



نقش تعدیل‌کننده مالکیت نهادی بر تأثیر بیش‌اطمینانی مدیر بر ریسک آتی شرکت

وحید اسکو^۱

رضا داغانی^۲

مجید مرادی^۳

تاریخ پذیرش: ۱۴۰۴/۰۳/۱۰

تاریخ دریافت: ۱۴۰۴/۰۱/۰۵

چکیده

ریسک شرکت تحت تاثیر عوامل درون سازمانی نظیر، بیش‌اطمینانی مدیریت قرار دارد. مدیر خوش‌بین در هنگام مواجه شدن با دشواری‌ها و سختی‌ها، با به‌کارگیری راهبردهای مؤثر، احوال شخصی خود را با شرایط جاری سازگار می‌نماید تا از این طریق بتواند به اهداف مورد نظر دست یابد. این افراد در هنگام تصمیم‌گیری، ریسک بیشتری را می‌پذیرند. از سوی دیگر سهامدار نهادی به ضمن بهبود ساختار حاکمیت شرکتی، نظارت بر رفتارهای مدیر را افزایش می‌دهد و موجب کاهش ریسک ناشی از تصمیم‌های مدیر می‌گردد. بر همین اساس پژوهش حاضر درصدد است تا به بررسی تأثیر بیش‌اطمینانی مدیر بر ریسک آتی شرکت با تأکید بر نقش تعدیل‌کننده مالکیت نهادی بپردازد. بدین منظور، با بررسی نمونه‌ای از ۱۱۶ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۹۲ تا ۱۳۹۹ و بهره‌گیری از الگوی رگرسیون چندمتغیره مبتنی بر تکنیک داده‌های تابلویی، نتایج پژوهش حاکی از آن است که بیش‌اطمینانی مدیر براساس منابع سرمایه‌گذاری و مخارج سرمایه‌ای بر ریسک آتی شرکت تأثیر مثبت دارد. همچنین مشخص شده است که میزان سهام در دسترس سهامدار نهادی، ارتباط مثبت بین بیش‌اطمینانی مدیریت و ریسک آتی شرکت را تعدیل می‌کند.

واژه‌های کلیدی: بیش‌اطمینانی مدیر، ریسک آتی، سهامداران نهادی، خوش‌بینی.

۱ گروه علوم اداری و اقتصادی، دانشکده علوم انسانی و علوم ورزشی، دانشگاه گنبد کاووس، گنبد کاووس، ایران (نویسنده مسئول).

vahidoskou@gonbad.ac.ir

۲ گروه حسابداری، دانشکده مدیریت و حسابداری، دانشگاه علامه طباطبائی، تهران، ایران. r.daghani@gmail.com

۳ گروه حسابداری، واحد ساوه، دانشگاه آزاد اسلامی، ساوه، ایران. m.moradi@hnhk.ac.ir



۱- مقدمه

طبق نظریه مالی کلاسیک، مدیران اشخاصی منطقی و به دنبال منافع شخصی و حداکثرسازی بهره‌وری مورد انتظار هستند. با این‌وجود مدیران اغلب عقایدی غیرمنطقی نیز دارند و با استفاده از روش‌های نامعقول^۱ فعالیت‌هایی خود را در راستای تمایلات مورد نظر قرار می‌دهند و این ویژگی‌های شناختی مدیران بر تصمیم شرکت تأثیرگذار است (علی و زبیر تاؤنی^۲، ۲۰۲۱، دان^۳، ۲۰۲۳) یکی از مهم‌ترین مسایل شناختی که مورد توجه مطالعات رفتاری قرار گرفته است، اعتمادبه‌نفس بیش‌ازحد مدیر است. طبق تئوری تصمیم‌گیری رفتاری^۴، اعتمادبه‌نفس بیش‌ازحد یک سوگیری روان‌شناختی است که تصمیم‌گیرندگان را به اغراق در مهارت‌های حل مسئله ترغیب می‌کند (لی و تانگ^۵، ۲۰۱۰). اعتمادبه‌نفس بیش‌ازحد را می‌توان به‌عنوان دقت بیش‌ازحد، برآورد بیش از حد و نیز خوش‌بینی‌های بیش از اندازه نشان داد که دقت بیش‌ازمیزان واقعی منجر به اغراق‌آمیز شدن صحت پیش‌بینی‌ها می‌شود (بن دیوید، گراهام و هاروی^۶، ۲۰۱۳؛ فابریسیوس و بوتگن^۷، ۲۰۱۳). برآورد بیش‌ازحد زمانی ایجاد می‌شود که تصمیم‌گیرنده توانایی خود را بیش‌ازحد ارزیابی کرده و احساس کنترل بر شرایط را حتی در زمانی که احتمال وقوع آن بسیار کم بوده، داشته باشد (بولارت و پیت^۸، ۲۰۱۰؛ مور و هیلی^۹، ۲۰۰۸).

در مطالعات مالی اخیر در ایران و نیز سایر کشورها تأثیر اعتماد به نفس بیش‌ازحد مدیران اجرایی بر عملکرد و رویه‌های مورد استفاده شرکت را مورد بررسی قرار داده اند که مشخص شده است، مدیران با اعتماد به نفس بیش‌ازحد، منابع تحت مدیریت خود را بیشتر از میزان واقعی ارزیابی می‌کنند و به‌اشتباه تصور می‌کنند که در پروژه‌هایی با خالص ارزش فعلی مثبت سرمایه‌گذاری می‌کنند (قدرتی زوارم و همکاران، ۱۴۰۱). اعتمادبه‌نفس بیش‌ازحد، مدیران را به سمت سرمایه‌گذاری کلان و بیش‌ازحد توان شرکت سوق می‌دهد. این به‌نوبه خود منجر به ارزیابی‌های اشتباه، انتظارات غیرعملی و تصمیم‌های مخاطره‌آمیز می‌شود. بن دیوید و همکاران (۲۰۱۳) دریافتند که سوگیری در اعتمادبه‌نفس بالا منجر به عدم کارایی تصمیم‌های سرمایه‌گذاری می‌شود؛ بنابراین، مدیران با اعتمادبه‌نفس بیش‌ازحد نسبت به بازدهی آینده خود خوش‌بین هستند و همین امر آن‌ها را به سمت پیش‌بینی‌های غیر منطقی سوق می‌دهد (هریبار و یانگ^۹، ۲۰۱۶). در سال‌های اخیر نظر پژوهشگران بیشتر به پژوهش‌هایی در حوزه اعتمادبه‌نفس بیش‌ازحد مدیران بر سطح ریسک شرکت‌ها جلب

^۱ براساس مطالعات صورت گرفته مدیران همواره به صورت عقلایی رفتار نمی‌کنند و تحت تأثیر خوش‌بینی‌های مفرط قرار می‌گیرند که ممکن است تصمیم‌های غیرعقلایی اتخاذ نمایند که این امر تأثیر مهمی بر فعالیت‌های شرکت خواهد داشت.

^۲ Ali & Zubair

^۳ Behavioral decision theory

^۴ Li and Tang

^۵ Ben-David, Graham and Harvey

^۶ Fabricius and Büttgen

^۷ Bollaert and Petit

^۸ Moore and Healy

^۹ Hribar and Yang

شده است. به‌طور نمونه علی و زبیر تاوونی (۲۰۲۱)، کیم، وانگ و ژانگ^۱ (۲۰۱۶) و لی و تانگ (۲۰۱۰) بر این باورند که هسته اصلی تصمیم‌گیری مدیران مبتنی بر ریسک است که می‌تواند تأثیر زیادی بر پایداری و عملکرد شرکت داشته باشد. البته اطلاعات مربوط به ریسک نقش مهمی در فرآیند تصمیم‌گیری صحیح و ارزیابی شرکت ایفا می‌کنند (نمازی و ابراهیمی میمند، ۱۳۹۵). بنابراین، در جایی که حمایت از حقوق سهامداران مهم است، روحیه ریسک‌پذیری مدیر یکی از دغدغه‌های اساسی سهامداران محسوب می‌گردد. اگرچه میزان ریسک‌پذیری مدیر به دلیل تأثیر آن در عملکرد و پایداری شرکت ضروری است، اما تصمیماتی که باعث ایجاد ریسک بیش‌ازحد می‌شوند در نهایت ممکن است مشکلات مالی و افزایش احتمال ورشکستگی را به همراه داشته باشد. مطالعات قبلی مربوط به سوگیری‌های رفتاری مدیران نشان می‌دهد که اعتماد به نفس بیش‌ازحد، مدیران را وادار می‌کند احتمال وقوع شکست را دست‌کم بگیرند و میزان دستیابی به نتایج مطلوب از فرصت‌های سرمایه‌گذاری را بیش‌ازحد ارزیابی کنند (بولارت و پیت، ۲۰۱۰). آن‌ها بیشتر مشتاق به سرمایه‌گذاری در پروژه‌های ریسک‌پذیر هستند. بنابراین، برای محدود کردن تأثیر منفی رفتارهای غیرمنطقی مدیر، می‌توان از ساختار حاکمیت شرکتی کمک گرفت علاوه بر این، سازوکارهای تشویقی برای حل مشکلات متداول نمایندگی ممکن است برای مدیرانی که سوگیری رفتاری دارند، کارساز نباشد. این به معنای عدم توجه به مشوق‌ها نیست، اما محدودیت‌ها برای به‌کارگیری مشوق‌ها نیز وجود دارد. مدیرانی که با سوگیری رفتاری، در این فکر هستند که تلاش برای حداکثرسازی ارزش، به نفع شرکت است که این امر موجب می‌شود موضوع تئوری نمایندگی بدون ارتباط باشد و بنابراین استفاده از سازوکارهای تشویقی در این شرایط محدود خواهد شد (بیکر و وورگلر^۲، ۲۰۱۱).

در این بین، نقش نظارتی سرمایه‌گذاران نهادی بیشتر در گذشته موفق بوده است. به‌طور کلی، سرمایه‌گذاران نهادی در مقایسه با سرمایه‌گذاران منفرد، به‌طور قابل‌ملاحظه نقش سهامدار بزرگ و اصلی شرکت را می‌توانند داشته باشند که به‌نوبه خود ایجاد انگیزه‌ای برای نظارت بر مدیریت و فعالیت‌های آن است. مطالعات بسیاری به چگونگی تأثیر سرمایه‌گذاران نهادی بر فعالیت‌های مدیریتی و سایر ساختارهای حاکمیت‌پی‌داخته اند (نظیر علی و زبیر تاوونی^۳، ۲۰۲۱، داسگوپتا و همکاران^۴، ۲۰۲۱، بدیعی نژاد و توانگر^۵، ۱۴۰۱، دان^۶، ۲۰۲۳). برای نمونه، تأثیر سهامداران نهادی بر تصمیمات مدیر شرکت در ارتباط با مدیریت سود (چونگ، فرس و کیم^۷، ۲۰۰۲؛ احمدپور و منتظری^۸، ۱۳۹۰؛ حمیدیان، جنت مکان و فلاح^۹، ۱۳۹۹)، پاداش هیئت‌مدیره (هارتزل و استارکس^{۱۰}، ۲۰۰۳)، سیاست تقسیم سود (مرادی و دلدار، ۱۳۹۱؛ بهارمقدم، جوکارو صالحی آسفیچی، ۱۳۹۷، کاو و همکاران^{۱۱}، ۲۰۱۷، ریسک‌پذیری (چان، چانگ و لیائو^{۱۲}، ۲۰۱۳، بابکری^{۱۳}، ۲۰۲۳) و فعالیت‌های تأمین مالی

¹ Kim, Wang and Zhang

² Baker and Wurgler

³ Chung, Firth and Kim

⁴ Hartzell and Starks

⁵ Chan, Lin, Chang and Liao

(تای، لای و لین^۱ ۲۰۱۴، دان^۲ ۲۰۲۳) نام برد. نظارت فعال بر تصمیم‌ها و سیاست‌های شرکت توسط سرمایه‌گذاران نهادی از طریق مذاکره مستقیم یا رأی‌گیری در مجمع سالانه شرکت انجام می‌شود (گیلان و استارکس^۳، ۲۰۰۰، دان ۲۰۲۳). سرمایه‌گذاران نهادی همچنین می‌توانند با وادار کردن مدیریت شرکت از طریق توانایی فروش سهام شرکت، اثر حکمرانی خود را اعمال کنند که این امر می‌تواند باعث سقوط قیمت سهام شود و سیگنال‌های نامطلوب را به سایر سرمایه‌گذاران اطلاع دهند (پارک و چانگ^۴، ۲۰۱۶). از آنجایی که در ادبیات مالی رابطه بین بیش اطمینانی و ریسک مالی کمتر مورد توجه محققان قرار گرفته است. نتایج این پژوهش مهم و سودمند است، زیرا علی‌رغم انجام پژوهش‌های بسیار در زمینه بیش اطمینانی، با ریسک آتی شرکت کمتر مورد توجه قرار گرفته است؛ این مهم می‌تواند در ادبیات حسابداری و گزارشگری مالی مورد استناد قرار گیرد که این خود، انگیزه‌ای جهت انجام این پژوهش است. این مطالعه از چندین جهت به می‌تواند در تکمیل ادبیات موجود کمک کند. محققان در ادبیات مطرح شده تا حد زیادی بر این عقیده هستند که اعتماد بیش از حد مدیر منجر به ریسک‌پذیری بیش از حد وی می‌شود که امکان دارد منجر به پیامدهای نامطلوب برای شرکت شود. در این تحقیق، تعیین ارتباط بین بیش اطمینانی مدیریت و ریسک آتی شرکت نتایج مناسب را در مورد بررسی پیامدهای اعتماد بیش از حد مدیر ارائه می‌کند. زیرا تصمیم‌های اتخاذ شده توسط مدیر تنها در سال‌های بعدی قابل ارزیابی واقعی است. همانطور که انعکاس این تصمیم‌ها در قیمت سهام یا گزارش‌های مالی مستلزم مرور زمان است. ادبیات مربوط به نقش مکانیسم‌های حکمرانی درون و برون سازمانی در زمینه سوگیری‌های رفتاری بسیار ناچیز است. این مطالعه نیز سعی در پر کردن این خلا در خصوص بررسی چگونگی ارتباط بین بیش اطمینانی مدیر و ریسک آتی شرکت و نیز تأثیر سرمایه‌گذاران نهادی بر این ارتباط با فرض داشتن اثر نظارتی و ضمن بررسی ساختار مالکیت آنها در ایران، دارد.

۲- مبانی نظری و بیان فرضیه‌ها

۲-۱- بیش اطمینانی مدیر و ریسک آتی شرکت

نظریه سنتی مالی در مقابل نظریه اقتصادی نوکلاسیک قرار دارد که بیان می‌کند دسترسی سرمایه‌گذار به اطلاعات محدود است و افراد در حصار محدودیت‌های خارجی و رفتار خودشان محصور هستند. نظریه تصمیم‌گیری رفتاری به عنوان رویکردی جدید در پاسخ به انتقادات وارد شده به نظریه‌های مالی سنتی ظهور کرده است. این رویکرد می‌تواند به درک و تفسیر احساسات و خطاهای شناختی که بر تصمیم‌گیری‌های مالی تأثیرگذار است، کمک کند (نایب محسنی و همکاران، ۱۴۰۰). طبق نظریه تصمیم‌گیری رفتاری، ویژگی‌های

¹ Tai, Lai and Lin

² Down

³ Gillan and Starks

⁴ Park and Chung

مربوط به شخصیت یا رفتار مدیران می‌تواند تأثیر بسیاری بر تصمیم‌گیری و نتایج آتی شرکت داشته باشد. از آنجایی که مدیران دارای بالاترین مقام در شرکت و مسئول کلیه تصمیمات اصلی مربوط به شرکت هستند، ویژگی‌های شناختی و رفتاری آن‌ها می‌تواند تداوم و رشد شرکت را تا حد زیادی تعیین کند (کیم و نا، ۲۰۲۲). مدیران دارای بیش‌اطمینانی در معرض میزان قابل توجهی از ریسک قرار می‌گیرند و بیشتر در پروژه‌های پرمخاطره سرمایه‌گذاری می‌کنند، زیرا این مدیران شانس را اشتباه، قضاوت می‌کنند و بر پیش‌بینی‌های خوش‌بینانه تکیه کرده و بازده سرمایه‌گذاری در پروژه‌های با ریسک زیاد را، بیش از حد برآورد می‌کنند، اما احتمال شکست را دست‌کم می‌گیرند (صفی پور افشار و رئیسی، ۱۴۰۱). از سویی دیگر، مدیر با بیش‌اطمینانی مبتنی بر مخارج سرمایه‌ای در در تخصیص‌ها در بودجه‌بندی سرمایه‌ای اثرگذار هستند. حتی سهامداران نیز ممکن است مدیران دارای بیش‌اطمینانی را به مدیران منطقی و عقلایی که توانایی بیشتری دارند، ترجیح دهند (دارابی و زارعی، ۱۳۹۶). برای شناسایی عواملی که می‌تواند در تصمیم‌گیری ریسک‌پذیر مدیر مؤثر باشند، پژوهشگران از نظریه تصمیم‌گیری رفتاری (جاین، والیا، کاور و سینگ^۲، ۲۰۲۲) و نظریه نمایندگی (ویدنر و کلووس^۳، ۲۰۲۰) استفاده کرده‌اند. بر اساس مطالعات رفتاری، محققان دریافتند که اعتمادبه‌نفس بیش‌ازحد بر سطح ریسک شرکت تأثیرگذار است. روند تصمیم‌گیری مدیر بسیار سریع بوده زیرا آن‌ها تصور می‌کنند که درک کامل و بی‌نقصی از شرایط و فرصت‌ها دارند. تصمیماتی که اخذ می‌کنند عموماً بر اساس برخی از تجربیات موفق گذشته است، به همین دلیل در تهیه استراتژی‌های جدید کمتر تلاش می‌شود. این نوع رفتار، آن‌ها را از تطبیق تصمیم خود با شرایط محیطی منع می‌کند (بشیری منش و اورج اوغلی، ۱۴۰۰). مدیر نه‌تنها مهارت‌های شخصی خود را دست‌بالا می‌گیرد، بلکه احتمال زبان یا شکست در پروژه‌ها را هم در سطح خیلی پایین برآورد می‌کند. درک نادرست مدیر از داشتن اطلاعات باکیفیت را احساس کنترل کردن می‌نامند که نشان می‌دهد اعتمادبه‌نفس بیش‌ازحد موجب می‌شود که مدیرعامل تصور کند که نتایج یک پروژه کاملاً تحت کنترل است (مالمندیر و تیت^۴، ۲۰۰۵). بنابر عقیده دورانده^۵ (۲۰۰۳)، باورهای اغراق‌آمیز در مورد صلاحیت و احساس کنترل منجر به انتخاب پروژه‌های ریسک‌پذیر و نتایج نامطلوب می‌شود که افزایش ریسک را به همراه دارد.

روش دیگری که از طریق آن اعتمادبه‌نفس مدیر می‌تواند بر سطح ریسک شرکت تأثیر بگذارد، دقت بیش‌ازحد یا ارزیابی نادرست است. مطالعات گذشته، ارزیابی نادرست را برآورد بیش‌ازحد در نظر گرفته‌اند (مورو و هیلی، ۲۰۰۸). درحالی‌که ارزیابی نادرست از برخی جنبه‌ها با برآورد بیش‌ازحد متفاوت است. به‌جای اینکه بیش‌ازحد بزرگ‌نمایی کنند، اختلاف بین ارزیابی نادرست و تخمین بیش‌ازحد را نادیده می‌گیرند (هریبار

¹ Kim and Na

² Jain, Walia, Kaur and Singh

³ Mohseni, Weidner and Kloos

⁴ Malmendier and Tate

⁵ Durand

و یانگ، ۲۰۱۶). مدیران بیش‌ازحد برای پیش‌بینی‌های خود ارزش قائل هستند و معتقدند که احتمال درست بودن پیش‌بینی‌های آن‌ها بسیار زیاد است. آن‌ها معتقدند که بیشتر می‌دانند، اما واقعیت غالباً خلاف نظر آن‌هاست (برناردو و ولش^۱، ۲۰۰۱). عملکرد و بازده شرکت را کم‌ارزش تلقی می‌کنند و فواصل اطمینان بسیار کمی را در پیش‌بینی‌های خود در نظر می‌گیرند (بن دیوید و همکاران، ۲۰۱۳). اعتماد به نفس بیش‌ازحد، مدیران را تحت تأثیر قرار می‌دهد تا تصور اشتباهی نسبت به هم‌رده‌های خود داشته باشند و فکر کنند که از آن‌ها برترند. بنابراین، معتقدند که به دلیل حضور آن‌ها در شرکت، عملکرد (سودآوری) شرکت افزایش می‌یابد. این مدیران تصمیم‌گیری متمرکز را ترجیح می‌دهند و مسئولیت همه امور را خودشان به عهده می‌گیرند (پیکون، داجنینو و مینا^۲، ۲۰۱۴). علاوه بر این، کارکنان با اقدامات آنان موافقت می‌کنند، زیرا افراد به‌طور معمول تمایل نشان می‌دهند که تصمیم‌ها و دستورهای مدیران را اجرا کنند (پادیللا، هوگان و کایسر^۳، ۲۰۰۷). این مشکلات به مدیران اجازه نمی‌دهد ریسک‌های مربوط به سرمایه‌گذاری یا پروژه‌های نوآوری خود را مشاهده و ارزیابی کنند.

شواهد پیشین نشان می‌دهد که اعتماد به نفس بیش‌ازحد، از طریق اشکال مختلف آن، مدیران را به سمت تصمیم‌گیری نادرست و غیرمنطقی سوق می‌دهد که به نوبه خود ممکن است به میزان قابل توجهی ریسک بازار و خطرات عملیاتی را طی سال‌های بعدی افزایش دهد؛ بنابراین، در این مطالعه فرض می‌شود که اعتماد به نفس بیش‌ازحد مدیران منجر به ریسک بیشتری در آینده می‌شود. بر اساس استدلال‌ها و شواهد فوق‌الذکر، پژوهش حاضر به دنبال آن است که تأثیر اعتماد به نفس بیش‌ازحد مدیران در ریسک آتی شرکت بررسی شود. بنابراین فرضیه اول و دوم به این شکل تدوین شده است.

فرضیه اول: شرکتها با سطح بالای بیش‌اطمینانی مدیریت مبتنی بر سرمایه‌گذاری، ریسک آتی بیشتری را دارند.

فرضیه دوم: شرکتها با سطح بالای بیش‌اطمینانی مدیریت مبتنی بر مخارج سرمایه‌ای، ریسک آتی بیشتری را دارند.

۲-۲- سرمایه‌گذاران نهادی، بیش‌اطمینانی مدیر و ریسک آتی شرکت

بر اساس ادبیات نظری مالی و حسابداری، سرمایه‌گذاران نهادی انگیزه‌ها و روش‌هایی دارند که مدیران را از انجام رفتارهای غیرمنطقی و ناکارآمد منع می‌کنند (بزرگ اصل و همکاران، ۱۳۹۸). بنابراین، وجود سرمایه‌گذاران نهادی در کاهش تضاد منافع بین سهامدار و مدیر بسیار حائز اهمیت هستند. افزایش سرمایه‌گذار نهادی امکان نظارت بیشتر بر اقدامات مدیریتی را فراهم کرده است. این مکانیسم نظارتی از طریق محدود

¹ Bernardo and Welch

² Picone, Dagnino and Minà

³ Padilla, Hogan and Kaiser

کردن مدیریت در مورد برداشت منابع توسط این سرمایه‌گذار بزرگ یا از طریق اعمال حق رأی است (رضایی و مرادی، ۱۳۹۸). با این وجود، بوش^۱ (۱۹۹۸) و تیانی، جانسن، هاسکیسن و هیت^۲ (۲۰۰۳) و علی و زبیر تاوونی (۲۰۲۱)، دان (۲۰۲۳) معتقدند که نقش سرمایه‌گذاران نهادی به نوع آنها بستگی دارد، زیرا هر مجموعه ممکن است هدف متفاوتی از سرمایه‌گذاری داشته باشد. سرمایه‌گذاران نهادی خارجی در مقایسه با سرمایه‌گذاران بومی، اثر نظارتی بهتری بر فعالیت‌های مدیریت دارند که به این دلیل است که سرمایه‌گذاران خارجی در مقایسه با سرمایه‌گذاران داخلی تمایل کمتری به برقراری روابط قوی و وفادارانه با شرکت دارند. لین و فو^۳ (۲۰۱۷) شواهدی مبنی بر استقلال سرمایه‌گذاران نهادی خارجی و صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک در مقایسه با سایر سرمایه‌گذاران نهادی ارائه می‌دهند که بر فعالیت‌های مدیریت به‌طور منظم نظارت دارند. این دو سرمایه‌گذار نهادی از طریق تمایل به فروش فوری سهام در صورت زیان ده بودن تصمیم‌های مدیر، بر فعالیت شرکت تأثیر می‌گذارند.

به‌طور کلی، این شواهد نشان می‌دهد که سرمایه‌گذاران نهادی مستقل، به دلیل نظارت فعال خود، ممکن است بتوانند عواقب منفی تصمیم‌های مدیرعامل، ناشی از اعتماد به نفس بیش‌از حد وی را کاهش دهند. در حالی که سرمایه‌گذاران نهادی منفعل ممکن است انگیزه‌ای برای نظارت بر تصمیم‌های مدیرعامل با اعتماد به نفس بالا نداشته باشند؛ بنابراین، فرض می‌شود که افزایش سهامداران نهادی شرکت می‌تواند منجر به نظارت بیشتر بر تصمیم و اقدام‌های مدیر دارای اعتماد به نفس بیش‌از حد شود.

کورنت و همکاران (۲۰۰۷) در ایالات متحده، رویز-مالورکی و سانتانا-مارتین (۲۰۱۱) در مورد شرکت‌های اسپانیایی، مونایدنلی و همکاران (۲۰۱۶) در مورد شرکت‌های استرالیایی و گوو و پلاتیکانوف در شرکت‌های چینی، بیان دارند که سرمایه‌گذاران نهادی بدون رابطه تجاری بالقوه با شرکت‌هایی که در آنها سرمایه‌گذاری می‌کنند (سرمایه‌گذاران نهادی مستقل) بر ارزش شرکت تأثیر مثبت می‌گذارند. در مقابل، مؤسساتی با برخی روابط تجاری با شرکت‌های سرمایه‌گذاری شده (سرمایه‌گذاران نهادی خاکستری) تأثیری بر عملکرد شرکت نشان نمی‌دهند. طبق نظر هوانگ^۴ (۲۰۱۶)، سرمایه‌گذاران نهادی به مکانیسم حاکمیتی قوی در بازار سرمایه چین تبدیل شده‌اند. این امر به کارآمدتر شدن روش‌های نظارت در شرکت‌ها کمک کرده و در نتیجه مشکلات نمایندگی را کاهش داده و عملکرد کلی شرکت را رو به پیشرفت قرار داده است. طبق نظر گیلان و استراکس (۲۰۰۳) و فیریرا و همکاران (۲۰۰۹)، سرمایه‌گذاران نهادی در مقایسه با سایر سرمایه‌گذاران، تأثیر نظارتی بهتری بر فعالیت‌های مدیریت دارند. این یافته‌ها و شواهد به‌دست‌آمده از پژوهش‌های قبلی حاکی از آن است که انتظار می‌رود اثر نظارتی سرمایه‌گذاران نهادی در کاهش ریسک شرکت ناشی از اعتماد به نفس

¹ Bushee

² Tihanyi, Johnson, Hoskisson and Hitt

³ Lin and Fu

⁴ Huang

بیش‌از حد مدیر، تاثیرگذار باشد. با توجه به مباحث ارایه شده فرضیه سوم و چهارم تحقیق به شرح ذیل ارایه شده است.

فرضیه سوم: سهامداران نهادی اثر بیش‌اطمینانی مدیریت مبتنی بر سرمایه‌گذاری بر ریسک آتی شرکت را تضعیف می‌کند.

فرضیه چهارم: سهامداران نهادی اثر بیش‌اطمینانی مدیریت مبتنی بر مخارج سرمایه‌ای بر ریسک آتی شرکت را تضعیف می‌کند.

۳- پیشینه تجربی پژوهش

کویاب و لکومبا (۲۰۲۳) شواهد تجربی در مورد تأثیر غیرمستقیم اعتماد بیش از حد مدیر اجرایی بر عملکرد آتی شرکت را بررسی کردند. نتایج مطالعه آنها نشان می‌دهد که شیوه‌های به کارگرفته شده در دو بورس اروپایی تا حدی رابطه بین اعتماد بیش از حد مدیر و عملکرد آتی شرکت را تعدیل می‌کند.

ون و همکاران (۲۰۲۳) با استفاده از داده‌های بانک جهانی در خصوص شرکت‌های به این دست یافتند که استخدام مدیران با شخصیت‌های مطمئن یا تشویق مدیران موجود برای جسور شدن در تصمیم‌گیری‌های خود ممکن است نوآوری در سطح شرکت را در کشورهای در حال توسعه افزایش دهد. علاوه بر این، رابطه بین اعتماد بیش از حد مدیریت و نوآوری شرکتی با اثربخشی نهادی تعدیل می‌شود. این یافته‌ها نشان می‌دهد که مجموعه‌های نهادی با درک جریان دانش، ریسک‌پذیری و فعالیت‌های سرمایه‌گذاری، نقش مهمی در افزایش اعتماد مدیریتی و نوآوری دارند.

علی و زبیر تاونی (۲۰۲۱) در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار شانگهای و شنژن در بازه زمانی ۲۰۰۰ تا ۲۰۱۷ به این نتیجه رسیدند که اعتماد بیش از حد مدیر منجر به تشدید سطح ریسک شرکت در سال‌های بعدی می‌شود. با این حال، شدت این ارتباط مثبت در شرکت‌های دولتی ضعیف‌تر است. تحلیل اثر تعدیل‌کننده سرمایه‌گذاران نهادی نشان می‌دهد که تنها 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.

لای، شیائورونگ لی و چان (۲۰۲۱) نیز در بررسی رابطه اعتماد به نفس مدیر و کارایی سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار آمریکا طی سال‌های ۱۹۹۶ تا ۲۰۱۷ به این نتیجه رسید که اعتماد به نفس بیش‌از حد مدیر باعث کاهش سرمایه‌گذاری با خالص ارزش فعلی مثبت می‌گردد. حیدر و ژینگ فانگ (۲۰۱۶) اندازه هیئت‌مدیره، تمرکز مالکیت و ریسک آتی شرکت را مورد بررسی قرار دادند. نتایج پژوهش آنها نشان داد که در مورد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس‌های شانگهای و شنژن طی سال‌های ۲۰۰۸ تا ۲۰۱۳، اندازه

هیئت‌مدیره با ریسک آتی شرکت ارتباط منفی و معناداری دارد. همچنین سهامداران نهادی بدون در نظر گرفتن اندازه هیئت‌مدیره، بر تصمیم‌مدیریت به‌طور مستقیم در ریسک آتی شرکت تأثیرگذار است. در مورد پیشینه داخلی به علت آنکه مطالعات داخلی انجام‌شده مستقیم به بررسی تأثیر بیش‌اطمینانی مدیران و ریسک آتی شرکت‌ها با نقش تعدیل‌کننده سهامداران نهادی نپرداخته‌اند، لذا به مربوط‌ترین پژوهش‌های صورت گرفته در این حوزه اشاره می‌گردد.

علیپور و همکاران (۱۴۰۱) در بررسی تأثیر بیش‌اعتمادی مدیران و سرمایه‌گذاری مضاعف بر روی شرکتهای دارای درماندگی مالی در دوره زمانی ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۶، به وجود رابطه مثبت و معنادار بیش‌اعتمادی مدیران و سرمایه‌گذاری مضاعف با درماندگی مالی شرکت رسیدند.

رحمانیان و ایمان‌روی (۱۴۰۰) در مطالعه تأثیر اعتماد به نفس بیش از حد مدیر عامل بر مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها با نقش تعدیل‌گر مالکیت نهادی در طی سال‌های ۱۳۸۹ تا ۱۳۹۸ به این نتیجه رسیدند که اعتماد به نفس بیش از حد مدیرعامل بر مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها تأثیر معناداری دارد. همچنین، مالکیت نهادی بر شدت رابطه بین اعتماد به نفس بیش از حد مدیرعامل و مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها تأثیر می‌گذارد. رضایی و همکاران (۱۳۹۹) تأثیر توانایی مدیریت بر مدیریت ریسک یکپارچه را مثبت و معنادار نشان دادند. ولی تأثیر توانایی مدیریت بر اجزاء مدیریت ریسک، ریسک استراتژی، قوانین و مقررات، عملیاتی و گزارشگری به تنهایی تأثیرگذار نبوده و تنها بر مدیریت ریسک عملیاتی تأثیر مثبت و معنادار داشته است. علیمردی، احمدی و فروغی (۱۳۹۹) در بررسی خوش‌بینی و ریسک‌پذیری تصمیم‌گیرندگان بر تصمیم‌های فروش سرمایه‌گذاری در بررسی نظرات ۲۶۸ تحلیل‌گر مالی در سال ۱۳۹۷ به این نتیجه رسیدند که سطح خوش‌بینی و ریسک‌پذیری تصمیم‌گیرندگان بر تصمیم‌های فروش سرمایه‌گذاری آن‌ها تأثیر ندارد. علاوه بر این، سطح خوش‌بینی و ریسک‌پذیری تصمیم‌گیرندگان بر رابطه بین سطح محافظه‌کاری و سطح نوسان ارزش منصفانه سرمایه‌گذاری با تصمیم‌های فروش سرمایه‌گذاری تأثیر گذار نبوده است. حاجی ابراهیمی و اسکندر (۱۳۹۸) در بررسی تأثیر بیش‌اطمینانی مدیریت بر ریسک‌پذیری و عملکرد شرکت طی دوره ۱۳۹۰-۱۳۹۴، نشان دادند که بیش‌اطمینانی مدیریت بر ریسک‌پذیری و عملکرد شرکت تأثیر معناداری ندارد. بزرگ اصل، باباجانی و کوه‌کن (۱۳۹۸) با بررسی تأثیر مالکیت نهادی بر رابطه بین بیش‌اطمینانی مدیران و اهرم مالی دریافتند که بیش‌اطمینانی مدیر و مالکیت نهادی تأثیر مثبت و معناداری بر اهرم مالی شرکت دارد. همچنین نتایج نشان داده است مالکیت نهادی رابطه بین بیش‌اطمینانی مدیر و اهرم مالی شرکت را تضعیف می‌کند. حسنی القار و رحیمیان (۱۳۹۷) در بررسی تأثیر بیش‌اطمینانی مدیریت در ساختار سررسید بدهی با این موضوع رسیدند که بیش‌اطمینانی مدیریت، تأثیر مثبت معناداری در ساختار سررسید بدهی دارد و شرکت‌های با مدیر بیش‌اطمینان، با انتخاب میزان بیشتری از بدهی کوتاه‌مدت، ساختار سررسید بدهی کوتاه‌تری اتخاذ می‌کنند و ریسک نقدشوندگی مربوط به این سیاست تأمین مالی، آنان را از این رفتار باز نمی‌دارد.

۴- روش‌شناسی پژوهش

داده‌های پژوهش از پایگاه اینترنتی بورس اوراق بهادار و نرم افزار رهاورد نوین تهران گردآوری گردید. درنهایت، با توجه به حجم نمونه‌ها، از نرم‌افزار ایویوز نسخه دوازدهم و استاتا برای تجزیه و تحلیل داده‌ها استفاده شد. جامعه مورد مطالعه در این پژوهش شامل کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۹۲ تا ۱۳۹۹ است. نمونه انتخابی پژوهش نیز شرکت‌هایی می‌باشند که مجموعه شرایط زیر را دارا باشند: شرکت‌هایی که از ابتدای دوره تحقیق تا انتهای آن به طور مستمر عضویت بورس اوراق بهادار باشند، به منظور افزایش قابلیت مقایسه، سال مالی آن‌ها منتهی به پایان اسفندماه باشد، طی سالهای مذکور تغییر فعالیت یا تغییر سال مالی نداده باشند، جزء شرکت‌های سرمایه‌گذاری و واسطه‌گری مالی نباشند (شرکت‌های سرمایه‌گذاری به علت تفاوت ماهیت فعالیت با بقیه شرکت‌ها منظور نشدند). پس از اعمال محدودیت‌های فوق تعداد ۱۱۶ شرکت به عنوان نمونه پژوهش انتخاب شدند. در این پژوهش براساس مدل‌های رگرسیون چند متغیره و بر مبنای داده‌های ترکیبی فرضیه‌ها آزمون شده است.

۵- مدل پژوهش و تعریف متغیرهای پژوهش

با توجه به مبانی نظری پژوهش، مدل‌ها زیر مورد بررسی قرار گرفته است
 رابطه (۱): جهت سنجش فرضیه اول از رابطه‌های (۱) و (۲) استفاده شده است:

$$SD - Return_{i,t+4} = \beta_0 + \beta_1 Over\ INV_{i,t} + \beta_2 SIZE_{i,t} + \beta_3 LEV_{i,t} + \beta_3 GROWTH_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

رابطه (۲):

$$SD - OCF_{i,t+4} = \beta_0 + \beta_1 Over\ INV_{i,t} + \beta_2 SIZE_{i,t} + \beta_3 LEV_{i,t} + \beta_3 GROWTH_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

رابطه (۳): جهت سنجش فرضیه دوم از رابطه‌های (۳) و (۴) استفاده شده است:

$$SD - Return_{i,t+4} = \beta_0 + \beta_1 CAPEX_{i,t} + \beta_2 SIZE_{i,t} + \beta_3 LEV_{i,t} + \beta_3 GROWTH_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

رابطه (۴):

$$SD - OCF_{i,t+4} = \beta_0 + \beta_1 CAPEX_{i,t} + \beta_2 SIZE_{i,t} + \beta_3 LEV_{i,t} + \beta_3 GROWTH_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

رابطه (۵): جهت سنجش فرضیه سوم از رابطه‌های (۵) و (۶) استفاده شده است:

$$SD - Return_{i,t+4} = \beta_0 + \beta_1 Over\ INV_{i,t} + \beta_2 INST_{i,t} + \beta_3 INST \times Over\ INV_{i,t} + \beta_2 SIZE_{i,t} + \beta_3 LEV_{i,t} + \beta_3 GROWTH_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

رابطه (۶):

$$SD - OCF_{i,t+4} = \beta_0 + \beta_1 Over\ INV_{i,t} + \beta_2 INST_{i,t} + \beta_3 INST \times Over\ INV_{i,t} + \beta_2 SIZE_{i,t} + \beta_3 LEV_{i,t} + \beta_3 GROWTH_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

رابطه (۷): جهت سنجش فرضیه چهارم از رابطه‌های (۷) و (۸) استفاده شده است:

$$SD - Return_{i,t+4} = \beta_0 + \beta_1 CAPEX_{i,t} + \beta_2 INST_{i,t} + \beta_3 INST \times CAPEX_{i,t} + \beta_2 SIZE_{i,t} + \beta_3 LEV_{i,t} + \beta_3 GROWTH_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

رابطه (۸):

$$SD - OCF_{i,t+4} = \beta_0 + \beta_1 CAPEX_{i,t} + \beta_2 INST_{i,t} + \beta_3 INST \times CAPEX_{i,t} + \beta_2 SIZE_{i,t} + \beta_3 LEV_{i,t} + \beta_3 GROWTH_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

۵-۱- نحوه اندازه‌گیری متغیرها

متغیر مستقل: در پژوهش حاضر بر اساس پژوهش علی و زبیر تائونی (۲۰۲۱) از دو معیار بیش‌اطمینانی

مبتنی بر سرمایه‌گذاری و بیش‌اطمینانی مبتنی بر مخارج سرمایه‌ای استفاده شده است.

بیش‌اطمینانی مبتنی بر سرمایه‌گذاری: بدین منظور ابتدا الگوی رگرسیونی این ارتباط به صورت مقطعی برآورد می‌شود و پس از آن در صنعت و در هر سال، این مدل برازش می‌شود و باقی‌مانده محاسبه خواهد شد و با توجه به مقادیر خطایی که حاصل می‌شود در مورد اندازه متغیر به ازای هر شرکت نتیجه‌گیری خواهد شد. چنانچه باقی‌مانده الگوی رگرسیونی برای شرکت بزرگ‌تر از صفر باشد، بدین معناست که در آن شرکت بیش‌از حد سرمایه‌گذاری شده، لذا این شاخص برابر یک (وجود بیش‌اطمینانی مدیر) و در غیر این صورت، برابر صفر (عدم وجود بیش‌اطمینانی مدیر) است. استفاده از این شاخص بر این مبنا است که در شرکت‌هایی که دارایی‌ها با نرخ بالاتری نسبت به فروش، رشد می‌کنند، مدیر نسبت به همتاهای خود بیشتر در شرکت سرمایه‌گذاری می‌کنند. در واقع مدیر ریسک‌پذیر که اعتماد بیش‌از حد به عملکرد خود دارد بدون افزایش در درآمدهای فروش، حجم دارایی‌ها را افزایش می‌دهد.

$$Asset * Gr_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Sale * Gr_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

$Asset * Gr_{i,t}$: رشد دارایی‌های شرکت i در سال t است که از تفاوت میزان تغییرات دارایی‌ها نسبت به سال گذشته شرکت به دست می‌آید.

$Sale * Gr_{i,t}$: رشد فروش شرکت i در سال t است که از تفاوت میزان تغییرات فروش نسبت به سال گذشته شرکت به دست می‌آید. در پژوهش حاضر، رابطه مذکور با استفاده از روش مقطعی در صنایع مختلف برآورد خواهد شد.

بیش اطمینانی مبتنی بر مخارج سرمایه‌ای: یک متغیر مجازی است. اگر مخارج سرمایه‌ای در یک دوره مالی معین، تقسیم‌بر کل دارایی‌های ابتدای دوره بزرگ‌تر از متوسط مذکور در صنعت مربوط به آن شرکت در آن سال باشد، بیانگر بیش اطمینانی مدیریت است و برابر یک و در غیر این صورت (عدم بیش اطمینانی مدیریت) برابر با صفر است. این معیار مبتنی بر یافته‌های بن دیوید و همکاران (۲۰۱۳) است که نشان دادند مخارج سرمایه‌ای در شرکت‌هایی با مدیران بیش‌اطمینان، بزرگ‌تر است. نسبت مخارج سرمایه‌ای شرکت در سال t بر اساس ارتباط زیر محاسبه می‌شود:

$$(C/A)_t = C * E_t / TA_{t-1}$$

که در آن $C * E$ مخارج سرمایه‌ای (مبالغی که صرف خرید یا بهبود و ارتقای دارایی‌های مولد مانند ماشین‌آلات، ساختمان‌ها، وسایل نقلیه و سایر دارایی‌های ثابت و مشهود در سال می‌شود) است و از تفاوت خالص ارزش دفتری دارایی‌های ثابت در ابتدا و پایان دوره، به علاوه هزینه‌های استهلاک محاسبه می‌شود و TA کل دارایی‌ها در سال $t-1$ است.

متغیر وابسته: ریسک آتی شرکت

اولین معیار ریسک آتی شرکت بر اساس پژوهش علی و زبیر تائونی (۲۰۲۱) جهت اندازه‌گیری ریسک آتی شرکت با استفاده از خطای استاندارد (انحراف معیار یا جذر واریانس) بازده سهام برای چهار دوره قبل از سال موردنظر استفاده می‌گردد. لازم به ذکر است که بازده سهام از تقسیم حاصل سود نقدی هر سهم و تفاوت قیمت سهم در اول و آخر سال مالی بر قیمت سهم در ابتدای سال مالی محاسبه می‌شود (شمسی و جهانشاد، ۱۳۹۸).

$$\sigma_R = \sqrt{\frac{\sum_{t=4}^{t-1} R^2 - \frac{(\sum_{t=4}^{t-1} R)^2}{4}}{4}}$$

تفاوت سهم قیمت اول و آخر سال مالی + سود نقدی هر سهم
 = $\frac{\text{قیمت سهم در ابتدای سال مالی}}$

معیار دوم ریسک‌پذیری شرکت بر اساس پژوهش علی و زبیر تائونی (۲۰۲۱) و ابراهیمی و اسکندر (۱۳۹۸)، انحراف معیار جریان وجوه نقد عملیاتی برای دوره چهارساله t تا $t-3$ است. این متغیر از جریان‌های نقدی عملیاتی صورت جریان نقدی شرکت قابل استخراج است.

$$\sigma_{cfo} = \sqrt{\frac{\sum_{t=4}^{t-1} cfo^2 - \frac{(\sum_{t=4}^{t-1} cfo)^2}{4}}{4}}$$

متغیر تعدیل‌کننده

متغیر تعدیل‌کننده: متغیر تعدیلی مورد استفاده در این پژوهش، نظارت خارجی است که به پیروی از علی و زبیر تائونی (۲۰۲۱) و فروغی و ساکیانی (۱۳۹۵) میزان مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی در نظر گرفته شده است. برای محاسبه مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی، مجموع سهام تحت تملک بانک‌ها و بیمه‌ها، شرکت‌های سرمایه‌گذاری، صندوق‌های بازنشستگی، شرکت‌های تأمین سرمایه و صندوق‌های سرمایه‌گذاری و سازمان‌ها و نهادهای دولتی، بر کل تعداد سهام منتشره شرکت تقسیم می‌گردد.

متغیرهای کنترلی:

در این پژوهش برخی از مهم‌ترین متغیرهایی که بر مبنای مطالعات علی‌وزبیر تائونی (۲۰۲۱)، هوانگ و وانگ (۲۰۱۵)، کیم و لو (۲۰۱۰) و میهت (۲۰۱۳) به‌عنوان عوامل مؤثر بر ریسک آتی شرکت شناخته شده‌اند، در بخش متغیرهای کنترلی مدنظر قرار گرفتند که عبارت‌اند:

اندازه شرکت از طریق از لگاریتم کل فروش‌های شرکت اندازه‌گیری می‌شود (علی و زبیر تائونی ۲۰۲۱).
اهرم مالی: بر اساس پژوهش خان و واتز (۲۰۰۹) و کائو و همکاران (۲۰۱۶) اهرم مالی از تقسیم مجموع بدهی بر ارزش دفتری دارایی‌های شرکت محاسبه می‌شود.

فرصت‌های رشد: شرکت‌های با فرصت رشد بالا بازده سهام آن‌ها پر نوسان‌تر است و احتمال بیشتری وجود دارد که زیان‌های بزرگی را تجربه کنند که این حاکی از ریسک‌پذیری بالا در این گونه شرکت‌ها است (خان و واتز، ۲۰۰۹). بنابراین، در این پژوهش نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام به‌عنوان معیار فرصت‌های رشد و یکی دیگر از متغیرهای کنترلی لحاظ شده است.

۶- یافته‌های پژوهش

۶-۱- آمار توصیفی

جدول (۱)، آمار توصیفی متغیرهای مورد آزمون که شامل برخی شاخص‌های مرکزی و پراکندگی می‌باشد را نشان می‌دهد.

جدول شماره (۱) آمار توصیفی متغیرهای پژوهش را نشان می‌دهد که شامل برخی شاخص‌های مرکزی و پراکندگی است. همان‌طور که در این جدول ارائه شده است مقادیر انحراف معیار متغیر بازده سهام از میانگین آن پایین‌تر است که نشان می‌دهد نوسانات این متغیر در حد بالایی نبوده است. توزیع داده‌های آن به توزیع نرمال نزدیک بوده است. همچنین میانگین انحراف معیار بازده سهام و جریان نقدی حاکی از آن است که ریسک‌پذیری مدیران در شرکت‌ها در سطح مطلوبی قرار دارد.

جدول (۱): آمار توصیفی مربوط به متغیرهای پژوهش

متغیر	نماد متغیر	میانگین	میانگین	حداقل	حداکثر	انحراف معیار
انحراف بازده سهام	SD-Return	۰/۰۴۹	۰/۰۴۶	۰/۰۰۲	۰/۲۹۳	۰/۰۳۰
انحراف جریان نقدی	SD-OCF	۰/۰۹۱	۰/۰۷۶	۰/۰۰۵	۰/۷۷۴	۰/۰۷۱
سهامداران نهادی	INST	۰/۷۳۸	۰/۷۸۴	۰/۱۴۳	۰/۹۹۶	۰/۲۹۱
اندازه شرکت	SIZE	۶/۴۱۱	۶/۲۸۳	۴/۲۰۹	۹/۰۴۵	۰/۸۰۱
اهرم مالی	LEV	۰/۵۳۱	۰/۵۰۲	۰/۱۶۸	۱/۵۷	۰/۲۱۶
فرصت‌های رشد	GWTH	۲/۴۵۴	۲/۰۴۸	-۱۱/۲۲۹	۱۲/۵۱۵	۲/۹۳۳
بیش‌اطمینانی مدیران مبتنی بر سرمایه‌گذاری	OVER INV	سال - شرکت‌های دارای بیش‌اطمینانی مدیران مبتنی بر سرمایه‌گذاری ۲۴۵ مشاهده سال - شرکت‌های فاقد بیش‌اطمینانی مدیران مبتنی بر سرمایه‌گذاری ۶۸۳ مشاهده				
بیش‌اطمینانی مدیران مبتنی بر مخارج سرمایه‌ای	CAPEX	سال - شرکت‌های دارای بیش‌اطمینانی مدیران مبتنی بر مخارج سرمایه‌ای ۳۵۵ مشاهده سال - شرکت‌های فاقد بیش‌اطمینانی مدیران مبتنی بر مخارج سرمایه‌ای ۵۷۳ مشاهده				
توضیحات: بیشترین میزان اهرم مالی برای شرکت صنایع ریخته‌گری ایران در سال ۱۳۹۲ با ارزش دفتری بدهی‌های ۳۹۹۸۵۶ میلیون ریال و ارزش دفتری دارایی‌های شرکت به میزان ۲۵۵۴۰۴ میلیون ریال است.						

منبع: یافته‌های پژوهشگر

۶-۲- تجزیه و تحلیل داده‌ها

قبل از برآورد مدل، لازم است که مفروضات مدل رگرسیون شامل همسانی واریانس اجزای اخلال، آزمون لیمر برای مشخص کردن نوع داده (پنل یا پولینگ) و آزمون هاسمن مدل جهت اثرات ثابت و تصادفی بودن مدل مورد بررسی گردد. جدول ۲ بیانگر نتایج به‌دست‌آمده از مفروضات رگرسیونی است.

جدول (۲): نتایج مفروضات رگرسیون برای هر مدل پژوهش

آزمون	مدل ۱			مدل ۲			مدل ۳			مدل ۴		
	آماره	df	احتمال	آماره	df	احتمال	آماره	df	احتمال	آماره	df	احتمال
والد	۱۷/۶۳	۹۱۷	۰/۰۰۰	۱۹/۴۳	۹۱۷	۰/۰۰۰	۱۸/۲۴	۹۱۷	۰/۰۰۰	۲۰/۷۲	۹۱۷	۰/۰۰۰
خطای استاندارد	۰/۰۴۱			۰/۰۳۸			۰/۰۴۰			۰/۰۳۶		
F لیمر	۴/۸۱۳	۱۱۵/۲۴	۰/۰۳۸	۳/۵۳۹	۱۱۵/۲۴	۰/۰۴۵	۳/۷۲۸	۱۱۵/۲۴	۰/۰۴۳	۳/۹۰۰	۱۱۵/۲۴	۰/۰۳۸

پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی
دوره ۱۷/ پیاپی ۶۶/ تابستان ۱۴۰۴

آزمون	مدل ۱			مدل ۲			مدل ۳			مدل ۴		
	آماره	df	احتمال	آماره	df	احتمال	آماره	df	احتمال	آماره	df	احتمال
روش لیمر	۹/۸۶	۴	۰/۰۱۴	۱۱/۰۶	۶	۰/۰۰۵	۱۲/۴۶	۷	۰/۰۰۰	۹/۱۴	۴	۰/۰۱۰
روش هاسمن	۹/۸۶	۴	۰/۰۱۴	۱۱/۰۶	۶	۰/۰۰۵	۱۲/۴۶	۷	۰/۰۰۰	۹/۱۴	۴	۰/۰۱۰
روش هاسمن	۹/۸۶	۴	۰/۰۱۴	۱۱/۰۶	۶	۰/۰۰۵	۱۲/۴۶	۷	۰/۰۰۰	۹/۱۴	۴	۰/۰۱۰
روش هاسمن	۹/۸۶	۴	۰/۰۱۴	۱۱/۰۶	۶	۰/۰۰۵	۱۲/۴۶	۷	۰/۰۰۰	۹/۱۴	۴	۰/۰۱۰
آزمون	مدل ۵			مدل ۶			مدل ۷			مدل ۸		
	آماره	df	احتمال	آماره	df	احتمال	آماره	df	احتمال	آماره	df	احتمال
والد	۱۶/۳۰			۱۹/۳۰			۲۱/۲۵			۲۳/۱۳		
خطای استاندارد	۰/۰۴۸	۹۱۷	۰/۰۲۱	۰/۰۳۵	۹۱۷	۰/۰۱۶	۰/۰۳۴	۹۱۷	۰/۰۰۳	۰/۰۲۸	۹۱۷	۰/۰۰۰
F لیمر	۲/۸۰۳	۱۱۵/۲۴	۰/۰۰۸	۳/۲۱۲	۱۱۵/۲۴	۰/۰۰۰	۴/۶۰۵	۱۱۵/۲۴	۰/۰۰۰	۸/۹۵۳	۱۱۵/۲۴	۰/۰۰۰
روش لیمر	۹/۰۱	۴	۰/۰۲۱	۱۰/۲۴	۵	۰/۰۰۸	۱۲/۰۳	۷	۰/۰۰۰	۸/۱۱	۳	۰/۰۳۴
روش هاسمن	۹/۰۱	۴	۰/۰۲۱	۱۰/۲۴	۵	۰/۰۰۸	۱۲/۰۳	۷	۰/۰۰۰	۸/۱۱	۳	۰/۰۳۴
روش هاسمن	۹/۰۱	۴	۰/۰۲۱	۱۰/۲۴	۵	۰/۰۰۸	۱۲/۰۳	۷	۰/۰۰۰	۸/۱۱	۳	۰/۰۳۴
روش هاسمن	۹/۰۱	۴	۰/۰۲۱	۱۰/۲۴	۵	۰/۰۰۸	۱۲/۰۳	۷	۰/۰۰۰	۸/۱۱	۳	۰/۰۳۴

منبع: یافته های پژوهشگر

۶-۳- نتایج آزمون فرضیه‌ها

با توجه به نتایج آزمون والد در جدول فوق، واریانس‌های تمامی مدل‌ها دارای تورش هستند که این بدان معنی است تمامی جملات خطای موجود در مدل پژوهش ناهمسانی واریانس دارند و برای رفع این مشکل از روش رگرسیونی حداقل مربعات تعمیم‌یافته استفاده شده است. نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌های پژوهش (برآورد مدل شماره ۱ و ۲ و ۳)، در جدول ۳ نشان داده شده است:

ملاحظه مقادیر به دست آمده در جدول ۴، بیانگر رگرسیون برازش شده در سطح خطای ۵ درصد است. با توجه به جدول فوق، بر اساس مدل (۱) از آنجایی که سطح معناداری کمتر از ۰/۰۵ است، لذا می‌توان نتیجه گرفت که سطح بالای بیش اطمینانی مدیران مبتنی بر سرمایه‌گذاری با ریسک آتی شرکت مبتنی بر انحرافات بازده سهام تأثیر معناداری دارد و با توجه به آماره مثبت آن، نوع ارتباط بین آن‌ها مستقیم است. بدین معنی که مدیران با سطح بالای بیش اطمینانی باعث افزایش ریسک آتی شرکت می‌گردد. مدل شماره (۲) حاکی از تأثیر مستقیم بیش اطمینانی مدیران بر ریسک آتی شرکت مبتنی بر انحرافات جریان نقدی است. همچنین بر اساس مدل (۳) بیش اطمینانی مبتنی بر مخارج سرمایه‌ای باعث افزایش ریسک آتی شرکت مبتنی بر انحرافات بازده سهام می‌گردد.

نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌های پژوهش (برآورد مدل شماره ۴ و ۵ و ۶)، در جدول ۴ نشان داده شده است:

جدول (۳): نتایج برآورد مدل‌های پژوهش

متغیرها	مدل ۱				مدل ۲				مدل ۳					
	ضریب	خطای استاندارد	آماره t	سطح خطا	VIF	ضریب	خطای استاندارد	آماره t	سطح خطا	VIF	ضریب	خطای استاندارد	آماره t	سطح خطا
c	۰/۴۱۲	۰/۰۶۲	۶/۶۴۱	۰/۰۰۰	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---
Over INV	۰/۰۳۰	۰/۰۱۰	۲/۸۵	۰/۰۰۴	۱/۲۴	۰/۰۱۳	۲/۸۹۳	۰/۰۰۴	۰/۰۰۴	۱/۷۰	---	---	---	---
CAPEX	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---
INST	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---
SIZE	۰/۰۲۶	۰/۰۱۳	۱/۹۹۱	۰/۰۴۷	۱/۲۶	۰/۰۴۴	۲/۸۱۷	۰/۰۱۵	۰/۰۰۵	۱/۲۰	۰/۰۴۴	۲/۲۶۰	۰/۰۱۹	۰/۰۲۴
Growth	۰/۱۵۸	۰/۰۲۳	۶/۶۹۸	۰/۰۰۰	۱/۵۱	۰/۰۱۱	۲/۴۳۰	۰/۰۰۴	۰/۰۱۶	۱/۲۳	۰/۰۴۲	۹/۷۲۵	۰/۰۰۰	۰/۰۲۳
LEV	۰/۳۵۰	۰/۰۶۹	۵/۰۱۴	۰/۰۰۰	۱/۶۵	۰/۰۱۹	۲/۶۳۰	۰/۰۰۷	۰/۰۰۸	۱/۳۸	۰/۰۴۶	۲/۳۰۹	۰/۰۲۱	۰/۰۶۵
R ²	۰/۲۹۶				۰/۲۱۴				۰/۲۴۶					
R ² تعدیل	۰/۱۸۱				۰/۱۹۸				۰/۱۳۱					
آماره F	۳/۱۲۴۸				۲/۳۴۱۶				۲/۷۱۲۹					
احتمال F	۰/۰۰۰۰				۰/۰۰۰۰				۰/۰۰۰۰					
دوربین واتسون	۱/۷۱۴				۱/۶۰۲				۱/۶۸۳					

منبع: یافته‌های پژوهشگر

جدول (۴): نتایج برآورد مدل‌های پژوهش

متغیرها	مدل ۴				مدل ۵				مدل ۶					
	ضریب	خطای استاندارد	آماره t	سطح خطا	VIF	ضریب	خطای استاندارد	آماره t	سطح خطا	VIF	ضریب	خطای استاندارد	آماره t	سطح خطا
c	۰/۰۱۰	۰/۰۰۵	۲/۱۵۹	۰/۰۰۰	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---
Over INV	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---
CAPEX	۰/۸۹۰	۰/۱۵۴	۵/۷۶	۰/۰۰۰	۱/۶۸	---	---	---	---	---	---	---	---	---
INST	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---
INST×Over INV	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---
SIZE	۰/۸۰۰	۰/۲۸۵	۲/۸۰۱	۰/۰۰۵	۱/۲۶	۰/۱۶۶	۷/۵۱۸	۰/۰۲۲	۰/۰۰۰	۱/۲۰	۰/۳۱۹	۴/۵۳۱	۰/۰۰۰	۰/۰۷۳

پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی
دوره ۱۷/ پیاپی ۶۶/ تابستان ۱۴۰۴

متغیرها	مدل ۴					مدل ۵					مدل ۶				
	ضریب	خطای استاندارد	آماره t	سطح خطا	VIF	ضریب	خطای استاندارد	آماره t	سطح خطا	VIF	ضریب	خطای استاندارد	آماره t	سطح خطا	VIF
Growth	۰/۳۲۸	۰/۱۶۶	۱/۹۷۱	۰/۰۴۹	۱/۵۱	۰/۰۱۹	۰/۰۰۷	۲/۴۸۲	۰/۰۱۳	۱/۲۳	۰/۶۹۱	۰/۲۱۴	۳/۲۲۱	۰/۰۰۱	۱/۲۳
LEV	۰/۱۵۹	۰/۰۲۳	۶/۶۸۰	۰/۰۰۰	۱/۶۵	۰/۰۱۱	۰/۰۰۵	۲/۲۳۳	۰/۰۲۶	۱/۳۸	۰/۴۰۹	۰/۰۴۱	۹/۷۶۱	۰/۰۰۰	۱/۶۵
R ²	۰/۳۹۶					۰/۳۱۴					۰/۳۴۶				
تعدیل R ²	۰/۳۸۱					۰/۲۹۸					۰/۲۳۱				
آماره F	۴/۰۶۱۲					۳/۷۰۸۵					۳/۹۰۴۱				
احتمال F	۰/۰۰۰۰					۰/۰۰۰۰					۰/۰۰۰۰				
دوربین و اتسون	۱/۶۷۳					۱/۶۳۴					۱/۶۴۸				

منبع: یافته‌های پژوهشگر

ملاحظه مقادیر به‌دست‌آمده در جدول ۴، بیانگر رگرسیون برازش شده در سطح خطای ۵ درصد است. با توجه به جدول فوق، بر اساس مدل (۴) از آنجایی که سطح معناداری کمتر از ۰/۰۵ است، لذا می‌توان نتیجه گرفت که سطح بالای بیش‌اطمینانی مدیران مبتنی بر مخارج سرمایه‌ای با ریسک آتی شرکت مبتنی بر انحرافات جریان‌های نقدی تأثیر معناداری دارد و با توجه به آماره مثبت آن، نوع ارتباط بین آن‌ها مستقیم است. مدل شماره (۵) حاکی از نقش تضعیف‌کننده سهامداران نهادی بر ارتباط مثبت بین بیش‌اطمینانی مدیران مبتنی بر سرمایه‌گذاری بر ریسک آتی شرکت مبتنی بر انحراف بازده سهام است. همچنین بر اساس مدل (۶) بیانگر آن است که سهامداران نهادی نقش تضعیف‌کننده بر ارتباط بین بیش‌اطمینانی مبتنی بر سرمایه‌گذاری باعث افزایش ریسک آتی شرکت مبتنی بر انحراف جریان‌های نقدی می‌گردد. نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌های پژوهش (برآورد مدل شماره ۷ و ۸)، در جدول ۵ نشان داده شده است: ملاحظه مقادیر به‌دست‌آمده در جدول ۵، بیانگر رگرسیون برازش شده در سطح خطای ۵ درصد است. با توجه به جدول فوق، بر اساس مدل (۷) از آنجایی که سطح معناداری کمتر از ۰/۰۵ است، لذا می‌توان نتیجه گرفت سهامداران نهادی نقش تضعیف‌کننده بر رابطه بین سطح بالای بیش‌اطمینانی مدیران مبتنی بر مخارج سرمایه‌ای با ریسک آتی شرکت مبتنی بر انحرافات بازده سهام تأثیر معناداری دارد و با توجه به آماره مثبت آن، نوع ارتباط بین آن‌ها مستقیم است. مدل شماره (۵) حاکی از نقش تضعیف‌کننده سهامداران نهادی بر ارتباط مثبت بین بیش‌اطمینانی مدیر مبتنی بر مخارج سرمایه‌ای، بر ریسک آتی شرکت مبتنی بر انحراف جریان‌های نقدی است.

جدول (۵): نتایج برآورد مدل‌های پژوهش

متغیرها	مدل ۷					مدل ۸				
	ضریب	خطای استاندارد	t	سطح خطا	VIF	ضریب	خطای استاندارد	t	سطح خطا	VIF
c	۰/۶۰۸	۰/۲۵۱	۲/۴۲	۰/۰۱۵	۲/۲۸	۰/۵۴۳	۰/۰۹۳	۵/۷۹	۰/۰۰۰	۱/۱۶
Over INV	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---
CAPEX	۰/۸۰۳	۰/۳۹۴	۲/۰۳	۰/۰۴۲	۲/۵۸	۱/۲۱۲	۰/۶۱۱	۱/۹۸	۰/۰۴۷	۲/۳۶
INST	۰/۰۲۱	۰/۰۰۳	۶/۷۲	۰/۰۰۰	۱/۶۵	۰/۰۹۵	۰/۰۲۳	۴/۰۴	۰/۰۰۰	۲/۹۱
INST×Over INV	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---
INST×CAPEX	-۰/۳۵۶	۰/۱۴۰	-۲/۵۳۲	۰/۰۱۱	۱/۶۵	۰/۱۲۳	۰/۰۴۹	۲/۴۶۷	۰/۰۱۳	۱/۶۵
SIZE	۰/۴۹۹	۰/۰۴۸	۱۰/۱۹۴	۰/۰۰۰	۱/۳۲	۰/۴۴۶	۰/۱۵۴	۲/۸۹۱	۰/۰۰۳	۲/۳۲
Growth	۰/۳۴۸	۰/۱۲۶	۲/۷۵۰	۰/۰۰۶	۲/۸۳	۰/۲۰۴	۰/۰۱۸	۱۱/۳۰۴	۰/۰۰۰	۱/۹۰
LEV	۰/۱۴۶	۰/۰۴۶	۳/۱۲۴	۰/۰۰۱	۲/۳۲	۰/۳۶۴	۰/۱۳۹	۲/۶۰۷	۰/۰۰۹	۲/۸۴
R ²	۰/۳۳۲					۰/۳۴۷				
R ² تعدیل شده	۰/۲۲۴					۰/۲۳۴				
آماره F	۳/۵۴۷۱					۳/۷۱۲۵				
احتمال F	۰/۰۰۰۰					۰/۰۰۰۰				
دوربین واتسون	۱/۶۷۸					۱/۶۴۱				

منبع: یافته‌های پژوهشگر

۷- نتیجه‌گیری

مطالعات رفتاری بیانگر آن است که وضعیت‌های هیجانی مانند غم، شادی، خوش‌بینی، ترس و عصبانیت در انتخاب‌های محافظه‌کارانه و متهورانه در حسابداری اثرگذار است (برن برگ، ۲۰۱۱، باحقیقت و اسماعیل زاده مفری ۱۴۰۰). این پژوهش‌ها مؤید آن است که حسابداری و روان‌شناختی ارتباط نزدیک با یکدیگر دارند. رفتار سرمایه‌گذاران، مدیران، حسابداران و حسابرسان از عوامل مختلفی از جمله ادراک و احساس آن‌ها سرچشمه می‌گیرد و بر فرآیند تصمیم‌گیری آن‌ها تأثیر می‌گذارد؛ بنابراین نحوه نگرش مدیر به ریسک، معرف ویژگی شخصیتی وی و تعیین‌کننده نوع رفتار مدیر است. بر اساس نظریه نمایندگی با استفاده از مفروضات بنیادی رفتاری، مطرح شده است که مدیران ریسک‌گریز هستند و مدیران و سهامداران ممکن است گرایش‌های متفاوتی نسبت به ریسک داشته باشند. لذا مدیران با بیش اطمینانی بالا این‌گونه می‌پندارند که در آینده ممکن است اتفاقات خوب بیشتر از اتفاقات بد بیافتد و این مسئله باعث افزایش ریسک‌پذیری آن‌ها

در تصمیم‌های شرکت می‌گردد. در این بین سازوکارهای حاکمیت شرکتی از جمله سهامداران نهادی از طریق نظارت بر رفتارهای مدیران سعی بر کاهش ریسک در تصمیم‌های آن‌ها می‌کند و این انتظار وجود دارد که سهامداران نهادی بتواند ارتباط بین بیش‌اطمینانی مدیران و ریسک آتی شرکت را تضعیف نماید. در این پژوهش ارتباط بین بیش‌اطمینانی مدیران با ریسک آتی شرکت و همچنین تأثیر سهامداران نهادی بر رابطه بین آن‌ها بررسی شده است. نتایج آزمون فرضیه اول پژوهش حاکی از آن است که بیش‌اطمینانی مدیر مبتنی بر سرمایه‌گذاری، ریسک آتی شرکت را افزایش می‌دهد. همچنین بر اساس فرضیه دوم پژوهش بیش‌اطمینانی مدیر مبتنی بر مخارج سرمایه‌ای باعث افزایش ریسک آتی شرکت می‌گردد. تأیید فرضیه‌های مذکور را می‌توان این‌گونه مورد استدلال قرار داد که مدیران درباره توانایی‌های خود از جمله قدرت پیش‌بینی، ادراک اطلاعاتی و دانش خود اغراق می‌کنند؛ به بیان دیگر، به توانایی‌ها و دانش خود اعتماد بیش‌از حد دارند که البته ممکن است این احساس درونی را اظهار نکنند یا حتی خود نیز از آن غافل باشند که این امر باعث می‌گردد مدیر در تصمیم‌های شرکت بیش‌از حد خوش‌بین باشد و اقدام به تصمیم‌های پر ریسک نماید که منجر به افزایش ریسک شرکت می‌گردد. در این خصوص نتیجه به‌دست‌آمده با پژوهش‌های علی و زبیر تائونی (۲۰۲۱)، علیمرادی و همکاران (۱۳۹۹) همسو و عدم تطبیق با نتیجه تحقیق ابراهیمی و اسکندر (۱۳۹۸) بوده است.

همچنین بر اساس فرضیه سوم و چهارم، مبین این مطلب است که سهامداران نهادی رابطه بین بیش‌اطمینانی مدیر و ریسک آتی شرکت را تضعیف می‌کند. نتیجه به‌دست‌آمده را می‌توان این‌گونه مورد استدلال قرار داد که سهامداران نهادی از طریق تقویت سیستم حاکمیت شرکتی سعی بر نظارت بیشتر بر رفتارهای مدیران و اعمال نفوذ و قدرت در شرکت می‌کنند و از این طریق ریسک‌پذیری مدیران نیز کاهش می‌یابد از آنجایی که سهامداران نهادی به‌عنوان عاملی نظارتی بر ریسک آتی شرکت تأثیرگذار است، لذا وجود سهامداران نهادی اثر مثبت ارتباط بین بیش‌اطمینانی و ریسک آتی شرکت را تضعیف و تعدیل نموده است. این نتیجه به‌دست‌آمده را می‌توان با پژوهش‌های علی و زبیر تائونی (۲۰۲۱) همسو دانست.

۸. محدودیت و پیشنهادها

از جمله محدودیت‌های این تحقیق استفاده از یک پراکسی برای سنجش بیش‌اطمینانی مدیریت بوده، که ممکن است گویای شرایط واقعی نباشد به همین جهت پیشنهاد می‌شود از شاخص‌های دیگر نظیر تفاوت سود پیش‌بینی مدیریت و سود واقعی برای سنجش آن نیز استفاده شود. همچنین شواهد تجربی به‌دست‌آمده در این مطالعه نشان می‌دهد که مدیر باید در تصمیم‌گیری دقت بالایی داشته باشد. وی باید یک موقعیت را بر اساس واقعیت‌ها و ارقام واقع بینانه تحلیل کند، نه اینکه درک نادرستی از توانایی‌های بیش‌از حد خود در کنترل نتایج یک موقعیت داشته باشد. یافته‌های تحقیق همچنین حاکی از آن است که مقررات‌گذاران و سیاست‌گذاران می‌توانند استراتژی‌هایی را برای ایجاد انگیزه برای سرمایه‌گذاران نهادی جهت خرید و

نگهداری سهام شرکت‌ها تدوین کنند. زیرا این امر، نوعی کنترل و نظارت داخلی بر مدیریت محسوب می‌شود. همچنین پیشنهاد می‌شود با توجه به تأثیر شرایط رکود و رونق بازار بر بیش‌اطمینانی مدیر و عملکرد شرکت، در تحقیق آتی این موضوع در مدل تحقیق مورد بررسی قرار گیرد.

فهرست منابع

- احمدپور، احمد و منتظری، هادی. (۱۳۹۰). نوع مدیریت سود و تأثیر اندازه‌ی شرکت، ساختار مالکیت و حاکمیت شرکتی بر آن. پیشرفت‌های حسابداری، ۳(۲): ۱-۳۵.
- باحقیقت، الهام، اسماعیل زاده مقری، علی. (۱۴۰۰). تأثیر رفتار احساسی سرمایه‌گذاران با نقش تعدیلگر اعتماد عمومی بر قیمت سهام. پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، ۱۳(۵۱): ۲۱-۴۰.
- بدیعی نژاد، علی و توانگر، افسانه. (۱۴۰۱). اثر تمرکز مالکیت نهادی منفعل، دوره تصدی مدیرعامل و رقابت بازار محصول بر رابطه بین اغفال توجه سرمایه‌گذاران نهادی منفعل و عدم شفافیت اطلاعاتی شرکت‌ها. پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، ۱۴(۵۴): ۲۳۳-۲۶۲.
- بزرگ اصل، موسی؛ باباجانی، جعفر و کوه کن، علی. (۱۳۹۸). تأثیر مالکیت نهادی بر رابطه بین بیش‌اطمینانی مدیران و اهرم مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار. بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، دوره ۲۶، شماره ۴، صص ۴۸۲-۴۹۸.
- بشیری منش، نازنین، اورج اوغلی، نیر. (۱۴۰۰). تأثیر بیش‌اطمینانی مدیران بر لحن گزارشگری مالی. پژوهش‌های مالی و رفتاری در حسابداری، ۱(۲): ۸۱-۹۹.
- بنی مهد، بهمن؛ عربی، سیدمهدی و حسن پور، شیوا. (۱۳۹۵). پژوهش‌های تجربی و روش‌شناسی در حسابداری، تهران، انتشارات ترمه، صص ۴۸۴-۴۸۶.
- بهار مقدم، مهدی؛ جوکار، حسین و صالحی آسفیچی، نورالله. (۱۳۹۷). اثر تعدیل‌کنندگی نوع مالکیت نهایی شرکت‌ها بر رابطه بین سود سهام تقسیمی و کیفیت سود. پیشرفت‌های حسابداری، ۱۰(۲): ۱۰۰-۶۳.
- حاجی ابراهیمی، مریم و اسکندر، هدی. (۱۳۹۸). بررسی تأثیر بیش‌اطمینانی مدیریت بر ریسک‌پذیری و عملکرد شرکت. پژوهش‌های تجربی حسابداری، ۸(۳۱): ۳۴۰-۳۶۵.
- حسینی القار، مسعود و رحیمیان، نظام‌الدین. (۱۳۹۷). بررسی تأثیر بیش‌اطمینانی مدیریت در ساختار سررسید بدهی در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. مدیریت دارایی و تامین مالی، ۶(۱): ۸۹-۱۰۶.
- حمیدیان، محسن؛ جنت‌مکان، حسین و فلاح، هاجر. (۱۳۹۹). پایداری مالکیت نهادی راهکاری مناسب جهت کنترل مدیریت سود واقعی. پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، ۱۲(۴۷): ۱۶۹-۱۹۰.

دارابی، رویا، زارعی، علی. (۱۳۹۶). تاثیر بیش‌اطمینانی مدیریت بر ریسک سقوط قیمت سهام: با تاکید بر نقش تعدیل‌کنندگی محافظه‌کاری حسابداری. دانش حسابداری مالی، ۱(۴)، ۱۲۱-۱۳۹.

رحمانیان کوشکی، عبدالرسول و ایمان روی، زهرا. (۱۴۰۰). تأثیر اعتماد به نفس بیش از حد مدیر عامل بر مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکت‌ها با نقش تعدیل‌گر مالکیت نهادی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. حسابداری و منافع اجتماعی، ۱۱(۳)، ۴۹-۶۸.

رضایی، فرزین، فیروز علیزاده، اکرم، نورمحمدی، الهام. (۱۳۹۹). رابطه توانایی مدیریت با اجزاء مدیریت ریسک یکپارچه. پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، ۱۲(۴۸)، ۲۳-۴۲.

رضایی، فرزین، مرادی، مریم. (۱۳۴۸). تاثیر تمرکز مالکیت بر رابطه بین فرا اطمینانی مدیریت و سررسید بدهی شرکت‌ها. دانش مالی تحلیل اوراق بهادار، ۱۲(۴۳)، ۱۴۳-۱۵۷.

شمسی، فاطمه؛ جهانشاد، آریتا. (۱۳۹۸). مقاله پژوهشی: تأثیر بیش‌اطمینانی مدیران مبتنی بر سرمایه‌گذاری و مخارج سرمایه‌ای بر شاخص‌های ریسک و بهره‌وری سرمایه. راهبرد مدیریت مالی، ۷(۴): ۱۲۴-۱۰۴.

صفی پورافشار، مجتبی، رئیسی، لیلا. (۱۴۰۱). بیش‌اطمینانی مدیریت، تأمین مالی داخلی و بهره‌وری سرمایه‌گذاری. مجله دانش حسابداری، ۱۳(۱)، ۱۸۵-۲۰۱.

علیپور، هوشنگ، تهرانی، رضا، علیرضایی، ابوتراب، عباس پور اسفدن، قنبر. (۱۴۰۱). بررسی تاثیر بیش‌اعتمادی مدیران و سرمایه‌گذاری مضاعف بر درماندگی مالی شرکتها. تحقیقات مدیریت آموزشی، ۱۳(۵۱)، ۱۳۸-۱۱۹.

علیمرادی، محمد؛ علی احمدی، سعید و فروغی، داریوش. (۱۳۹۹). تأثیر سطوح خوش بینی و ریسک‌پذیری تصمیم‌گیرندگان بر تصمیم‌های فروش سرمایه‌گذاری با تاکید بر حسابداری ارزش منصفانه. فصلنامه حسابداری مالی، ۱۲(۴۵): ۲۹-۱.

قدرتی زوارم، عباس؛ نوروزی، محمد؛ مالدار، علیرضا و ماهری سردشت، زهرا. (۱۴۰۱). تاثیر بیش‌اعتمادی مدیران بر روش‌های تأمین مالی. چشم انداز حسابداری و مدیریت، ۵(۶۰)، ۱۲۵-۱۳۶.

مرادی، مهدی؛ دلدار، مصطفی. (۱۳۹۱). بررسی تأثیر سهامداران غیر نهادی بر سیاست تقسیم سود. دانش حسابداری مالی، ۲(۴): ۱۲۴-۱۰۶.

نایب محسنی، شیدا؛ خلیفه سلطانی، سیداحمد و حجازی، رضوان. (۱۴۰۰). تدوین مدل رفتاری تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران فردی در بازار سرمایه ایران. تحقیقات مالی، ۲۳(۴)، ۶۲۵-۶۵۲.

نمازی، محمد و ابراهیمی میمند، مهدی. (۱۳۹۵). بررسی تأثیر سازوکارهای راهبری شرکتی بر افشای ریسک. فصلنامه حسابداری مالی، ۸(۳۰): ۱-۳۹.

Ali, Z. and Tauni, M.Z. (2021), "CEO overconfidence and future firm risk in China: the moderating role of institutional investors", Chinese Management Studies, Vol. 15 No. 5, pp. 1057-1084

- Ali, Zulfiqar & Zubair Tauni, Muhammad. (2021). CEO overconfidence and future firm risk in China: the moderating role of institutional investors. *Chinese Management Studies*, DOI 10.1108/CMS-04-2019-0147
- Baker, M.P. and Wurgler, J. (2011), Behavioral Corporate Finance: An Updated Survey, *Social Science Electronic Publishing*, 2: 357-424
- Ben-David, I., Graham, J.R. and Harvey, C.R. (2013), "Managerial miscalibration", *The Quarterly Journal of Economics*, 128(4): 1547-1584.
- Bernardo, A.E. and Welch, I. (2001), "On the evolution of overconfidence and entrepreneurs", *Journal of Economics and Management Strategy*, 10(3): 301-330.
- Bollaert, H. and Petit, V. (2010), "Beyond the dark side of executive psychology: current research and new directions", *European Management Journal*, 28(5): 362-376.
- Boubakri, N., Cosset, J. C., Mishra, D., & Somé, H. Y. (2023). The value of risk-taking in mergers: Role of ownership and country legal institutions. *Journal of Empirical Finance*.
- Boubakri, N., Cosset, J.-C. and Saffar, W. (2013), "The role of state and foreign owners in corporate risk-taking: evidence from privatization", *Journal of Financial Economics*, 108(3): 641-658
- Bushee, B.J. (1998), "The influence of institutional investors on myopic R&D investment behavior", *Accounting Review*, pp. 305-333.
- Campbell, T.C., Gallmeyer, M., Johnson, S.A., Rutherford, J. and Stanley, B.W. (2011), "CEO optimism and forced turnover", *Journal of Financial Economics*, 101(3): 695-712.
- Cao, L., Du, Y., & Hansen, J. Ø. (2017). Foreign institutional investors and dividend policy: Evidence from China. *International Business Review*, 26(5), 816-827.
- Carleton, W.T., Nelson, J.M. and Weisbach, M.S. (1998), "The influence of institutions on corporate governance through private negotiations: evidence from TIAA-CREF", *The Journal of Finance*, 53(4): 1335-1362.
- Chan, C.-C., Lin, B.-H., Chang, Y.-H. and Liao, W.-C. (2013), "Does bank relationship matter for corporate risk-taking? Evidence from listed firms in Taiwan", *The North American Journal of Economics and Finance*, 26: 323-338.
- Chung, R., Firth, M. and Kim, J.-B. (2002), "Institutional monitoring and opportunistic earnings management", *Journal of Corporate Finance*, 8(1): 29-48.
- Clarke, D.C. (2003), "Corporate governance in China: an overview", *China Economic Review*, 14(4): 494-507.
- Cornett, M. M., Marcus, A. J., Saunders, A., & Tehranian, H. (2007). The impact of institutional ownership on corporate operating performance. *Journal of Banking & Finance*, 31(6), 1771-1794
- Dasgupta Amil, Vyacheslav Fos and Zacharias Sautner (2021), "Institutional Investors and Corporate Governance", *Foundations and Trends in Finance*: 12(4), 276-394
- Del Guercio, D. and Hawkins, J. (1999), "The motivation and impact of pension fund activism", *Journal of Financial Economics*, 52(3): 293-340
- Duan, Q. (2023). Research on the Impact of Institutional Investors' Shareholding on Corporate Tax Avoidance—An Empirical Analysis Based on STATA. In *SHS Web of Conferences* (Vol. 154, p. 02022). EDP Sciences
- Durand, R. (2003), "Predicting a firm's forecasting ability: the roles of organizational illusion of control and organizational attention", *Strategic Management Journal*, 24(9): 821-838

- Fabricius, G. and Büttgen, M. (2013), "The influence of knowledge on overconfidence: consequences for management and project planning", *International Journal of Business and Management*, 8(11): 1.
- Gillan, S. and Starks, L.T. (2003), "Corporate governance, corporate ownership, and the role of institutional investors: a global perspective", *Journal of Applied Finance*, 13(2): 4-22.
- Gillan, S.L. and Starks, L.T. (2000), "Corporate governance proposals and shareholder activism: the role of institutional investors", *Journal of Financial Economics*, 57(2): 275-305.
- Haider, J. and Fang, H.-X. (2016), "Board size, ownership concentration and future firm risk", *Chinese Management Studies*, 10(4): 692-709.
- Hartzell, J.C. and Starks, L.T. (2003), "Institutional investors and executive compensation", *The Journal of Finance*, 58(6): 2351-2374.
- Heaton, J.B. (2002), "Managerial optimism and corporate finance", *Financial Management*, 31(2): 33-45.
- Hribar, P. and Yang, H. (2016), "CEO overconfidence and management forecasting", *Contemporary Accounting Research*, 33(1): 204-227.
- Huang, L. (2016), "Study on nature of property right, shareholding of institutional investor and enterprise value", *Journal of Service Science and Management*, 9(1): 56.
- Jain J. ,Walia .N. ,Kaur .M. and Singh .S. (2022), Behavioural biases affecting investors' decision-making process: a scale development approach, *Management Research Review* ,Vol. 45 No. 8 ,pp. 1079-1098
- Johnson, D.D. and Fowler, J.H. (2011), "The evolution of overconfidence", *Nature*, 477(73): 317
- Kim, J.B., Wang, Z. and Zhang, L. (2016), "CEO overconfidence and stock price crash risk", *Contemporary Accounting Research*, 33(4): 1720-1749.
- Kim .B. and Na .J. (2022), Effects of CEO and COO overconfidence on the firm's inventory leanness, *Journal of Manufacturing Technology Management* ,Vol. 33 No. 1 ,pp. 169-190.
- Kouaib, A., & Lacombe, I. (2023). CEO overconfidence and subsequent firm performance an indirect effect via earnings manipulations. *The Journal of High Technology Management Research*, 34(1), 100452
- Li, J. and 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.
- Lin, Y.R. and Fu, X.M. (2017), "Does institutional ownership influence firm performance? Evidence from China", *International Review of Economics and Finance*, 49: 17-57.
- Malmendier, U. and Tate, G. (2005), "CEO overconfidence and corporate investment", *The Journal of Finance*, 60(6); 2661-2700
- Mohseni .F. ,Weidner .S. and Kloos .M. (2020), A historical analysis and the identification of driving forces behind the evolution of the urban macro skyline of Shiraz Iran, *Journal of Cultural Heritage Management and Sustainable Development* ,Vol. 10 No. 4 ,pp. 413-427.
- Moore, D.A. and Healy, P.J. (2008), "The trouble with overconfidence", *Psychological Review*, 115(2): 502

- Muniandy, P., Tanewski, G., & Johl, S. K. (2016). Institutional investors in Australia: Do they play a homogenous monitoring role? *Pacific-Basin Finance Journal*, 40(2), 266–288.
- Padilla, A., Hogan, R. and Kaiser, R.B. (2007), “The toxic triangle: destructive leaders, susceptible followers, and conducive environments”, *The Leadership Quarterly*, 18(3): 176-194.
- Park, J. and Chung, C. (2016), “CEO overconfidence, leadership ethics, and institutional investors”, *Sustainability*, 9(1): 14.
- Picone, P.M., Dagnino, G.B. and Minà, A. (2014), “The origin of failure: a multidisciplinary appraisal of the hubris hypothesis and proposed research agenda”, *Academy of Management Perspectives*, 28(4): 447-468.
- Ruiz-Mallorquí, M. V., & Santana-Martín, D. J. (2011). Dominant institutional owners and firm value. *Journal of Banking & Finance*, 35(1), 118–129.
- Shaojie Lai, Xiaorong Li, Kam C.Chan. (2021). CEO overconfidence and labor investment efficiency. *The North American Journal of Economics and Finance*. 55(10):13-19.
- Smith, M.P. (1996), “Shareholder activism by institutional investors: evidence from CalPERS”, *The Journal of Finance*, 51(1): 227-252.
- Tai, V.W., Lai, Y.-H. and Lin, L. (2014), “Local institutional shareholders and corporate hedging policies”, *The North American Journal of Economics and Finance*, 28: 287-312.
- Tihanyi, L., Johnson, R.A., Hoskisson, R.E. and Hitt, M.A. (2003), “Institutional ownership differences and international diversification: the effects of boards of directors and technological opportunity”, *Academy of Management Journal*, 46(2): 195-211.
- Wen, Ningrui, Muhammad Usman, and Ahsan Akbar. (2023). "The Nexus between Managerial Overconfidence, Corporate Innovation, and Institutional Effectiveness" *Sustainability* 15, no. 8: 6524. <https://doi.org/10.3390/su15086524>
- Zahra, S.A. (1996), “Technology strategy and new venture performance: a study of corporate sponsored and independent biotechnology ventures”, *Journal of Business Venturing*, 11(4): 289-321.

Abstract

The moderating role of institutional ownership on the role of CEO overconfidence on future firm risk

Vahid oskou¹
Reza Daghani²
Majid Moradi³

Received: 2025/March/25 Accepted: 2025/May/31

Abstract

Uncertainty and the future risk, which considered one of the most challenging topics in the field of accounting research. Optimistic managers, when faced with difficulties and hardships, by using effective coping strategies, adapt themselves and their personal situations to these conditions in order to achieve their goals. Thus, these CEOs take more risks when making their decisions. Institutional shareholders, on the other hand, increase their oversight of managers' behavior by improving corporate governance and reducing the risks of managers' decisions. Accordingly, this study seeks to investigate the effect of managers' overconfidence on companies' future risk by emphasizing the moderating role of institutional ownership. For this purpose, a sample consisting of 116 listed companies in the Tehran Stock Exchange during 2013 to 2020 with using a multivariate regression model based on panel data technique, the results indicate that the overconfidence of managers measuring by investment and capital expenditures has a positive effect on the company's future risk. Moreover, institutional shareholders, as a moderating role, also undermine the positive relationship between management overconfidence and the company's future risk.

Keywords: CEO overconfidence, future firm risk, institutional ownership.

¹ Department of Administrative and Economic Sciences, Faculty of Humanities and Sports Sciences, Gonbad-Kavos University, Gonbad-Kavos, Iran (Corresponding author). vahidoskou@gonbad

² Department of Accounting, Faculty of Management and Accounting, Allameh Tabatabaee University, Tehran, Iran. r.daghani@gmail.com

³ Department of Accounting, Saveh Branch, Islamic Azad University, Saveh, Iran. m.moradi@hnhk.ac.ir

