

بررسی تأثیر تورش حساب انگاری بر سیاست‌های مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

محمد صادق شهسواری

دانشجوی دکتری حسابداری، واحد بندرعباس، دانشگاه آزاد اسلامی، بندرعباس، ایران.

shahian@yahoo.com

محمدحسین رنجبر

دانشیار گروه حسابداری و مدیریت مالی، واحد بندرعباس، دانشگاه آزاد اسلامی، بندرعباس، ایران، نویسنده مسئول،

Mhranjbar54@iauba.ac.ir

حجت الله سالاری

استادیار گروه حسابداری، واحد بندرعباس، دانشگاه آزاد اسلامی، بندرعباس، ایران.

h.salari@iauba.ac.ir

علی امیری

استادیار گروه حسابداری، واحد بندرعباس، دانشگاه آزاد اسلامی، بندرعباس، ایران.

a.amiri@iauba.ac.ir

تاریخ دریافت: ۱۴۰۳/۰۸/۲۰ تاریخ پذیرش: ۱۴۰۳/۰۹/۱۴

چکیده

در این مطالعه به بررسی تأثیر تورش حساب انگاری بر سیاست‌های مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته شد. جامعه آماری تحقیق شامل ۱۴ شرکت برتر سرمایه‌گذاری و شرکت‌های سرمایه پذیر آن‌ها مشتمل بر ۱۰۹ شرکت طی دوره ۹۹-۱۳۹۳ می‌باشد. همچنین، از اهرم مالی، سود نقدی سهام و نسبت بدهی به عنوان شاخص‌های سیاست تأمین مالی استفاده شد. جهت تجزیه و تحلیل داده‌ها از مدل داده‌های تابلویی و نرم‌افزار STATA استفاده شد. نتایج نشان داد که شرکت‌های سرمایه‌گذاری مورد بررسی، در ۳۵/۷۱٪ موارد، تورش رفتاری حساب انگاری را از خود نشان داده‌اند. همچنین، حساب انگاری سرمایه‌گذاران از اثر معنادار معکوس بر اهرم مالی، اثر معکوس بر سود همگن نقدی سهام و اثر معنادار مستقیم بر نسبت بدهی به عنوان شاخص‌های سیاست تأمین مالی شرکت‌ها برخوردار می‌باشد. زیرا حساب انگاری به عنوان یک رفتار مالی غیرعقلایی، به دلیل اثر تمایلی باعث زیان‌گریزی و برگشت به میانگین بازده سهام شده، در نتیجه موجب کاهش بازده سهام شده و متعاقباً باعث کاهش توانایی تأمین مالی شرکت‌ها از طریق منابع داخلی و افزایش تأمین مالی از منابع خارجی می‌شود.

واژه‌های کلیدی: حساب انگاری، سیاست‌های مالی، اثر تمایلی، مدل داده‌های تابلویی.

۱- مقدمه

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 مدل های دقیق تری از رفتار انسان در بازارهای مالی ادغام می شوند. همچنین، مدیریت مالی رفتاری به بررسی این موضوع می پردازد که چگونه مدیران اطلاعات را گردآوری، تعبیر و مورد پردازش قرار می دهند. به ویژه این حوزه از دانش بروی پیش داوری های شناختی و ادراکی تمرکز دارد. در این علم تصور می شود که مدل ها می توانند بر روی رفتار تأثیر گذاشته و به تصمیمات شکل دهند. این پیش داوری ها می توانند در فرایند تصمیم گیری اختلال ایجاد کرده و به نتایجی پایین تر از سطح بهینه منجر شوند؛ زیرا عواطف بر کنترل شخصی فائق می آیند و به رفتار آدمی شکل می دهند (آکتاس و همکاران، ۲۰۱۷).^۱ لذا خطاها و سوگیری ها در تصمیم گیری ها رخ می دهد که آگاهی از آن ها برای سرمایه گذاران ثمربخش است. این سوگیری ها به دلیل تمایل به راه های میان بر و تأکید بیش از اندازه به تجربه، احساسات بی اساس، توهم و محاسبات سرانگشتی و بطور کلی فاصله با واقعیت رخ می دهد. هر چند در بعضی از مواقع این سوگیری ها ممکن است نتایج مثبت داشته باشند ولی احتمال بروز نتایج منفی زیاد است. در میان انواع سوگیری های رفتاری، حساب انگاری یک مفهوم اقتصادی است که اولین بار در سال ۱۹۸۵ توسط ریچارد تیلور ارائه گردید. از مهم ترین تبعات چنین ساز و کار ذهنی این است که افراد ارزش های متفاوتی برای یک واحد پولی یکسان قائل هستند. حساب انگاری، مطالعه موضوع چگونگی تفسیر افراد از اطلاعات برای اتخاذ تصمیم بر اساس تجزیه و تحلیل آن ها از تأثیر حوادث رخ داده در ذهنشان می باشد که ممکن است از اصل عمومی منطقی بودن تخطی شود. حساب انگاری دلالت بر این دارد که افراد تمایل دارند تصمیم گیری درباره مسایل مختلف مالی را در حساب های ذهنی جدا انجام دهند (گوردون و همکاران، ۲۰۱۶).^۲ بدون در نظر گرفتن این فرض منطقی که بهتر است تمامی این تصمیم گیری ها را در یک پرتفوی اتخاذ کنند، حساب انگاری عملاً تعامل بین تصمیم گیری های مختلف را نادیده می گیرد. همچنین، حساب انگاری منجر به بروز پدیده اثر تمایلی می شود. یافته های نظری و تجربی پژوهشگران و تحلیلگران بازار سرمایه، تأیید می نماید که در بازارهای مالی، یک پدیده منحصر به فرد و معماگونه وجود دارد. بدین صورت که به نظر می

رسد سرمایه گذاران (اعم از فردی و نهادی) تمایلی به شناسایی زیان نداشته و به شناسایی سود علاقمند هستند. به عبارت دیگر می توان بیان نمود که سرمایه گذاران علاقه بیشتری به فروش سریع سهام برنده (سود ده) و نگهداری سهام بازنده (زیان ده) خود دارند (بونر و همکاران، ۲۰۱۳).^۳ از طرف دیگر، شناخت نحوه تصمیم گیری مدیران شرکت ها در خصوص اتخاذ سیاست های مالی مناسب جهت رفع نیازهای مالی شرکت از مهمترین موضوعات علمی و دانشگاهی رشته حسابداری می باشد. توانائی شرکت ها در مشخص ساختن سیاست های مالی مناسب به منظور ایجاد فرصت های سرمایه گذاری از عوامل اصلی رشد و پیشرفت شرکت ها به شمار می آید. لذا به طور کلی بکارگیری سیاست های مالی برای سرمایه گذاری های سودآور و تأمین مالی مناسب، در رشد شرکت ها نقش بسیار مهمی را ایفا می کند (ماسکارناس و یان، ۲۰۱۷).^۴ بی تردید، سوگیری رفتاری حساب انگاری سرمایه گذاران می تواند بر سیاست های مالی شرکت ها اثرگذار باشد.

علاوه بر این، یکی از مهمترین تصمیم های پیش روی مدیران واحد تجاری تصمیم های 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 می گیرد، زیرا در زمان حاضر محیطی که شرکت ها در آن فعالیت می کنند، محیط در حال رشد و رقابتی است و شرکت ها نیز جهت پیشرفت و رشد نیاز به توسعه فعالیت های خود از طریق سرمایه گذاری های جدید دارند. انجام پروژه های صنعتی نیازمند تهیه منابع مالی و وجه نقد مورد نیاز است و در این راستا شرکت ها ناگزیر به استفاده از سازوکارهای تأمین مالی می باشند. منابع تأمین مالی واحد تجاری به دو دسته تقسیم می شوند: الف) منابع مالی داخلی؛ مانند سود انباشته و اندوخته ها و ب) منابع مالی خارجی؛ مانند انتشار اوراق مشارکت، اوراق بهادار. طبق تئوری سلسله مراتب گزینه های تأمین مالی، در مواردی که بین مدیران و سرمایه گذاران برون سازمانی، عدم تقارن اطلاعاتی وجود داشته باشد، مدیران تأمین مالی از منابع داخلی شرکت را به منابع خارج از شرکت ترجیح می دهند؛ یعنی ابتدا از محل سود انباشته و اندوخته ها تأمین مالی می کنند، سپس اگر منابع داخلی تکافو نکنند، از منابع خارج شرکت، ابتدا به انتشار کم ریسک ترین اوراق بهادار یعنی اوراق قرضه (استقراض) متوسل می شوند و در صورتی که استقراض تکافو نکرد و به منابع مالی بیشتری نیاز باشد، در نهایت، به انتشار

3. Bonner et al, 2013
4. Mascareñas and Yan, 2017

1. Aktas et al, 2017
2. Gordon et al, 2016

وزندهی به پدیده های دارای احتمال وقوع پایین، همچنین، مطرح کردن اثر قطعیت یا اطمینان، که بدان واسطه افراد همیشه گزینه هایی را ترجیح می دهند که قطعی هستند، از نکات ایده ایشان بود. آنان با اشاره به اثر تفکیک عملکرد متناقض افراد در انتخاب، همزمان با تغییر موقعیت را توضیح دادند (فریس و همکاران، ۲۰۱۰). کانمن و تورسکی بیان می کنند اثر تفکیک در تصمیم به انتخاب باعث می شود افراد از پیامدهای مشترک چشم پوشند. به عبارت دیگر، افراد به منظور ساده سازی فرایند انتخاب بین حالت های مختلف، اجزای مشترک بین حالت ها را نادیده می انگارند و فقط به اجزائی توجه می کنند که در هر حالت متمایز است. در نتیجه، انتخاب های آنان با ترجیحات تعریف شده ای سازگار و منطبق نیست. از سوی دیگر، مهم ترین قسمت نظریه، به موضوع روانی زبان گریزی اشاره دارد. زبان گریزی راهکاری برای توضیح پدیده ریسک پذیری و ریسک گریزی در نظریه اقتصاد متعارف است (پاکدل و همکاران، ۱۳۹۵). بر اساس این مفهوم، همه افراد در برخی لحظات، برخوردار از حس ریسک گریزی و گاهی ریسک پذیری هستند و عموماً هنگامی که پای زیان در میان است، روحیه زیان گریزانه باعث می شود تصمیمات پرمخاطره تری اتخاذ شود (به اصطلاح ریسک پذیری افزایش می یابد) و هنگامی که پای منفعت در میان است، تمایل بر این است که کمترین میزان سود از دست رود، به همین علت، تصمیمات ریسک گریزانه ای اتخاذ می شود. بیان تابع ارزش، حساب انگاری، 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 (اولی و همکاران، ۱۳۹۶).

ملاک اساسی اقتصاد نئوکلاسیک در رویارویی با موضوع نامطمئن، تکیه بر نظریه مطلوبیت مورد انتظار است. بر طبق این نظریه، گزینه های مختلف، برحسب مطلوبیت های مورد انتظاری رتبه بندی می شود که ارائه می دهند. بر اساس نظریه مطلوبیت مورد انتظار، اگر کسی مطلوبیت مورد انتظار خود را بیشینه کند و شکل (تابع) مطلوبیتش در همه وضعیت های ممکن برای وقوع، یکسان باشد، در حالت ریسک گریزی، تابع مطلوبیت کاو و در حالت ریسک پذیری تاب مطلوبیت کوژ خواهد بود. بر اساس این نظریه، در صورتی هر اقدامی (طرح یا پروژه ای) انتخاب می شود که بالاترین ارزش مورد انتظار آتی را داشته باشد؛ اما این نظریه با این ویژگی ها دارای نقدهای فراوانی است که سامان دادن به این انتقادات با در نظر گرفتن دستاوردی از روان شناسی، یعنی میل به زیان گریزی در انسان آغاز شد (جلیلی و مشیری، ۱۳۹۲).

سهام مبادرت می ورزند. مدیران واحد تجاری نسبت به اینکه از کدام یک از روش های تأمین مالی استفاده نمایند، تصمیم گیری می کنند. در این مطالعه سیاست تأمین مالی از طریق سه معیار: ۱. اهرم مالی، ۲. سود سهام نقدی و ۳. نسبت بدهی اندازه گیری می شود. همچنین، عوامل زیادی همچون مشکلات نمایندگی، عدم تقارن اطلاعاتی، اندازه شرکت، درماندگی مالی و غیره بر تصمیم گیری مدیران واحد تجاری مؤثر است. علاوه بر این فاکتورها و عوامل موجود در شرکت ها، برخی از سوگیری های رفتاری سرمایه گذاران از جمله حساب انگاری نیز جز عوامل مهم در تصمیم گیری های مربوط سیاست تأمین مالی شرکت ها به حساب می آید (فنما و کونس، ۲۰۱۰).^۱ با توجه به اهمیت مطالب ذکر شده، در این مطالعه به بررسی تأثیر سوگیری رفتاری حساب انگاری سرمایه گذاران بر سیاست تأمین مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته می شود.

۲- مبانی نظری و پیشینه تحقیق

۲-۱- تئوری چشم انداز و حساب انگاری

نگاه جدی به مالی- رفتاری به عنوان یک موضوع دانشگاهی و حتی فراتر از آن، یک نحله منتقد اقتصاد متعارف، مرهون پژوهش های کانمن و تورسکی است. در واقع، نظریه چشم انداز 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 این رو، تلاش برای حل این معما آغاز شد. کانمن و تورسکی (۱۹۷۹) دریافتند در شرایط نامطمئن، تصمیم گیری افراد به شکلی نیست که در نظریه های اقتصاد متعارف پیش بینی می شود (دلایل و همکاران، ۲۰۱۵). آنان پی بردند قضاوت بشری، میان بره های شهودی یا ذهنی و ابتکاری دارد که با اصول متداول نظریه احتمالات بیان کردنی نیستند. این اعتقاد آنان، در قالب نظریه چشم انداز تکوین و به مرور تکمیل شد تا جایگزین مدل مطلوبیت مورد انتظار استفاده شود. نظریه چشم انداز ساده و نظریه توسعه داده شده چشم انداز با عنوان نظریه چشم انداز تجمعی را کرانمن و تورسکی به ترتیب در سال های ۱۹۷۹ و ۱۹۹۲ ارائه کردند (کیان و همکاران، ۱۳۹۶).

کانمن و تورسکی معتقدند انتخاب در شرایط نامطمئن، برآیندی از چندین اثر فراگیر منتج از رفتار افراد است. آنان از ادبیات روان شناسی که تا آن هنگام استفاده چندانی در اقتصاد نداشت، برای نظریه پردازی اقتصادی استفاده کردند. بیان موضوع کم وزندهی به پدیده های دارای احتمال وقوع بالا در مقابل بیش

^۱. Fennema and Koonce, 2010

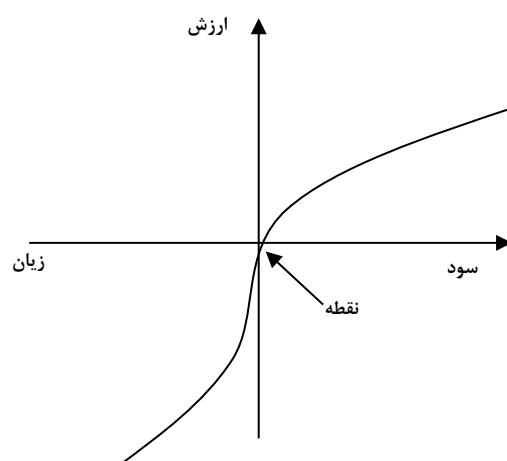
ارزش پیامدهای متصور برای هر گزینه می پردازد. در واقع بر اساس مدعای این نظریه، تصمیم گیرندگان نسبت به پیامد تصمیم خود پیش سنجی می کنند و فقط به پیامد تصمیم نمی نگرند، بلکه به ویرایش، مقایسه و ارزیابی آن ها نیز می پردازند (پاکدل و همکاران، ۱۳۹۵).

۲-۲- حساب انگاری در تأمین مالی

حساب انگاری بخشی از نظریه چشم انداز است که گرایش افراد به قراردادن رویدادهای مخصوص، به حساب های ذهنی متفاوت بر اساس ویژگی های ظاهری را مطرح می کند. به عبارت دیگر، حساب انگاری چارچوبی فراهم می آورد تا تصمیم گیرندگان، مجموعه ای 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 حساب ها را مشاهده کنند و در نهایت تصمیم بگیرند. حساب انگاری مفهومی اقتصادی است که نخستین بار ریچارد تالر آن را در سال ۱۹۸۵ ارائه کرد. این مفهوم نشان می دهد افراد، دارایی های آتی و جاری خود را به بخش های غیرقابل انتقال و جداگانه تقسیم می کنند. به عبارت دیگر، افراد درجات مختلفی از مطلوبیت را برای هر گروه از دارایی ها تخصیص می دهند. در حساب انگاری بیان می شود که افراد به طور ذهنی گرایش به تقسیم بندی دارایی های 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 می شوند. حساب انگاری، دلالت بر این دارد که افراد، تمایل به تصمیم گیری درباره مسائل مختلف مالی در حساب های ذهنی جداگانه دارند؛ برای مثال، بعضی افراد در زمان سرمایه گذاری به دنبال بهینه کردن پرتفوی خود نیستند، بلکه سهام را به صورت جداگانه و بدون در نظر گرفتن ارتباط آن ها با همدیگر خریداری می کنند (اولی و همکاران، ۱۳۹۶).

حساب انگاری از ایده های نظریه چشم انداز استفاده می کند و آن ها را گسترش می دهد و به طور ویژه، بر اساس سه ایده اصلی کدگذاری، طبقه بندی و ارزیابی شکل گرفته است. کدگذاری چگونگی ادراک و تجربه نتایج مالی را ثبت می کند و تا حدود زیادی، شامل تعیین نحوه ارزیابی فرد از تعداد نتایج جریان های ورودی یا خروجی مورد بررسی (یعنی نحوه تفکیک یا ادغام آن ها) و همچنین، علامت آن ها (یعنی سود یا زیان) است. طبقه بندی اختصاص دادن جریان های ورودی و خروجی به حساب های ذهنی خاص، مانند حساب های سرمایه گذاری، مخارج، درآمد و ثروت است. ارزیابی به نحوه ارزیابی حساب ها پس از کدگذاری و طبقه بندی آن ها می پردازد و شامل توجه

نظریه مطلوبیت مورد انتظار، مطلوبیت هر انتخاب را بر اساس احتمال تحقق آن (احتمال عینی) می سنجد، در حالی که نظریه چشم انداز ترجیح هر انتخاب را بر اساس وزن تصمیم (احتمال ذهنی) می سنجد که با احتمال تحقق آن متفاوت است. وزن تصمیم به احتمالات کوچک، بیشتر وزن می دهد و آن را بیشتر تخمین می زند، در حالی که به احتمالات متوسط و بزرگ، کمتر وزن می دهد و آن را کمتر تخمین می زند. نظریه چشم انداز به جای مطلوبیت به ارزش می پردازد و به جای تمرکز بر مطلوبیتی که بر اساس ثروت خالص تعریف شده است، ارزشی بر اساس تغییر در سود و زیان (تغییر از نقطه مرجع) معرفی می کند؛ بنابراین، اگر مقدار برون داد (سود یا زیان) x واحد باشد، به آن به صورت مجرد توجه نمی شود، بلکه به تفاوت آن تا نقطه مرجع (z) توجه می شود ($x-z$). تابع ارزش برای شرایط سود و زیان شکل های متفاوتی دارد، برای زیان محدب دارای شیب بیشتر و برای سود مقعر است. به بیان دیگر، زیان بیش از سود بر تابع ارزش تأثیر دارد و همین مفهوم، زیان گریزی را نشان می دهد (دلایل و همکاران، ۲۰۱۵).



شکل ۱: تابع ارزش نظریه چشم انداز

مأخذ: (دلایل و همکاران، ۲۰۱۵)

در این نظریه، چشم اندازها و پیامدهای تصمیم بر حسب همه ثروت یک فرد تعریف می شود؛ همچنین، این چشم اندازها بر اساس سود، زیان یا خنثی بودن نسبت به یک نقطه مرجع بررسی می شوند که مؤید وضعیت کنونی هر فرد است. بر اساس این نظریه، تصمیم گیرنده پیامدهای متصور از نتیجه تصمیم را بررسی می کند و بر حسب تابع ارزشی آنان را نسبت به نقطه مرجع می سنجد. این موضوع نیز طی دو مرحله انجام می پذیرد، در گام اول، وی با پدیده چارچوب تصمیم گیری و موضوعات مربوط به حساب انگاری روبه رو می باشد. در گام بعد، به ارزیابی

به میزان تناوب ارزیابی حساب‌های ذهنی است (برای مثال روزانه، ماهانه یا سالانه) (کیان و همکاران، ۱۳۹۶). در حساب‌انگاری بر خلاف نظر برنولی اظهار می‌شود که مردم بطور ذهنی گرایش به تقسیم بندی دارایی‌های خود به سبدهای مختلف دارند و مایلند هر سبد را بطور مستقل مدیریت کنند. به عبارت دیگر در حساب انگاری مبادلات بجای آنکه بطور پیوسته با موارد دیگر ارزیابی شوند به صورت جداگانه ارزیابی می‌شوند. حساب‌انگاری 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 تمامی این تصمیم‌گیری‌ها را در یک پرتفوی اتخاذ کنند. حساب‌انگاری عملاً تعامل بین تصمیم‌گیری‌های مختلف را نادیده می‌گیرد. مفهوم کاربردی این موضوع آن است که افراد به عنوان مثال هنگام سرمایه‌گذاری به دنبال بهینه کردن پرتفوی خود نیستند، بلکه سهام را به صورت جداگانه و بدون در نظر گرفتن ارتباط آن‌ها با یکدیگر خریداری می‌کنند (بنایی قدیم و کرباسی، ۱۳۹۳). باربریس و هانگ (۲۰۰۱) در مقاله‌ای تحت عنوان حسابداری ذهنی، زیان‌گریزی و بازده‌های جداگانه سهام، تعادل بازده‌های سهام در سطح شرکت را در دو حالت مورد بررسی کردند. یک حالت هنگامی که سرمایه‌گذاران طی نوسانات پرتفولیو سهام زیان‌گریز بودند و حالت دیگر، سرمایه‌گذاران طی نوسانات سهام‌هایی که مالکشان بودند، زیان‌گریزی داشتند. نتایج نشان داد که سرمایه‌گذاران روش دوم را موفق‌تر دانستند که موید مطالب فوق می‌باشد. به عبارت دیگر سرمایه‌گذاران تمایل دارند تصمیم‌گیری درباره مسایل مختلف مالی را در حساب‌های ذهنی جداگانه انجام دهند (پاکدل و همکاران، ۱۳۹۵). از طرف دیگر، منبع پول، چگونگی خرج یا مصرف آن را تحت تأثیر قرار می‌دهد. یکی از تحقیقات نشان داد که افراد برای مخارج روزمره خود، جداولی را تنظیم می‌کنند. اگر درآمدی بیشتر از خرج روزانه کسب کنند، آن را به عنوان پول مجانی تلقی می‌کنند. در حالی که می‌توانستند از آن پول برای مواقعی که درآمد کافی برای خرج روزانه ندارند استفاده کنند. سودهای ناگهانی مانند برنده شدن در یک مسابقه یا چک‌های برگشت از مالیات مثال‌های دیگری از پول‌های مجانی می‌باشند. افراد در برابر پول‌های مجانی و پول‌هایی که از درآمد حرفه‌ای خود، رفتارهای متفاوتی نشان می‌دهند. حال ارکس روانشناس دانشگاه اوهایو اظهار می‌دارد که حساب انگاری چگونگی برخورد افراد با پول‌های مجانی را تحت تأثیر قرار می‌دهد (کیان و همکاران، ۱۳۹۶). به عبارت دیگر، تصمیم‌گیری‌های خارج از عقلانیت و مبتنی بر احساسات سرمایه‌گذاران مانند حساب انگاری در بازار سرمایه موجب

انحراف قیمت سهام از قیمت‌های واقعی (بنیادی) می‌گردد. بر این اساس هنگامی که سرمایه‌گذاران دچار خوش‌بینی می‌شوند، ممکن است از اطلاعات منفی چشم‌پوشی کرده و تحت تأثیر اطلاعات مثبت قیمت سهام را بیش از میزان واقعی ارزیابی کنند و برعکس. هنگامی که قیمت سهام بیش از واقع قیمت‌گذاری شود هزینه سرمایه کاهش پیدا می‌کند. در این صورت، بر اساس تئوری زمان‌بندی بازار، مدیران برای دستیابی به منابع مالی جدید منتشر خواهند کرد. پس از اینکه مدیران به منابع مالی کافی برای سرمایه‌گذاری دست یافتند ممکن است سرمایه‌گذاری‌های شرکت را افزایش دهند. اگر مدیران بدون ارزیابی دقیقی اقدام به افزایش سرمایه‌گذاری‌های شرکت کنند، ممکن است منابع را در پروژه‌هایی با خالص ارزش فعلی منفی هدر دهند که پدیده بیش سرمایه‌گذاری شکل می‌گیرد و برعکس. بنابراین، حساب انگاری سرمایه‌گذاران از طریق قیمت‌گذاری نادرست سهام در بازار و پیامدهای آن منجر به شکل‌گیری پدیده بیش سرمایه‌گذاری و کم سرمایه‌گذاری (ناکارایی سرمایه‌گذاری) می‌گردد (چن، ۲۰۱۳). همچنین، نظریه تأمین مالی بیان می‌کند احساسات سرمایه‌گذاران مانند حساب‌انگاری، بنا به زمان‌بندی بازار توسط مدیران برای ارائه سهام، میزان سرمایه‌گذاری شرکت را تحت تأثیر قرار می‌دهد. طبق این نظریه، شرکت‌های با مبالغ اندک از وجوه داخلی یا با داشتن ظرفیت استقراض پائین، به تأمین منابع مالی برای سرمایه‌گذاری نیاز دارند (رهنمای رودپشتی و جلیلی، ۱۳۸۹). لذا با توجه به مطالب ذکر شده ارتباطی منطقی بین تصمیم‌گیری احساسی سرمایه‌گذاران مبتنی بر حساب انگاری و سیاست تأمین مالی وجود دارد که در این مطالعه به بررسی و آزمون این مهم در بازار سهام ایران پرداخته می‌شود.

۳-۲- پیشینه تحقیق

در جدول زیر به مطالعات داخلی و خارجی مرتبط با تأثیر تورش‌های رفتاری بر تصمیمات مالی بویژه حساب انگاری اشاره شده است.

جدول ۱: جمع بندی تحقیقات مرتبط با موضوع تحقیق

سال	محققان	موضوع	نتیجه
۲۰۰۶	هایوود و استوارت	تأثیر حساب انگاری بر ارزیابی عملکرد	افراد هنگام ارزیابی عملکرد با استفاده از سیستم ارزیابی متوازن نسبت به سود یا زیان نتایج، ارزیابی‌های متفاوتی دارند.
۲۰۱۰	فریس و همکاران	مطالعه مشترک تئوری چشم انداز و حساب انگاری	با وجود عوامل غیررفتاری موثر بر دفعات پرداخت سود، رابطه قوی بین دفعات پرداخت سود و ارزش شرکت باقی مانده است که در اثر حساب انگاری این رابطه شکل گرفته است.
۲۰۱۴	بانر و همکاران	حسابداری تفکیک مبتنی بر علامت و بزرگی اقلام صورت های مالی	ترجیحات مدیران برای تفکیک، مؤید حساب انگاری بوده و آثار آن هنگامی تعدیل می‌شود که مدیران احساس فشار زیادی برای شفافیت گزارشگری می‌کنند.
۲۰۱۵	دلیسل و همکاران	نظریه چشم انداز، حساب انگاری و قیمت های اختیار معامله	سرمایه گذاران بازار حق اختیار معامله، مانع افزایش قیمت‌ها می‌شوند و تابع وزن دهی احتمالات را ایجاد می‌کنند که مشابه تابعی است که به وسیله نظریه چشم انداز ارائه شده است.
۲۰۱۶	بکر و چوی یی	تأثیر عوامل روانی در تصمیم گیری سرمایه گذاران در بازار سهام مالزی	بیش اطمینانی، محافظه کاری و تعصب در دسترس بودن اثرات قابل توجهی در تصمیم سرمایه گذاران دارد در حالی که رفتار توده وار است تأثیر معناداری در تصمیم گیری سرمایه گذاران ندارد.
۲۰۱۷	آکتاس و همکاران	بررسی اعتماد بیش از حد مدیران و ارزش نگهداشت وجه نقد شرکت ها	از نظر اقتصادی وجود یک مدیر با اعتماد به نفس بیش از حد در هیئت مدیره شرکت ها منجر به افزایش ۰.۳۶ دلاری در ارزش هر یک دلار ذخیره وجه نقد می شود.
۱۳۸۹	رهنمای رودپشتی و جلیلی	بررسی حساب انگاری و ارزیابی متوازن	حسابگری ذهنی دلالت به این مطلب دارد که افراد تمایل دارند تصمیم گیری درباره مسایل مختلف مالی را در حساب‌های ذهنی جدا انجام دهند، بدون در نظر گرفتن این فرض منطقی که بهتر است تمامی این تصمیم گیری ها را در یک پرتفوی اتخاذ کنند.
۱۳۹۲	جلیلی و مشیری	ابتکارات ذهنی در بکارگیری رویه‌های حسابداری مدیریت	بین سوگیری‌های سازگارگرایی، شکل گرایی، حسابگری ذهنی و کارکرد تکنیک-های حسابداری مدیریت رابطه معکوس وجود دارد.
۱۳۹۴	چاوشی و همکاران	بررسی رابطه اطمینان بیش از حد مدیران و سیاست های تأمین مالی	بین اطمینان بیش از حد و تصمیمات مالی رابطه وجود ندارد. رابطه فرصت‌های رشد، سودآوری، اندازه شرکت و ریسک درماندگی با تصمیمات مالی، معنادار است.
۱۳۹۵	پاکدل و همکاران	رتبه بندی عوامل موثر حسابگری ذهنی در تشکیل پرتفوی توسط سرمایه گذاران کم تجربه به کمک تکنیک ویکور	عوامل لنگر انداختن و تعدیل، خطای دسترسی به اطلاعات، خطای تایید اطلاعات، خطای فرافکنی، اثر هاله‌ای، احساسات بازار، تصورات خوش بینانه، تئوری افسوس، اثر ناهنجاری قیمت ها، دیدگاه محدود، بر تصمیم سرمایه-گذاران تأثیر دارند.
۱۳۹۶	اولی و همکاران	مدل قیمت گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای در چارچوب حسابداری ذهنی	نرخ بازده مورد انتظار دارایی‌ها در مدل MA-CAPM، متأثر از بازده آستانه ای و احتمال شکست در رسیدن به این سطح آستانه یا به عبارتی ریسک حساب ذهنی می باشد.
۱۳۹۶	کیان و همکاران	تأثیر حساب انگاری بر رفتار سرمایه گذاران	نتایج پژوهش بیانگر اثر تعدیلی گزارش زیان بر ارتباط بین سود خالص و قیمت سهام است که انتظار می‌رود در راستای تأیید نظریه حساب انگاری در صورت سود و زیان باشد.
۱۳۹۷	آذر و همکاران	مدل سازی عامل گرای رفتاری سهامداران در بازار سرمایه ایران	با توجه به نابالغ بودن یا حذف مکانیزم‌هایی مثل دامنه نوسان قیمت در کوتاه-مدت به شدت پر نوسان بوده اما در بلندمدت بازار به سمت کارایی هر بیشتر متمایل می‌شود.

۳- روش شناسی تحقیق

۳-۱- فرضیه‌های تحقیق

مطالعه حاضر به دنبال آزمون فرضیه‌های زیر می‌باشد:

- ۱) حساب انگاری سرمایه‌گذاران تأثیر معناداری بر اهرم مالی دارد.
- ۲) حساب انگاری سرمایه‌گذاران تأثیر معناداری بر سود نقدی سهام دارد.
- ۳) حساب انگاری سرمایه‌گذاران تأثیر معناداری بر نسبت بدهی دارد.

۳-۲- متغیرهای تحقیق

در جدول زیر متغیرهای تحقیق و نحوه محاسبه آن‌ها ارائه شده است.

جهت برآورد حساب‌انگاری، در ابتدا بهای تمام شده هر سهم موجود در پرتفوی شرکت سرمایه‌گذاری به عنوان مرجع در نظر

گرفته می‌شود. معیار به کار گرفته شده در این مورد بر اساس پژوهش‌های سیسی (۲۰۰۵)، ادین (۱۹۹۸) و گرین بلات و کلوهارجو (۲۰۰۱) 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 سهم 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

جدول ۱: متغیرهای تحقیق و نحوه اندازه‌گیری آن‌ها

متغیر	نوع	نماد	نحوه محاسبه
اهرم مالی	وابسته	FL	سود عملیاتی ÷ (هزینه‌های مالی - سود عملیاتی)
سود همگن نقدی سهام	وابسته	DIV	سود نقدی سهام ÷ کل دارایی‌ها
نسبت بدهی	وابسته	DEBT	کل بدهی‌ها ÷ کل دارایی‌ها
حساب انگاری	مستقل	MA	توضیح در ادامه
میزان نگهداشت وجه نقد	کنترل	CASH	پول نقد و معادل آن ÷ خالص دارایی
اندازه شرکت	کنترل	Size	لگاریتم طبیعی دارایی‌ها
فرصت‌های رشد آتی	کنترل	Growth	ارزش بازار ÷ ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام
گردش وجه نقد	کنترل	FlowLiqu	(سود قبل از مالیات + هزینه استهلاک) ÷ (کل دارایی‌ها - وجه نقد و معادل وجه نقد)
بدهی به بانک‌ها	کنترل	Debtbank	بدهی بانکی ÷ کل بدهی‌ها
دارایی‌های نقدی	کنترل	LiquAS	(دارایی جاری - بدهی جاری) ÷ کل دارایی‌ها

آید. حساب‌انگاری، گرایش این شرکت‌ها را در شناسایی سود سرمایه، سریعتر از زیان سرمایه، اندازه‌گیری می‌کند. همانگونه که ادین نیز بیان می‌کند، حساب انگاری برای شرکت‌ها در فصل t به صورت زیر محاسبه می‌شود:

سپس برای سنجش اینکه، معاملات شرکت‌ها تا چه میزان تحت تأثیر رفتار مبتنی بر حساب انگاری است؛ نسبت سود و زیان سرمایه‌شناسایی شده برای هر شرکت در هر فصل محاسبه شده و اثر تمایلی به صورت تفاوت میان این دو نسبت به دست می‌

$$\text{حساب انگاری} = \text{نسبت سود سرمایه محقق شده} - \text{نسبت زیان سرمایه محقق شده}$$

تعداد سود سرمایه محقق شده

تعداد سود سرمایه محقق شده + تعداد سود سرمایه شناسایی شده

= نسبت سود سرمایه محقق شده

تعداد زیان سرمایه محقق شده

تعداد زیان سرمایه محقق شده + تعداد زیان سرمایه شناسایی شده

= نسبت زیان سرمایه محقق شده

فنما (۲۰۱۰) دریافت، حساب انگاری در صورتی تأیید می‌شود که نسبت سود سرمایه محقق شده بزرگتر از نسبت زیان سرمایه محقق شده بوده و به عبارت دیگر حساب انگاری مثبت باشد. در نهایت، در این مطالعه جهت آزمون فرضیه‌های تحقیق رابطه زیر با استفاده از مدل داده‌های تابلویی برآورد می‌شود:

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

که در آن Policy بیانگر نوع سیاست تأمین مالی (اهرم مالی (FL)، سود همگن نقدی سهام (DIV) و نسبت بدهی (DEBTR)) می‌باشد.

اوراق بهادار تهران) و شرکت‌های سرمایه‌پذیر آن‌ها می‌باشد که در پرتفوی بورسی شرکت‌های سرمایه‌گذاری بوده و نام آن‌ها در دوره ۱۳۹۳/۰۱/۰۱ تا ۱۳۹۹/۱۲/۲۹ درج شده‌اند. شرکت‌های سرمایه‌گذاری که شرایط را داشته و انتخاب شده‌اند، عبارتند از: ۱. سرمایه‌گذاری صبا تأمین، ۲. سرمایه‌گذاری مفید، ۳. سرمایه‌گذاری بانک رفاه کارگران، ۴. سرمایه‌گذاری بانک ملت، ۵. سرمایه‌گذاری بانک کشاورزی، ۶. سرمایه‌گذاری شهر، ۷. سرمایه‌گذاری حافظ، ۸. سرمایه‌گذاری آگاه، ۹. سرمایه‌گذاری امین آوید، ۱۰. سرمایه‌گذاری بانک سپه، ۱۱. سرمایه‌گذاری بانک پارسیان، ۱۲. سرمایه‌گذاری بانک ملی ایران، ۱۳. سرمایه‌گذاری بهگزین، ۱۴. سرمایه‌گذاری تأمین سرمایه نوین.

۴- نتایج و بحث

۴-۱- توصیف متغیرها

در این بخش آمار توصیفی متغیرهای تحقیق ارائه می‌شود. بطور کلی، آمار توصیفی متغیرهای تحقیق نشان داد طی دوره ۱۳۹۳-۹۹، میانگین اهرم مالی به عنوان یکی از شاخص‌های سیاست مالی شرکت‌های مورد بررسی، برابر ۲/۱۶۷ بوده و بیشترین و کمترین مقدار آن به ترتیب برابر ۹۲۶/۸۵۵ و ۱۴۱/۸۹۹- می‌باشد. میانگین سود نقدی سهام به عنوان یکی دیگر از شاخص‌های سیاست مالی شرکت‌های مورد بررسی، برابر ۰/۴۸ بوده و بیشترین و کمترین مقدار آن به ترتیب برابر ۰/۶۰۰ و ۰/۰۷۱- می‌باشد. میانگین نسبت بدهی به عنوان یکی دیگر از شاخص‌های سیاست مالی شرکت‌های مورد بررسی، برابر ۰/۶۵۴ بوده و بیشترین و کمترین مقدار آن به ترتیب برابر ۴/۰۰۳ و ۰/۰۵۷- می‌باشد. در نهایت، یافته‌های فوق نشان می‌دهد که میانگین حساب انگاری سرمایه‌گذاران (MA) در طول دوره ۹۶-۱۳۹۰ برابر ۰/۱۲۹- می‌باشد. همچنین 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 حساب انگاری را از خود نشان داده‌اند.

۳-۳- جامعه آماری و روش گردآوری داده‌ها

جامعه آماری این تحقیق، شرکت‌های سرمایه‌گذاری پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و شرکت‌های سرمایه‌پذیر مقابل آن‌ها طی دوره زمانی ۱۳۹۳ الی ۱۳۹۹ است که دارای ویژگی‌های زیر باشند:

- به منظور قابل مقایسه بودن اطلاعات، پایان سال مالی شرکت‌ها آخرین روز اسفند ماه باشد.
 - جهت همگن بودن اطلاعات، نمونه پژوهش شامل بانک و بیمه نباشد.
 - معاملات سهام آن‌ها طی دوره پژوهش بیش از ۳ ماه در بورس اوراق بهادار متوقف نشده باشد.
 - اطلاعات مربوط به متغیرهای انتخاب شده در این تحقیق قابل دسترسی باشد.
 - تغییرات فعالیتی و تغییرات سال مالی در طی دوره زمانی پژوهش نداشته باشند.
- بر این اساس، جامعه آماری شامل ۱۴ 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

جدول ۲: آمار توصیفی متغیرهای تحقیق

متغیر	نماد	Average	S.D	Max	Min	KURT	SKEW
اهرم مالی	FL	۲.۱۶۷	۳۶.۹۶۷	۹۲۶.۸۵۵	-۱۴۱.۸۹۹	۵۱۸.۷۳۵	۲۰.۸۱۶
سود همگن نقدی سهام	DIV	۰.۰۴۸	۰.۰۷۳	۰.۶۰۰	-۰.۰۷۱	۱۲.۸۳۵	۳.۰۴۰
نسبت بدهی	DEBTR	۰.۶۵۴	۰.۲۶۴	۴.۰۰۳	۰.۰۵۷	۳۸.۱۱۰	۳.۷۵۳
حساب انگاری	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	۲.۲۷۵	۷.۲۱۰	۳۳.۱۹۰	۲۴.۳۲۰	۱.۸۳۹	۰.۹۳۹
فرصت‌های رشد آتی	Growth	۰.۱۳۴	۰.۱۷۹	۱۲۱.۵۱۰	-۵۳.۲۱۸	۱۳۴.۷۹۳	۷.۰۶۲

متغیر	نماد	Average	S.D	Max	Min	KURT	SKEW
گردش وجه نقد	FlowLiqu	۰.۳۸۶	۰.۲۱۶	۱.۰۸۱	-۱.۰۶۹	۷.۲۳۵	۰.۰۳۰
بدهی به بانک ها	Debtbank	۰.۱۰۷	۰.۲۶۱	۰.۸۸۳	۰.۰۰۰	-۰.۸۹۲	-۰.۰۳۷
دارایی های نقدی	LiquAS	۰.۱۰۷	۰.۲۶۱	۰.۶۸۱	-۳.۱۱۱	۳۲.۳۲۹	-۳.۱۸۸

مأخذ: یافته های تحقیق

۴-۲- 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 چون (LLC)^۱ استفاده شد که نتایج آن در جدول ۳ ارائه شده است. بر اساس نتایج، تمامی متغیرهای تحقیق به استثنای اندازه شرکت (Size) در سطح و اندازه شرکت پس از یکبار تفاضل گیری ایستا می‌باشند.

جدول ۳: نتایج آزمون لوین، لین و چون (ایستایی متغیرها)

متغیر	آماره t	P-Value	نتیجه ایستایی
FL	۲/۳۱	۰/۰۲۱**	ایستا در سطح
DIV	۳/۱۱	۰/۰۰۰***	ایستا در سطح
DEBTR	۲/۱۸	۰/۰۲۹**	ایستا در سطح
MA	۳/۰۳	۰/۰۰۲***	ایستا در سطح
CASH	۲/۵۵	۰/۰۱۱**	ایستا در سطح
Size	۱/۵۱	۰/۱۳۱ ^{NS}	ناپایا در سطح
	۴/۲۱	۰/۰۰۰***	ایستا در تفاضل مرتبه اول
Growth	۲/۹۹	۰/۰۰۳***	ایستا در سطح
FlowLiqu	۲/۸۸	۰/۰۰۴***	ایستا در سطح
Debtbank	۳/۴۷	۰/۰۰۰***	ایستا در سطح
LiquAS	۲/۶۱	۰/۰۰۹***	ایستا در سطح

***معنادار در سطح ۰.۰۱ - **معنادار در سطح ۰.۰۵ - *معنادار در سطح ۰.۱۰ - NS بی‌معنی

مأخذ: یافته های تحقیق

۴-۳- آزمون فرضیه ۱ (حساب انگاری سرمایه‌گذاران تأثیر معناداری بر اهرم مالی دارد.)

پس از بررسی ایستایی متغیرهای تحقیق برای شرکت‌های مورد بررسی، جهت تعیین ساختار مدل در روش داده های تابلویی از آزمون ترکیب‌پذیری، آزمون بروش- پاگان و آزمون هاسمن استفاده شد. در جدول ۴ نتایج آزمون‌های ترکیب پذیری، آزمون هاسمن و آزمون بروش - پاگان برای مدل اول آورده شده است. نتایج نشان می‌دهد که P-value آزمون Poolability کمتر از ۰/۰۵ می‌باشد، لذا مدل OLS کارایی نداشته و باید از داده‌های ترکیبی استفاده شود. همچنین، P-value آزمون Breusch & Pagan کمتر از ۰/۰۵ بوده و بیانگر اثرات تصادفی در مدل می‌باشد. P-value آزمون Hausman نیز کمتر از ۰/۰۵ بوده و بیانگر

کارایی روش اثرات ثابت نسبت به روش اثرات تصادفی می‌باشد. جدول ۵ نتایج تخمین مدل اثرات ثابت را نشان می‌دهد. یافته‌های نشان می‌دهد که بر اساس مقدار آماره F کل رگرسیون معنادار می‌باشد. همچنین، مقدار ضریب نیکویی برازش (R²) نشان می‌دهد که ۸۴٪ از تغییرات متغیر وابسته یعنی اهرم مالی (FL) شرکت‌های مورد بررسی توسط متغیرهای مستقل و کنترل مدل توضیح داده می‌شود. از طرف دیگر، نتایج آزمون Sargant که آزمونی به منظور معتبر بودن متغیرهای ابزاری می‌باشد، نشان می‌دهد که فرضیه صفر پذیرفته شده و متغیرهای بکار گرفته شده در مدل مناسب بوده و نیازی به استفاده از متغیر ابزاری نمی‌باشد. علاوه بر این، نتایج آزمون آرلاندو و باند بر اساس آزمون Z برای تعیین خودهمبستگی نشان می‌دهد که فرضیه صفر پذیرفته شده

1. Levin-Lin-Chu

آماري در سطح ۵٪ معنادار می‌باشد. بدین مفهوم که حساب انگاری سرمایه‌گذاران، اثر معکوسی بر اهرم مالی به عنوان یکی از شاخص‌های سیاست تأمین مالی دارد. زیرا حساب انگاری به عنوان یک رفتار مالی غیرعقلایی، به دلیل اثر تمایلی باعث زیان‌گریزی و برگشت به میانگین بازده سهام شده، در نتیجه موجب کاهش بازده سهام شده (سیسی، ۲۰۰۵) و متعاقباً باعث کاهش توانایی تأمین مالی شرکت‌ها از طریق منابع داخلی مانند اهرم مالی (سود عملیاتی ÷ هزینه‌های مالی - سود عملیاتی) می‌شود. از این‌رو فرضیه اول مبنی بر اینکه حساب انگاری سرمایه‌گذاران تأثیر معناداری بر اهرم مالی دارد، تأیید می‌شود.

و بین جملات اخلاص مدل خودهمبستگی وجود ندارد. از دیگر فرضیات اساسی رگرسیون ثابت بودن واریانس خطا می‌باشد. وقتی خطاها ناهمسان باشند، انحراف معیار عرض از مبدأ بسیار بزرگ می‌شود. در این مطالعه به منظور بررسی ناهمسانی واریانس از آزمون والد تعدیل شده استفاده شد. نتایج فوق نشان می‌دهد که مقدار آماره این آزمون برای مدل برآورد شده برابر ۶۷۲/۲۹ بوده و در سطح یک درصد معنادار می‌باشد. از این‌رو، بیانگر وجود ناهمسانی واریانس در جملات اخلاص برای مدل برآورد شده می‌باشد. در نهایت، یافته‌های برآورد مدل نشان می‌دهد که ضریب متغیر حساب انگاری (MA)، دارای علامت منفی بوده و از نظر

جدول ۴: نتایج آزمون‌های ترکیب پذیری، هاسمن و بروش و پاگان برای مدل اول تحقیق

نوع آزمون	آماره آزمون	مقدار آماره آزمون	P-Value
Poolability	F لیمر	۴۸۴/۱۱	۰/۰۰۲۲***
Breusch & Pagan	LM با توزیع χ^2	۲۷۶/۶۹	۰/۰۰۳۶***
Hausman	LM با توزیع χ^2	۲۱/۰۴	۰/۰۴۷۵**

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

جدول ۵: مدل اثرات ثابت برای تصریح مدل اول (متغیر وابسته: اهرم مالی (FL))

متغیرهای مستقل	ضریب	آماره t
MA	-۰/۱۲۶	-۲/۲۱۷**
CASH	۰/۰۸۱	۱/۸۸۳*
Size	-۰/۰۵۹	-۱/۱۲۶ ^{NS}
Growth	-۰/۰۹۱	-۱/۵۱۳ ^{NS}
FlowLiqu	۰/۰۴۷	۱/۷۲۴*
Debtbank	-۰/۱۴۴	-۲/۸۱۶***
LiquAS	۰/۱۳۶	۲/۳۶۹**
عرض از مبدأ (c ₀)	۲/۰۹۸	۴/۰۶۹***
R ²	۰/۸۴	
F	۴۸۴/۱۱	
Sargant test (χ^2)	۱/۸۱ (۰/۳۱) ^{NS}	
Arrelano and Bonad Serial correlation (Z)	-۰/۳۶ (۰/۵۲)	
Wald (χ^2)	۶۷۲/۲۹ (۰/۰۰۲)***	

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

مأخذ: یافته‌های تحقیق

نتایج نشان می‌دهد که P-value آزمون Poolability کمتر از ۰/۰۵ می‌باشد، لذا مدل OLS کارایی نداشته و باید از داده‌های ترکیبی استفاده شود. همچنین، P-value آزمون Breusch & Pagan کمتر از ۰/۰۵ بوده و بیانگر اثرات تصادفی در مدل می‌باشد. P-value آزمون Hausman نیز کمتر از ۰/۰۵ بوده و بیانگر

۴-۴ آزمون فرضیه ۲ (حساب انگاری سرمایه‌گذاران تأثیر معناداری بر سود نقدی 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.

کارایی روش اثرات ثابت نسبت به روش اثرات تصادفی می‌باشد. جدول ۷ نتایج تخمین مدل اثرات ثابت را نشان می‌دهد: یافته‌های فوق نشان می‌دهد که بر اساس مقدار آماره F کل رگرسیون معنادار می‌باشد. همچنین، مقدار ضریب نیکویی برآزش (R^2) نشان می‌دهد که ۸۶٪ از تغییرات متغیر وابسته یعنی سود همگن نقدی سهام (DIV) شرکت‌های مورد بررسی توسط متغیرهای مستقل و کنترل مدل توضیح داده می‌شود. از طرف دیگر، نتایج آزمون Sargant نشان می‌دهد که فرضیه صفر پذیرفته شده و متغیرهای بکار گرفته شده در مدل مناسب بوده و نیازی به استفاده از متغیر ابزاری نمی‌باشد. علاوه بر این، نتایج آزمون آرلاندو و باند بر اساس آزمون Z برای تعیین خودهمبستگی نشان می‌دهد که فرضیه صفر پذیرفته شده و بین جملات اخلاص مدل خودهمبستگی وجود ندارد. همچنین، نتایج فوق نشان می‌دهد مقدار آماره آزمون والد جهت بررسی ناهمسانی واریانس مدل برآورد شده برابر ۶۸۳/۱۱ بوده و در

سطح یک درصد معنادار می‌باشد. از این رو، بیانگر وجود ناهمسانی واریانس در جملات اخلاص برای مدل برآورد شده می‌باشد. در نهایت، یافته‌های برآورد مدل نشان می‌دهد که ضریب متغیر حساب انکاری (MA)، در مدل دارای علامت منفی بوده و از نظر آماری در سطح ۱۰٪ معنادار می‌باشد. بدین مفهوم که حساب انکاری سرمایه‌گذاران، اثر معکوس ضعیفی بر سود همگن نقدی سهام به عنوان یکی دیگر از شاخص‌های سیاست تأمین مالی شرکت‌های مورد بررسی دارد. زیرا همانطور که پیشتر گفته شد، حساب انکاری به عنوان یک رفتار مالی غیرعقلایی، باعث زیان‌گریزی شده، در نتیجه موجب کاهش بازده سهام شده و متعاقباً باعث کاهش توانایی تأمین مالی شرکت‌ها از طریق منابع داخلی مانند سود همگن نقدی سهام (سود نقدی سهام ÷ کل دارایی‌ها) می‌شود. از این رو فرضیه دوم تحقیق مبنی بر اینکه حساب انکاری سرمایه‌گذاران تأثیر معناداری بر سود همگن نقدی سهام دارد، تأیید می‌شود.

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	۵۱۳/۶۶	۰/۰۰۲***
Breusch & Pagan	χ^2 LM با توزیع	۳۰۴/۳۲	۰/۰۰۳۳***
Hausman	χ^2 LM با توزیع	۲۳/۱۴	۰/۰۴۳۲**

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

مأخذ: یافته‌های تحقیق

جدول ۷: مدل اثرات ثابت برای تصریح مدل دوم (متغیر وابسته: سود همگن نقدی سهام (DIV))

متغیرهای مستقل	ضریب	آماره t
MA	-۰/۱۰۷	-۱/۸۴۵*
CASH	۱/۰۸۳	۲/۸۷۱***
Size	۰/۱۵۷	۰/۵۴۱ ^{NS}
Growth	۰/۱۳۹	۰/۶۱۹ ^{NS}
FlowLiqu	۱/۳۱۸	۳/۱۹۴***
Debtbank	-۰/۶۱۲	-۱/۶۰۲ ^{NS}
LiquAS	۰/۹۰۹	۱/۸۴۶*
عرض از مبدأ (c ₀)	۱/۸۴۳	۳/۵۹۷***
R^2	۰/۸۶	
F	۵۱۳/۶۶	
Sargant test (χ^2)	۱/۵۹ (۰/۳۷) ^{NS}	
Arrelano and Bonad Serial correlation (Z)	-۰/۳۹ (۰/۵۸)	
Wald (χ^2)	۶۸۳/۱۱ (۰/۰۰۲)***	

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

مأخذ: یافته‌های تحقیق

۴-۵- آزمون فرضیه ۳ (حساب انگاری سرمایه‌گذاران تأثیر معناداری بر نسبت بدهی دارد).

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

نتایج نشان می‌دهد که P-value آزمون Poolability کمتر از ۰/۰۵ می‌باشد، لذا مدل OLS کارایی نداشته و باید از داده‌های ترکیبی استفاده شود. همچنین، P-value آزمون Breusch & Pagan کمتر از ۰/۰۵ بوده و بیانگر اثرات تصادفی در مدل می‌باشد. P-value آزمون Hausman نیز کمتر از ۰/۰۵ بوده و بیانگر کارایی روش اثرات ثابت نسبت به روش اثرات تصادفی می‌باشد. جدول ۹ نتایج تخمین مدل اثرات ثابت را نشان می‌دهد:

جدول ۸: نتایج آزمون‌های ترکیب‌پذیری، هاسمن و بروش و پاگان برای مدل سوم تحقیق

نوع آزمون	آماره آزمون	مقدار آماره آزمون	P-Value
Poolability	F لیمر	۵۰۱/۲۳	۰/۰۰۲۰***
Breusch & Pagan	LM با توزیع χ^2	۲۹۳/۰۶	۰/۰۰۳۴***
Hausman	LM با توزیع χ^2	۲۲/۲۸	۰/۰۴۴۹**

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

مأخذ: یافته‌های تحقیق

جدول ۹: مدل اثرات ثابت برای تصریح مدل سوم (متغیر وابسته: نسبت بدهی (DEBTR))

متغیرهای مستقل	ضریب	آماره t
MA	۰/۰۷۴	۱/۸۶۳*
CASH	-۰/۶۱۹	-۲/۰۹۳**
Size	۰/۴۱۳	۱/۱۲۷ ^{NS}
Growth	-۰/۱۰۵	-۰/۶۰۹ ^{NS}
FlowLiqu	-۱/۳۰۶	-۲/۸۴۹***
Debtbank	۰/۰۷۹	۱/۵۹۸ ^{NS}
LiquAS	-۱/۴۱۸	-۳/۰۱۵***
عرض از مبدأ (c ₀)	۲/۵۰۳	۴/۱۰۹***
R ²		۰/۸۷
F		۵۰۱/۲۳
Sargant test(χ^2)		۱/۶۱ (۰/۳۴) ^{NS}
Arrelano and Bonad Serial correlation (Z)		-۰/۴۲ (۰/۵۴)
Wald(χ^2)		۶۹۳/۸۸ (۰/۰۰۱)***

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

مأخذ: یافته‌های تحقیق

آزمون آرلاندو و باند بر اساس آزمون Z برای تعیین خودهمبستگی نشان می‌دهد که فرضیه صفر پذیرفته شده و بین جملات اخلاص مدل خودهمبستگی وجود ندارد. همچنین، نتایج فوق نشان می‌دهد که مقدار آماره آزمون والد جهت بررسی ناهمسانی واریانس مدل برآورد شده برابر ۶۹۳/۸۸ بوده و در سطح یک درصد معنادار می‌باشد. از این رو، بیانگر وجود ناهمسانی واریانس در جملات اخلاص برای مدل برآورد شده می‌باشد. در نهایت، یافته‌های برآورد مدل نشان می‌دهد که ضریب

یافته‌های فوق نشان می‌دهد که بر اساس مقدار آماره F کل رگرسیون معنادار می‌باشد. همچنین، مقدار ضریب نیکویی برازش (R²) نشان می‌دهد که ۸۷٪ از تغییرات متغیر وابسته یعنی نسبت بدهی (DEBTR) شرکت‌های مورد بررسی توسط متغیرهای مستقل و کنترل مدل توضیح داده می‌شود. از طرف دیگر، نتایج آزمون Sargant نشان می‌دهد که فرضیه صفر پذیرفته شده و متغیرهای بکار گرفته شده در مدل مناسب بوده و نیازی به استفاده از متغیر ابزاری نمی‌باشد. علاوه بر این، نتایج

تأثیر معناداری بر سود همگن نقدی سهام دارد، تأیید شد. نتایج بررسی فرضیه سوم نشان داد که حساب انکاری سرمایه‌گذاران اثر مستقیم و وضعیفی بر نسبت بدهی شرکت‌ها دارد. زیرا حساب انکاری، 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 بدهی (کل بدهی‌ها ÷ کل دارایی‌ها) افزایش می‌یابد. لذا، فرضیه سوم مبنی بر اینکه حساب انکاری سرمایه‌گذاران تأثیر معناداری بر نسبت بدهی دارد، تأیید شد. از طرف دیگر، بطور کلی تا کنون مطالعه‌ای که بطور مشخص به بررسی تأثیر حساب انکاری بر سیاست‌های تأمین مالی پرداخته باشد، صورت نپذیرفته است. لیکن، نتایج تحقیق حاضر بطور غیرمستقیم با بخشی از یافته‌های نظری و تجربی پژوهشگران و تحلیلگران بازار سرمایه، نظیر شفرین و استات من (۱۹۸۵)^۱، آدین (۱۹۹۸)^۲، سیسی (۲۰۰۵)^۳، گرین بلات و هان (۲۰۰۵)^۴، که دریافتند در بازارهای مالی، یک پدیده منحصر به فرد و معماگونه وجود دارد، همخوانی دارد. بدین صورت که به نظر می‌رسد سرمایه‌گذاران تمایلی به شناسایی زیان نداشته و به شناسایی سود علاقمند هستند.

همچنین، نتایج نشان داد که بازار سهام در مقابل رفتار سرمایه‌گذاران مانند حساب انکاری واکنش نشان داده و در نتیجه بعضاً کارایی عقلایی خود را از دست می‌دهد. 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 می‌تواند حائز اهمیت باشد. همچنین، با توجه به تأثیر منفی حساب انکاری بر سیاست تأمین مالی شرکت‌ها، به کارگزاران و مشاوران مالی فعال در بورس اوراق بهادار توصیه پیشنهاد، علاوه بر متغیرهای حسابداری و اقتصادی اثرگذار بر بازار سهام، به ویژگی‌های رفتاری سرمایه‌گذاران از جمله حساب‌انکاری نیز توجه کنند. علاوه بر این، به سرمایه‌گذاران پیشنهاد می‌شود هنگامی که در بازار اخبار هیجانی وجود دارد، با دقت بیشتری به خرید و فروش سهام مبادرت ورزند. از طرف دیگر، در این مطالعه حساب انکاری بر اساس تعداد سود یا زیان شناسایی شده اندازه‌گیری شد. به محققان پیشنهاد می‌شود، تأثیر اندازه زیان یا سود را در تبیین نقش حساب‌انکاری در سیاست تأمین مالی بررسی کنند. در نهایت، از آنجاکه دانش مالی رفتاری، دانشی نوپا بوده و تعداد پژوهش‌های صورت گرفته در ایران نیز اندک می‌باشد، به

متغیر حساب انکاری (MA)، در مدل دارای علامت مثبت بوده و از نظر آماری در سطح ۱۰٪ معنادار می‌باشد. بدین مفهوم که حساب انکاری سرمایه‌گذاران، اثر مستقیم و وضعیفی بر نسبت بدهی به عنوان یکی دیگر از شاخص‌های سیاست تأمین مالی شرکت‌های مورد بررسی دارد. زیرا حساب انکاری، 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 بدهی (کل بدهی‌ها ÷ کل دارایی‌ها) افزایش می‌یابد. از این رو فرضیه سوم تحقیق مبنی بر اینکه حساب انکاری سرمایه‌گذاران تأثیر معناداری بر نسبت بدهی دارد، تأیید می‌شود.

۵- نتیجه‌گیری و پیشنهادات

در این مطالعه به بررسی تأثیر تورش حساب انکاری بر سیاست‌های مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته شد. جامعه آماری تحقیق شامل ۱۴ شرکت برتر سرمایه‌گذاری و شرکت‌های سرمایه‌پذیر آن‌ها مشتمل بر ۱۰۹ شرکت طی دوره ۹۹-۱۳۹۳ بوده و نتایج نشان داد که میانگین حساب انکاری 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 حساب انکاری را از خود نشان داده‌اند. نتایج بررسی فرضیه اول نشان داد که حساب انکاری سرمایه‌گذاران، اثر معکوسی بر اهرم مالی شرکت‌ها دارد. زیرا حساب انکاری به عنوان یک رفتار مالی غیرعقلایی، به دلیل اثر تمایلی باعث زیان‌گریزی و برگشت به میانگین بازده سهام شده، در نتیجه موجب کاهش بازده سهام و متعاقباً کاهش توانایی تأمین مالی شرکت‌ها از طریق منابع داخلی مانند اهرم مالی (سود عملیاتی ÷ هزینه‌های مالی - سود عملیاتی)) می‌شود. لذا، فرضیه اول مبنی بر اینکه حساب انکاری سرمایه‌گذاران تأثیر معناداری بر اهرم مالی دارد، تأیید شد. نتایج بررسی فرضیه دوم نشان داد که حساب انکاری سرمایه‌گذاران، اثر معکوسی بر سود همگن نقدی سهام شرکت‌ها دارد. زیرا حساب انکاری باعث زیان‌گریزی شده، در نتیجه موجب کاهش بازده سهام و متعاقباً کاهش توانایی تأمین مالی از طریق منابع داخلی مانند سود همگن نقدی سهام (سود نقدی سهام ÷ کل دارایی‌ها) می‌شود. لذا، فرضیه دوم مبنی بر اینکه حساب انکاری سرمایه‌گذاران

3. Cici, 2005
4. Grinblatt and Han, 2005

1. Shefrin and Statman, 1985
2. Odean, 1998

- http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1782309.
- 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>
- Fennema, B. and Koonce, L. (2010). "Mental Accounting in Financial Reporting and Voluntary Disclosure".
- Frazzini, A. (2006). "The disposition effect and under reaction to news. *Journal of Finance*", 61, 2017-2046.
- Gordon, W. V. Shohin, E. (2016), The Mechanisms of Mindfulness in the Treatment of Mental Illness and Addiction, *International Journal of Mental Health and Addiction*, 14(5): 844-849.
- Grinblatt M, Han B (2005). "Prospect theory, mental accounting, and momentum". *Journal of Financial Economics*, 78: 311-339
- Lim, S. (2003), *Mental Accounting and Selling Decisions of Individual Investors; Analysts' Reputational Concerns and Under reaction to Public News*, Dissertation Presented in Partial Fulfillment of the Requirements for the Degree Doctor of Philosophy in the Graduate School of The Ohio State University.
- 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.
- Odean, T. (1998). Are Investors Reluctant to Realize Their Losses? *The Journal of Finance*, 53(5), 1775-1798.
- Pompian, Michael M. (2006). *Behavioral Finance & Wealth Management*, Published by Jon Wiley & Sons, Inc., Hoboken, New Jersey 2006. Published Simultaneously in Canada. www.wiley.com/go/permissions.
- Seiler, M. Seiler, V. L. Lane, M. (2010), Mental Accounting and False Reference Points in Real Estate Investment Decision-Making, Forthcoming in *Journal of Behavioral Finance*.
- Shefrin H, M. Statman (1985). "The disposition to sell winners too early and ride losers too long: Theory and evidence", *Journal of Finance*, Vol. 40: 777-790.
- Thaler, R. (1980). Mental accounting and consumer choice. *Marketing Science*, Vol. 4, Pp. 199-214.
- 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.
- پژوهشگران پیشنهاد می‌شود تأثیر سایر عوامل رفتاری مانند اعتماد بیش از حد، کوتاه بینی، دنباله روی از جمع، پشیمان گریزی و ... سرمایه گذاران بر سیاست های تأمین مالی و سرمایه گذاری شرکت ها بررسی شود.
- ### فهرست منابع
- اولی، محمدرضا، نیکومرام، هاشم، جهانشاد، آزیتا. پورزمانی، زهرا. (۱۳۹۶)، مدل قیمت گذاری دارایی های سرمایه ای در چارچوب حسابداری ذهنی، دانش مالی تحلیل اوراق بهادار، ۱۰(۳۶): ۱-۱۲.
- بنابی قدیم، رحیم. کرباسی یزدی، حسین. (۱۳۹۳)، کاربرد تئوری حسابداری ذهنی، پژوهش حسابداری، ۱۳: ۱۷-۱.
- پاکدل، عبدل... ایزدی نیا، ناصر. دستگیر، محسن. (۱۳۹۵)، رتبه بندی عوامل موثر حسابداری ذهنی در تشکیل پرتفوی توسط سرمایه گذاران کم تجربه به کمک تکنیک ویکور، تحقیقات حسابداری و حسابرسی، تحقیقات حسابداری و حسابرسی، ۸(۳۲).
- جلیلی، آرزو. مشیری، اسماعیل. (۱۳۹۲)، ابتکارات ذهنی در بکارگیری رویه های حسابداری مدیریت، دانش حسابداری و حسابرسی مدیریت، ۲(۶): ۴۱-۵۰.
- شمس، شهاب الدین. یحیی زاده فر، محمود. امامی، عباس. (۱۳۸۹)، بررسی رابطه اثر تمایلی با جریان نقدی و عملکرد شرکت های سرمایه گذاری بورس اوراق بهادار تهران، تحقیقات مالی، ۱۲(۳۰): ۹۵-۱۱۶.
- رهنمای رودپشتی، فریدون. جلیلی، آرزو. (۱۳۸۹)، حسابداری ذهنی و ارزیابی متوازن، تحلیل تعاملی و رفتاری، مجله علمی پژوهشی حسابداری مدیریت، زمستان ۸۹.
- کیان، علیرضا. پورحیدری، امید. کامیابی، یحیی. (۱۳۹۶)، تأثیر حسابداری ذهنی بر رفتار سرمایه گذاران از دید گزارشگری مالی، پژوهش های حسابداری مالی، ۹(۲): ۲۲-۱.
- Alexander, Gordon J., Baptista, Alexandre M., Yan, Shu. (2016), Portfolio selection with mental accounts and estimation risk, *Journal of Empirical Finance*, doi: 10.1016/j.jempfin.2016.07.012.
- Bonner, S. Proell, S. C. Koonce, L. Wang. , T. (2013). Mental accounting and Disaggregation on the Income statement.
- Cici G (2005). "The relation of the disposition effect to mutual fund trades and performance", works paper, University of Pennsylvania.
- Das, S, R and Statman, M (2009) " Beyond Mean-Variance: Portfolios with Derivatives and Non-Normal Returns in Mental Accounts" Available at



Accounting Knowledge & Management Auditing
Vol. 17/ No. 65/ Spring 2027

Studying the Effect of Accounting Bias on Financial Policies of Companies Listed on Tehran Stock Exchange

Mohamad Sadegh Shamsavari

Phd Student in Accounting, Bandar Abbas Branch, Islamic azad university , bandar abbas, Iran.

Mohammad Hossein Ranjbar

Associate Professor, Department of Accounting and Finance, Bandar Abbas Branch, Islamic azad university , bandar abbas, Iran.

Hojjatallah Salari

Department of Accounting, Bandar Abbas Branch, Islamic azad university , bandar abbas, Iran.

Ali Amiri

Department of Accounting, Bandar Abbas Branch, Islamic azad university , bandar abbas, Iran.

Abstract

This study examined the effect of accounting bias on financial policies of companies listed on Tehran Stock Exchange. The statistical population of the study included 14 top investment companies and their investee companies, consisting of 109 companies, during the period 2014-2019. Also, financial leverage, cash earnings per share, and debt ratio were used as indicators of financing policy. The panel data model and STATA software were used to analyze the data. The results showed that the investment companies studied showed accounting behavioral bias in 35.71% of cases. Also, investors' accounting bias has a significant negative effect on financial leverage, a negative effect on homogeneous cash earnings per share, and a significant direct effect on debt ratio as indicators of companies' financing policy. Because accounting as an irrational financial behavior, due to the propensity effect, causes loss aversion and reversion to the mean of stock returns, resulting in a decrease in stock returns and subsequently reducing the ability of companies to finance through internal sources and increasing financing from external sources.

Keywords: Accounting, financial policies, propensity effect, panel data model.

