



## The role of institutional ownership on the relationship between CEO overconfidence and the risks of companies listed on the Tehran Stock Exchange

**Beranoosh Karimi\***

M.A. in Accounting, Sohrevardi Institute of Higher Education, Qazvin, Iran

### **Abstract**

The aim of this study, investigating the role of institutional ownership on the effect of the CEO's overconfidence on the risks of companies listed on the Tehran Stock Exchange. The statistical sample includes 82 companies during the period of 2012 to 2021. Hypotheses testing was performed using linear regression and using Eviews software. The research results showed that the CEO's overconfidence has a significant and direct effect on the company's future risk, but the CEO's overconfidence does not have a significant effect on the company's operational risk. Also, other research results show that institutional ownership reduces the effect of CEO's overconfidence on the company's future risk, while institutional models do not moderate the effect of CEO's overconfidence on the company's operational risk

**Keywords:** Institutional ownership, CEO's overconfidence, Firm risk.

\*Corresponding author: Beranoosh Karimi, beranoosh.karimi@gmail.com



## نقش مالکیت نهادی بر رابطه بین اعتماد بیش از حد مدیرعامل و ریسک‌های شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

برانوش کریمی | کارشناس ارشد حسابداری، مؤسسه آموزش عالی سهروردی، قزوین، ایران

### چکیده

هدف این پژوهش بررسی نقش مالکیت نهادی بر تأثیر اعتماد بیش از حد مدیرعامل بر ریسک‌های شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد. نمونه‌ی آماری شامل ۸۲ شرکت طی دوره زمانی ۱۳۹۱ تا ۱۴۰۰ می‌باشد. آزمون فرضیات با استفاده از رگرسیون خطی و توسط نرم‌افزار ایویوز اجرا گردید. نتایج پژوهش نشان داد که اعتماد به نفس بیش از حد مدیرعامل بر ریسک آتی شرکت تأثیر معنادار و مستقیم دارد اما اعتماد به نفس بیش از حد مدیرعامل بر ریسک عملیاتی شرکت تأثیر معناداری ندارد. همچنین سایر نتایج پژوهش نشان می‌دهد که مالکیت نهادی تأثیر اعتماد به نفس بیش از حد مدیرعامل بر ریسک آتی شرکت را کاهش می‌دهد در حالیکه مالکیت نهادی تأثیر اعتماد به نفس بیش از حد مدیرعامل بر ریسک عملیاتی شرکت را تعدیل نمی‌کنند.

**واژگان کلیدی:** مالکیت نهادی، اعتماد بیش از حد مدیرعامل، ریسک شرکت.

## ۱. مقدمه

مفاهیم زیربنای نظریه تصمیم‌گیری رفتاری نشان می‌دهد که شخصیت یا ویژگی‌های مرتبط با رفتار مدیران می‌تواند تأثیر زیادی بر تصمیم‌گیری شرکت و نتایج آینده آن داشته باشد. از آنجایی که مدیرعاملان بالاترین قدرت را در شرکت دارند و مسئول تمام تصمیمات اصلی مرتبط با شرکت هستند، لذا ویژگی‌های شناختی آنها می‌تواند تا حد زیادی استقامت و رشد شرکت را تعیین کند. برای شناسایی عواملی که می‌توانند در تصمیم‌گیری ریسکی مدیرعاملان مؤثر باشند، محققان از مفاهیم نظریه تصمیم‌گیری رفتاری و نظریه نمایندگی استفاده کرده‌اند. بر اساس مطالعات رفتاری در مورد سوگیری‌های شناختی، محققان راه‌های مختلفی را ارائه کرده‌اند که از طریق آن اعتماد بیش از حد می‌تواند بر سطح ریسک شرکت تأثیر بگذارد. اول، اعتماد بیش از حد، مدیرعاملان را به ارزیابی بیش از حد توانایی‌ها و مهارت‌های خود در کنترل نتایج سوق می‌دهد. این ویژگی باعث می‌شود آنها باور کنند که فرمول موفقیت را در اختیار دارند، فرآیند تصمیم‌گیری آنها بسیار سریع است زیرا آنها درک می‌کنند که درک کامل و بی‌عیب و نقصی از موقعیت و فرصت‌ها دارند. تصمیماتی که آنها می‌گیرند عموماً مبتنی بر برخی تجربیات موفق گذشته است، به همین دلیل است که تلاش کمی برای توسعه استراتژی‌های جدید انجام می‌دهند. این رفتار آنها را از تنظیم تصمیمات خود با توجه به موقعیت یا محیط منع می‌کند. آنها نه تنها مهارت‌های شخصی خود را دست کم می‌گیرند، بلکه احتمال از دست دادن یا شکست در پروژه‌های خود را نیز دست کم می‌گیرند. تصور ناقص آنها مبنی بر اینکه اطلاعات با کیفیت بالایی دارند توسط محققان مختلف به عنوان ادراک کنترل نامیده شده است، که نشان می‌دهد اعتماد بیش از حد، مدیران عامل را وادار می‌کند فکر کنند که نتایج یک پروژه کاملاً تحت کنترل آنها است و توسط نیروهای خارجی تعیین نمی‌شود. روش دیگری که از طریق آن اعتماد بیش از حد مدیرعامل می‌تواند بر ریسک شرکت تأثیر بگذارد، دقت بیش از حد است. مدیران با اعتماد بیش از حد، پیش‌بینی‌های خود را بیش از حد ارزش‌گذاری می‌کنند و معتقدند که احتمال درستی پیش‌بینی‌های آنها بسیار زیاد است. آنها معتقدند که بیشتر می‌دانند، اما واقعیت اغلب بر خلاف باور آنهاست (علی و تاوونی، ۲۰۲۱).

مطالعات کمی وجود دارد که نقش اعتماد بیش از حد را در تأثیرگذاری بر سطح ریسک شرکت بررسی می‌کند (لی و تانگ، ۲۰۱۰). اگرچه ریسک هسته اصلی تصمیم‌گیری است و می‌تواند پیامدهای شدید مربوط به استقامت شرکت داشته باشد؛ ریسک‌پذیری یکی از دغدغه‌های اصلی در بخش شرکت‌ها بوده است، جایی که حفاظت از حقوق سهامداران بسیار ضروری است. اگرچه ریسک‌پذیری به دلیل تأثیرات آن در عملکرد و استقامت شرکت ضروری است، تصمیماتی که باعث ایجاد ریسک بیش از حد می‌شود ممکن است در نهایت باعث ایجاد ناراحتی مالی و افزایش احتمال ورشکستگی شود. مطالعات قبلی مربوط به سوگیری‌های رفتاری نمایندگان نشان می‌دهد که اعتماد بیش از حد مدیران عامل را تحریک می‌کند تا شانس شکست را دست کم بگیرند و احتمال دستیابی به نتایج مطلوب از فرصت‌های سرمایه‌گذاری را بیش از حد ارزیابی کنند؛ بنابراین، آنها بیشتر مستعد سرمایه‌گذاری در پروژه‌های پر ریسک هستند. مدیران عامل با اعتماد بیش از حد به مهارت‌های خود اعتماد می‌کنند که می‌توانند به طور مؤثر مأموریت‌های چالش‌برانگیز را انجام دهند، آنها خود را بهتر از دیگران می‌دانند و همچنین معتقدند که شرکت در دستان مدیریتی توانا و با استعداد است. بر اساس این ادراکات، آنها تمایل بیشتری به انجام پروژه‌های مخاطره‌آمیز و پر ریسک دارند. علاوه بر این، شرکت‌هایی با مدیران اجرایی با اعتماد بیش از حد، با نوسانات بیشتری در بازده سهام مواجه هستند (هیرشلیفر و همکاران، ۲۰۱۲).

این مطالعه از چندین جهت به ادبیات موجود کمک می‌کند. اول، ادبیات موجود تا حد زیادی موافق است که اعتماد بیش از حد به مدیران عامل منجر به ریسک بیش از حد می‌شود که ممکن است منجر به پیامدهای نامطلوب برای شرکت شود. با این حال، تقریباً تمام مطالعات در این زمینه صرفاً بر روی ریسک فعلی شرکت متمرکز شده است. ولی این پژوهش شکاف مطالعاتی در ارتباط با ریسک آتی را با بررسی تأثیر اعتماد بیش از حد مدیر عامل بر ریسک آتی شرکت، نه ریسک فعلی شرکت، پر می‌کند. به نظر می‌رسد که تعیین ارتباط بین اعتماد بیش از حد و ریسک آتی شرکت، نتایج مناسب‌تری در مورد اثرات بیش اعتمادی (اعتماد بیش از حد) ارائه خواهد کرد؛ به این دلیل است که تصمیمات اتخاذ شده توسط مدیران عامل تنها در سال‌های بعدی قابل ارزیابی واقعی است، زیرا انعکاس آن تصمیمات در قالب قیمت سهام یا گزارش‌های مالی به زمان نیاز دارد. دوم، برخلاف بسیاری از مطالعات پژوهش‌های قبلی که تنها بر یک جنبه از ریسک تمرکز می‌کنند، این مطالعه ریسک را به ریسک‌های بازار و عملیاتی دسته‌بندی می‌کند و سپس اثر اعتماد بیش از حد بر هر دسته از ریسک‌های آتی شرکت را به صورت جداگانه بررسی می‌کند. سوم، ادبیات مربوط به نقش مکانیسم‌های حکمرانی خارجی در زمینه سوگیری‌های رفتاری بسیار اندک است. این مطالعه همچنین با تجزیه و تحلیل اینکه چگونه ارتباط بین اعتماد بیش از حد مدیرعامل و ریسک آینده شرکت تحت تأثیر مالکیت نهادی قرار می‌گیرد، این خلاء را پر می‌کند (علی و تاوونی، ۲۰۲۱).

## ۲. مبانی نظری و پیشینه پژوهش

### ۱،۲. مبانی نظری

#### ۱،۱،۲. اعتماد بیش از حد مدیرعامل

تئوری‌های کلاسیک مالی شرکت‌ها بر این فرض استوار است که نمایندگان کاملاً منطقی، منفعت‌طلب هستند و مطلوبیت مورد انتظار را به حداکثر می‌رسانند. با این حال، محققان به تدریج دریافته‌اند که مدیران اغلب باورها را غیرمنطقی ایجاد می‌کنند و بعداً آن باورها را با استفاده از روش‌های متزلزل و غیرمنطقی به اعمال تبدیل می‌کنند. این نشان می‌دهد که ویژگی‌های شناختی مدیران ممکن است بر تصمیم‌گیری شرکت تأثیر بگذارد. یکی از مهم‌ترین سوگیری‌های شناختی که مورد توجه مطالعات رفتاری مالی شرکت‌ها بوده است، اعتماد بیش از حد است. بر اساس تئوری تصمیم‌گیری رفتاری، اعتماد بیش از حد، یک سوگیری روانی است که تصمیم‌گیرندگان را به اغراق در مهارت‌های حل مسئله تحریک می‌کند (لی و تانگ، ۲۰۱۰). اعتماد بیش از حد می‌تواند از طریق دقت بیش از حد، برآورد بیش از حد، بیش از حد قرار دادن و بیش از حد خوش‌بینی آشکار شود. دقت بیش از حد به بیان بیش از حد صحت پیش‌بینی‌ها و اطلاعات اشاره دارد. تخمین بیش از حد زمانی است که تصمیم‌گیرندگان توانایی‌های خود را بیش از حد ارزش‌گذاری می‌کنند و توهم کنترل را حتی در شرایطی که احتمال وقوع آن بسیار کم است نشان می‌دهند. جایگزینی بیش از حد به ادراک برتری نسبت به دیگران اشاره دارد. بیش از حد خوش‌بینی به تمایل بیش از حد خوش‌بینانه نسبت به سناریوهای آینده و کم ارزش دانستن احتمال وقوع حوادث بد اشاره دارد (علی و تاوونی، ۲۰۲۱).

## ۲،۱،۲. ریسک

فرهنگ وبستر (۱۹۸۱) ریسک را در معرض خطر قرار گرفتن تعریف کرده است. فرهنگ لغات سرمایه‌گذاری (۱۹۸۸) نیز ریسک را زیان بالقوه‌ی سرمایه‌گذاری که قابل محاسبه است می‌داند. هر پدیده‌ای که بتواند نتیجه حاصل از آنچه سرمایه‌گذار انتظار دارد را منحرف سازد، ریسک نامیده می‌شود (گیلب، ۲۰۰۲).

ریسک بازار، به عنوان احتمال ریسک مربوط به عدم قطعیت درآمدهای پرتفوی معاملاتی یک واحد تجاری به واسطه تغییر در شرایط بازار شامل قیمت دارایی، نرخ سود، نوسانات بازار و نقدینگی بازار تعریف می‌شود و زمانی به وجود می‌آید که شرکت به طور فعالانه به خرید و فروش دارایی، بدهی و اوراق مشتقه مبادرت می‌نماید؛ نه هنگامی که موارد مذکور را برای مقاصد سرمایه‌گذاری بلندمدت، تأمین مالی و مصون‌سازی نگهداری می‌کند. شرایط بازار از طریق وجوه نقد یا مشتقات آن، بانک را در برابر نوسانات معکوس بزرگ و پیش‌بینی نشده، آسیب‌پذیر می‌سازد. منابع کلاسیک ریسک بازار عبارتند از: نوسانات بزرگ در قیمت‌های سهام، نرخ‌های ارز خارجی، قیمت کالا و نرخ سود. ریسک بازار عبارت است از ضرر سرمایه‌ای کاهش ارزش اصل سرمایه به دلیل تغییراتی که در قیمت سهام عادی شرکت رخ می‌دهد. این تغییر زمانی به عنوان ریسک بازار به حساب می‌آید که تحت تأثیر یک سری عوامل در محیط شرکت ایجاد شود. ویژگی اصلی این عوامل این است که تحت کنترل شرکت نبوده و فقط بر شرکت خاص تأثیر نمی‌گذارند بلکه بر وضعیت سودآوری تمامی شرکت‌ها در یک صنعت خاص تأثیر می‌گذارند. مسلم است که مسئولیت ریسک بازار متوجه شرکت نبوده و بیشتر به عوامل خارج از کنترل شرکت برمی‌گردد (میرآئیز و وقفی، ۱۴۰۱).

ریسک عملیاتی خلاصه‌ای از عدم قطعیت‌ها و خطراتی است که یک شرکت هنگام تلاش برای انجام فعالیت‌های تجاری روزانه خود در یک زمینه یا صنعت معین با آن مواجه است. نوعی ریسک تجاری، می‌تواند ناشی از خرابی در رویه‌های داخلی، افراد و سیستم‌ها باشد؛ برخلاف مشکلات ناشی از نیروهای خارجی، مانند رویدادهای سیاسی یا اقتصادی، یا ذاتی کل بازار یا بخش بازار، که به عنوان ریسک سیستماتیک شناخته می‌شود.

## ۳،۱،۲. ساختار مالکیت

ساختار مالکیت در ادبیات حاکمیت شرکتی از موقعیت مرکزی ویژه‌ای برخوردار است. انتخاب نوع ساختار مالکیت و تلفیق سهامداران از وسیله‌های کنترلی می‌باشد. این جنبه از حاکمیت در شکل اندازه‌های متفاوت مشخص کننده انواع مالکیت شرکت مانند: تمرکز، توزیع مالکیت، حضور صاحبان سهم زیاد و کم و اقلیت در ساختار مالکیت شرکت و میزان درصد آنها مورد بررسی قرار می‌گیرد. به علاوه تلفیق صاحبان سهام شرکت‌ها از طرح‌های مختلفی مانند صاحبان سهم حقوقی، صاحبان سهم دولتی و خصوصی و مالکیت مدیریتی پیروی می‌کند. ساختار مالکیت به این معناست که توزیع سهام و حق مالکیت از سوی سرمایه و رأی از عامل‌های مؤثر حاکمیت شرکتی است و یکی از مؤثرترین بحث‌های ساختار مالکیت، موضوع نمایندگی می‌باشد. ساختار مالکیت کارآمد می‌تواند موجب کم شدن مخارج نمایندگی در گزارشات مالی شود و به سهم خود بر میزان کار حسابرسی و خطر آن و در آخر بر دستمزد خدمات حسابرسی مؤثر باشد. ساختار مالکیت بسیار مختلف و گوناگون است و مجموعه‌ی گسترده‌ای از صاحبان سهم حقوقی و حقیقی را شامل می‌شود (میترا و همکاران، ۲۰۱۷).

#### ۴,۱,۲. مالکیت نهادی

برای محدود کردن نگرش غیرمنطقی مدیران عامل از تأثیر منفی بر ارزش شرکت، حاکمیت شرکتی باید قوی باشد. علاوه بر این، مکانیسم‌های تشویقی برای حل مشکلات نمایندگی متعارف ممکن است روی مدیران عاملی که از نظر روان‌شناختی تعصب دارند، کار نکنند. این بدان معنا نیست که مشوق‌ها بی‌ربط هستند، اما مرزهایی برای آنچه مشوق‌ها می‌توانند انجام دهند وجود دارد. مدیران اجرایی مغرضانه روان‌شناختی فکر می‌کنند که با تلاش برای به حداکثر رساندن ارزش شرکت، به نفع شرکت کار می‌کنند که مشکلات نمایندگی متعارف را در اینجا بی‌ربط می‌کند و بنابراین استفاده از مکانیسم‌های تشویقی در این موقعیت محدود می‌شود. نقش نظارتی که توسط سرمایه‌گذاران نهادی ایفا می‌شود در گذشته عمدتاً موفق بوده است. به طور کلی، سرمایه‌گذاران نهادی در مقایسه با سرمایه‌گذاران فردی، سهامداران بزرگ یک شرکت هستند که به آنها انگیزه‌ای برای نظارت بر مدیریت شرکت و فعالیت‌های آنها می‌دهد. چندین مطالعه در ادبیات موجود نشان داده است که چگونه سرمایه‌گذاران نهادی فعالیت‌های مدیریتی و سایر ساختارهای حاکمیتی شرکت را نظم می‌دهند. به ویژه، تأثیر سرمایه‌گذاران نهادی تا حد زیادی در تصمیمات شرکت در مورد مدیریت سود، سیاست‌های تقسیم سود، فعالیت‌های ریسک‌پذیر و تصمیمات پوشش ریسک مشهود است. نظارت فعال بر تصمیمات و سیاست‌های شرکت توسط سرمایه‌گذاران نهادی از طریق مذاکره مستقیم یا رأی‌گیری در جلسه سالانه شرکت انجام می‌شود. سرمایه‌گذاران نهادی همچنین می‌توانند با وادار کردن مدیریت شرکت از طریق توانایی خود در فروش سهام شرکت، اثر حاکمیتی خود را اعمال کنند که می‌تواند باعث سقوط قیمت سهام شود و می‌تواند سیگنال‌های نامطلوب یا مضر را به سرمایه‌گذاران دیگر برساند (علی و تاوونی، ۲۰۲۱).

#### ۵,۱,۲. مالکیت نهادی، اعتماد بیش از حد مدیرعامل و ریسک

مدیران با اعتماد بیش از حد، واریانس عملکرد و بازده شرکت را کم ارزش می‌دانند و فواصل اطمینان بسیار کمی را در مورد پیش‌بینی‌های خود تعیین می‌کنند. اعتماد بیش از حد، مدیرعاملان را تحت تأثیر قرار می‌دهد تا تصور نادرستی نسبت به هم‌تایان خود ایجاد کنند. بنابراین معتقدند که به دلیل حضور در شرکت، عملکرد شرکت افزایش می‌یابد. این مدیرعاملان تصمیم‌گیری متمرکز را ترجیح می‌دهند و مسئولیت را به دست خود می‌سپارند. به دلیل این رفتار، ورودی‌ها و اطلاعات دیگران را نادیده می‌گیرند. علاوه بر این، کارکنانی که زیر نظر آنها کار می‌کنند، با اقدامات آنها موافقت می‌کنند، زیرا کارکنان معمولاً، تمایل به تصمیم‌گیری‌های مقامات ارشد، نشان می‌دهند. این مشکلات به مدیرعاملان اجازه نمی‌دهد که ریسک مربوط به سرمایه‌گذاری یا پروژه‌های نوآورانه را مشاهده کنند. روی هم رفته، شواهد نظری و تجربی قبلی نشان می‌دهد که اعتماد بیش از حد، از طریق اشکال مختلف، مدیرعاملان را به سمت اجرای تصمیم‌گیری ناقص و غیرمنطقی سوق می‌دهد، که به نوبه خود ممکن است بازار و ریسک‌های عملیاتی شرکت را در سال‌های بعدی تشدید کند (علی و تاوونی، ۲۰۲۱).

برای محدود کردن نگرش غیرمنطقی مدیران عامل از تأثیر منفی بر ارزش شرکت، حاکمیت شرکتی باید قوی باشد؛ علاوه بر این، مکانیسم‌های تشویقی برای حل مشکلات نمایندگی متعارف ممکن است روی مدیران عاملی که از نظر روان‌شناختی

تعصب دارند، کار نکنند. این بدان معنا نیست که مشوق‌ها بی‌ربط هستند، اما مرزهایی برای آنچه مشوق‌ها می‌توانند انجام دهند وجود دارد. مدیران اجرایی مغرضانه روان‌شناختی فکر می‌کنند که با تلاش برای به حداکثر رساندن ارزش شرکت، به نفع شرکت کار می‌کنند، که مشکلات نمایندگی متعارف را در اینجا بی‌ربط می‌کند و بنابراین استفاده از مکانیسم‌های تشویقی در این موقعیت محدود می‌شود. نقش نظارتی که توسط سرمایه‌گذاران نهادی ایفا می‌شود در گذشته عمدتاً موفق بوده است. به طور کلی، سرمایه‌گذاران نهادی در مقایسه با سرمایه‌گذاران فردی، سهامداران بزرگ یک شرکت هستند که به آنها انگیزه‌ای برای نظارت بر مدیریت شرکت و فعالیت‌های آنها می‌دهد. چندین مطالعه در ادبیات موجود نشان داده است که چگونه سرمایه‌گذاران نهادی فعالیت‌های مدیریتی و سایر ساختارهای حاکمیتی شرکت را نظم می‌دهند. به ویژه، تأثیر سرمایه‌گذاران نهادی تا حد زیادی در تصمیمات شرکت در مورد مدیریت سود، سیاست‌های تقسیم سود، فعالیت‌های ریسک‌پذیر و تصمیمات پوشش ریسک، مشهود است. نظارت فعال بر تصمیمات و سیاست‌های شرکت توسط سرمایه‌گذاران نهادی از طریق مذاکره مستقیم یا رأی‌گیری در جلسه سالانه شرکت انجام می‌شود. سرمایه‌گذاران نهادی همچنین می‌توانند با وادار کردن مدیریت شرکت از طریق توانایی خود در فروش سهام شرکت، اثر حاکمیتی خود را اعمال کنند، که می‌تواند باعث سقوط قیمت سهام شود و می‌تواند سیگنال‌های نامطلوب یا مضر را به سرمایه‌گذاران دیگر برساند. طبق نظر آگیلرا (۲۰۰۵)، سرمایه‌گذاران نهادی در کاهش تضاد منافع احتمالی بین سهامداران و مدیران بسیار مفید هستند. لین و فو (۲۰۱۷) شواهدی را ارائه می‌دهند که نشان می‌دهد سرمایه‌گذاران نهادی خارجی و صندوق‌های مشترک در مقایسه با سایر سرمایه‌گذاران نهادی مستقل هستند و فعالیت‌های مدیریت را به طور منظم نظارت می‌کنند. این دو سرمایه‌گذار نهادی از طریق تمایل به فروش آتی سهام در صورت هرگونه تصمیم نابهینه یا مضر توسط مدیریت، بر مدیریت تأثیر می‌گذارند. به طور کلی، این شواهد نشان می‌دهد که سرمایه‌گذاران نهادی مستقل، به دلیل نظارت فعال خود، ممکن است بتوانند پیامدهای منفی تصمیمات ناشی از اعتماد بیش از حد مدیرعامل را کاهش دهند. در حالی که سرمایه‌گذاران نهادی منفعل ممکن است هیچ انگیزه‌ای در نظارت بر تصمیمات مدیرعامل با اعتماد بیش از حد نداشته باشند. بنابراین، این مطالعه فرض می‌کند که افزایش سهام سرمایه‌گذاران نهادی فعال می‌تواند منجر به نظارت بیشتر بر تصمیمات و اقدامات مدیران عامل با اعتماد بیش از حد شود (علی و تاوونی، ۲۰۲۱). بر اساس استدلال‌های فوق، در این پژوهش به دنبال بررسی نقش تعدیلگر سرمایه‌گذاران نهادی بر تأثیر اعتماد بیش از حد مدیرعامل بر ریسک آتی و عملیاتی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران خواهیم بود.

## ۲,۲. پیشینه پژوهش

صالحی و همکاران (۲۰۲۲)، به پژوهشی تحت عنوان «رابطه بین ویژگی‌های مدیریتی و ریسک‌پذیری شرکت» پرداختند. نتایج پژوهش آنها نشان می‌دهد که تأثیر استحکام مدیریتی و نزدیک‌بینی مدیریتی بر ریسک‌پذیری شرکت‌ها معنادار و مستقیم است و تأثیر اعتماد بیش از حد مدیریتی بر ریسک‌پذیری شرکت‌ها معکوس و معنادار است. علی و تاوونی (۲۰۲۱)، به پژوهشی تحت عنوان «اعتماد بیش از حد مدیرعامل و ریسک آتی شرکت در چین: نقش تعدیل‌کننده سرمایه‌گذاران نهادی» پرداختند. نتایج پژوهش آنها نشان می‌دهد که اعتماد بیش از حد مدیرعامل ارتباط معنادار و مستقیم با سطح ریسک شرکت در سال‌های بعدی دارد، با این حال، شدت این ارتباط مستقیم در شرکت‌های

دولتی ضعیف تر است. همچنین نتایج حاکی از آن است که سرمایه‌گذاران نهادی فعال، به ویژه صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک و سرمایه‌گذاران نهادی خارجی، نقش حاکمیتی خود را در کاهش اثر اعتماد بیش از حد مدیرعامل بر سطح ریسک شرکت ایفا می‌کنند، علاوه بر این، اثر تعدیل‌کننده سرمایه‌گذاران نهادی فعال در شرکت‌های دولتی ضعیف‌تر است.

صافی و همکاران (۲۰۲۱) به پژوهشی تحت عنوان «اعتماد بیش از حد مدیرعامل، عوامل خاص شرکت و ریسک سیستماتیک: شواهدی از چین» پرداختند. نتایج پژوهش آنها نشان می‌دهد بانک‌هایی که توسط مدیرعاملان با اعتماد بیش از حد مدیریت می‌شوند، مشارکت شرکت در ریسک سیستمی را افزایش می‌دهند. نتایج تجربی همچنین نشان می‌دهد که اندازه شرکت، نسبت اهرم و نسبت وام، مشارکت شرکت را در ریسک سیستماتیک افزایش می‌دهد. علاوه بر این، بازده دارایی‌ها با ریسک سیستماتیک رابطه معکوس دارد.

لیو و همکاران (۲۰۲۰)، به پژوهشی تحت عنوان «اعتماد بیش از حد مدیرعامل و ریسک سیستمی بانک: شواهدی از شرکت‌های هلدینگ بانکی ایالات متحده» پرداختند. نتایج پژوهش آنها نشان می‌دهد بانک‌هایی با مدیران عامل با اعتماد به نفس بیش از حد بالا، نسبت به هم‌تایان خود با مدیران عامل با اعتماد به نفس پایین، ریسک سیستماتیک بیشتری دارند. بانک‌هایی که مدیران عامل آنها بیش از حد اعتماد به نفس دارند، دارایی بالاتری از اوراق بهادار خصوصی با پشتوانه وام مسکن و اهرم بالاتری دارند. در طول بحران مالی ۲۰۰۷-۲۰۰۸، بانک‌هایی که مدیران عاملی بیش از حد اعتماد به نفس داشتند، ریسک سیستماتیک بیشتری را تجربه کردند.

لی و همکاران (۲۰۲۰) به پژوهشی تحت عنوان «ریسک سیستماتیک بانک و اعتماد بیش از حد مدیرعامل» پرداختند. نتایج پژوهش آنها نشان می‌دهد بانک‌هایی که مدیران عاملی با اعتماد بیش از حد دارند، نسبت به بانک‌هایی با مدیران عامل با اعتماد پایین، مشارکت و در معرض ریسک سیستمی بیشتری دارند. تأثیر اعتماد بیش از حد مدیرعامل به میزان قابل توجهی به ریسک سیستمیک در طول بحران مالی ۲۰۰۸-۲۰۰۹ کمک کرده است.

گرامی و همکاران (۱۴۰۱) به پژوهشی تحت عنوان «بررسی نقش تعدیلگری کارایی حاکمیت شرکتی بر رابطه بین اعتماد به نفس بیش از حد مدیران و فرصت سرمایه‌گذاری شرکت در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران» پرداختند. نتایج پژوهش آنها نشان می‌دهد که اعتماد به نفس بیش از حد مدیران ارتباط معنادار و معکوس با فرصت‌های سرمایه‌گذاری دارد و حاکمیت شرکتی ارتباط معکوس بین اعتماد به نفس بیش از حد مدیران و فرصت‌های سرمایه‌گذاری را تقویت می‌کند.

حمیدیان و همکاران (۱۴۰۰) به پژوهشی تحت عنوان «تأثیر ویژگی‌های هیأت مدیره، شاخصه‌های قدرت مدیرعامل و بحران مالی بر ریسک‌پذیری بانک‌های پذیرفته شده در سازمان بورس اوراق بهادار تهران» پرداختند. نتایج پژوهش آنها نشان می‌دهد که دوگانگی وظیفه مدیرعامل، اندازه هیأت مدیره و استقلال هیأت مدیره ارتباط معنادار و معکوسی با ریسک‌پذیری بانک‌ها (ریسک اعتباری و ریسک نقدینگی) دارند ولی ارتباط بین تخصص هیأت مدیره، حقوق مدیرعامل، و ریسک‌پذیری بانک‌ها (ریسک اعتباری و ریسک نقدینگی) معنادار نمی‌باشد در حالیکه تأثیر بحران مالی بر ریسک‌پذیری بانک‌ها (ریسک اعتباری و ریسک نقدینگی) مستقیم و معنادار می‌باشد.



قربانی گلپور (۱۴۰۰) به پژوهشی تحت عنوان «بررسی تأثیر قدرت مدیرعامل بر ریسک بانکی با تأکید بر نقش تعدیلی قدرت هیأت مدیره» پرداختند. نتایج پژوهش آنها نشان می‌دهد که تحصیلات مدیرعامل و دوره تصدی مدیرعامل تأثیر معناداری بر ریسک بانکی ندارند و همچنین قدرت (استقلال) هیأت مدیره نیز ارتباط بین تحصیلات مدیرعامل و دوره تصدی مدیرعامل با ریسک بانکی را تعدیل نمی‌کند.

گل محمدی شورکی و زارع مهرجردی (۱۳۹۹) به پژوهشی تحت عنوان «رابطه بین ویژگی‌های مدیرعامل و ریسک‌پذیری شرکت» پرداختند. نتایج پژوهش آنها نشان می‌دهد که سن شرکت، یازده کل دارایی‌ها، افق شغلی مدیرعامل و تحصیلات مدیرعامل رابطه مستقیم و معناداری با ریسک‌پذیری شرکت دارند، در حالیکه دوره تصدی مدیرعامل رابطه معناداری با ریسک‌پذیری شرکت ندارد.

ساعدی و رضاییان (۱۳۹۸) به پژوهشی تحت عنوان «بررسی تأثیر اعتماد به نفس بیش از حد مدیرعامل بر بازده و ریسک غیرسیستماتیک سهام با توجه به نقش دوگانگی وظیفه مدیرعامل: شواهدی از بورس اوراق بهادار تهران» پرداختند. نتایج پژوهش آنها نشان می‌دهد که اعتماد به نفس بیش از حد مدیران ارتباط معنادار و مستقیم با بازده سهام و ریسک غیرسیستماتیک دارد و چنانچه مدیران عضو هیأت مدیره دارای اعتماد به نفس بیش از حد باشند، ارتباط آنها با بازده سهام معنادار و مستقیم و با ریسک غیرسیستماتیک معنادار و معکوس است.

### ۳.۲. فرضیه‌های پژوهش

- فرضیه ۱) اعتماد بیش از حد مدیرعامل بر ریسک آتی شرکت تأثیر معنادار و مستقیم دارد.
- فرضیه ۲) اعتماد بیش از حد مدیرعامل بر ریسک عملیاتی شرکت تأثیر معنادار و مستقیم دارد.
- فرضیه ۳) مالکیت نهادی تأثیر اعتماد بیش از حد مدیرعامل بر ریسک آتی شرکت را کاهش می‌دهد.
- فرضیه ۴) مالکیت نهادی تأثیر اعتماد بیش از حد مدیرعامل بر ریسک عملیاتی شرکت را کاهش می‌دهد.

### ۳. روش پژوهش

#### ۳.۱. روش‌شناسی پژوهش

۱) روش پژوهش از نظر ماهیت و محتوایی: این پژوهش از این رو که در پی یافتن رابطه معنی‌داری بین متغیرهای پژوهش می‌باشد و همین‌طور به دلیل اینکه به مطالعه حدود تغییرات متغیر وابسته، با توجه به حدود تغییرات متغیرهای مستقل می‌پردازد، در زمره پژوهش‌های توصیفی-همبستگی قرار می‌گیرد. بنابراین روش پژوهش از نظر ماهیت و محتوایی، یک پژوهش از نوع توصیفی-همبستگی می‌باشد که برای کشف همبستگی بین متغیرها به روش پس‌رویدادی عمل می‌کند.

۲) روش پژوهش از نظر هدف: پژوهش حاضر از لحاظ نوع کار پژوهشی و از نظر هدف، یک پژوهش کاربردی می‌باشد که از اطلاعات واقعی و روش‌های مختلف آماری برای رد یا عدم رد فرضیه استفاده می‌گردد و در حوزه نظریه‌های اثباتی قرار می‌گیرد.

۳) روش پژوهش از نظر روش انجام پژوهش: انجام این پژوهش در چارچوب استدلال قیاسی- استقرایی می باشد، بدین معنی که مبانی نظری و پیشینه پژوهش از راه مطالعات کتابخانه‌ای، مقالات و سایت‌های معتبر در قالب قیاسی و گردآوری اطلاعات برای تأیید یا رد فرضیه در قالب استقرایی می باشد.

### ۲,۳. ابزار گردآوری اطلاعات

روش گردآوری اطلاعات مربوط به داده‌های پژوهش به صورت مطالعات کتابخانه‌ای و آرشیوی می باشد و برای جمع‌آوری اطلاعات در این راستا از سایت رسمی سامانه اطلاع‌رسانی ناشران (کدال) و نرم‌افزار ره آورد نوین استفاده می شود.

### ۳,۳. جامعه آماری و روش نمونه‌گیری

جامعه آماری پژوهش شامل شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۹۱ تا ۱۴۰۰ می باشد. و نمونه آماری نیز به صورت حذفی سیستماتیک (غربالگری) انتخاب گردید و ۸۲ شرکت در ۱۰ سال مالی (۸۲۰ سال- شرکت) مورد بررسی قرار گرفتند.

### ۴,۳. مدل‌های پژوهش

برای آزمون فرضیه ۱ (اعتماد بیش از حد مدیرعامل بر ریسک آتی شرکت تأثیر معنادار و مستقیم دارد) از مدل رگرسیونی (۱) استفاده می شود:

$$MktRisk_{it+1} = \beta_0 + \beta_1 CEO - OC_{it} + \beta_2 Age_{it} + \beta_3 Size_{it} + \beta_4 Prof_{it} + \beta_5 MTB_{it} + \beta_6 DTA_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

برای آزمون فرضیه ۲ (اعتماد بیش از حد مدیرعامل بر ریسک عملیاتی شرکت تأثیر معنادار و مستقیم دارد) از مدل رگرسیونی (۲) استفاده می شود:

$$OprRisk_{it+1} = \beta_0 + \beta_1 CEO - OC_{it} + \beta_2 Age_{it} + \beta_3 Size_{it} + \beta_4 Prof_{it} + \beta_5 MTB_{it} + \beta_6 DTA_{it} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

برای آزمون فرضیه ۳ (مالکیت نهادی تأثیر اعتماد بیش از حد مدیرعامل بر ریسک آتی شرکت را کاهش می دهد) از مدل رگرسیونی (۳) استفاده می شود:

$$MktRisk_{it+1} = \beta_0 + \beta_1 CEO - OC_{it} + \beta_2 Ins_{it} + \beta_3 CEO - OC_{it} \times Ins_{it} + \beta_4 Age_{it} + \beta_5 Size_{it} + \beta_6 Prof_{it} + \beta_7 MTB_{it} + \beta_8 DTA_{it} + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

برای آزمون فرضیه ۴ (مالکیت نهادی تأثیر اعتماد بیش از حد مدیرعامل بر ریسک عملیاتی شرکت را کاهش می دهد) از مدل رگرسیونی (۴) استفاده می شود:

$$OprRisk_{it+1} = \beta_0 + \beta_1 CEO - OC_{it} + \beta_2 Ins_{it} + \beta_3 CEO - OC_{it} \times Ins_{it} + \beta_4 Age_{it} + \beta_5 Size_{it} + \beta_6 Prof_{it} + \beta_7 MTB_{it} + \beta_8 DTA_{it} + \varepsilon_{it} \quad (4)$$

## ۵,۳. تعریف عملیاتی متغیرهای پژوهش

- متغیر مستقل پژوهش: اعتماد بیش از حد مدیرعامل (CEO-OC)

برای اندازه گیری اعتماد بیش از حد مدیرعامل به تبعیت از احمد و دیولمن (۲۰۱۲) از مدل سرمایه گذاری استفاده می شود، آنها بر این باورند که سرمایه گذاری بیش از حد ناشی از اعتماد بالا می باشد. مدل رگرسیونی به صورت زیر است:

$$INV_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 Growth_{it} + \alpha_2 Lev_{it} + \alpha_3 Cash_{it} + \alpha_4 Age_{it} + \alpha_5 Size_{it} + \alpha_6 Ret_{it} + \alpha_7 Inv_{it-1} + \varepsilon_{it} \quad (5)$$

Growth: رشد فروش: نسبت تغییرات فروش (فروش سال جاری - فروش سال قبل) به فروش سال قبل

Lev: اهرم مالی: نسبت بدهی ها به مجموع حقوق صاحبان سهام و کل دارایی ها

Size: اندازه شرکت: لگاریتم طبیعی کل فروش شرکت

Age: سن شرکت: لگاریتم طبیعی تعداد سال های تأسیس شرکت

Cash: وجه نقد: نسبت وجه نقد به کل دارایی ها

Return: بازده سهام: نسبت اختلاف بین قیمت اول دوره و پایان دوره سهام به قیمت اول دوره سهام.

Invest: سرمایه گذاری: نسبت دارایی های ثابت، دارایی های نامشهود و سایر دارایی های بلند مدت به کل دارایی ها.

Invest<sub>t-1</sub>: سرمایه گذاری سال قبل: نسبت دارایی های ثابت سال قبل، دارایی های نامشهود سال قبل و سایر دارایی های بلند مدت سال قبل به کل دارایی های سال قبل.

ابتدا مدل رگرسیونی فوق به واسطه ی اطلاعات شرکت ها تخمین زده می شود، در نهایت اگر مقدار باقیمانده مدل فوق مثبت باشد، نشان دهنده ی اعتماد بیش از حد مدیرعامل بوده و به آن عدد یک اختصاص می دهیم و در غیر این صورت عدد صفر.

- متغیرهای وابسته پژوهش:

۱- ریسک آتی شرکت (MktRisk)

برای اندازه گیری ریسک آتی از انحراف معیار ۲ سال ریسک بازار بازده سهام استفاده می شود (علی و تاوونی، ۲۰۲۱).

مدل ریسک بازار به صورت زیر است:

$$E(R_i) = R_f + B[E(R_m) - R_f] \quad (6)$$

$\beta$ : مقدار شاخص بتا از نرم افزار ره آورد نوین استخراج می گردد.

$E(R_i)$ : برابر است با میانگین هندسی نرخ بازده مورد انتظار از پرتفوی بازار ( $E(R_m)$ ).

$R_f$ : نرخ بازده بدون ریسک. نرخ بازده بدون ریسک برابر با نرخ سود علی الحساب مشارکت دولتی در سال مالی  $t$  است.

$E(R_m)$ : نرخ بازده مورد انتظار از پرتفوی بازار است.

$$E(R_m) = \left( \frac{\text{شاخص کل سال قبل - شاخص کل امسال}}{\text{شاخص کل سال قبل}} \right) \times 100 \quad (7)$$

۲- ریسک عملیاتی شرکت (OprRisk)

برای اندازه گیری ریسک عملیاتی از انحراف معیار ۴ سال نسبت جریان نقد عملیاتی به کل دارایی‌ها استفاده می‌شود (علی و تاوونی، ۲۰۲۱).

متغیر تعدیلگر پژوهش: مالکیت نهادی (Ins)

نحوه اندازه گیری: درصد سهام تحت تملک سرمایه گذاران نهادی (علی و تاوونی، ۲۰۲۱).

(سرمایه گذاران نهادی: شرکت‌های بیمه، بانک‌ها، مؤسسات مالی و اعتباری، شرکت‌های سرمایه گذاری و مالی، صندوق‌های بازنشستگی و صندوق‌های مالی).

- متغیرهای کنترلی پژوهش:

۱- سن شرکت (Age)

نحوه اندازه گیری: لگاریتم اختلاف بین سال تأسیس شرکت با سال مورد بررسی (علی و تاوونی، ۲۰۲۱).

۲- اندازه شرکت (Size)

نحوه اندازه گیری: لگاریتم طبیعی کل فروش شرکت (علی و تاوونی، ۲۰۲۱).

۳- سودآوری (Prof)

نحوه اندازه گیری: نسبت سود خالص به کل فروش (علی و تاوونی، ۲۰۲۱ و جهانخانی و پارسائیان، ۱۳۸۵).

۴- نسبت بدهی (DTA)

نحوه اندازه گیری: نسبت کل بدهی‌ها به کل دارایی‌ها (علی و تاوونی، ۲۰۲۱).

۵- ارزش بازار به ارزش دفتری (MTB)

نحوه اندازه گیری: نسبت ارزش بازار سهام به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام (علی و تاوونی، ۲۰۲۱).

۴. یافته‌های پژوهش

۴,۱. آمار توصیفی

در این قسمت، شاخص‌های مرکزی، پراکندگی و نحوه توزیع متغیرهای پژوهش را ارائه می‌کنیم:

جدول ۱. شاخص‌های مرکزی، پراکندگی و نحوه توزیع متغیرهای پژوهش

نام متغیر	نماد متغیر	میانگین	میان	بیشینه	کمینه	انحراف معیار	چولگی	کشیدگی
اعتماد بیش از حد مدیرعامل	CEO-OC	۰/۵۷	۱/۰۰	۱/۰۰	۰/۰۰	۰/۴۹	-۰/۳۰	۱/۰۹
ریسک آتی	MkrRisk	۰/۰۳	۰/۰۱	۰/۲۰	۰/۰۰	۰/۰۴	۱/۶۷	۵/۴۳
ریسک عملیاتی	OprRisk	۰/۰۳	۰/۰۱	۰/۲۲	۰/۰۰	۰/۰۴	۱/۸۶	۶/۱۳

نام متغیر	نماد متغیر	میانگین	میانه	بیشینه	کمینه	انحراف معیار	چولگی	کشیدگی
مالکیت نهادی	INS	۰/۴۶	۰/۴۴	۰/۹۷	۰/۰۱	۰/۳۰	۰/۰۵	۱/۵۳
سن شرکت	AGE	۳/۶۵	۳/۷۳	۴/۲۶	۲/۵۶	۰/۳۵	-۰/۶۱	۲/۵۰
اندازه شرکت	SIZE	۱۴/۳۳	۱۴/۲۷	۲۰/۳۲	۹/۶۹	۱/۵۷	۰/۳۲	۴/۰۱
سودآوری	PROF	۰/۱۲	۰/۱۱	۰/۵۹	-۰/۲۸	۰/۱۵	۰/۲۶	۳/۴۷
نست بدهی	DTA	۰/۵۷	۰/۵۹	۰/۹۹	۰/۰۳	۰/۲۰	-۰/۳۷	۲/۵۴
ارزش بازار به دفتری	MTB	۱/۹۵	۱/۹۷	۴/۹۳	-۱/۶۹	۱/۲۴	۰/۱۳	۲/۸۹

جدول ۲. محاسبه فراوانی سال-شرکت

نام متغیر	نماد متغیر	تعداد و درصد فراوانی سال - شرکت با عدد صفر	تعداد و درصد فراوانی سال - شرکت با عدد یک
اعتماد بیش از حد مدیرعامل	CEO-OC	۳۴۹	۴۷۱
		۴۲/۶ درصد	۵۷/۴ درصد

از بین شاخص‌های جدول ۱، کمینه نشان‌دهنده‌ی کمترین مقدار متغیر در بین ۸۲۰ نمونه و بیشینه نشان‌دهنده‌ی بیشترین مقدار متغیر در بین ۸۲۰ نمونه می‌باشد و میانگین و میانه نیز از دیگر شاخص‌های مرکزی تعیین شده می‌باشند. شاخص انحراف معیار نمایانگر پراکندگی متغیرها می‌باشد که هر چه فاصله‌اش از صفر کمتر باشد نشان‌دهنده پراکندگی کمتر است، از بین متغیرهای پژوهش ریسک آتی شرکت، ریسک عملیاتی شرکت، مالکیت نهادی، سن شرکت، سودآوری، نسبت بدهی انحراف معیار نزدیک به صفر دارند و فقط انحراف معیار اندازه شرکت و ارزش بازار به ارزش دفتری کمی از صفر فاصله دارد که به دلیل متفاوت بودن فروش شرکت‌ها و ارزش بازار سهام شرکت‌ها در صنایع مختلف (کوچک و بزرگ) می‌باشد. چولگی نشانگر نحوه توزیع متغیرها است، از بین متغیرهای فوق، اعتماد بیش از حد مدیرعامل، سن شرکت و نسبت بدهی، چولگی منفی دارند که نشان می‌دهد داده‌ها چوله به چپ هستند یعنی حجم بیشتر مشاهدات در این متغیرها بیشتر از میانگین آنها می‌باشد ولی ریسک آتی، ریسک عملیاتی، اندازه شرکت، مالکیت نهادی، سودآوری و ارزش بازار به دفتری چولگی مثبت دارند که نشان می‌دهد داده‌ها چوله به راست هستند یعنی حجم بیشتر مشاهدات در این متغیرها کمتر از میانگین آنها می‌باشد. کشیدگی نشانگر نحوه توزیع متغیرها است، تمامی متغیرهای پژوهش دارای کشیدگی مثبت‌اند که نشان می‌دهد قله توزیع متغیرها از توزیع نرمال بالاتر است.

همچنین نتایج حاکی از آن است که ۴۷۱ سال-شرکت دارای مدیرعامل با اعتماد بیش از حد هستند در حالیکه ۳۴۹ سال-شرکت دارای مدیرعامل با اعتماد بیش از حد نیستند.

۲,۴. آزمون فرضیه‌های پژوهش

جدول ۳. آزمون فرضیه‌های ۱ و ۲ پژوهش

فرضیه ۲					فرضیه ۱				
$OprRisk_{it+1} = \beta_0 + \beta_1 CEO - OC_{it} + \beta_2 Age_{it} + \beta_3 Size_{it} + \beta_4 Prof_{it} + \beta_5 MTB_{it} + \beta_6 DTA_{it} + \varepsilon_{it}$					$MktRisk_{it+1} = \beta_0 + \beta_1 CEO - OC_{it} + \beta_2 Age_{it} + \beta_3 Size_{it} + \beta_4 Prof_{it} + \beta_5 MTB_{it} + \beta_6 DTA_{it} + \varepsilon_{it}$				
متغیرها	ضریب	خطا	آماره t	معناداری	متغیرها	ضریب	خطا	آماره t	معناداری
C	-۰/۱۸	۰/۰۲	-۷/۱۵	۰/۰۰۰۰	C	-۰/۱۰	۰/۰۴	-۲/۴۸	۰/۰۱۳۰
CEO-OC	-۰/۰۰۱	۰/۰۰۱	-۱/۰۷	۰/۲۸۰۷	CEO-OC	۰/۰۰۵	۰/۰۰۲	۲/۳۲	۰/۰۲۰۶
AGE	۰/۰۱	۰/۰۱	۱/۶۷	۰/۰۹۴۷	AGE	۰/۰۵	۰/۰۱	۳/۸۵	۰/۰۰۰۱
SIZE	۰/۰۱	۰/۰۰۱	۵/۶۳	۰/۰۰۰۰	SIZE	-۰/۰۰۲	۰/۰۰۱	-۱/۵۵	۰/۱۱۹۲
PROF	۰/۰۴	۰/۰۰۱	۵/۶۳	۰/۰۰۰۰	PROF	-۰/۰۸	۰/۰۱	-۷/۵۶	۰/۰۰۰۰
MTB	۰/۰۰۲	۰/۰۰۰۷	۲/۸۱	۰/۰۰۵۱	MTB	۰/۰۰۱	۰/۰۰۰۸	۲/۱۵	۰/۰۳۱۱
DTA	۰/۰۰۴	۰/۰۰۰۶	۰/۶۱	۰/۵۳۸۱	DTA	-۰/۰۱	۰/۰۰۸	-۲/۳۰	۰/۰۲۱۷
ضریب تعیین					ضریب تعیین				
۰/۴۸۸۲					۰/۳۳۵۳				
ضریب تعیین تعدیل شده					ضریب تعیین تعدیل شده				
۰/۴۲۷۴					۰/۲۵۶۳				
آماره F					آماره F				
۸/۰۲					۴/۲۴				
سطح معناداری آماره F					سطح معناداری آماره F				
۰/۰۰۰۰					۰/۰۰۰۰				

ضریب متغیر مستقل و سطح معناداری آماره t استیودنت متغیر مستقل مدل (۱): با توجه به جدول سمت راست، ضریب متغیر مستقل (اعتماد بیش از حد مدیرعامل) مثبت است در نتیجه تأثیر متغیر مستقل (اعتماد بیش از حد مدیرعامل) بر وابسته (ریسک آتی شرکت) مستقیم است. سطح معناداری آماره t استیودنت مربوط به متغیر مستقل مدل (اعتماد بیش از حد مدیرعامل) ۰/۰۲ است و به دلیل اینکه این مقدار از ۰/۰۵ کمتر است لذا با سطح ۰/۹۵ اطمینان می‌توان بیان نمود که تأثیر متغیر مستقل (اعتماد بیش از حد مدیرعامل) بر وابسته (ریسک آتی شرکت) معنادار است. در نهایت می‌توان گفت اعتماد بیش از حد مدیرعامل بر ریسک آتی شرکت تأثیر معنادار و مستقیم دارد و فرضیه ۱ مورد تأیید است.

ضریب متغیر مستقل و سطح معناداری آماره  $t$  استیودنت متغیر مستقل مدل (۲): با توجه به جدول سمت چپ؛ ضریب متغیر مستقل (اعتماد بیش از حد مدیرعامل) منفی است در نتیجه تأثیر متغیر مستقل (اعتماد بیش از حد مدیرعامل) بر وابسته (ریسک عملیاتی شرکت) معکوس است. سطح معناداری آماره  $t$  استیودنت مربوط به متغیر مستقل مدل (اعتماد بیش از حد مدیرعامل)  $0/28$  است و به دلیل اینکه این مقدار از  $0/05$  بیشتر است لذا با سطح  $0/95$  اطمینان می‌توان بیان نمود که تأثیر متغیر مستقل (اعتماد بیش از حد مدیرعامل) بر وابسته (ریسک عملیاتی شرکت) معنادار نیست. در نهایت می‌توان گفت اعتماد بیش از حد مدیرعامل بر ریسک عملیاتی شرکت تأثیر معکوس و غیرمعنادار دارد و فرضیه ۲ مورد تأیید نیست.

آماره ضریب تعیین تعدیل شده: ضریب تعیین تعدیل شده  $R^2$ ، ارتباط بین متغیرهای وابسته و مستقل را نشان می‌دهد. ضریب تعیین تعدیل شده در مدل ۱ برابر است با  $0/25$  و در مدل ۱۲ برابر است با  $0/42$  و این نشان دهنده‌ی آن است که ۲۵ درصد از تغییرات متغیر وابسته مدل اول توسط متغیرهای مستقل و کنترلی و ۴۲ درصد از تغییرات متغیر وابسته مدل دوم توسط متغیرهای مستقل و کنترلی توضیح داده می‌شود (تیین می‌شود).

آماره  $F$ : برای مشخص ساختن و قابل فهم بودن ارتباط بین متغیرهای مستقل و وابسته و وجود رابطه خطی بین این متغیرها و برای پذیرش فرض معناداری کل مدل از آماره  $F$  (تحلیل واریانس) استفاده می‌شود. سطح معناداری آماره  $F$  در هر دو مدل برابر با  $0/000$  می‌باشد که از  $0/05$  کمتر است نشان دهنده معنادار بودن مدل می‌باشد.

#### جدول ۴. آزمون فرضیه‌های ۳ و ۴ پژوهش

فرضیه ۴					فرضیه ۳				
$OprRisk_{it+1} = \beta_0 + \beta_1 CEO - OC_{it} + \beta_2 INS_{it} + \beta_3 CEO - OC_{it} \times INS_{it} + \beta_4 Age_{it} + \beta_5 Size_{it} + \beta_6 Profit_{it} + \beta_7 MTB_{it} + \beta_8 DTA_{it} + \varepsilon_{it}$					$MktRisk_{it+1} = \beta_0 + \beta_1 CEO - OC_{it} + \beta_2 INS_{it} + \beta_3 CEO - OC_{it} \times INS_{it} + \beta_4 Age_{it} + \beta_5 Size_{it} + \beta_6 Profit_{it} + \beta_7 MTB_{it} + \beta_8 DTA_{it} + \varepsilon_{it}$				
معناداری	آماره $t$	خطا	ضریب	متغیرها	معناداری	آماره $t$	خطا	ضریب	متغیرها
۰/۰۰۰۰	-۶/۹۵	۰/۰۲	-۰/۱۹	C	۰/۰۰۴۲	-۲/۸۷	۰/۰۴	-۰/۱۳	C
۰/۹۰۱۱	-۰/۱۲	۰/۰۰۳	-۰/۰۰۰۴	CEO-OC	۰/۰۰۵۵	۲/۷۸	۰/۰۰۸	۰/۰۲	CEO-OC
۰/۴۴۸۶	۰/۷۵	۰/۰۰۹	۰/۰۰۷	INS	۰/۰۶۴۲	۱/۸۶	۰/۰۱	۰/۰۲	INS
۰/۵۳۱۰	-۰/۶۲	۰/۰۰۶	-۰/۰۰۳	CEO-OC×INS	۰/۰۰۰۰	-۵/۳۸	۰/۰۰۱	-۰/۰۰۹	CEO-OC×INS
۰/۰۴۲۸	۲/۰۲	۰/۰۱	۰/۰۲	AGE	۰/۰۰۰۱	۴/۰۲	۰/۰۱	۰/۰۵	AGE
۰/۰۰۰۰	۵/۶۲	۰/۰۰۱	۰/۰۱	SIZE	۰/۱۸۳۸	-۱/۳۳	۰/۰۰۱	-۰/۰۰۲	SIZE
۰/۰۰۰۰	۴/۵۰	۰/۰۱	۰/۰۴	PROF	۰/۰۰۰۰	-۷/۱۹	۰/۰۱	-۰/۰۰۷	PROF

فرضیه ۴					فرضیه ۳				
$OprRisk_{it+1} = \beta_0 + \beta_1 CEO - OC_{it} + \beta_2 INS_{it} + \beta_3 CEO - OC_{it} \times INS_{it} + \beta_4 Age_{it} + \beta_5 Size_{it} + \beta_6 Profit_{it} + \beta_7 MTB_{it} + \beta_8 DTA_{it} + \varepsilon_{it}$					$MktRisk_{it+1} = \beta_0 + \beta_1 CEO - OC_{it} + \beta_2 INS_{it} + \beta_3 CEO - OC_{it} \times INS_{it} + \beta_4 Age_{it} + \beta_5 Size_{it} + \beta_6 Profit_{it} + \beta_7 MTB_{it} + \beta_8 DTA_{it} + \varepsilon_{it}$				
متغیرها	ضریب	خطا	آماره t	معناداری	متغیرها	ضریب	خطا	آماره t	معناداری
MTB	۰/۰۰۱	۰/۰۰۰۷	۲/۶۲	۰/۰۰۸۹	MTB	۰/۰۰۱	۰/۰۰۰۹	۱/۸۸	۰/۰۶۰۰
DTA	۰/۰۰۳	۰/۰۰۰۶	۰/۴۵	۰/۶۴۵۸	DTA	-۰/۰۱	۰/۰۰۰۸	-۲/۱۷	۰/۰۲۹۷
ضریب تعیین					ضریب تعیین				
۰/۴۸۴۴					۰/۳۴۴۱				
ضریب تعیین تعدیل شده					ضریب تعیین تعدیل شده				
۰/۴۲۱۶					۰/۲۶۴۲				
آماره F					آماره F				
۷/۷۰					۴/۳۰				
سطح معناداری آماره F					سطح معناداری آماره F				
۰/۰۰۰۰					۰/۰۰۰۰				

ضریب متغیر تعدیلگر و سطح معناداری آماره t استیودنت متغیر تعدیلگر مدل (۳): با توجه به جدول سمت راست، ضریب متغیر تعدیلگر (اعتماد بیش از حد مدیرعامل × مالکیت نهادی) منفی است در نتیجه تأثیر متغیر تعدیلگر (مالکیت نهادی) بر ارتباط بین متغیر مستقل (اعتماد بیش از حد مدیرعامل) و وابسته (ریسک آتی شرکت) کاهشی است. سطح معناداری آماره t استیودنت مربوط به متغیر تعدیلگر مدل (اعتماد بیش از حد مدیرعامل × مالکیت نهادی) ۰/۰۰ است و به دلیل اینکه این مقدار از ۰/۰۵ کمتر است لذا با سطح ۰/۹۵ اطمینان می توان بیان نمود که تأثیر متغیر تعدیلگر (مالکیت نهادی) بر ارتباط بین متغیر مستقل (اعتماد بیش از حد مدیرعامل) و وابسته (ریسک آتی شرکت) معنادار است. در نهایت می توان گفت سرمایه گذاران نهادی تأثیر اعتماد بیش از حد مدیرعامل بر ریسک آتی شرکت را کاهش می دهند. و فرضیه ۳ مورد تأیید می باشد.

ضریب متغیر تعدیلگر و سطح معناداری آماره t استیودنت متغیر تعدیلگر مدل (۴): با توجه به جدول سمت چپ؛ ضریب متغیر تعدیلگر (اعتماد بیش از حد مدیرعامل × مالکیت نهادی) منفی است در نتیجه تأثیر متغیر تعدیلگر (مالکیت نهادی) بر ارتباط بین متغیر مستقل (اعتماد بیش از حد مدیرعامل) و وابسته (ریسک عملیاتی شرکت) کاهشی است. سطح معناداری آماره t استیودنت مربوط به متغیر تعدیلگر مدل (اعتماد بیش از حد مدیرعامل × مالکیت نهادی) ۰/۵۳ است و به دلیل اینکه این مقدار از ۰/۰۵ بیشتر است لذا با سطح ۰/۹۵ اطمینان می توان بیان نمود که تأثیر متغیر تعدیلگر (مالکیت نهادی) بر ارتباط بین متغیر مستقل (اعتماد بیش از حد مدیرعامل) و وابسته (ریسک عملیاتی شرکت) معنادار نیست. در نهایت می توان گفت سرمایه گذاران نهادی تأثیر اعتماد بیش از حد مدیرعامل بر ریسک عملیاتی شرکت را کاهش نمی دهند و فرضیه ۴ مورد تأیید نمی باشد.



آماره ضریب تعیین تعدیل شده: ضریب تعیین تعدیل شده  $R^2$  در مدل ۳ برابر است با ۰/۲۶ و در مدل ۴ برابر است با ۰/۴۲ و این نشان دهنده‌ی آن است که ۲۶ درصد از تغییرات متغیر وابسته مدل اول توسط متغیرهای مستقل، تعدیلگر و کنترلی و ۴۲ درصد از تغییرات متغیر وابسته مدل دوم توسط متغیرهای مستقل، تعدیلگر و کنترلی توضیح داده می‌شود (تیین می‌شود). آماره F: سطح معناداری آماره F در هر دو مدل برابر با ۰/۰۰۰ می‌باشد که از ۰/۰۵ کمتر است نشان دهنده معنادار بودن مدل می‌باشد.

## ۵. نتیجه‌گیری

فرضیه اول بیان می‌کند که اعتماد بیش از حد مدیرعامل بر ریسک آتی شرکت تأثیر معنادار و مستقیم دارد. با سطح اطمینان ۹۵٪ و سطح خطای ۵٪ این فرضیه مورد تأیید قرار گرفت. این بدان معناست که با افزایش اعتماد بیش از حد مدیرعامل میزان ریسک شرکت در سال آینده افزایش می‌یابد. نتیجه این فرضیه با نتایج پژوهش‌های لی و همکاران (۲۰۲۰)، لیو و همکاران (۲۰۲۰)، صافی و همکاران (۲۰۲۱)، علی و تاوونی (۲۰۲۱) و ساعدی و رضاییان (۱۳۹۸) هم‌راستا می‌باشد ولی با نتایج پژوهش صالحی و همکاران (۲۰۲۲) هم‌راستا نمی‌باشد.

فرضیه دوم بیان می‌کند که اعتماد بیش از حد مدیرعامل بر ریسک عملیاتی شرکت تأثیر معنادار و مستقیم دارد. با سطح اطمینان ۹۵٪ و سطح خطای ۵٪ این فرضیه مورد تأیید قرار نگرفت. این بدان معناست که با افزایش اعتماد بیش از حد مدیرعامل میزان ریسک عملیاتی شرکت تغییر نمی‌کند. نتایج این فرضیه با نتایج پژوهش علی و تاوونی (۲۰۲۱) هم‌راستا نمی‌باشد.

فرضیه سوم بیان می‌کند که سرمایه‌گذاران نهادی تأثیر اعتماد بیش از حد مدیرعامل بر ریسک آتی شرکت را کاهش می‌دهند. با سطح اطمینان ۹۵٪ و سطح خطای ۵٪ این فرضیه مورد تأیید قرار گرفت. این بدان معناست که سرمایه‌گذاران نهادی منجر به کاهش تأثیر اعتماد بیش از حد مدیرعامل بر ریسک آتی شرکت می‌گردد. نتایج این فرضیه با نتایج پژوهش علی و تاوونی (۲۰۲۱) هم‌راستا می‌باشد.

فرضیه چهارم بیان می‌کند که سرمایه‌گذاران نهادی تأثیر اعتماد بیش از حد مدیرعامل بر ریسک عملیاتی شرکت را کاهش می‌دهند. با سطح اطمینان ۹۵٪ و سطح خطای ۵٪ این فرضیه مورد تأیید قرار نگرفت. این بدان معناست که سرمایه‌گذاران نهادی منجر به کاهش تأثیر اعتماد بیش از حد مدیرعامل بر ریسک عملیاتی شرکت نمی‌گردد. نتایج این فرضیه با نتایج پژوهش علی و تاوونی (۲۰۲۱) هم‌راستا نمی‌باشد.

## ۱.۵. پیشنهادهای پژوهش

با توجه به تأثیرگذاری اعتماد بیش از حد مدیرعامل بر ریسک آتی شرکت، لذا به سرمایه‌گذاران بورس اوراق بهادر تهران، پیشنهاد می‌گردد قبل از سرمایه‌گذاری در شرکت، ویژگی‌های شخصیتی - رفتاری مدیرعامل از جمله اعتماد بیش از حد وی را با توجه به شاخص‌های موجود، مورد بررسی قرار دهند زیرا هر چه مدیرعامل دارای اعتماد بالاتری باشد، ریسک شرکت در سال آتی بیشتر می‌شود که این امر سرمایه‌ی افراد را به خطر می‌اندازد.

از طرفی دیگر، با توجه به اینکه سرمایه‌گذاران نهادی، تأثیر اعتماد بیش از حد مدیرعامل بر ریسک آتی شرکت را کاهش می‌دهند، لذا به هیأت مدیره شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پیشنهاد می‌گردد که درصد سهام بیشتری از شرکت را به مالکین نهادی (بانک‌ها، شرکت‌های سرمایه‌گذاری، شرکت‌های مالی و صندوق‌های بازنشستگی) اختصاص دهند، زیرا حضور این سهامداران در شرکت‌ها، تا حدودی از تأثیر اعتماد بیش از حد مدیرعامل بر ریسک آتی جلوگیری می‌کند.

## ۲.۵. پیشنهاداتی برای پژوهش‌های آتی

پیشنهاد می‌گردد نقش مالکیت مدیریتی بر تأثیر اعتماد بیش از حد مدیرعامل بر ریسک‌های شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران مورد بررسی قرار گیرد.

نقش تمرکز مالکیت بر تأثیر اعتماد بیش از حد مدیرعامل بر ریسک‌های شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران مورد بررسی قرار گیرد.

نقش مالکیت نهادی بر تأثیر خودشیفتگی مدیرعامل بر ریسک‌های شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران مورد بررسی قرار گیرد.

نقش مالکیت نهادی بر تأثیر اعتماد بیش از حد مدیرعامل بر ریسک ورشکستگی در بین شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران مورد بررسی قرار گیرد.

## References

- Ali, Z., & Tauni, M. Z. (2021). CEO overconfidence and future firm risk in China: the moderating role of institutional investors. *Chinese Management Studies*, 15(5), 1057-1084.
- Gerami, M., Khosravinia, M., & Vahedi, M. (2022). Examining the moderating role of corporate governance efficiency on the relationship between managers' overconfidence and the company's investment opportunity in companies listed on the Tehran Stock Exchange. the second conference International Institute of Industrial Engineering, Management, Accounting and Economics, Tehran. (in Persian).
- Ghorbani Golparvar, M. (2021). Examining the effect of the CEO's power on banking risk, emphasizing the moderating role of the board of directors' power. *Perspectives on Accounting and Management*, 4(39), 97-115. (in Persian).
- Golmohamadi Shooraki, M., & Zare Mehrjardi, A. (2020). The relationship between the characteristics of the CEO and the company's risk-taking. the second International Conference on Innovation in Business Management and Economics, Tehran. (in Persian).
- Hamidian, M., Mohammadi, M., & Karimi Deldar, B. (2021). The effect of the characteristics of the board of directors, indicators of the power of the CEO and the financial crisis on the risk-taking of banks admitted to the Tehran Stock Exchange Organization. *New Research Approaches in Management and Accounting*, 5(19), 434-467. (in Persian).
- Lee, J. P., Lin, E. M. H., Lin, J. J., & Zhao, Y. (2020). Bank systemic risk and CEO overconfidence. *The North American Journal of Economics and Finance*, 54.
- Li, J., & Tang, Y. (2010). CEO hubris and firm risk taking in China: the moderating role of managerial discretion. *Academy of Management Journal*, 53(1), 45-68.

- Liu, L., Le, H., & Thompson, S. (2020). CEO overconfidence and bank systemic risk evidence from U.S bank holding companies. *International Journal of Finance & Economics*, 20, 1-20.
- Miraiz, S., M. & Vaqfi, S. H. (2022). Investigating the relationship between CEO characteristics and their interactive combination with financial risk fluctuations. *Management and Sustainable Development Studies*, 2(1), 45-63. (in Persian).
- Mitra, S., Hossain, M., & Deis, D. R. (2017). The empirical relationship between ownership characteristics and audit fees. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 28(3).
- Saedi, R., & Rezaian, V. (2019). The effect of the manager's excessive self-confidence on stock returns and unsystematic stock risk given the dual role of managing director: evidence from Tehran Stock Exchange. *Financial Research*, 21(1), 79-100. (in Persian).
- Safi, A., Yi, X., Wahab, S., Chen, Y., & Hassan, H. (2021). CEO overconfidence, firm-specific factors, and systemic risk: evidence from China. *Risk Management*, 23, 30-47.
- Salehi, M., Arianpoor, A., & Naghshbandi, N. (2022). The relationship between managerial attributes and firm risk-taking. *the TQM Journal*, 34(4).