‌گذاری‌های جدید در قالب رشد سرمایه‌گذاری‌های بلندمدت می‌شود. همچنین، اثر منفی حسابدانگاری باعث کاهش معنادار رابطه مثبت بین فرصت‌های رشد و شاخص سوم سرمایه‌گذاری می‌شود. لذا فرضیه پنجم تحقیق مبنی بر اینکه حسابدانگاری سرمایه‌گذاران تأثیر

حسابانگاری به تمایل افراد برای تصمیم‌گیری و بهبود آن بر اساس طبقه‌بندی‌های ذهنی محض اشاره دارد. در حالی که این مطلب گاهی اوقات می‌تواند منطقی باشد، اغلب این مسئله مورد توجه است که طبقه‌بندی‌های ذهنی که فرد برای خود ایجاد می‌کند، کاملاً اختیاری است و در بعضی موارد نیز اشتباهات خطرناکی مرتکب می‌شود. این استدلال‌ها در کلیت بازار نیز قابل مشاهده است. یافته‌های این پژوهش بیانگر اثرات حسابدانگاری سرمایه‌گذاران بر ساختار تأمین مالی و سرمایه‌گذاری شرکت‌ها است. نتایج بررسی تأثیر حسابدانگاری سرمایه‌گذاران بر سررسید بدهی و فرصت‌های رشد دارایی‌ها در قالب آزمون شش فرضیه ارائه شد.

نتایج بررسی فرضیه اول نشان داد که حسابدانگاری سرمایه‌گذاران، اثر مستقیمی بر سررسید بدهی به عنوان یکی دیگر از شاخص‌های سیاست تأمین مالی شرکت‌ها دارد. زیرا حسابدانگاری، باعث زیان‌گریزی و تمایل به بازگشت به میانگین بازده سهام شده، در نتیجه موجب کاهش بازده سهام و متعاقباً کاهش توانایی تأمین مالی شرکت‌ها از طریق منابع داخلی و افزایش تأمین مالی از منابع خارجی می‌شود. در نتیجه سررسید بدهی افزایش می‌یابد. لذا، فرضیه اول تحقیق مبنی بر اینکه حسابدانگاری سرمایه‌گذاران تأثیر معناداری بر سررسید بدهی دارد، تأیید شد. همچنین، نتایج بررسی فرضیه دوم نشان داد که حسابدانگاری سرمایه‌گذاران، اثر مستقیمی بر بدهی‌های بلندمدت به حقوق صاحبان سهام به عنوان یکی دیگر از شاخص‌های سیاست تأمین مالی شرکت‌ها دارد. زیرا حسابدانگاری، باعث زیان‌گریزی و تمایل به بازگشت به میانگین بازده سهام شده، در نتیجه موجب کاهش بازده سهام و متعاقباً کاهش توانایی تأمین مالی شرکت‌ها از طریق منابع داخلی و افزایش تأمین مالی از منابع خارجی می‌شود. در نتیجه نسبت بدهی‌های بلندمدت به حقوق صاحبان سهام افزایش می‌یابد. لذا فرضیه دوم تحقیق مبنی بر اینکه حسابدانگاری سرمایه‌گذاران تأثیر معناداری بر بدهی‌های بلندمدت به حقوق صاحبان سهام دارد، تأیید شد.

سهام آن‌ها فعالیت می‌کنند. این شرکت‌ها که به طور عمده با نام شرکت‌های سرمایه‌گذاری شناخته می‌شوند، در سال‌های اخیر چه از نظر تعداد و چه از نظر ارزش سرمایه رشد زیادی داشته‌اند و بخش بزرگی از سهام شرکت‌های حاضر در بورس را در اختیار گرفته‌اند. این نقش پر رنگ در بازار سرمایه موجب شده است که علاوه بر نحوه فعالیت و معامله این شرکت‌ها، رفتار آن‌ها از جمله حساب‌انگاری نیز تأثیر قابل ملاحظه‌ای بر تصمیمات و عملکرد سایر فعالان بازار داشته باشد. بطوریکه نتایج پژوهش حاضر بطور کلی نشان داد که حساب‌انگاری سرمایه‌گذاران موجب تأثیری معکوس بر سیاست‌های تأمین مالی و سرمایه‌گذاری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس می‌شود. بر این اساس پیشنهادات پژوهش حاضر عبارتند از:

- ۱) بازار سهام ایران در مقابل رفتار سرمایه‌گذاران مانند حساب‌انگاری واکنش نشان داده و در نتیجه بعضاً کارایی عقلایی خود را از دست داده است. لذا شناخت این رفتارها، از طرفی برای سوق دادن بازار به سمت عقلانیت توسط سیاست‌گذاران بازار و از طرفی دیگر به عنوان مبنای طراحی راهبردهای سرمایه‌گذاری برای مدیران سرمایه‌گذاری می‌تواند حائز اهمیت باشد.
- ۲) با توجه به تأثیر منفی حساب‌انگاری بر سیاست‌های تأمین مالی و سرمایه‌گذاری شرکت‌ها، به سرمایه‌گذاران پیشنهاد می‌شود هنگامی که در بازار اخبار هیجانی و احساساتی وجود دارد، با دقت بیشتری به خرید و فروش سهام مبادرت ورزند و از نظرات کارشناسان استفاده نمایند.

#### فهرست منابع

- \* آذر، عادل. سارنج، علیرضا. صادقی مقدم، علی اصغر. رجب زاده، علی. معزز، هاشم. (۱۳۹۷)، مدل سازی عامل گرای رفتاری سهامداران در بازار سرمایه ایران، *تحقیقات مالی*، ۲۰(۲)، ۱۵۰-۱۳۰.
- \* پاکدل، عبد... ایزدی نیا، ناصر. دستگیر، محسن. (۱۳۹۵)، رتبه بندی عوامل موثر حسابگری ذهنی در تشکیل پرتفوی توسط سرمایه‌گذاران کم تجربه به کمک تکنیک ویکور، *تحقیقات حسابداری و حسابرسی، تحقیقات حسابداری و حسابرسی*، ۸(۳۲).
- \* رهنمای رودپشتی، فریدون. جلیلی، آرزو. (۱۳۸۹)، حسابگری ذهنی و ارزیابی متوازن، تحلیل تعاملی و رفتاری، *مجله علمی پژوهشی حسابداری مدیریت*، زمستان ۸۹.

معناداری بر رابطه میان فرصت‌های رشد و رشد سرمایه‌گذاری-های بلندمدت دارد، تأیید شد. همچنین، نتایج بررسی فرضیه ششم نشان داد که حساب‌انگاری سرمایه‌گذاران، از اثر متقابل معناداری بر رابطه فرصت‌های رشد و رشد مجموع دارایی‌های ثابت و سرمایه‌گذاری‌های بلندمدت برخوردار نمی‌باشد. زیرا اگرچه حساب‌انگاری باعث زیان‌گریزی شده و تمایل به بازگشت به میانگین بازده سهام شده، در نتیجه موجب کاهش بازده سهام، و متعاقباً کاهش توانایی شرکت‌ها جهت سرمایه‌گذاری‌های جدید در قالب رشد مجموع دارایی‌های ثابت و سرمایه‌گذاری بلندمدت می‌شود. لیکن اثر منفی حساب‌انگاری به اندازه کافی جهت تغییر رابطه بین فرصت‌های رشد و شاخص چهارم سرمایه‌گذاری محسوس و قابل توجه نمی‌باشد. لذا فرضیه ششم تحقیق مبنی بر اینکه حساب‌انگاری سرمایه‌گذاران تأثیر معناداری بر رابطه فرصت‌های رشد و رشد مجموع دارایی‌های ثابت و سرمایه‌گذاری‌های بلندمدت دارد، تأیید نشد.

یافته‌های پژوهش حاضر بیانگر گرایش طبیعی سرمایه‌گذاران به سازماندهی امور مالی خود در قالب حساب‌های ذهنی جداگانه است و این گرایش را در قالب فرایندی که از طریق آن تصمیم‌گیری درباره مسائل خود را فرمول‌بندی می‌کنند، عملی خواهند کرد. این واقعیت‌ها در بازار سرمایه بیانگر این موضوع است که تصمیمات سرمایه‌گذاران بر فعالیت‌ها، تصمیمات و برنامه‌ریزی‌های شرکت تأثیر زیادی دارد.

بطور کلی تاکنون پژوهشی بطور مشخص به بررسی تأثیر حساب‌انگاری بر سیاست‌های تأمین مالی و سرمایه‌گذاری پرداخته باشد، صورت نپذیرفته است. اما یافته‌های پژوهش حاضر بطور غیرمستقیم با بخشی از یافته‌های نظری و تجربی پژوهشگران و تحلیلگران بازار سرمایه، نظیر شفرین و استاتمن (۱۹۸۵)، آدین (۱۹۹۸)، سیسی (۲۰۰۵) و گرین بلات و هان (۲۰۰۵) که دریافته‌اند در بازارهای مالی، یک پدیده منحصر به فرد و معماگونه وجود دارد، همخوانی دارد. بدین صورت که به نظر می‌رسد سرمایه‌گذاران (اعم از فردی و نهادی) تمایلی به شناسایی زیان نداشته و به شناسایی سود علاقمند هستند. علاوه بر این، یافته‌ها بطور غیرمستقیم، بخشی از نتایج پژوهش کانمن و تورسکی (۱۹۷۹) را که اولین بار ویژگی زیان‌گریزی را به عنوان بخشی از نظریه چشم‌انداز و حساب‌انگاری پیشنهاد کرده و دریافته‌اند که افراد تصمیمات خود را با بررسی سود و زیان نسبت به تعدادی نقاط مرجع انجام می‌دهند تا سطوح ثروت، و هم‌چنین، افراد زیان‌گریز ترجیح می‌دهند نسبت به زیان ریسک‌پذیر و نسبت به سود ریسک‌گریز باشند را تأیید می‌کند. یکی از مهم‌ترین بازیگران بازار سرمایه، شرکت‌هایی هستند که در زمینه سرمایه‌گذاری در سایر شرکت‌ها از طریق خرید



- \* Choi, J., Hackbarth, D., & Zechner, J. (2018). Corporate debt maturity profiles. *Journal of Financial Economics*, 130(3), 484-502.
- \* Cici, G. (2012). The prevalence of the disposition effect in mutual funds' trades. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 47(4), 795-820.
- \* Côté, C., Estrin, S., & Shapiro, D. (2020). Expanding the international trade and investment policy agenda: The role of cities and services. *Journal of International Business Policy*, 3(3), 199-223.
- \* Cull, R., Davis, L. E., Lamoreaux, N. R., & Rosenthal, J. L. (2006). Historical financing of small- and medium-size enterprises. *Journal of Banking & Finance*, 30(11), 3017-3042.
- \* Dangl, T., & Zechner, J. (2021). Debt maturity and the dynamics of leverage. *The Review of Financial Studies*, 34(12), 5796-5840.
- \* Das, S. R., & Statman, M. (2009). Beyond mean-variance: portfolios with derivatives and non-normal returns in mental accounts. Available at SSRN 1782309.
- \* DeLisle, J., Diavatopoulos, D., Fodor, A., & Kreiger, K. (2017). Prospect Theory, Mental Accounting, and Option Prices. *Journal of Futures Markets*, 37, 614-638.
- \* DeLisle, Jared and Diavatopoulos, Dean and Fodor, Andy and Krieger, Kevin, Prospect Theory, Mental Accounting, and Option Prices (February 7, 2015). Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2561887> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2561887>
- \* DeLue, R., & Elkins, J. (2010). *Landscape theory*. Routledge.
- \* Do, T. K. (2021). Financial statement comparability and corporate debt maturity. *Finance Research Letters*, 40, 101693.
- \* Duraj, J. (2018). Dynamic random subjective expected utility. arXiv preprint arXiv:1808.00296.
- \* Evers, E., & Imas, A. (2019). Mental accounting, similarity, and preferences over the timing of outcomes. Similarity, and Preferences Over the Timing of Outcomes (September 12, 2019).
- \* Farre-Mensa, J., Michaely, R., & Schmalz, M. C. (2021). Financing payouts. *Ross School of Business Paper*, (1263).
- \* Fennema, M. G., & Koonce, L. (2010). Mental accounting in financial reporting and voluntary disclosure. Lisa L., *Mental Accounting in Financial Reporting and Voluntary Disclosure* (November 27, 2010).
- \* Godfrey, J., Hodgson, A., Tarca, A., Hamilton, J., & Holmen, S. (2010). *Accounting*. John Wiley & Sons, Inc.
- \* Grinblatt, M., & Han, B. (2005). Prospect theory, mental accounting, and momentum. *Journal of Financial Economics*, 78(2), 311-339.
- \* Hahnel, U. J., Chatelain, G., Conte, B., Piana, V., & Brosch, T. (2020). Mental accounting mechanisms in energy decision-making and behaviour. *Nature Energy*, 5(12), 952-958.
- \* Hayat, A. Anwar M. (2016). Impact of Behavioral Biases on Investment Decision; Moderating Role of Financial Literacy, Working Paper; Department of
- \* شمس، شهاب الدین. اسفندیاری مقدم، امیر تیمور. (۱۳۹۶). تأثیر رفتار توده‌واری بر عملکرد شرکت‌های سرمایه‌گذاری، *تحقیقات مالی*، ۱۹(۱)، ۹۷-۱۱۸.
- \* قالمق، کریم. یعقوب نژاد، احمد. فلاح شمس، میر فیض. (۱۳۹۵). تأثیر سواد مالی بر تورش‌های رفتاری سرمایه‌گذاران بورس اوراق بهادار تهران، *چشم‌انداز مدیریت مالی*، ۱۶، ۹۴-۷۵.
- \* کباری، مجتبی. فدایی نژاد، محمد اسماعیل. اسدی، غلامحسین. حمیدی زاده، محمدرضا. (۱۳۹۵). تبیین توده‌واری در بورس اوراق بهادار تهران بر اساس ریزساختار بازار (مطالعه موردی شرکت مخابرات). *تحقیقات مالی*، ۱۸(۴۳).
- \* کرمی، غلامرضا. حسنی، عباس. (۱۳۹۶). اثر سوگیری رفتاری سرمایه‌گذاران در بازده عرضه اولیه عمومی و نقش کیفیت سود در کاهش این اثر، *تحقیقات مالی*، ۱۹(۴)، ۶۱۴-۵۹۵.
- \* کیان، علیرضا. پورحیدری، امید. کامیابی، یحیی. (۱۳۹۶). تأثیر حسابداری ذهنی بر رفتار سرمایه‌گذاران از دید گزارشگری مالی، *پژوهش‌های حسابداری مالی*، ۹(۲)، ۲۲-۱.
- \* Aktas, N. Louca, C., and Petmezas, D. (2017), CEO Overconfidence and the Value of Corporate Cash Holdings, <https://papers.ssrn.com/sol3/Delivery.cfm?abstractid=2692324>.
- \* Anderson, R. C., Duru, A., & Reeb, D. M. (2012). Investment policy in family controlled firms. *Journal of Banking & Finance*, 36(6), 1744-1758.
- \* Becker, J., Hopp, D., & Kriebel, M. (2020). Mental accounting of public funds-The flypaper effect in the lab. *Journal of Economic Behavior & Organization*, 176, 321-336.
- \* Bekaert, C. R., Lundblad, C., & Siegel, S. (2007). Global growth opportunities and market integration. *The Journal of Finance*, 62(3), 1081-1137.
- \* Benlemlih, M. (2017). Corporate social responsibility and firm debt maturity. *Journal of Business Ethics*, 144(3), 491-517.
- \* Bonner, S. Proell, S. C. Koonce, L. Wang, T. (2013). Mental accounting and Disaggregation on the Income statement.
- \* Bruche, M., & Segura, A. (2017). Debt maturity and the liquidity of secondary debt markets. *Journal of Financial Economics*, 124(3), 599-613.
- \* Chandraa, A. and Kumara, R. (2013), Factors Influencing Indian Individual Investor Behavior: Survey Evidence.
- \* Chen, B., Yang, J., & Zhang, C. (2021). Corporate investment and financing with uncertain growth opportunities. *International Review of Finance*, 21(3), 821-842.



- evidence. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 58, 136-161.
- \* Rockenbach, B. (2004). The behavioral relevance of mental accounting for the pricing of financial options. *Journal of economic behavior & organization*, 53(4), 513-527.
- \* Schmidt, U., & Zank, H. (2008). Risk aversion in cumulative prospect theory. *Management Science*, 54(1), 208-216.
- \* Seiler, M. J., Seiler, V. L., & Lane, M. A. (2012). Mental accounting and false reference points in real estate investment decision making. *Journal of Behavioral finance*, 13(1), 17-26.
- \* Shefrin, H., & Statman, M. (1985). The disposition to sell winners too early and ride losers too long: Theory and evidence. *The Journal of finance*, 40(3), 777-790.
- \* Strömbäck, C., Lind, T., Skagerlund, K., Västfjäll, D., & Tinghög, G. (2017). Does self-control predict financial behavior and financial well-being?. *Journal of Behavioral and Experimental Finance*, 14, 30-38.
- \* Sui, L., Sun, L., & Geyfman, V. (2021). An assessment of the effects of mental accounting on overspending behaviour: An empirical study. *International Journal of Consumer Studies*, 45(2), 221-234.
- \* Tang, N., & Baker, A. (2016). Self-esteem, financial knowledge and financial behavior. *Journal of Economic Psychology*, 54, 164-176.
- \* Thaler, R. H. (1999). Mental accounting matters. *Journal of Behavioral decision making*, 12(3), 183-206.
- \* Vamvakas, P., Tsiropoulou, E. E., & Papavassiliou, S. (2019). Exploiting prospect theory and risk-awareness to protect UAV-assisted network operation. *EURASIP Journal on Wireless Communications and Networking*, 2019(1), 1-20.
- \* Zakaria, F., & Salawa, D. (2020). Hierarchical financing and reality of the financial structure of Moroccan listed companies. *Journal of Modelling in Management*.
- \* Zhang, C. Y., & Sussman, A. B. (2018). Perspectives on mental accounting: An exploration of budgeting and investing. *Financial Planning Review*, 1(1-2), e1011.
- \* Zhaojin, X. (2007). Selling winners and holding losers: Effect on mutual fund performance and flows, Dissertation of Doctor of philosophy in finance on faculty of the Virginia, 1-98.
- \* Zhou, B., & Zhao, S. (2022). Industrial policy and corporate investment efficiency. *Journal of Asian Economics*, 78, 101406.
- Business Administration, International Islamic University Islamabad Pakistan.
- \* Hens, T., & Vlcek, M. (2011). Does prospect theory explain the disposition effect?. *Journal of behavioral finance*, 12(3), 141-157.
- \* Hsu, Y. L., Chen, H. L., Huang, P. K., & Lin, W. Y. (2021). Does financial literacy mitigate gender differences in investment behavioral bias?. *Finance Research Letters*, 41, 101789.
- \* Huang, K., & Shang, C. (2019). Leverage, debt maturity, and social capital. *Journal of Corporate Finance*, 54, 26-46.
- \* Hussain, H. I., Hadi, A. R. A., Mohamed-Isa, A., Salem, M. A., Kamarudin, F., & Jabarullah, N. H. (2018). Adjustment to target debt maturity and equity mispricing: Evidence from Asia Pacific. *Polish Journal of Management Studies*, 17.
- \* Kahneman, D., & Tversky, A. (2013). Prospect theory: An analysis of decision under risk. In *Handbook of the fundamentals of financial decision making: Part I* (pp. 99-127).
- \* Karpavičius, S., & Yu, F. (2019). External growth opportunities and a firm's financing policy. *International Review of Economics & Finance*, 62, 287-308.
- \* Kerr, W. R., & Nanda, R. (2015). Financing innovation. *Annual Review of Financial Economics*, 7, 445-462.
- \* Khrennikova, P. (2019, January). Quantum-like model of subjective expected utility: A survey of applications to finance. In *International Econometric Conference of Vietnam* (pp. 76-89). Springer, Cham.
- \* Kvon, G. M., Lushchik, I. V., Karpenko, M. A., Zaitseva, N. A., Kulkov, A. A., Galushkin, A. A., & Yakupova, N. M. (2017). Regional investment policy: analysis and assessment of the investment environment state. *Eurasian Journal of Analytical Chemistry*, 12(5), 835-853.
- \* Lüdemann, C. (1999). Subjective expected utility, thresholds, and recycling. *Environment and behavior*, 31(5), 613-629.
- \* Mascareñas, J. Yan, F. (2017), How People Apply Mental Accounting Philosophy to Investment Risk?, *International Journal of Economics and Financial Issues*, 7(3), 145-151.
- \* Novianggie, V., & Asandimitra, N. (2019). The Influence of Behavioral Bias, Cognitive Bias, and Emotional Bias on Investment Decision for College Students with Financial Literacy as the Moderating Variable. *International Journal of Academic Research in Accounting, Finance and Management Sciences*, 9(2), 92-107.
- \* Odean, T. (1998). Are investors reluctant to realize their losses?. *The Journal of finance*, 53(5), 1775-1798.
- \* Ozkan, M., & Ozkan, O. (2020). Financial evaluation of mental accounting.
- \* Pan, W. F., Wang, X., & Yang, S. (2019). Debt maturity, leverage, and political uncertainty. *The North American Journal of Economics and Finance*, 50, 100981.
- \* Pour, E. K., & Lasfer, M. (2019). Taxes, governance, and debt maturity structure: *International*



*Accounting Knowledge & Management Auditing*  
Vol. 14/ No. 54/ Summer 2024

## **Investigating the effect of investors' accounting on debt maturity and growth opportunities of assets of companies listed on the Tehran Stock Exchange**

**Naser Yazdanifar**

Department of Accounting, Zahedan Branch, Islamic Azad University, Zahedan, Iran  
[yazdanifarnaser@yahoo.com](mailto:yazdanifarnaser@yahoo.com)

**Mohammad Ali Moradi**

Assistant professor, Department of Accounting, Faculty of Management & Economics, University of Sistan and Baluchestan, Zahedan, Iran. (Corresponding Author)  
[Mohamad.ali.moradi1393@gmail.com](mailto:Mohamad.ali.moradi1393@gmail.com)

**Mahdi Faghani**

Assistant professor, Department of Accounting, Faculty of Management & Economics, University of Sistan and Baluchestan, Zahedan, Iran  
[faghani@acc.usb.ac.ir](mailto:faghani@acc.usb.ac.ir)

### **Abstract**

The purpose of this study is to investigate the effect of investors' accounting on debt maturity and growth opportunities of assets of companies listed on the stock exchange. The statistical population of the present study includes the top 109 investment companies that have a total of more than 50% of the value of stock trading (according to the Statistics and Information Office of the Tehran Stock Exchange) and its invested companies. Are in the stock portfolio of investment companies and their names are listed in the period 1390 to 1396. In this study, Stata software is used to test the research hypotheses. The results showed that investors' accounting has a significant effect on debt maturity, the ratio of long-term debt to equity. Also, investor accounting is the relationship between growth opportunities and the growth of tangible fixed assets, the relationship between growth opportunities and the growth of non-current assets, the relationship between growth opportunities and the growth of long-term investments, and the relationship between Growth and growth opportunities significantly adjust the sum of fixed assets and investments.

**Keywords:** Accounting, Growth Opportunities, Long-Term Investment, Debt Maturity.