



## آزمون تجربی مالی رفتاری: ارزیابی مقایسه کارایی مدل‌های هزینه سهام عادی تحت تأثیر ویژگی‌های بنیادین شرکت‌ها

عباس خداپرست سالک معلمی<sup>۱</sup>

فرزین رضایی<sup>۲</sup>

سیناخر دیار<sup>۳</sup>

محمد رضا وطن پرست<sup>۴</sup>

تاریخ دریافت: ۱۴۰۱/۰۷/۰۶ تاریخ پذیرش: ۱۴۰۱/۰۹/۰۹

### چکیده

در قرون جدید علم روانشناسی در حیطه کار اقتصاد و مالی به فعالیت‌های چشمگیری پرداخته است از اوایل دهه ۱۹۲۰ روابط انسانی به صورت یکی از ارکان و راهبردهای مهم کاری تبدیل شده است از همین جا نقش فرد و ویژگی‌های شخصیتی و رفتاری او در جامعه و شرکت مورد توجه خاص و ویژه قرار گرفته است. هزینه سهام عادی یکی از مهمترین و کلیدی‌ترین ابزارها در بسیاری از تصمیم‌گیری‌های مالی و مدیریتی است که از عوامل متعددی متأثر می‌شود. از آنجا که تیپ‌های شخصیتی توضیح‌دهنده رفتار مدیران می‌باشد، قضاوت و تصمیمات آنان را متأثر می‌نماید. از این رو هدف پژوهش حاضر به آزمون تجربی مالی رفتاری برای مقایسه کارایی مدل‌های هزینه سهام عادی تحت تأثیر ویژگی‌های بنیادین شرکت‌ها پرداخته است.

برای دستیابی به هدف پژوهش، داده‌های ۸۷ شرکت نمونه در سال ۱۳۹۷ جمع‌آوری شد و به شیوه تحلیل توصیفی با اجرای آزمون تحلیل پوششی داده‌ها (Dea) و آزمون تی زوجی تجزیه و تحلیل شدند. برای مقایسه کارایی از مدل‌های رشد گوردون و اولسون جونتر استفاده شده است.

با در نظر گرفتن نتایج آزمون‌ها و مقایسه توان تبیین‌کنندگی و دقت هر یک از مدل‌ها، می‌توان گفت دو مدل اولسون جونتر و گوردون در سطوح اطمینان مختلف از اعتبار مناسب و اتکاپذیری برخوردارند و از لحاظ مقایسه‌ای تفاوت معناداری بین این دو مدل وجود دارد. بر اساس نتایج، سطح ابعاد تیپ‌های شخصیتی بر شمرده در پژوهش

۱- گروه حسابداری، واحد قزوین، دانشگاه آزاد اسلامی، قزوین، ایران. salekmoalemy@yahoo.com

۲- گروه حسابداری، واحد قزوین، دانشگاه آزاد اسلامی، قزوین، ایران نویسنده مسئول farzin.rezaei@qiau.ac.ir

۳- گروه حسابداری، واحد رشت، دانشگاه آزاد اسلامی، رشت، ایران. kheradyar@iaurasht.ac.ir

۴- گروه حسابداری، واحد رشت، دانشگاه آزاد اسلامی، رشت، ایران. vatanparast@iaurasht.ac.ir



به عنوان یک متغیر تعدیل گر، ارتباط قوی بر تفاوت معنادار بین کارایی مدل‌های هزینه سهام عادی (مدل گوردون و مدل اولسون جونتر) دارد.

**واژه‌های کلیدی:** هزینه سهام عادی، مالی رفتاری و ویژگی‌های بنیادین شرکتها.

**طبقه بندی JEL:** G17، G14، G11

#### ۱- مقدمه

از جمله اطلاعات موثر بر تصمیم‌گیری سهامداران و مدیران، هزینه سهام عادی است. تعیین هزینه سهام عادی تحت مدل‌های مختلف اندازه‌گیری، منتهی به نتایج و تصمیم‌گیری‌های مختلف می‌گردد. ویژگی‌های خاص بنیادین شرکت‌ها اعم از ویژگی‌های عملیاتی، مالی، حاکمیتی و محیط پیرامونی که خود شامل محیط اقتصادی، سیاسی، اجتماعی، فن‌آوری، حقوقی و قضایی می‌باشد از مجموعه عوامل موثر بر هزینه سهام عادی می‌باشد.

هزینه سهام عادی از مهمترین و کلیدی‌ترین ابزارها در بسیاری از تصمیم‌گیری‌های مالی و مدیریتی است و از عوامل متعددی متأثر می‌شود. اهرم مالی، سودآوری، ترکیب سهامداران، ترکیب هیئت مدیره، نوع فعالیت شرکت، نقدینگی و اندازه شرکت از مهمترین این عوامل است.

از نظر دیدگاه سنتی می‌توان با استفاده از اهرم، ارزش شرکت را افزایش داد. این نظریه پیشنهاد می‌کند شرکت‌ها به منظور کاهش هزینه سهام عادی خود میزان بدهی‌های خود را افزایش دهند. با این حال، با افزایش میزان بدهی ریسک نیز افزایش یافته و در نتیجه بازار نرخ بهره بالاتری را برای بدهی‌ها مطالبه می‌نماید. بنابراین بر مبنای این دیدگاه ساختار سرمایه بهینه‌ای که هزینه سهام عادی را حداقل کند؛ وجود دارد. از سویی دیگر، مطابق با تئوری مودیلیانی و میلر، برقراری شرایط بازار کارای سرمایه را نمی‌توان با تغییر در ساختار سرمایه ارزش سهام شرکت را تغییر داد.

صورت جریان وجوه نقد مبنای مناسبی برای ارزیابی‌ها و قضاوت‌های سرمایه‌گذاران در مورد عملکرد مالی یک واحد تجاری تلقی می‌شوند. در حقیقت صورت‌های مالی بازتاب نتایج تصمیم‌های سرمایه در گردش، سرمایه‌گذاری، تامین مالی و پرداخت سود واحد تجاری می‌باشند. بنابراین صورت جریان وجوه نقد به عنوان هسته‌ی صورت‌های مالی باید به گونه‌ای ارائه شود که زمینه‌ی ارزیابی هر یک از تصمیمات فوق فراهم شود. بر این اساس می‌توان انتظار داشت که رابطه قوی‌تری بین جریان‌های ناشی از فعالیت‌های تامین مالی صورت جریان وجوه نقد با هزینه سهام عادی برقرار می‌باشد.

در چارچوب مدیریت سرمایه‌گذاری، حاکمیت شرکتی نقش مهمی در تعیین رفتار شرکت در تصمیم‌گیری‌های مالی و سرمایه‌گذاری دارد. یک نظام حاکمیت شرکتی کارآمد، موجب می‌شود که شرکت‌ها اطلاعات مالی بهتر و شفاف‌تری ارائه کنند و این خود باعث کاهش ریسک اطلاعاتی اعتباردهندگان و سرمایه‌گذاران و در نتیجه تاثیرگذاری بر هزینه سهام عادی شرکت می‌شود. امروزه شرکت‌های موجود در بازار سرمایه شرکت‌هایی هستند

که مالکیت آن‌ها در اختیار گروه‌های مختلف می‌باشد و هر یک از آن‌ها دارای اهداف، سلیقه‌ها، رفتار و توانایی‌های متفاوتی هستند.

ترکیب سهامداری یا ساختار مالکیت از موضوعات مهم حاکمیت شرکتی به شمار می‌رود که انگیزه مدیران را تحت تاثیر قرار می‌دهد و بدین ترتیب می‌تواند بر کارایی هر شرکتی تاثیر قابل توجهی داشته باشد. ساختار مالکیت می‌تواند نقش نظارتی برای جلوگیری از رفتارهای فرصت طلبانه مدیران ارائه دهد. انتظار می‌رود بتوان از این نظارت برای کاهش هزینه فرصت وجه نقد و هزینه سهام عادی بهره برد.

از طرفی حصول به ویژگی‌های کیفی اطلاعات، نظیر صداقت در ارائه (عینیت)، انصاف و بی طرفی در ارتباط مستقیم با تیپ‌های شخصیتی تهیه‌کنندگان اطلاعات است و این شخصیت‌ها نیز به ساختار اخلاقی اشخاص مربوط می‌شود (اعتمادی و دیانتی، ۱۳۸۸). افراد بر اساس تیپ‌های شخصیتی خود متفاوت بوده و این تفاوت بستگی به فرآیندهای ادراکی، ساختار و نحوه استدلال و درجه رشد ادراکی و اخلاقی آن‌ها دارد.

شخصیت عبارت است از الگوی نسبتاً پایدار صفات و گرایش‌ها یا ویژگی‌هایی که تا اندازه‌ای به رفتار دوام می‌بخشد. به طور اختصاصی‌تر شخصیت از صفات یا گرایش‌هایی تشکیل می‌شود که به تفاوت‌های فردی در رفتار، ثبات رفتار در طول زمان و دوام رفتار در موقعیت‌های گوناگون می‌انجامد (خضری و معنوی‌پور، ۱۳۹۵).

همان‌طور که ادراک تصمیم‌گیرنده عامل مهمی در تصمیم‌گیری مدیران است، شخصیت وی نیز در امر تصمیم‌گیری دخیل است. تصمیم‌گیری چنان با خصوصیات روانی تصمیم‌گیرنده آمیخته است که نمی‌توان یکی را بدون دیگری مورد مطالعه قرار داد.

عوامل و عناصر شخصیتی نظیر هوش و خلق و خوی، نگرش یک فرد، همگی در اتخاذ تصمیم نقش دارند. مرور ادبیات در حوزه مالی رفتاری نشان می‌دهد که رفتارهای شخصی مدیران بر خط مشی‌ها و سیاست‌های شرکت تاثیر قابل توجهی می‌گذارند (بن دیوید و همکاران<sup>۱</sup>، ۲۰۱۲).

بنابراین درک رفتارهای شخصیتی مدیران بر شفافیت اطلاعات مالی شرکت‌ها از اهمیت ویژه‌ای برخوردار است. زیرا، شفافیت اطلاعات مالی یک عامل کلیدی در تصمیمات تخصیص بهینه سرمایه، رشد اقتصادی و ارزش یک شرکت است که تحت تاثیر رفتارها و تیپ‌های شخصیتی مدیران قرار می‌گیرد. لذا، تحقیق حاضر بدنبال مقایسه تاثیر تیپ‌های شخصیتی مدیران بر مدل‌های هزینه سهام عادی است.

## ۲- مبانی نظری و مروری بر پیشینه پژوهش

پیرو یک چارچوب ادراکی که توسط استاندارد و پور (۲۰۰۲) ارائه شده، حاکمیت شرکتی ابعاد چندگانه زیادی دارد (ترن<sup>۲</sup>، ۲۰۱۴)، که در این پژوهش تنها بعد: ساختار مالکیت مد نظر قرار گرفته است. ساختار مالکیت هر شرکتی اثر متفاوتی بر انتخاب ساختار مطلوب سرمایه دارد؛ به عنوان مثال ساختار مالکیت بر سیاست‌های مالی تاثیر می‌گذارد. چون هزینه سهام عادی در ایجاد ساختار بهینه سرمایه دارای اهمیت است یا به عبارتی تغییر در

<sup>۱</sup> Ben-David et al

<sup>۲</sup> Tran

ساختار سرمایه بر هزینه سهام عادی اثر خواهد گذاشت. بنابراین می‌توانیم فرض کنیم که هزینه سهام عادی تحت تاثیر تفاوت در ساختار مالکیت قرار می‌گیرد. ترکیب مختلف سهامداران دارای اثرهای متفاوتی بر ریسک پذیری سهام شرکت‌ها، نحوه انعکاس اطلاعات شرکت در بازار و تقارن اطلاعاتی داشته باشد.

سرمایه‌گذاران نهادی باتوجه به ویژگی‌های ذاتی خود دارای نفوذ خاصی هستند و می‌توانند از آن برای نظارت و هم جهت ساختن عملکرد مدیریت در راستای منافع سهامداران استفاده نمایند. حضور سرمایه‌گذاران نهادی در ساختار مالکیت شرکت بر نحوه نظارت عملیات بنگاه موثر بوده و با افزایش کیفیت افشاء می‌تواند بر هزینه سهام عادی تاثیر بگذارد.

در نظریه‌های نوین مالی وظیفه مدیران مالی از دو جزء تشکیل می‌شود: یکی اطمینان از مطلوب بودن حجم و ترکیب دارایی‌های شرکت است و دومی اطمینان از بکارگیری بهینه منابع برای بیشینه کردن ارزش آن است. بنابراین موضوع حداکثر نمودن ارزش شرکت بواسطه افزایش بازده یا نقطه مقابل آن یعنی کاهش هزینه سهام عادی شرکت از مباحث مربوط به ساختار سرمایه می‌باشد.

نقدشوندگی دارایی به لحاظ مورد وثیقه قرار گرفتن دارایی در قراردادهای وام، نقش خاصی ایفا می‌کند و یا در تصفیه شرکت، در شرایط بحرانی، نقش آفرینی ویژه‌ای خواهد داشت؛ می‌تواند تاثیر قابل ملاحظه‌ای در اعطای وام از طرف اعتباردهندگان خارجی در پی داشته باشد. لذا می‌تواند تاثیر قابل ملاحظه‌ای در مجموع بدهی‌ها (اهرم) و نهایتاً ترکیب ساختار سرمایه، از خود به جا بگذارد؛ بنابراین از لحاظ تئوری، به نظر می‌رسد که مدیران، زمینه‌هایی برای تغییر ساختار سرمایه خواهند داشت و یا در شرایطی، مجبور به این امر می‌باشند.

از جمله مسائل و موضوعاتی که شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار با آن مواجه‌اند ساختار سرمایه می‌باشد. اینکه چه حجمی از ساختار سرمایه بدهی باشد و چه حجمی از آن را حقوق صاحبان سهام تشکیل دهد، تا در نهایت به عنوان (ساختار سرمایه بهینه) موجب حداقل نمودن (هزینه تامین مالی) یا (هزینه سرمایه) و به تبع آن افزایش ارزش بازار سهام شرکت‌ها گردد؛ از دیرباز به عنوان یک مساله عمده و مهم مطرح بوده است.

محیطی که شرکت‌ها در آن فعالیت می‌کنند محیطی بسیار رقابتی است. پژوهش در زمینه ساختار سرمایه نشان داده است ساختار بهینه سرمایه می‌تواند، توان رقابتی شرکت را در بازار افزایش دهد. همچنین افزایش توان رقابتی، موجب ورود جریان نقدی عملیاتی به داخل واحد تجاری شده و در نتیجه نیاز به استقراض کاهش یافته و از این رو ساختار سرمایه شرکت نیز بهبود می‌یابد.

بسیاری از نظریه پردازان حسابداری رفتاری اعتقاد به مطالعه شخصیت افراد به عنوان عاملی مهم و موثر در قضاوت و تصمیم‌گیری در حسابداری دارند (نادری و همکاران، ۱۳۹۵). علاوه بر این گزارش‌های مالی بازتاب نتایج عملکرد مدیران را نشان می‌دهد و می‌تواند انگیزه‌ای برای مدیران به منظور رسیدن به فرصت‌های مناسب و منافع شخصی ایجاد کند (دی سوزا و لیما، ۲۰۱۵).

<sup>1</sup> D'Souza L L iaa

از طرفی همان‌طور که شرکت‌ها توسط مدیران خود اداره می‌شوند، این امکان وجود دارد که تیپ‌های شخصیتی مدیران، مانند برون‌گرایی، پذیرا بودن، وجدانی بودن، سازگاری و روان رنجوری رابطه مستقیمی با بازده مورد انتظار شرکت‌های خود فراهم کنند. از لحاظ تئوریک، رابطه بین تیپ‌های شخصیتی مدیران و هزینه‌های سهام عادی شرکت مبهم است.

شخصیت برون‌گرایی اغلب متوجه عوامل عینی و خارجی است و زیر نفوذ آن‌ها قرار دارد. افراد برون‌گرا توجه شدیدی به عوامل خارجی دارند و افعال ارادی خود را نتیجه ارزیابی ذهنی ندانسته، بلکه معلول مناسبات عوامل خارجی می‌دانند. انتظار داریم شرکت‌هایی که مدیران برون‌گرایی دارند به دو دلیل بر هزینه سهام عادی تأثیر بگذارند.

اول، با توجه به اینکه مدیران برون‌گرا دارای شبکه‌های اجتماعی حرفه‌ای بزرگتری هستند و از این بابت ممکن است آن‌ها ارتباطات بیرونی بیشتری داشته باشند. دوم، شواهد نشان می‌دهد که برون‌گراها محیط اجتماعی مثبت تری ایجاد می‌کنند و به پیوندهای اجتماعی قوی‌تری دست می‌یابند و دیگران را ترغیب می‌کنند تا اهداف جمعی را دنبال کنند. از طرفی مدیران برون‌گرا به جهت اجتماعی بودن در تعامل بیشتری با ذی‌نفعان شرکت می‌باشند. بنابراین می‌توانند محیط اطلاعاتی شرکت را بهبود بخشند و بدین ترتیب منجر به تحلیل بهتر و بیشتر سرمایه‌گذاران شوند. مرتون (۱۹۸۷) نشان می‌دهد که افزایش آگاهی سرمایه‌گذار منجر به تقسیم ریسک در کار شده و هزینه سهام برای شرکت راکاهش می‌دهد. از این رو، انتظار داریم که رابطه ای بین برون‌گرایی مدیر شرکت با هزینه سهام عادی شرکت وجود داشته باشد.

وجدان یکی از پنج عامل اصلی شخصیت است. افراد با وجدان مسئولیت‌پذیر، پایدار، ساختار یافته و قابل اطمینان هستند. وجدان کاری عبارت است از یک احساس تعهد درونی به منظور رعایت الزاماتی که در ارتباط با کار، مورد توافق قرار گرفته است. وجدان یک ویژگی شخصیتی است که قابلیت اتکا دقیق بودن و از همه جهت مسئول و سازمان یافته بودن منعکس می‌کند. لذا مدیرانی که وجدان بالاتری دارند عملکرد بهتری را خواهند داشت. بدین ترتیب با عملکرد مناسب در حداکثر کردن ثروت سهامداران و حمایت از موقعیت آن‌ها، اطلاعات با کیفیت‌تری را گزارش می‌کند و از این طریق بر هزینه سهام عادی تأثیر می‌گذارد.

تیپ شخصیتی سازگاری، تفاوت‌های فردی در رابطه با همکاری‌های اجتماعی را منعکس می‌کند. این بعد به تمایل فرد به احترام گذاردن دلالت دارد. این افراد به آسانی اعتماد دیگران را به خود جلب می‌کنند. افرادی که از سازگاری با موقعیت بالایی برخوردارند، در موقعیت‌های مختلف به طور مستقل به کارهایشان می‌پردازند و بقدر کافی به خود متکی هستند. به قضاوت‌های خویش اطمینان داشته و در ارتباط با تصمیمات‌شان احساس مسئولیت می‌کنند، انتقادات را با خوشرویی می‌پذیرند و زمانی که با تصمیمات و عقایدشان مخالفت شود، دلسرد نمی‌شوند (اسلامی فرسانی و همکاران<sup>۱</sup>، ۲۰۱۳). بدین سبب با روحیه سازگاری و نقدپذیری، موجب افزایش عملکرد

<sup>1</sup> Eslami Farsani et al

و بهره‌وری شرکت خواهند شد. از این رو انتظار می‌رود مدیران با ویژگی شخصیتی سازگاری بر هزینه سهام عادی تأثیر بگذارند.

افراد با تیپ شخصیتی پذیرا بودن، مایل به پذیرش عقاید جدید و ارزش‌های غیرمعارف هستند و آماده پذیرش عقاید سیاسی و اجتماعی و اخلاقی جدید هستند. مدیران با تیپ شخصیتی پذیرا بودن، ویژگی‌هایی چون گرایش به تجربه‌ها و افکار جدید و میل به کاوش‌گری و اعتقاد به دموکراسی و... دارند. در شرکت‌ها شخصیت‌پذیرا بودن از اهمیت خاصی برخوردار است چرا که مدیران می‌بایست به منظور طراحی و تدوین و انتخاب استراتژی‌های نو و تبدیل این ایده‌ها به واقعیات و در نهایت دستیابی به موفقیت ریسک کنند. بنابراین انتظار داریم که مدیران با ویژگی شخصیتی پذیرا بودن، هزینه سهام عادی را تحت تأثیر قرار دهند.

از دیگر تیپ‌های شخصیتی، روان‌رنجوری است که روان‌رنجورها کسانی هستند که برای حل صحیح مشکلات زندگی خود فعالیت لازم و مطلوب ندارند. از طرفی بیشتر در تلاش برای دستیابی به اهداف شخصی، خود محور و خودخواهانه هستند و به دنبال هدف‌های برتری‌جویی هستند. رویه‌های روان‌رنجوری شامل اضطراب، پرخاشگری، افسردگی، کمروبی، و آسیب‌پذیری است. در این بین روان‌رنجوری می‌تواند قضاوت مدیران از احتمال نتایج گوناگون تحت تأثیر قرار داده و در پی دستیابی به دستاوردهای بزرگ و انجام کسب و کارهای مخاطره‌آمیز باشند. لذا انتظار می‌رود تیپ شخصیتی روان‌رنجوری بر هزینه سهام عادی تأثیرگذار شود.

هیجروودی و همکاران (۱۳۹۷) در پژوهشی به بررسی تحلیل تعدیل‌گری مدل پنج عاملی شخصیت بر تأثیرگذاری کسب اطلاعات مالی بر رفتار سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج به دست آمده نشان داد که کسب اطلاعات مالی بر رفتار سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران دارای رابطه مثبت و معنادار است و از بین ابعاد ویژگی‌های شخصیتی (کشودگی نسبت به پذیرش تجربه، برون‌گرایی، وظیفه‌شناسی، روان‌رنجوری و سازگاری) برون‌گرایی و سازگاری در این رابطه نقش تعدیل‌گر را دارند و تأثیر متغیرهای گشودگی نسبت به پذیرش تجربه، وظیفه‌شناسی و روان‌رنجوری بر این رابطه معنادار شناخته نشده است (هیجروودی و همکاران، ۱۳۹۷).

هوشمند نقابی و همکاران (۱۳۹۶) در پژوهشی به تبیین مقایسه‌ای مدل‌های قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای رفتاری و کلاسیک در بازار سرمایه ایران پرداختند. جامعه آماری مورد مطالعه این پژوهش شرکت‌های پذیرفته‌شده بورس اوراق بهادار تهران و نمونه آماری نیز قلمرو زمانی بین سال‌های ۱۳۸۵ تا ۱۳۹۵ بوده و علت معرفی پی در پی این مدل‌ها ایجاد شرایط و ابزارهای لازم برای تبیین و پیش‌بینی نسبتاً دقیق‌تر بر بازدهی داراییهای سرمایه‌ای بوده است. در این پژوهش به موضوع تبیین مقایسه‌ای مدل‌های قیمت‌گذاری دارایی سرمایه‌ای کلاسیک و رفتاری در بازار سرمایه ایران پرداخته شده است. یافته‌های پژوهش نشان داد که مدل‌های قیمت‌گذاری دارایی سرمایه‌ای کلاسیک در مقابل مدل‌های رفتاری در بازار سرمایه ایران در مورد نرخ بازدهی داراییهای سرمایه‌ای شرکت‌های پذیرفته‌شده بورس اوراق بهادار تهران در قلمرو زمانی بین سال‌های ۱۳۸۵ تا ۱۳۹۵ دار قدرت تبیین بالاتری بوده است.

بیگدلی و همکاران (۱۳۹۸) به بررسی تجربی تأثیر ریسک فضای کسب و کار بر رابطه بین ریسک اعتباری و عملکرد مالی بانک‌ها در صنعت بانکداری ایران پرداختند. نتیجه تحقیق نشان داد بر پایه نتیجه فرضیه اول تحقیق، ریسک اعتباری بر عملکرد مالی در صنعت بانکداری ایران اثر معکوس و معنی‌داری دارد. بر پایه نتیجه فرضیه دوم تحقیق، ریسک فضای کسب و کار بر عملکرد مالی در صنعت بانکداری ایران اثر معکوس و معنی‌داری دارد. بر پایه نتیجه فرضیه سوم تحقیق، ریسک فضای کسب و کار بر رابطه بین ریسک اعتباری و عملکرد مالی در صنعت بانکداری ایران اثر معکوس و معنی‌داری دارد. سایر یافته‌های پژوهش، حاکی است که تسهیلات اعطایی، اهرم مالی و اندازه بانک‌ها بر عملکرد مالی در صنعت بانکداری ایران اثر مستقیم و معنی‌دار دارد.

هادی نژاد و همکاران (۱۳۹۲) با استفاده از روش تحلیل پوششی داده‌ها (Dea)، به ارزیابی عملکرد ۱۸ بانک دولتی و خصوصی بر اساس ارائه خدمات الکترونیکی پرداختند و کارایی آنها با استفاده از مدل CCR پوششی ورودی محور و با فرض بازدهی ثابت نسبت به مقیاس محاسبه گردید. نتایج بررسی کارایی مقیاس و محاسبات آن در پایان سال مالی ۱۳۸۹ حاکی از آن است که بانک‌های رفاه، سامان، ملی ایران، پاسارگاد، سینا، سرمایه، صادرات، تجارت، سپه، پارسین، ملت، مسکن، کشاورزی و اقتصاد نوین فاقد کارایی مقیاس بوده‌اند. همچنین بانک‌های توسعه صادرات، کارآفرین، پست بانک و صنعت و معدن به عنوان بانک‌های کارا شناسایی گردیدند.

دیده خانی و مهرعلی زاده (۱۳۹۷) در پژوهشی به بررسی نقش فازهای شخصیتی مدیران در میزان ریسک صندوق‌های سرمایه‌گذاری با توجه به نقش تعدیلی تیپ‌های شخصیتی پرداختند. نتایج بدست آمده حاکی از آن است که بین ۵ فاز شخصیتی (افسردگی، مانیا، علائم سایکوتیک، پیکاستنی یا خستگی و ضعف روانی و پارانوئیا) با ریسک صندوق شامل ارزش در معرض خطر و نیمه واریانس رابطه معناداری وجود دارد. همچنین مشخص شد که تیپ شخصیتی بر روابط فوق اثر تعدیل‌کنندگی دارد (دیده‌خانی و مهرعلی‌زاده، ۱۳۹۷).

روغنی‌زاده (۱۳۹۵) در پژوهشی به بررسی عوامل، ویژگی‌های رفتاری و تیپ شخصیتی موثر بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار پرداختند. نتایج حاصل از پژوهش نشان می‌دهد که اگر عوامل روانی، ویژگی‌های رفتاری و تیپ شخصیتی سرمایه‌گذار که بر نحوه تصمیم‌گیری سرمایه‌گذار موثر می‌باشد مشخص گردد، در هنگام تصمیم‌گیری، سرمایه‌گذار رفتار غیرعقلایی منحصر به فرد خویش را شناسایی، و بر این رفتار مسلط می‌گردد و در نهایت با تصمیم‌گیری صحیح و منطقی به اهداف مالی مورد نظر خود دست می‌یابد. همچنین با شناسایی رفتارهای بالقوه و بالفعل سرمایه‌گذاران، امکان اصلاح و تعدیل آن‌ها در جهت بهبود پیامدهای اقتصادی مفید در بورس اوراق بهادار فراهم می‌گردد.

صادقی شریف و حسین آبادی در پژوهشی به بررسی تأثیر توسعه بانکداری بر هزینه حقوق صاحبان سهام با لحاظ شاخص بهای کالا و خدمات مصرفی (CPI) و متغیرهای بنیادی شرکت مانند نسبت بدهی به دارایی (LEV)، بازده حقوق صاحبان سهام (ROE)، ارزش بازار به ارزش دفتری (MB) در قالب الگوی رگرسیونی تلفیقی پرداختند. نتایج پژوهش نشان می‌دهد توسعه بانکداری هزینه حقوق صاحبان سهام را کاهش می‌دهد و بیشترین تأثیر بر آن دارد. همچنین متغیرهای CPI، ROE، MB و ROE رابطه مثبت و LEV رابطه منفی با هزینه حقوق صاحبان سهام داشته

است. ضمناً به دلیل وجود هم‌خطی، اثر متقابل رشد شرکت و توسعه بانکداری بر هزینه حقوق صاحبان معنادار نشده است.

بولو و همکاران (۱۳۹۱) در پژوهشی به بررسی نسبت های مالی و هزینه سهام عادی پرداختند. جهت هزینه ی سرمایه، از مدل گوردون استفاده کردند. نتایج آن ها نشان می‌دهد که در سطح اطمینان ۹۵ درصد بین نسبت‌های نقدینگی، نسبت سودآوری، نسبت‌های اهرمی، نسبت های بازار، و هزینه ی سهام عادی رابطه ی معنی داری وجود دارد.

مرادی رامز و سهرابی (۱۳۹۷) به بررسی رابطه سهامداران نهادی به عنوان مالک و مدیر بر درماندگی مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند نتایج تحقیق نشان داد که بین تعداد سهامداران نهادی که در هیئت مدیره‌اند (مالکیت نهادی) و درماندگی مالی شرکت‌های مورد مطالعه و همچنین بین تعداد سهامداران نهادی که مالک شرکت‌اند (مالکیت مدیریتی) و درماندگی مالی شرکت‌ها رابطه معنادار وجود دارد. فرمان آرا و همکاران (۱۳۹۵) به بررسی رابطه مدیریت سرمایه در گردش و اهرم مالی و تأثیر آن بر سودآوری و شاخص عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بازار سرمایه ایران پرداختند. نمونه آماری با استفاده از روش حذفی سیستماتیک و در دسترس انتخاب شده است و از سال ۱۳۸۹ الی سال ۱۳۹۳ را شامل می‌گردد. فرضیات تحقیق با استفاده از الگوی رگرسیون داده‌های ترکیبی مورد بررسی قرار گرفت و نتایج رگرسیون در میان نمونه مورد مطالعه نشان داد، بین ترکیب سرمایه در گردش و ارزش افزوده اقتصادی در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه مثبت و معناداری وجود دارد و این رابطه با تأثیر میانجی اهرم مالی معکوس می‌شود، اما این رابطه در میان شرکت‌های فعال در فرابورس ایران مشاهده نشد. همچنین نتایج نشان داد ترکیب سرمایه در گردش تأثیر معناداری بر متغیرهای اهرم مالی و نسبت بازده حقوق صاحبان سهام در شرکت‌های فعال در سازمان بورس اوراق بهادار تهران و فرابورس ایران در دوره مورد بررسی نداشته است.

آدابامبو و همکاران (۲۰۱۹) در پژوهشی به بررسی برون گرایی مدیران و هزینه مورد انتظار سرمایه پرداختند. آن‌ها دریافتند که مدیران برون‌گرا، ریسک بیشتری را می‌پذیرند و از سرمایه سازمانی بالاتری بهره‌مند می‌شوند بدین معنی که هزینه سهام عادی آن‌ها بیشتر است. همچنین شرکت‌هایی که مدیران برون‌گرایی دارند دارای سطح ارزش شرکت آن‌ها پایین‌تر بوده سهام کمتری صادر می‌کنند.

سالونن (۲۰۱۶) در پژوهشی به بررسی تصمیم‌گیری‌های مالی و هزینه‌های سهام عادی در سطح شرکت پرداختند. نتایج نشان داد که مدیریت شرکت از سطح هزینه خاص شرکت خود پیروی می‌کند و تصمیم‌های تأمین مالی را بر این اساس می‌گیرد. این رفتار در طول چند سال اخیر حتی بیشتر آشکار شده‌است. با این حال، به نظر می‌رسد که آن‌ها هزینه سطح بازار سرمایه را از نزدیک دنبال می‌کنند. به نظر می‌رسد که تغییرات در نرخ مالیات و فرصت‌های رشد نیز بر رفتار مالی تأثیر می‌گذارد که به نظریه سنتی توازن قدرت می‌دهد.

تانی و همکاران (۲۰۱۵) در پژوهشی تأثیر ویژگی‌های شخصیتی سرمایه‌گذاران را بر رابطه بین کسب اطلاعات و رفتار معاملات در بازار بورس چین مورد بررسی قرار دادند. نتایج این تحقیق نشان می‌دهد که کسب اطلاعات با



تکرار معاملات متناسب می‌باشد. همچنین برون‌گرایی و روان‌رنجوری رابطه‌ی مثبت بین کسب اطلاعات و تکرار معاملات را تعدیل می‌کند و گشودگی رابطه منفی بین کسب اطلاعات و تکرار معاملات را تعدیل می‌کند. پنگ‌هی، لپون و لنگ (۲۰۱۳) در پژوهش خود ارتباط بین عدم تقارن اطلاعاتی و هزینه سرمایه سهام عادی را در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس استرالیا به رابطه مثبت و معنادار بین عدم تقارن اطلاعاتی و بازده مورد انتظار سرمایه گذاران دست یافتند. همچنین نشان دادند که بی‌ثبات در، پیش‌بینی سودها باعث می‌شود که هزینه سرمایه سهام عادی شرکت‌ها افزایش یابد. به بیان دیگر عدم تقارن اطلاعاتی و عدم اطمینان در اطلاعات منجر به افزایش هزینه سرمایه شده است.

اسماعیل زاده و جوانمردی (۱۳۹۶) در پژوهش خود به طراحی الگویی مناسب مدیریت نقدینگی و پیش‌بینی ریسک ان در بانک صادرات پرداختند که نشان داد با توجه به نتایج تخمین و مدل آریما، آمار احتمال برای وقفه های خودرگرسیو و میانگین متحرک کوچکتر از ۰.۰۵ بوده و حاکی از معنادار بودن ضرایب این وقفه ها و مناسب بودن الگوی آریما جهت پیش‌بینی نقدینگی می باشد. همچنین بر اساس مدل آرچ و گارچ، (1)GARCH و ARCH(1) ضرایب مربوط به معادله واریانس شرطی جمله اختلال منفی و معنی دار می باشد. بنابراین از مدل برآوردی برای پیش‌بینی ریسک نقدینگی می توان استفاده کرد.

### ۳- فرضیه پژوهش

باتوجه به اهداف پژوهش و نیز بر مبنای نظری و پیشینه پژوهش فرضیه بصورت زیر تدوین گردیده است. تیپ‌های شخصیتی مدیران بر کارایی مدل‌های اندازه‌گیری هزینه سهام عادی (مدل رشد گوردون و مدل السون جونتر) تفاوت معناداری دارند.

### ۴- روش شناسی پژوهش

داده‌های این پژوهش از صورت‌های مالی حسابرسی شده شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و پرسشنامه استخراج شده است. دوره زمانی پژوهش حاضر سال ۱۳۹۷ است. جهت تعیین نمونه آماری پژوهش محدودیت‌هایی بدین شرح اعمال شد: ۱- دوره مالی آن‌ها منتهی به پایان اسفند باشد. ۲- سال مالی مورد نظر تغییرسال مالی نداشته باشد. ۳- سهام شرکت حداقل شش ماه در سال مورد نظر، مورد معامله قرار گرفته باشد. ۴- جزء شرکت‌های سرمایه‌گذاری، واسطه‌گری و مالی نباشد. ۵- اطلاعات مورد نیاز برای انجام این تحقیق در سال مورد نظر در دسترس باشد.

متغیر تعدیل‌گر در این پژوهش تیپ‌های شخصیتی مدیران است که شامل پنج عامل شخصیتی روان‌رنجوری، برون‌گرایی، سازگاری، پذیرا بودن وجدانی بودن است که توسط پرسش‌نامه استاندارد شخصیت نئو سنجیده شده است. این پرسش‌نامه به تعداد ۱۰۴ عدد فرستاده شد که تنها ۹۰ پرسشنامه برگشت داده شد. که با توجه به اینکه ۳ مورد از پرسشنامه‌ها فاقد اطلاعات کامل بود، حذف گردید و ۸۷ پرسشنامه که تکمیل شده بود مبنای تجزیه و تحلیل قرار گرفت. این پرسش‌نامه شامل ۶۰ سوال (۱۲ سوال در هر مقیاس) پنج گزینه‌ای با طیف لیکرت

است که پاسخ‌ها به صورت کاملاً موافقم تا کاملاً مخالفم تدوین شده است. نمره هر سوال با توجه به پاسخ آن بین ۰ تا ۴ می‌باشد. در نهایت نمره هر مقیاس از مجموع نمره سوالات آن مقایسه می‌شود. این پرسش‌نامه بارها در تحقیقات قبلی استفاده شده است و با توجه به استاندارد بودن آن از ضریب روایی مطلوبی برخوردار است. این آزمون در ایران توسط گروهی و همکاران هنجاریابی شده و روایی و پایایی آن به ترتیب ۰/۶۶ و ۰/۸۷ به دست آمده است (زارع بهرام آبادی، ۱۳۹۳).

#### ۴-۱- روش تجزیه و تحلیل داده‌ها

برای تجزیه و تحلیل داده‌ها از دومرحله آزمون به شرح زیر استفاده شد:

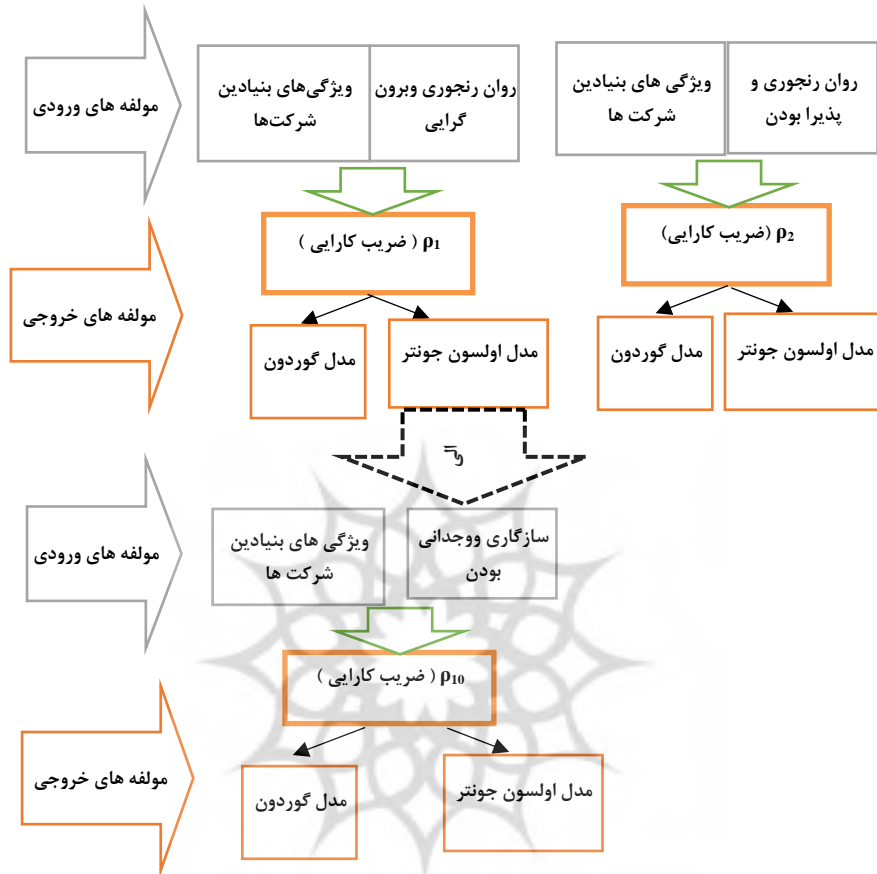
##### مرحله اول: آزمون‌های آماری مقدماتی

در این مرحله قبل از انجام مقایسه کارایی مدل‌های هزینه سهام عادی ابتدا آزمون مقدماتی انجام داده تا به سنجش اثر تغییرات متغیرها بر هم و تفاوت یا عدم تفاوت معناداری آن‌ها مشخص شود. بنابراین، بعد از محاسبه عملیاتی متغیر تعدیلی و وابسته برای مدل‌های هزینه سهام عادی از آزمون تی زوجی و برای متغیر تعدیلی تیپ‌های شخصیتی مدیران از آزمون تحلیل واریانس استفاده شده است.

##### مرحله دوم: آزمون کارایی مدل‌ها به روش تحلیل پوششی داده‌ها

در این مرحله برای متغیرها ابتدا محاسبات عملیاتی صورت گرفت. سپس با استفاده از ویژگی‌های بنیادین شرکت و متغیر تعدیلی (عوامل ورودی)؛ مقادیر هزینه سهام عادی (مقادیر خروجی)، ضریب کارایی (محاسبه شده است). بدین ترتیب ضریب کارایی با استفاده از تحلیل پوششی داده‌ها یکبار برای مدل اولسون جونترو و یکبار برای مدل گوردون انجام گرفت. در نهایت به مقایسه این موضوع پرداخته شد که کدام ضریب کارایی مدل تفاوت معناداری دارد. بدین منظور از آزمون تی زوجی استفاده شده است.

پژوهشگاه علوم انسانی و مطالعات فرهنگی  
پرتال جامع علوم انسانی



شکل ۱. الگوی مفهومی تحلیل پوششی داده ها

منبع: یافته های پژوهشگر

#### ۲-۴- متغیرهای پژوهش

متغیرهای تحقیق به متغیرهای مستقل، تعدیل گر و وابسته تقسیم می شود.

#### ۱-۲-۴- متغیرهای مستقل

در این پژوهش متغیرهای مستقل بر اساس مطالعات (زکی زاده و همکاران، ۱۳۹۸؛ چیانو و همکاران، ۲۰۱۵ و خدایرست سالک معلمی و همکاران، ۱۳۹۸) از ویژگی های بنیادین شرکت ها به شرح زیر مورد استفاده قرار گرفت:

- نقدشوندگی سهام: به عنوان واکنش قیمت روزانه سهام به یک واحد حجم معاملات تفسیر می شود. سهامی که نسبت عدم نقدشوندگی آمیهد در آن بالا باشد، در قبال حجم کوچکی از معامله تغییرات قیمتی زیادی دارد. این نسبت از تقسیم قدر مطلق بازده بر حجم معاملات در یک بازه زمانی معین به دست

می‌آید. این معیار به صورت میانگین برای هر سال محاسبه می‌شود. بنابراین چنانچه در یک سهم نسبت Illiq بالا باشد آن سهم با عدم نقدشوندگی روبرو می‌شود (آدامبو و همکاران، ۲۰۱۹).  
رابطه (۱)

$$Illiq = \left( \frac{1}{days_t^i} \sum_{d=1}^{days_t^i} \frac{|R_{td}|}{V_{td}^i} \right) \times 10^5$$

که در آن :

$V_{td}^i$  حجم معاملات بر روی سهم در روز d و ماه t و  $days_t^i$  تعداد روزهایی است که سهم i در ماه t معامله شده است.  $R_{td}$  بازده سهم در روز d در ماه t.

چنانچه نسبت عدم نقدشوندگی بالا باشد، آن سهم با عدم نقدشوندگی روبرو است. مقدار این نسبت زمانی بالا است که قیمت سهم در واکنش به حجم معاملات اندک، تغییرات زیادی داشته باشد. این معیار به عنوان واکنش قیمت روزانه سهام به حجم معاملات تفسیر می‌شود.

- جریان نقد عملیاتی: جریان خالص وجه نقد حاصل از فعالیت عملیاتی تقسیم بر سود عملیاتی
- بازده دارایی: سودخالص متعلق به سهامداران عادی تقسیم بر کل دارایی‌ها
- اهرم مالی: کل بدهی‌ها تقسیم بر کل دارایی‌ها
- مالکیت نهادی: درصد سهامداران نهادی به کل سهام صادره.

#### ۲-۲-۴- متغیر تعدیل‌گر

تیپ شخصیتی مدیران: برای محاسبه این متغیر این پرسشنامه شخصیت نئو کی یکی از ابزارهای استاندارد بوده استفاده شده است. در ارزیابی مدل پنج عامل شخصیت که توسط کوستا و مک کری (۱۹۹۲) تهیه شده است؛ از تیپ‌های شخصیتی به شرح زیر استفاده شده است:

- روان رنجوری: ۱- اضطراب ۲- قاطعیت ۳- آسیب‌پذیری
- برون‌گرایی: ۱- اهل معاشرت و گفتگو بودن ۲- جرأت ورزی ۳- مفید و اصولی بودن ۴- قاطعیت ۵- فعال بودن
- پذیرا بودن: ۱- تخیل ۲- احساسات ۳- تنوع‌طلبی ۴- کنج‌کاوی ذهنی
- سازگاری: ۱- قابلیت اعتماد ۲- نوع دوستی ۳- پیرو بودن ۴- خوش‌قلب بودن
- وجدانی بودن: ۱- نظم و ترتیب ۲- با وجدان بودن ۳- احتیاط در تصمیم‌گیری (هیجرودی و همکاران، ۱۳۹۳ و توانی و همکاران، ۲۰۱۵).

## ۴-۲-۳- متغیر وابسته- هزینه سهام عادی

برای اندازه‌گیری هزینه سهام عادی از دو مدل استفاده شد (خداپرست سالک معلمی، ۱۳۹۸):  
(۱) مدل گوردون:

رابطه (۲)

$$CEC_{i,t} = \frac{D_0(1+g)}{P_0} + g$$

که در آن:

$D_0$  = سود نقدی هر سهم در پایان سال قبل؛  $P_0$  = قیمت بازار هر سهم در ابتدای سال جاری؛  $g$  = نرخ رشد فروش مورد انتظار، برای محاسبه رشد از میانگین هندسی رشد فروش ۷ ساله استفاده شد زیرا رشد فروش در مقایسه با رشد سود پایدارتر و قابل پیش‌بینی‌تر است (داموداران، ۲۰۰۲).

(۲) مدل اولسون جونتر (OJ):

$$r = A + \sqrt{A^2 + \frac{E_1}{P_0} \left( \frac{\Delta E_2}{E_1} - (g-1) \right)}$$

رابطه (۳)

$$A \cong \frac{1}{2} \left( g - 1 + \frac{d_1}{P_0} \right)$$

رابطه (۴)

که در آن:

$E_1$ : سود پیش‌بینی دوره  $t$  ام؛  $E_2$ : سود پیش‌بینی شده دوره  $t-1$ ؛  $\Delta E_2 = E_1 - E_2$ ؛

$d_1$ : نسبت سود تقسیمی دوره جاری؛  $d_1 = \frac{DPS}{EPS}$ ؛  $P_0$  = قیمت بازار سهام

## ۵- یافته‌های پژوهش

میانگین هزینه سهام عادی در دو مدل گوردون و اولسون جونتر به ترتیب برابر با ۰/۰۰۰۲ و ۰/۱۹۵ می‌باشد که نشان می‌دهد به ازای هر ۱۰۰ ریال قیمت پرداختی بابت خرید سهام، انتظار می‌رود به ترتیب ۰/۰۲ و ۱۹/۵ ریال سود کسب شود.

میانگین مالکیت نهادی با مقدار ۰/۷۶۷ بیانگر آن است که تقریباً ۷۷٪ سهام شرکت‌های نمونه متعلق به نهادها و شرکت‌های حقوقی بوده است. متغیر اهرم مالی مقدار ۰/۶۰۱ است؛ بیانگر آن است که میزان بدهی‌های شرکت‌ها نسبت به دارایی‌های آن‌ها به طور میانگین برابر با ۶۰ درصد است.

نسبت عدم نقدشوندگی به این مساله اشاره دارد که تغییر قیمت سهم در یک روز معاملاتی به ازای چه میزانی از حجم معاملات آن روز صورت می‌پذیرد. یعنی هر چقدر تغییر قیمت یک سهم بیشتر باشد باید حجم معاملات هم افزایش یابد و بالعکس. نسبت عدم نقدشوندگی آمیهد به این مساله پرداخته است. سهامی که نسبت عدم

نقدشوندگی آمیهود در آن بالا باشد، در قبال حجم کوچکی از معامله تغییر قیمت زیادی دارد. چنانچه در یک سهم این نسبت بالا باشد آن سهم با عدم نقدشوندگی رو برو خواهد بود و بالعکس. این معیار به عنوان واکنش قیمت روزانه سهام به حجم معاملات تفسیر می‌شود. باتوجه به موارد از پیش گفته شده، به طور متوسط روزانه طی دوره تحقیق به ازاء هر یک ۱۰۰۰۰۰ ریال سهام معامله شده ۹۰۹۰ ریال بازدهی کسب شده است.

#### ۵-۱- آمار توصیفی

تحلیل آماره‌های توصیفی در هر پژوهشی، یک دیدگاه کلی نسبت به آن پژوهش فراهم می‌کند. همچنین آماره‌های توصیفی، شاخص‌های آماری را محاسبه و نتایج را در قالب جدول و نمودار طبقه‌بندی می‌کنند. آماره‌های توصیفی شامل میانگین، میانه، انحراف معیار، بیشینه و کمینه کلیه متغیرهای پژوهش است، همانطور که در جدول شماره یک مشاهده می‌شود. میانگین هزینه سهام عادی در دو مدل گوردون و اولسون جونتتر به ترتیب برابر با ۰/۰۰۲ و ۰/۱۹۵ می‌باشد که نشان می‌دهد به ازای هر ۱۰۰ ریال قیمت پرداختی بابت خرید سهام، انتظار می‌رود به ترتیب ۰/۰۲ و ۱۹/۵ ریال سود کسب شود.

میانگین مالکیت نهادی با مقدار ۰/۷۶۷ بیانگر آن است که تقریباً ۷۷٪ سهام شرکت‌های نمونه متعلق به نهادها و شرکت‌های حقوقی بوده است. متغیر اهرم مالی مقدار ۰/۶۰۱ است؛ بیانگر آن است که میزان بدهی‌های شرکت‌ها نسبت به دارایی‌های آنها به طور میانگین برابر با ۶۰ درصد است.

نسبت عدم نقدشوندگی به این مساله اشاره دارد که تغییر قیمت سهم در یک روز معاملاتی به ازای چه میزانی از حجم معاملات آن روز صورت می‌پذیرد. یعنی هر چقدر تغییر قیمت یک سهم بیشتر باشد باید حجم معاملات هم افزایش یابد و بالعکس. نسبت عدم نقدشوندگی آمیهود به این مساله پرداخته است. سهامی که نسبت عدم نقدشوندگی آمیهود در آن بالا باشد، در قبال حجم کوچکی از معامله تغییر قیمت زیادی دارد. چنانچه در یک سهم این نسبت بالا باشد آن سهم با عدم نقدشوندگی رو برو خواهد بود و بالعکس. این معیار به عنوان واکنش قیمت روزانه سهام به حجم معاملات تفسیر می‌شود. باتوجه به موارد از پیش گفته شده، به طور متوسط روزانه طی دوره تحقیق به ازاء هر یک ۱۰۰۰۰۰ ریال سهام معامله شده ۹۰۹۰ ریال بازدهی کسب شده است.

جدول ۱: آمار توصیفی متغیرهای تحقیق

نام متغیر	نماد	میانگین	انحراف معیار	کشیدگی	چولگی	کمینه	بیشینه
هزینه سهام عادی (مدل گوردون)	CEC	۰/۰۰۰۲	۰/۰۰۰۱	۷/۵۸۲	۱/۹۱۴	۰/۰۰۰۰۳	۰/۰۰۱
هزینه سهام عادی (مدل اولسون جونتتر)	OJ	۰/۱۹۵	۰/۰۸۶	۲/۶۰۶	۰/۵۷۸	۰/۰۶۴	۰/۴۱۶
نقدشوندگی سهام	ILLIQ	۰/۰۵۹	۰/۰۹۹	۱۲/۳۰۱	۲/۹۹	۰/۰۰۰۰۳	۰/۵۰۰

نام متغیر	نماد	میانگین	انحراف معیار	کشیدگی	چولگی	کمینه	بیشینه
اهرم مالی	LEV	۰/۶۰۱	۰/۱۹۷	۲/۶۲۷	-۰/۲۷۴	۰/۱۵	۰/۹۶
مالکیت نهادی	OWN	۰/۷۶۷	۰/۱۷۹	۷/۵۳۲	-۱/۸۸۴	۰/۰۲۸	۰/۹۹۵
بازده دارایی	ROA	۰/۱۲۴	۰/۱۲۴	۴/۹۴۲	۱/۰۲۵	-۰/۱۴۲	۰/۶۲۰
جریان نقد عملیاتی	CF	۰/۴۳۱	۱/۱۳۵	۴/۵۴۳	-۰/۶۱۲	-۲/۸۰۶	۳/۵۴۸
روان رنجوری	Bc1	۰/۳۴۲	۰/۰۳۳	۳/۹۹۹	۰/۷۵۳	۰/۲۷۳	۰/۴۴۳
برون گرایی	Bc2	۰/۳۹۲	۰/۰۳۱	۲/۰۸۲	۰/۳۲۹	۰/۳۳۳	۱/۴۵۰
پذیرا بودن	Bc3	۰/۳۷۱	۰/۰۴۴	۴/۳۱۱	-۰/۶۰۲	۰/۲۰۵	۰/۴۶۵
سازگاری	Bc4	۰/۳۸۹	۰/۰۲۵	۳/۶۷۸	۰/۴۳۶	۰/۳۳۵	۰/۴۶۵
وجدانی بودن	Bc5	۰/۳۷۸	۰/۰۵۹	۳/۹۰۸	-۱/۲۷۵	۰/۲۰۵	۰/۴۵۰

تعداد مشاهدات: ۸۷

منبع: یافته‌های پژوهشگر

## ۵-۲- آزمون فرضیه پژوهش

## ۵-۲-۱- نتایج حاصل از آزمون مرحله اول:

(۱) باتوجه به جدول (۲) نتایج آزمون مقایسه هزینه سهام عادی دردمدل گوردون و اولسون جونتر می‌باشد که سطح معناداری آن کمتر از سطح خطای ۵٪ است. بنابراین فرض برابری میانگین‌ها رد می‌شود. به بیان دیگر، میانگین مدل‌ها باهم متفاوت است.

(۲) باتوجه به جدول (۳) نتایج آزمون مقایسه مقادیر تیپ‌های شخصیتی مدیران (روان رنجوری، سازگاری، پذیرا بودن، وجدانی بودن، برون گرایی) با سطح معناداری کمتر از سطح خطای ۵٪ است بنابراین تفاوت معناداری بین مقادیر میانگین آن‌ها وجود دارد.

(۳)

## جدول ۲: نتایج آزمون مقایسه تی زوجی

نام متغیر	میانگین	آزمون مقایسه تی زوجی	
		سطح معناداری	آماره تی
مدل گوردون	۰/۱۳۰	۰/۰۰۰	-۱۰/۱۲۹
مدل اولسون جونتر	۰/۲۷۸		

منبع: یافته‌های پژوهشگر

جدول ۳: نتایج آزمون تحلیل واریانس

آزمون تحلیل واریانس		میانگین	نام متغیر
سطح معناداری	آماره اف		
۰/۰۰۰	۲۱/۱۸۲	۰/۳۷۴۴	تیپ‌های شخصیتی مدیران
		۰/۳۴۲	روان رنجوری
		۰/۳۹۲	برون گرایی
		۰/۳۷۱	پذیرا بودن
		۰/۳۸۹	سازگاری
		۰/۳۷۸	وجدانی بودن

منبع: یافته‌های پژوهشگر

۵-۲-۲- نتایج حاصل از آزمون مرحله دوم

باتوجه به جدول (۴) نتایج آزمون مقایسه کارایی هزینه سهام عادی در دو مدل گوردون و اولسون جونتر با توجه به متغیر تعدیلی تیپ‌های شخصیتی می‌باشد. که سطح معناداری آن کمتر از سطح خطای ۵٪ است. بنابراین فرض برابری میانگین‌ها رد می‌شود. به بیان دیگر، میانگین مدل‌ها باهم متفاوت است.

جدول ۴: نتایج آمار توصیفی و مقایسه مدل‌های هزینه سهام عادی

نتایج آزمون آزمون مقایسه تی زوجی جهت مقایسه ضرایب کارایی مدل گوردون و اولسون جونتر		آمار توصیفی کارایی (تحلیل پوششی داده‌ها) باتوجه به الگوی پژوهش (شکل ۱)						
گروه صنایع / نوع پرتفوی	نام متغیر	میانگین	انحراف معیار	کمینه	بیشینه	تعداد	میانگین سطح معناداری	آماره تی
روان رنجوری و برون گرایی	مدل گوردون (p1)	۰/۰۶۷	۰/۱۷۵	۰	۱	۸۷	۰/۰۶۷	-۲/۳۵۵
	مدل جونتر (p1)	۰/۱۵۹	۰/۳۱۱	۰	۱		۰/۱۵۹	
روان رنجوری و پذیرا بودن	مدل گوردون (p2)	۰/۰۷۵	۰/۲۱۷	۰	۱	۸۷	۰/۰۷۵	-۲/۵۱۵
	مدل جونتر (p2)	۰/۱۳۵	۰/۳۰۸	۰	۱		۰/۱۳۵	
روان رنجوری و سازگاری	مدل گوردون (p3)	۰/۰۵۳	۰/۱۸۴	۰	۱	۸۷	۰/۰۵۳	-۲/۹۵۱
	مدل جونتر (p3)	۰/۰۸۲	۰/۲۱۸	۰	۱		۰/۰۸۲	
روان رنجوری و وجدانی بودن	مدل گوردون (p4)	۰/۱۶۷	۰/۳۲۵	۰	۱	۸۷	۰/۱۶۷	۲/۹۲۷
	مدل جونتر (p4)	۰/۰۵۹	۰/۱۶۷	۰	۱		۰/۰۵۹	
برون گرایی و پذیرا بودن	مدل گوردون (p5)	۰/۱۲۵	۰/۳۰۱	۰	۱	۸۷	۰/۱۲۵	-۱/۴۵۰
	مدل جونتر (p5)	۰/۱۴۵	۰/۳۰۶	۰	۱		۰/۱۴۵	



نتایج آزمون مقایسه تی زوجی جهت مقایسه ضرایب کارایی مدل گوردون و اولسون جونتر		آمار توصیفی کارایی (تحلیل پوششی داده‌ها) با توجه به الگوی پژوهش (شکل ۱)							
گروه صنایع / نوع پرتفوی	نام متغیر	میانگین	انحراف معیار	کمینه	بیشینه	تعداد	میانگین	سطح معناداری	آماره تی
برون‌گرایی و سازگاری	مدل گوردون (p6)	۰/۰۸۶	۰/۲۳۹	۰	۱	۸۷	۰/۰۸۶	۰/۰۲۱	۲/۳۵۸
	مدل جونتر (p6)	۰/۰۷۳	۰/۲۲۴	۰	۱				
برون‌گرایی و وجدانی بودن	مدل گوردون (p7)	۰/۲۱۲	۰/۳۵۴	۰	۱	۸۷	۰/۲۱۲	۰/۰۳۰	۲/۲۱۲
	مدل جونتر (p7)	۰/۱۱۰	۰/۲۹۱	۰	۱				
پذیرا بودن و سازگاری	مدل گوردون (p8)	۰/۰۶۹	۰/۲۱۲	۰	۱	۸۷	۰/۰۶۹	۰/۰۴۵	-۱/۹۴۷
	مدل جونتر (p8)	۰/۱۴۳	۰/۳۱۵	۰	۱				
پذیرا بودن و وجدانی بودن	مدل گوردون (p9)	۰/۱۶۶	۰/۳۱۵	۰	۱	۸۷	۰/۱۶۶	۰/۰۰۴	۲/۹۹۵
	مدل جونتر (p9)	۰/۰۴۸	۰/۱۶۳	۰	۱				
سازگاری و وجدانی بودن	مدل گوردون (p10)	۰/۱۷۶	۰/۳۰۳	۰	۱	۸۷	۰/۱۷۶	۰/۰۴۹۹	۲/۶۰۰
	مدل جونتر (p10)	۰/۱۴۷	۰/۳۰۷	۰	۱				

منبع: یافته‌های پژوهشگر

### نتیجه‌گیری

نظام گزارشگری مالی از طریق ارائه افشاء اطلاعات متفاوت سهم‌گسترده‌ای در کمک به تصمیم‌گیرندگان اقتصادی دارد. اطلاعاتی که با فاش ساختن بعضی جوانب بنگاه‌ها، نگرش متفاوت و زاویه دید جدیدتری به کاربران از اطلاعات می‌دهد. نظر به اهمیت این موضوع در این پژوهش به ارزیابی مقایسه‌ای کارایی مدل‌های هزینه سهام عادی تحت تاثیر ویژگی‌های بنیادین شرکت‌ها و تیپ‌های شخصیتی مدیران بین ۸۷ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در سال ۱۳۹۷ پرداخته شده است.

با در نظر گرفتن نتایج حاصل از آزمون‌ها و نیز مقایسه توان تبیین‌کنندگی و دقت هرکدام از مدل‌ها می‌توان گفت دو مدل اولسون جونتر و گوردون در سطوح اطمینان مختلف از اعتبار مناسب و اتکاپذیری برخوردارند و از لحاظ مقایسه‌ای تفاوت معناداری بین این دو مدل وجود دارد.

از آنجا که تیپ‌های شخصیتی توضیح‌دهنده رفتار مدیران می‌باشد. صفات شخصیتی در مدیران، رابطه معنی‌داری با قضاوت و تصمیم‌گیری آن‌ها دارد. تیپ‌های شخصیتی تاثیر مستقیم در تصمیم‌گیری‌های مدیران به عنوان تغییر سطح انتظارات سرمایه‌گذاران تلقی می‌شود. لذا تیپ‌های شخصیتی در محاسبه هزینه سهام عادی موجب ارزیابی بهتر آن می‌باشد لذا با افزایش سطح ابعاد تیپ‌های شخصیتی بر شمرده در پژوهش به عنوان یک متغیر تعدیل‌گر، ارتباط قوی بر تفاوت معنادار بین کارایی مدل‌های هزینه سهام عادی (گوردون و اولسون جونتر)

دارد. نتایج حاصل از تحقیق حاضر به نوعی با نتایج برخی از تحقیقات پیشین از جمله دیده خانی و مهرعلی زاده (۱۳۹۷)؛ آدابامبو و همکاران (۲۰۱۹) همسو می‌باشد.

با توجه به مطالب جمع‌بندی در خصوص تیپ‌های شخصیتی مدیران و نقش آنها و کارایی مدل‌های هزینه سهام عادی پیشنهاد می‌شود در به کارگیری مدل‌های اندازه‌گیری هزینه سهام عادی با در نظر گرفتن سایر عوامل به تیپ‌های شخصیتی مدیران (اعضای هیئت مدیره) توجه شود به این ترتیب اگر تیپ‌های شخصیتی پذیرا بودن یا روان رنجور بودن در ترکیب هیئت مدیره غالب بوداز الگوی اولسون جونتز و چنانچه تیپ‌های شخصیتی وجدانی بودن به عنوان تیپ شخصیتی غالب اعضای هیئت مدیره بود از الگوی مدل رشد گوردون استفاده شود.

### فهرست منابع

- ۱) اعتمادی، حسین و دیانتی دیلمی، زهرا. (۱۳۸۸). تاثیر دیدگاه اخلاقی مدیران مالی بر کیفیت گزارش‌های مالی شرکت‌ها. فصلنامه اخلاق در علوم و فناوری، سال چهارم، شماره‌های ۲ و ۱، ص ۱۱-۲۰.
- ۲) بیگدلی، محمود و تقوی، مهدی و اسماعیل زاده، علی و دامن کشیده، مرجان (۱۳۹۸). بررسی تجربی تأثیر ریسک فضای کسب و کار بر رابطه بین ریسک اعتباری و عملکرد مالی بانک‌ها در صنعت بانکداری ایران. فصلنامه اقتصاد مالی، دوره ۱۳، شماره ۴۸، ص ۱-۳۶.
- ۳) بولو، قاسم؛ افسر، امیر و طهماسب زاده بائی، میثم. (۱۳۹۱). نسبت‌های مالی و هزینه سهام عادی. مجله پیشرفت‌های حسابداری دانشگاه شیراز، دوره‌ی چهارم، شماره‌ی اول، ص ۱-۲۶.
- ۴) خضری، ستاره و معنوی پور، داود. (۱۳۹۵). ویژگی‌های روان‌سنجی پرسشنامه شخصیت هگزاکو در میان دانش‌آموزان. شفای خاتم، ۴(۴)، ص ۵۰-۶۰.
- ۵) خداپرست سالک معلمی، عباس؛ رضایی، فرزین؛ خردیار، سینا و وطن‌پرست، محمدرضا. (۱۳۹۸). آزمون تجربی مقایسه کارایی مدل‌های هزینه سهام عادی تحت ابهام اطلاعاتی و ارتباط ارزشی سود. بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، دوره ۲۶، شماره ۴، ص ۵۱۶-۴۹۹.
- ۶) اسماعیل زاده، علی و جوانمردی، حلیمه (۱۳۹۶). طراحی الگویی مناسب مدیریت نقدینگی و پیش‌بینی ریسک ان در بانک صادرات. فصلنامه اقتصاد مالی، دوره ۱۱، شماره ۳۹، ص ۱۷۱-۱۹۷.
- ۷) دیده خانی، حسین و مهرعلی زاده، امیررضا. (۱۳۹۷). بررسی نقش فازهای شخصیتی مدیران در میزان ریسک صندوق‌های سرمایه‌گذاری با توجه به نقش تعدیلی تیپ‌های شخصیتی. فصلنامه علمی پژوهشی دانش سرمایه‌گذاری، سال هفتم، شماره بیست و هشتم.
- ۸) مرادی فرزه‌ها و سهرابی، شهلا. (۱۳۹۷). بررسی رابطه سهامداران نهادی به عنوان مالک و مدیر بر درماندگی مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار. فصلنامه اقتصاد مالی، سال دوازدهم، شماره ۴۴، ص ۸۷-۱۰۱.
- ۹) روغنی‌زاده، مرجان. (۱۳۹۵). عوامل ویژگی‌های رفتاری و تیپ شخصیتی موثر بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذار در بورس اوراق بهادار. مطالعات اقتصاد، مدیریت مالی و حسابداری، دوره ۲، شماره ۳، ص ۹۲-۱۰۳.

۱۰) زکی‌زاده، محمدامین؛ رضایی، فرزین و نوروش، ایرج. (۱۳۹۸). ارزیابی و ارائه الگوی شناسایی خطر حسابرسی مبتنی بر ویژگی‌های بنیادین شرکت‌ها. فصلنامه پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، دوره ۱۱، شماره ۴۳، ص ص ۱۵۲-۱۱۹.

۱۱) زارع بهرام آبادی، مهدی. (۱۳۹۳). رابطه ویژگی‌های شخصیتی، حمایت اجتماعی و تعارض متقابل کار-خانواده با تحلیل عاطفی معلمان. فصلنامه فرهنگ مشاوره و روان‌درمانی، سال پنجم، شماره ۱۷، ص ص ۱-۲۲.

۱۲) صادقی شریف، سیدجلال؛ حسین آبادی، محمد. (۱۳۹۶). ارزیابی اثرگذاری تامین مالی از طریق توسعه بانکداری بر هزینه حقوق صاحبان سهام. فصلنامه اقتصاد مالی، دوره ۱۱، شماره ۴۱، زمستان ۹۶، ص ص ۶۷-۸۴.

۱۳) فرمان آرا، امید؛ عارف نژاد، میثم؛ جعفری، محبوبه. (۱۳۹۵). بررسی رابطه مدیریت سرمایه در گردش و اهرم مالی و تأثیر آن بر سودآوری و شاخص عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بازار سرمایه ایران. دوره ۱۰، شماره ۳۴، بهار ۹۵، ص ص ۱۶۷-۱۸۷.

۱۴) نادری، سپیده؛ بنی‌طالبی دهکردی، بهاره و غضنفری، احمد. (۱۳۹۵). بررسی تأثیر تیپ‌های شخصیتی D و C, B, A حسابرسان بر محتوای گزارش حسابرسی. فصلنامه علمی پژوهشی دانش حسابداری و حسابرسی مدیریت، سال پنجم، شماره ۲۰، ص ص ۷۱-۸۶.

۱۵) هیجروندی، فاطمه؛ دوستار، محمد و مرادی، محمود. (۱۳۹۷). تحلیل تعدیل‌گری مدل پنج عاملی شخصیت بر تأثیرگذاری کسب اطلاعات مالی بر رفتار سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران. فصلنامه علمی پژوهشی دانش سرمایه‌گذاری، سال هفتم، شماره ۲۵.

۱۶) هوشمندنقابی، زهرا؛ وکیلی فرد، حمیدرضا؛ خلیلی عراقی، مریم؛ طالب نیا، قدرت اله. تبیین مقایسه‌ای مدل‌های قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای رفتاری و کلاسیک در بازار سرمایه ایران. فصلنامه اقتصاد مالی، دوره ۱۱، شماره ۴۱، زمستان ۹۶، ص ص ۸۵-۱۲.

۱۷) هادی نژاد، منیژه؛ نظریان، رافیک؛ پیری، فریدون. (۱۳۹۲). بررسی کارایی بانک‌های دولتی و خصوصی بر اساس شاخص‌های بانکداری الکترونیک با استفاده از روش تحلیل پوششی داده‌ها ((DEA)). فصلنامه اقتصاد مالی، دوره ۷، شماره ۲۳، بهار ۹۲، ص ص ۱۷۷-۲۰۲.

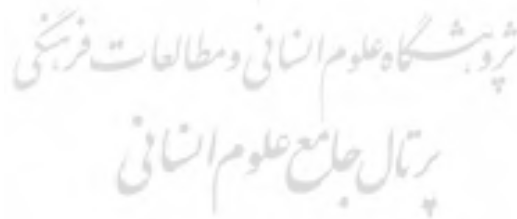
۱۸) یحیی‌زاده‌فر، محمود، خرم‌دین، جواد. (۱۳۸۷). عوامل نقدشوندگی سهام و ریسک عدم نقدشوندگی بر مازاد بازده سهام در بورس اوراق بهادار تهران. بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، دوره ۱۵، شماره ۵۳، ص ص ۱۰۱-۱.

19) Adebambo, Biljana and Bowen, Robert M. and Malhotra, Shavin and Zhu, Pengcheng. (2019). CEO Extraversion and the Cost of Equity Capital. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3365155>.

20) Ben-David, I., Graham, J., Harvey, C. (2012). Managerial Overconfidence and Corporate Policies. Dice Center Working Paper.

21) Costa P, McCrae R. (1992). Revised NEO Personality Inventory (NEOPI-R) and NEO Five-Factor Inventory (NEOFFI) Professional Manual. Odessa: Psychological Assessment Resources.

- 22) Chiao, C.H., Lin, C.F., & Lai, Y.W. (2015). Transparency, Firm Characteristics and Cost of Equity. *Journal of Accounting and Finance*, 15(6): 46-56.
- 23) Deshmukh, S., Goel, A.M., & Howe, K.M. (2012). CEO Overconfidence and Dividend Policy. Working paper.
- 24) Damodaran, A. (2002). *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*, Second Edition, Publisher: Wiley; 2nd edition.
- 25) oooooza, M. F. & ii ma, G. .. (2015.. hhe dakk iide of poee :: hhe dark triad in oppportunistic decision-making. *Advances in Scientific and Applied Accounting*, 8(2), 135-156.
- 26) Eslami Farsani M, Azadi A, Asadi Farsani F, Aroufzad S.(2013). Relationship between leadership styles and personality traits among woman physical education teachers. *European Journal of Sports and Exercise Science*. 2(1):17-21.
- 27) Merton, R. C. (1987). A Simple Model of Capital Market Equilibrium with Incomplete Information. *The Journal of Finance*, 42(3), 483-510.
- 28) Peng He, William; Lepone, Andrew; and Henry Leung. (2013). Information asymmetry and the cost of equity capital. *International Review of Economics & Finance*. Vol. 27, 611-620.
- 29) Rami ,Salonen.(2016). Financing Decisions and Firm-level Cost of Capital. Department of Finance Aalto University School of Business.
- 30) Tuani, M. and Fang, H. and Rao, Z. Yousaf, S. (2015). The influence of Investor personality traits on information acquisition and trading behavior: Evidence from Chinese futures exchange. *Personality and individual differences*. 248-255.
- 31) Tran, D. (2014). Multiple corporate governance attributes and the cost of capital ,Evidence from Germany .*The British Accounting Review*. 179-186.



Experimental Financial Behavioral Test: Evaluating the  
Performance Comparison of Common Stock Cost Models Affected  
by Fundamental Characteristics of Companies

Abbas Khodaprast Salek Moalem<sup>1</sup>  
Farzin Rezaei<sup>2</sup>  
Sina khradyar<sup>3</sup>  
Mohammad Reza Vatan Parast<sup>4</sup>

Received: 28 / September / 2022 Accepted: 30 / November / 2022

**Abstract**

In the new centuries, the science of psychology has been active in the field of economics and finance. Since the early 1920s, human relations have become one of the most important pillars of a person's work. The Society or company has received special attention.

cost of equity capital is one of the most important and key tools in many financial and managerial decision making which is influenced by many factors. Implementation of valuation models involves calculating the cost of a company's ordinary shares. Because personality types explain managers' behavior. Attributes in managers have a significant relationship with their strengths and weaknesses.

Therefore, the purpose of the present study is to A Comparative Evaluation of the Efficiency cost of equity capital Influenced by the personality types of managers. To achieve the purpose of the study, data of 87 sample companies were collected in 1397 and analyzed by descriptive analysis using data envelopment analysis and paired t-test. Gordon and Olson Junter growth models were used to compare performance.

Considering the results of the tests and comparing the explanatory power and accuracy of each model, it can be said that the two models of Olson Junter and Gordon have good reliability and reliability at different levels of confidence and there is a significant difference between the two There are models. Based on the results, with increasing level of personality types considered in the research as a moderating variable, there is a strong relationship between the performance of ordinary stock cost models (Gordon and Olson Junter)

**Key words:** cost of equity capital, financial behavioral ,corporate fundamental characteristics

**JEL Classification:** : G11.G14.G17

<sup>1</sup> Ph.D Student in Accounting, accounting group, Qazvin Branch, Islamic Azad University, Qazvin, Iran. salekmoalemy@yahoo.com

<sup>2</sup> Associate Prof, accounting group, Faculty of Management and Accounting, Qazvin Branch, Islamic Azad University, Qazvin,Iran. farzin.rezaei@qiau.ac.ir

<sup>3</sup> Assistant Prof ,accounting group, Faculty of Management and Accounting, Rasht Branch, Islamic Azad University, Rasht, Iran. kheradyar@iaurasht.ac.ir

<sup>4</sup> Assistant Prof ,accounting group, Faculty of Management and Accounting, Rasht Branch, Islamic Azad University, Rasht, Iran. vatanparast@iaurasht.ac.ir  
Ecj@iauctb.ac.ir





پروہشگاہ علوم انسانی و مطالعات فرہنگی  
پرتال جامع علوم انسانی