



## انگیزه های ریسک پذیری و جنسیت مدیران ارشد اجرایی از دیدگاه مدل نمایندگی رفتاری

دکتر فریدون رهنمای رودپشتی<sup>۱</sup>

استاد حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی واحد علوم و تحقیقات

دکتر آناهیتا زندی<sup>۲</sup>

دکتری حسابداری و مدرس دانشگاه آزاد اسلامی

(تاریخ دریافت: ۱۰ شهریور ۱۳۹۹؛ تاریخ پذیرش: ۲۹ دی ۱۳۹۹)

**هدف:** هدف از مقاله حاضر توسعه مدل نمایندگی رفتاری با بهره‌گیری از تمرکز بر نقش تعدیل‌کننده مدیران زن بر رابطه میان انگیزه های ریسک پذیری و ریسک "سیستماتیک در برابر غیرمتعارف (ویژه)" و پیامدهای عملکرد می‌باشد.

**روش:** این پژوهش با استفاده از داده های سالانه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره ۱۳۹۱ تا ۱۳۹۷ انجام پذیرفت. جهت آزمون فرضیه‌های پژوهش از رگرسیون خطی چند متغیره مبتنی بر داده‌های تابلویی بهره گرفته شده است.

**یافته‌ها:** نتایج فرضیه اول نشان می‌دهد تأثیر نقش تعاملی مدیرعاملان زن بر ارتباط بین دلتا و ریسک غیر سیستماتیک در مقایسه با روابط ریسک سیستماتیک منفی و معنادار می‌باشد. همچنین نتایج فرضیه دوم نشان می‌دهد مدیران زن تأثیر مستقیمی بر رابطه بین مشوق های اختیاری مدیران (دلتا) و عملکرد شرکت دارند.

**نتیجه گیری:** نتایج حاصل حاکی از حاکم بودن وضعیت بسیار محافظه‌کارانه، و گریزان از ریسک در مورد مدیران زن در زمانی است که مشوق های اختیاری به ازای ریسک غیرمتعارف به آن‌ها اعطاء می‌شود. همچنین، نتایج حاصل تأیید می‌کنند که مدیران زن کمتر مایل به مواجهه با زمینه‌های برخوردار از ریسک سیستماتیک می‌باشند، اگرچه محافظه‌کارتر هستند، اما منجر به افزایش عملکرد شرکت می‌شوند.

**واژه‌های کلیدی:** ریسک سیستماتیک، ریسک غیرمتعارف، عملکرد، مدل نمایندگی رفتاری، مدیران زن.

<sup>1</sup> rahnama.roodposhti@gmail.com

<sup>2</sup> zandi\_anna@yahoo.com

© (نویسنده مسئول)

مقاله علمی - پژوهشی

## مقدمه

مدل نمایندگی رفتاری (BAM) با ادغام نظریه‌های نمایندگی<sup>۱</sup> و چشم‌انداز<sup>۲</sup> توسط ویزمن و مژیا مطرح شد که الگوی جدیدی در مورد چگونگی رفتار ریسک‌پذیر مدیران ارشد اجرایی متأثر از نظام تشویقی<sup>۳</sup> را نشان می‌دهد. به منظور درک بهتر محرکها و مشوق‌های مدیریتی، ابتدا ترکیب بسته پاداش مدیران اجرایی در نظر گرفته می‌شود. به طور کلی پاداش کل مدیران اجرایی شامل پاداش‌های با حقوق محدود (حقوق پایه و اضافه پرداخت) علاوه بر پاداش‌های سهام محور (یعنی حق خرید سهام یا حق خرید سهام‌های غیر قابل معامله) می‌باشد. در زمینه خاص اختیار خرید سهام، و با فرض این مفهوم که افراد، زیان‌گریز هستند، مدل نمایندگی رفتاری پیشنهاد می‌کند اختیار خرید سهام، رفتار ریسک‌پذیری را کاهش داده و بنابراین، مدیران اجرایی ترجیح می‌دهند به جای تلاش برای افزایش ارزش ذاتی اختیار معامله، از آنها در مقابل زیان‌های محتمل محافظت کنند. زمانی که ارزش ذاتی، صفر باشد ممکن است اختیار خرید سهام به زیان‌گریزی منجر نشود اما با افزایش ارزش ذاتی، ریسک‌پذیری بالا می‌رود (ثروت بیشتری در معرض خطر است) و به این ترتیب، مدیران اجرایی، باز هم، تمایل کمتری برای ریسک‌پذیری از خود نشان می‌دهند. پژوهش‌های اخیر با نمایش رابطه معکوس U شکل میان ثروت ایجاد شده توسط اختیار خرید سهام و ریسک‌پذیری، از پیش‌بینی مدل نمایندگی رفتاری حمایت می‌کنند، زمانی که ثروت در معرض خطر مدیر عامل، اندک باشد اختیار خرید سهام، مدیر عامل را مجبور می‌کند انتخاب‌های راهبردی پرخطرتری داشته باشد، درحالی‌که با افزایش ثروت در معرض خطر به سطح قابل توجه، تاثیر متضاد ایجاد می‌شود [31].

در ادامه، مقالات مرتبط، جنسیت را عامل مهمی می‌داند [20,25,44,51] که می‌تواند بر رفتار ریسک‌پذیرانه مدیران ارشد اجرایی اثر گذار باشد. در این زمینه پژوهش‌های پیشین به طور کلی نشان می‌دهد که مدیران زن و مرد از نظر ریسک‌پذیری واکنش‌های متفاوتی دارند، این مطالعات دریافتند که مدیران زن حاضر نیستند به اندازه مدیران مرد ریسک کنند و از استراتژی‌هایی با ریسک کمتر استفاده می‌کنند [19,27,43,32]. این شکاف جنسیتی وقتی با مشوق‌های ریسک‌پذیری موجود در بسته پاداش مدیران عامل (مانند اختیار خرید سهام) همراه باشد معمولاً مدیران زن زودتر از اختیار خرید سهام خود استفاده می‌کنند [27] و همین موضوع سبب اختلاف بین مدیران مرد و زن می‌شود. بعلاوه، با آنالیز تاثیر جنسیت بر تاثیر ریسک اختیارات خرید سهام، بکسوالی و همکاران (۲۰۱۷) [7] نشان دادند که مدیران زن وقتی که اختیار خرید سهام به آنها داده می‌شود کمتر مایل هستند که ریسک کنند که این موضوع بیشتر بر تفاوت‌های جنسیتی در اثر ریسک‌پذیری در سطح مدیریت تاکید دارد.

<sup>1</sup> Agency theories

<sup>2</sup> Prospect theory

<sup>3</sup> Incentive system

برخلاف این حجم عظیم پژوهش‌ها، مقالات تا به امروز به تمایز بین ریسک‌ها (سیستماتیک در مقابل غیرمتعارف یا غیر سیستماتیک) و نتایج عملکرد (مثبت یا منفی) متأثر از جنسیت بر ارتباط بین مشوق های اختیاری و ریسک‌پذیری مدیران عامل نپرداخته اند. در این راستا، واک و هامبریک (۲۰۱۰) [56] و پریمان و همکاران (۲۰۱۶) [47] هنوز هم ابراز تاسف می‌کنند که تأثیر جنسیت مدیران اجرایی بر مشوق های اختیاری و نتایج شرکت چه به لحاظ ریسک و چه به لحاظ عملکرد تقریباً همیشه در بخش‌های جداگانه مورد بررسی قرار می‌گیرد. این بدان معنی است که تفاوت رفتار ریسک‌پذیری جنسیتی مدیر باید نه تنها با توجه به سطح خود ریسک بلکه پیامدهای این ریسک از نظر "کیفیت" ریسک و تأثیر آن بر عملکرد به شکل کامل‌تر مورد بررسی قرار گیرد. این مطالعه درصدد پر کردن این شکاف می‌باشد. برای حل این روابط و تأثیرات پیچیده، از یک سو فرض می‌شود که مدل نمایندگی رفتاری بر تأثیر خود در تصمیمات مدیریتی با برجسته کردن اختلاف بین ریسک سیستماتیک و ریسک نامتعارف تأکید دارد [45]. در حقیقت، مدیر عاملان نمی‌توانند ریسک سیستماتیک شرکت را با تصمیمات استراتژیک خود تغییر دهند، زیرا تا حد زیادی توسط نیروهای محیطی تحمیل می‌شود، در حالی که این مسئله در مورد ریسک غیرمتعارف دقیقاً برعکس است [26]. از این رو، با توجه به بیشتر شدن اختیار مدیر برای تأثیرگذاری بر ریسک غیرمتعارف، می‌توان انتظار داشت تفاوت‌های جنسیتی در پاسخ مدیر به گزینه های تشویقی در زمان بروز این نوع ریسک بیشتر می‌شود. از طرف دیگر، فرض می‌شود که سطوح ریسک‌پذیری مدیران زن و مرد در پاسخ به پورتفوی<sup>۱</sup> اختیاری آنها آماده تبدیل شدن به سطوح عملکرد مختلف می‌باشد. براساس مقالات روانشناسی، ویژگی‌های کیفی زنان شامل انعطاف‌پذیری، حساسیت به بازار و احتیاط و مصلحت‌اندیشی [8,10] مدیران زن را قادر می‌سازد تا پروژه‌های محافظه کارانه‌تری را انتخاب کنند که "ریسک بهتری" نسبت به پروژه های انتخابی توسط هم‌تایان مرد خود دارند [27]. از این رو، هنگامی که مدیران از مشوق های اختیاری پاداش می‌گیرند، از مدیران خانم انتظار می‌رود که به این مشوق‌ها با ریسک سنجیده‌تری نسبت به مدیران مرد پاسخ دهند، بنابراین بازده بیشتری بدست می‌آورند. با پاسخ به این موارد، هدف این مقاله بررسی تأثیر تعاملی جنسیت مدیران اجرایی شرکت بر ارتباط بین انگیزه های ریسک‌پذیری و دو ریسک سیستماتیک و غیرمتعارف و عملکرد شرکت می‌باشد. با این پژوهش، می‌توان به پژوهش‌های علمی موجود کمک شود. اول اینکه، شواهد جدیدی در مورد دلتای پاداش مدیران و تأثیر آن بر رفتار و عملکرد ریسک‌پذیرانه ارائه می‌شود که متأثر از جنسیت مدیران است. دوماً، با آنالیز اینکه چگونه دلتای مدیران اجرایی در رفتار ریسک‌پذیر بواسطه آنالیز ریسک سیستماتیک در برابر ریسک غیرمتعارف بر اختلاف جنسیتی در ریسک‌پذیری تأثیر می‌گذارد و حتی مهم‌تر از آن، تا چه اندازه‌های دلتای مدیران اجرایی می‌تواند سطح کیفیت ریسک از لحاظ بازده عملکرد را تعیین کند.

---

<sup>1</sup> Portfolios

بخش دوم این مقاله به تبیین مبانی نظری و فرضیه‌ها و پیشینه پژوهش‌های صورت گرفته اختصاص دارد. در بخش سوم، روش پژوهش و در بخش چهارم مدل تجربی پژوهش و اندازه‌گیری متغیرها و در بخش پنجم تحلیل آماری و نتایج آزمون فرضیه‌ها بیان می‌شود و در نهایت، بحث و نتیجه‌گیری ارائه می‌گردد.

### مبانی نظری و فرضیه‌ها و پیشینه پژوهش

#### جنسیت مدیران اجرایی و ریسک‌پذیری

مدل نمایندگی رفتاری ترکیبی از عناصر نظریه نمایندگی کلاسیک با دیدگاه‌های رفتاری تصمیم‌گیری است که تاثیر دلتا (مشوق‌های اختیاری) را بر روی رفتار مدیر بررسی می‌کند [31]. از دید مدل نمایندگی رفتاری، مدیران زبان‌گریز هستند، اما ریسک‌گریز<sup>۱</sup> نیستند و درجه ریسک‌پذیری آنها تحت تاثیر مخاطره‌پذیری ناشی از ایجاد مشوق‌های اختیاری مدیرانست [55]. مخاطره‌پذیری پایین (جدای از گزینه‌های مالی) باعث افزایش ریسک‌پذیری می‌شود، اما مدیران، زمانی که دارای در معرض ریسک بالا باشد (در گزینه‌های مالی)، از گزینه‌های استراتژیک محافظه کارانه‌تری استفاده می‌کنند، که این امر باعث ارتباط غیر خطی و U شکل معکوس می‌شود [6]. در موقعیت کاهش ریسک، زبان‌گریزی مدیران باعث حفظ دارایی‌های فعلی نسبت به افزایش دارایی آینده می‌شود [37].

از دیدگاه کلی، رفتارهای ریسکی مدیران و نتایج حاصل از آن به تعبیرات فردی آن‌ها از خطرات پیش روی آن‌ها بستگی دارد و آن تابعی از شخصیت، تجربیات و ارزش‌های فردی و جمعی آنها می‌باشد [57]. این موضوع، محور دو نظریه پله بالاتر است [25]، که با تأکید بر خصوصیات فردی مدیران مانند سن، منسب شغلی و سابقه تحصیلی [42] و تحقیقات جمعیت‌شناختی ارتباطی، با توجه بر عضویت مدیران در واحد اجتماعی یا گروه خاص نشان داده می‌شود [51]. از آنجا که ارزش‌های مدیران و سوگیری‌های شناختی<sup>۲</sup> مولفه‌های روانشناختی غیرقابل مشاهده هستند که تصمیم‌گیری استراتژیک را شکل می‌دهد، ویژگی‌های فردی [11] و همچنین عضویت گروهی [48] می‌تواند ترجیحات ریسک و رفتارهای ریسک‌پذیر را شکل دهد، سپس بر نتایج عملکرد تاثیر بگذارد. جنسیت مدیران اجرایی، به دلیل حضور فراگیر، به عنوان مشهودترین و مهمترین عامل جمعیت‌شناختی مؤثر بر این روند شناخته می‌شود.

با بررسی این فرض که تاثیر ریسک‌پذیری بر اساس مدل نمایندگی رفتاری ممکن است براساس جنسیت آنها، به برداشت ذهنی مدیران عامل بستگی داشته باشد، به طور روزافزون در مقالات مطرح می‌شود که زنان نه تنها در تصمیمات استراتژیک خود [19]، بلکه در انتخاب‌های استراتژیک خود در ارتباط با حقوق خود [27] محافظه‌کارتر و ریسک‌گریزتر از مردان هستند. فاسیو و همکاران (۲۰۱۶) [19]، به ویژه، عنوان کردند که مدیران زن با اهرم مالی پایین‌تر، درآمد ناپایدار کمتر و به طور کلی کاهش ریسک‌پذیری

<sup>1</sup> Risk-averse

<sup>2</sup> Cognitive biases

شرکتی<sup>۱</sup> در ارتباط هستند. هوانگ و کیسگن (۲۰۱۳) [27] همچنین دریافتند که مدیران زن در مقایسه با همتایان مرد خود اوراق قرضه کمتری دارند که گواهی بر ریسک‌گریزی آن‌هاست. با توجه به صنعت بانکداری، پالویا و همکاران (۲۰۱۵) [43] اظهار داشتند که زنان ریسک‌ها را محافظه کارانه‌تر ارزیابی می‌کنند و در طول بحران مالی بانک‌های کوچک‌تر، احتمال عدم موفقیت مدیران و هیئت مدیره‌های زن کمتر است. در سناریوی اختیار خرید سهام، با توجه به رفتارهای کم ریسک‌تر زنان، ممکن است مدیران زن در مقایسه با همتایان مرد تمایلی به پذیرش ریسک بیشتر نداشته باشند و همچنین ممکن است وقتی دارایی‌ها در معرض ریسک یا ریسک‌پذیر باشند، ریسک پایین‌تری را اتخاذ نمایند [7].

### ریسک سیستماتیک و ریسک غیرمتعارف

مطابق با مباحث قبلی، رفتار ریسک مدیران زن و مرد ناشی از اختیار خرید سهام آن‌ها تحت تأثیر مستقیم تفسیرهای فردی آن‌ها در زمینه‌های تصمیم‌گیری پیش روی آن‌ها قرار دارد [24]. مدل نمایندگی رفتاری در توضیح رفتارهای ریسک‌پذیر مدیران اهمیت ویژه‌ای برای زمینه‌های تصمیم‌گیری، یا چارچوب مسئله قائل می‌شود [55] که مستقیماً از تئوری چشم‌انداز ناشی می‌شود [29]. چارچوب مسئله از سود و زیان‌های مرتبط با یک وضعیت معین ناشی می‌شود و ممکن است منجر به چارچوب مسئله مثبت (سودهای بالقوه) یا چارچوب مسئله منفی (زیان‌های بالقوه) [29,55] شود. در این راستا، ریسک سیستماتیک و غیرمتعارف، می‌تواند ویژگی‌های مهمی فرض شود که بر چگونگی شکل‌گیری تصمیمات مدیران تأثیر داشته باشد. در حقیقت، شواهد تجربی بر نیاز به در نظر گرفتن ریسک سیستماتیک و غیرمتعارف در زمان آنالیز تأثیرات مشوق‌های اختیاری تأکید دارد [49].

بر این اساس، عموماً ریسک‌گریزی بالای مدیران زن در رابطه با مشوق‌های اختیاری که در مقالات نیز مطرح شده است [7,27] لزوماً به این معنا نمی‌باشد که برداشت مدیران زن در یک موقعیت این‌چنینی دلهره‌آورتر از برداشت مدیران مرد نسبت به آن موضوع است. برعکس، اگر مدیر زن رفتار محافظه کارانه‌تری از خود نشان دهد و این گرایش بر تأثیر مشوق‌های اختیاری مدیر در ریسک‌پذیری اثر منفی بگذارد، انتظار بر این است که تأثیر تعاملی جنسیت برای ریسک غیرمتعارف (مختص شرکت) نسبت به ریسک سیستماتیک (بازار) قوی‌تر باشد. با توجه به ریسک غیرمتعارف، مدیران آزادی عمل بیشتری در تصمیم‌گیری نسبت به اولویت ریسک خود دارند [25] و قادرند تا حدودی چنین سطوح ریسکی را از طریق تصمیمات شرکتی خود تحت تأثیر قرار دهند [24]. در این صورت، هرچه اختیار داده شده به مدیر بیشتر باشد، مدیران زن استقلال بیشتری برای ابراز ریسک‌گریزی خود در این زمینه دارند، که منجر به ایجاد تفاوت جنسیتی بیشتری در ریسک غیرمتعارف در رابطه با ریسک‌پذیری اختیاری پیش‌بینی شده در مدل نمایندگی رفتاری می‌شود (که برای زنان ضعیف‌تر است).

<sup>1</sup> Corporate risk-taking

در ریسک غیرمتعارف (مختص شرکت) و براساس ترجیحات ریسک<sup>۱</sup> نسبتاً بالای مدیران، اختیار مدیر شرکت تحت تاثیر سطوح ریسک است، اما سطح ریسک سیستماتیک طبق تعریف به خصوصیات و گرایش‌های بخشی که شرکت در آن فعالیت می‌کند، بستگی دارد. در همین ارتباط، مطالعات قبلی نشان دادند که مدیران زن به طور اتفاقی در شرکت‌ها منصوب نشده‌اند. از آنجایی که مدیران زن به دلیل اینکه تصمیم‌گیرندگان ریسک‌گریز تر و فاقد ابتکار هستند، معمولاً از برخی سمت‌ها و صنایعی که باید صاحب منصب ریسک‌پذیر تر باشد، دور نگه داشته می‌شوند [39]. به همین ترتیب، موهان (۲۰۱۴) [40] نشان داد که مدیران زن در تولید، تجارت خرده‌فروشی و خدمات رفاهی دسته‌بندی می‌شوند، در حالی که مارتین و همکاران (۲۰۰۹) [36] و کارتر و همکاران (۲۰۱۷) [13] دریافته‌اند که مدیران زن بیشتر در صنعت عمده‌فروشی و خرده‌فروشی در شرکت‌ها به کار گمارده می‌شوند. در مقابل، مدیران زن در صنایع دیگری مانند انرژی، خدمات حرفه‌ای، علمی و فنی حضور کم‌رنگی دارند [13, 40]. یعنی، مدیران زن از اختیار کمتری در ریسک سیستماتیک تاثیرگذار برخوردار هستند [50].

بنابراین، اگر ریسک سیستماتیک تحلیل شود، پیش‌بینی بر این است که اختلاف بین مدیران زن و مرد در ارتباط بین مشوق‌های اختیاری و ریسک کمتر است زیرا فشار ریسک‌پذیری که توسط آن بخش تحمیل می‌شود ممکن است باعث شود مدیران زن و مرد به یک صورت رفتار کنند. برعکس، تا آنجایی که مربوط به ریسک غیر متعارف است، این احتمال وجود دارد که مدیران زن و مرد تفاوت بیشتری در سطح ریسک‌پذیری داشته باشند که به این خاطر است که فشار کمتری از شرکتی که در آن فعالیت می‌کنند بر روی آن‌ها باشد. به عبارت دیگر، با توجه به اینکه ریسک سیستماتیک از خارج از بخش تحمیل می‌شود نه از ترجیحات مدیریتی، انتظار می‌رود تأثیر میانجی جنسیتی بین دلتا و رفتار ریسک‌پذیر در ریسک سیستماتیک (غیرقابل کنترل) کمتر از ریسک غیرمتعارف (قابل کنترل) باشد. طبق این تعریف فرضیه اول به صورت زیر مطرح می‌شود:

H1: مدیران زن بر رابطه بین دلتا و ریسک غیر سیستماتیک در مقایسه با ریسک سیستماتیک تأثیر معنادارتری دارند.

### عملکرد شرکت

مدل نمایندگی رفتاری برای پیش‌بینی رفتارهای ریسک‌پذیری ناشی از پاداش مدیریتی استفاده می‌شود، هرچند تاکنون اطلاعات کمی در مورد نتایج عملکرد ناشی از این رفتار وجود دارد [۳۸، ۷]. اگرچه تئوری نمایندگی عنوان می‌کند که مدیران باید از طریق پاداش تساوی محور به ریسک بیشتر داشتن ترغیب شوند مثل دادن اختیارات خرید سهام با هدف کسب بازده بهتر [25]، اما تحقیقات اخیر نشان می‌دهد که مسئله مهم‌تر اثربخشی یا کیفیت ریسک‌پذیری مدیران است تا میزان ریسک‌پذیری [38]. مطالعات قبلی نشان می‌دهد که شرکت‌هایی که توسط یک مدیر زن اداره می‌شوند، عملکرد بهتری دارند [28, 30]. این موضوع مهر تاییدی است بر اینکه توانایی مدیران زن در انتخاب پروژه‌هایی با "ریسک

<sup>1</sup> Risk preferences

خوب" احتمالاً در مقایسه با هم‌تایان مرد خود بیشتر است. در همین راستا، ویتو (۲۰۱۲) [53] اعلام کرد که مدیران زن با سطوح عملکرد شرکت ارتباط مستقیم دارند و اظهار داشت که مدیران زن در زمان تصمیم‌گیری در مورد کسب و کار، انعطاف‌پذیرتر و نکته‌سنج‌تر هستند. پنی (۲۰۱۴) [46] همچنین رابطه مستقیم بین حضور مدیران زن و عملکرد شرکت را بیان می‌کند که ملاحظه می‌شود زنان در این جایگاه شغلی بالا نسبت به مدیران مرد با استعدادتر و فداکارتر هستند. در مشاغل خدماتی کوچک و متوسط، دیویس و همکاران (۲۰۱۰) [18] این نتیجه را به جهت‌گیری قوی‌تر بازار<sup>۱</sup> زنان در مقایسه با مردان نسبت می‌دهد که مطابق با استدلال‌های لودن (۱۹۸۵) [33] در مورد جهت‌گیری کیفی‌تر زنان و همچنین استدلال‌های روزاکس و استونوک (۲۰۰۴) [48] در ارتباط با موفقیت جویی کمتر رقابتی زنان در تصمیم‌گیری‌های خود است. سپس، این رابطه مستقیم بین مدیران زن و عملکرد ممکن است نشان دهنده کیفیت تصمیم‌گیری مالی و سرمایه‌گذاری [12]، با زنانی باشد که ریسک‌های کمتر و در عین حال بهتری انجام می‌دهند [45]. این موضوع مطابق با کار پریمان و همکاران (۲۰۱۶) [47] است که پی بردند آن دسته از شرکت‌هایی که خانم‌ها در تیم‌های مدیریتی حضور بیشتری دارند با ریسک کمتری اما عملکرد بهتر همراه هستند. در این راستا، با تمرکز بر مشوق‌های پاداش، با سطح معینی از اختیارات داده شده، زنان ممکن است با ریسک کمتر اما کیفیت بالاتر و بازده بیشتر نسبت به مردان واکنش دهند.

مضاف بر این خصوصیات منتسب به زنان، اعتماد به نفس کاذب مدیر اجرایی یکی از عوامل اصلی است که در تحقیقات پیشین به عنوان تفاوت جنسیتی در تصمیم‌گیری شرکتی و ریسک‌پذیری به آن اشاره شده است [27]. مطابق یک مقاله روانشناسی، مردان توانایی‌ها و استعداد‌های خود را دست بالا می‌گیرند [10] و اعتماد به نفس کاذب بیشتر مردان (بونر، ۲۰۰۸) [ممکن است منجر به دست کم گرفتن ریسک‌پذیری جریان نقدی آینده شود. بنابراین، مردان به طور ذهنی در بازده پروژه‌های سرمایه‌گذاری اغراق می‌کنند [22,23] که منجر به ریسک‌پذیری مفرط [41] و سرمایه‌گذاری‌های ضعیف می‌شود [34,35]. تمام این شواهد مطابق با نظر هوانگ و کیسگن (۲۰۱۳) [27] است که عنوان کردند که غرور کمتر باعث می‌شود مدیران زن پروژه‌های کمتری به عهده بگیرند، یا به طور کلی ترجیح می‌دهند تصمیمات کم‌اهمیت‌تری نسبت به مدیران مرد بگیرند. انتظار می‌رود که وقتی مدیران با پروژه‌های بالقوه‌ای با ارزش خالص فعلی مثبت مواجه می‌شوند، مدیران مرد ممکن است پروژه‌ای را انتخاب کنند که مدیران عامل زن آن را رد کرده‌اند.

در مجموع، پیش‌بینی می‌شود که مدیران زن به داشتن مشوق‌های اختیاری به شیوه‌ای مناسب‌تر پاسخ می‌دهند، بنابراین مدیران زن عملکرد بهتری دارند. طبق این تعریف می‌توان گفت:

H2: مدیران زن تأثیر مستقیمی بر رابطه بین مشوق‌های اختیاری مدیران (دلتا) و عملکرد شرکت دارند. بویالیان (۲۰۱۵)، به بررسی رابطه اهرم، ریسک‌پذیری و مشوق‌های مدیر عامل شرکت در طول بحران مالی پرداخت. نتایج نشان داد معیارهای معمول انگیزه‌های ریسک‌پذیری مدیران بانک، انگیزه‌های تغییر

<sup>1</sup> Market orientation

ریسک را نشان نمی‌دهند. هم‌چنین نتایج نشان داد، پس از بحران مالی مشوق‌های مدیر عامل بر ریسک‌پذیری آن‌ها در شرکت‌هایی با اهرم مالی کم، تاثیر بیشتری دارد [۱۲].

چنگ و همکاران (۲۰۱۵)، در پژوهش خود به بررسی رابطه انگیزه‌های ریسک‌پذیری مدیر عامل و هزینه سرمایه طی سالهای ۲۰۰۶-۲۰۱۳ پرداختند. یافته‌ها نشان دادند که حساسیت‌های ثروت مدیر عامل نسبت به تغییرات قیمت سهام، هزینه سرمایه را می‌کاهد، درحالی‌که حساسیت‌های ثروت مدیر عامل به تغییرات نوسان‌پذیری سهام، هزینه سرمایه را افزایش می‌دهد. هم‌چنین یافته‌ها نشان می‌دهد که سهامداران، ریسک‌های ناشی از پروژه‌های آتی شرکت را در پاداش و مزایای مدیر عامل مستتر می‌بینند و این ریسک‌ها را بر همان اساس در هزینه سرمایه منظور می‌کنند. یافته‌های بدست آمده نتایج ضمنی نیرومندی بر نوع قرارداد پرداخت بهینه پاداش مدیر عامل، ارزیابی پروژه و برآورد هزینه سرمایه، خواهد داشت [۱۸].

چاکرابورتی و همکاران (۲۰۱۸)، به بررسی تاثیر مسئولیت اجتماعی شرکت بر رابطه بین انگیزه‌های پاداش مدیران عامل و ریسک شرکت‌های آمریکایی طی دوره ۲۰۰۳ تا ۲۰۱۵ پرداختند. نتایج تجربی نشان داد که میزان تاثیرات و گاتنها بر روی ریسک شرکت‌هایی تاثیر مثبت و قابل توجه دارد که مسئولیت اجتماعی شرکتی پایین دارند. در شرکت‌هایی با مسئولیت اجتماعی شرکتی بالا، وگاتاثیری بر ریسک شرکت‌ها ندارد [۱۷].

مژیا و همکاران (۲۰۱۹)، اختیارات خرید سهام و جنسیت مدیر عامل را بر روی ریسک شرکت مورد بررسی قرار دادند. نتایج نشان می‌دهد مدیران زن در زمانی که به آنها اختیارات خرید سهام اعطا می‌شود بسیار محافظه کارانه عمل می‌کنند و نتایج حاکی از وجود رابطه منفی بین مدیران زن و ریسک شرکت در زمان اعطای اختیارات خرید سهام می‌باشد [۲۴].

واعظ و بنایی، در پژوهشی دیدگاه تئوریک نسبت به فرایند تدوین پاداش را مورد بررسی قرار دادند. آنها نشان دادند که طراحی و اجرای یک برنامه انگیزشی به شیوه درست نیازمند کسب شناخت کافی از عوامل، نظریه‌ها و دیدگاه‌های تئوریک نسبت به نوع و ساختار برنامه‌های انگیزشی و پاداش‌دهی مدیران است. دلیل اصلی طراحی پاداش این است که باید به مدیران به خاطر مسئولیت‌های سازمانی که برعهده دارند، پاداش داد و انگیزه لازم را برای عملکرد بهتر در آنان ایجاد کرد. رویکردهای موجود برای توضیح تئوریک رویه قراردادهای پاداش مدیریت، می‌تواند در طراحی یک قرارداد مطلوب که فراهم کننده منافع همه گروه‌های ذینفع باشد، مفید باشد. اینکه قرارداد پاداش مدیران برای حداقل کردن هزینه‌های نمایندگی است و یا ناشی از قدرت مدیریتی در شکل‌گیری و نحوه پرداخت آن است، تعیین کننده تغییرات ارزش شرکت می‌باشد. زیرا اگر به گونه‌ای صحیح برای حداقل کردن هزینه‌های نمایندگی طراحی شود سبب افزایش ارزش شرکت و اگر ناشی از قدرت مدیریت باشد، به ندرت سبب افزایش ارزش شرکت خواهد شد. [۷]



بیابانی و گرگز، به بررسی رابطه بین حضور مدیران زن در هیئت مدیره با عملکرد پرداختند. یافته های تحقیق حاکی از آن است که، حضور مدیران زن در هیئت مدیره با بازده دارایی و بازده حقوق صاحبان سهام رابطه مثبت و معناداری دارد و نیز با نسبت کیو توبین و فروش رابطه معناداری ندارد. [۱]

محمود آبادی و زمانی، رابطه بین ریسک پذیری شرکت و عملکرد مالی با تاکید بر سازوکارهای راهبری شرکتی مورد بررسی قرار دادند. یافته های حاصل از پژوهش آنها نشان داد که میزان ریسک پذیری شرکت ها رابطه مثبت و معناداری با عملکرد مالی آن ها دارد. همچنین درصد اعضای مستقل هیات مدیره، اثر منفی و معناداری بر میزان ریسک پذیری شرکت دارد؛ ولی درصد مالکیت سهامداران نهادی و تعداد اعضای هیات مدیره با میزان ریسک پذیری رابطه معناداری ندارند. در رابطه با اثر ساختار هیات مدیره و مالکیت نهادی بر رابطه بین ریسک پذیری و عملکرد مالی، یافته ها نشان داد که استقلال هیات مدیره، اندازه هیات مدیره و درصد مالکیت سهامداران نهادی بر رابطه بین ریسک پذیری و عملکرد مالی اثر مثبتی دارند و این رابطه را تقویت می کنند. [۶]

پور آقاجان و حاجی، تاثیر مالکیت، ریسک پذیری بر عملکرد بانک های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار را مورد بررسی قرار دادند یافته های تحقیق نشان داد که ریسک بانک بر عملکرد بانک تاثیر معکوس و معنی داری داشته و ساختار مالکیت بر عملکرد بانک تاثیرگذار نبوده است. [۲]

سرائی و آتشی، به بررسی تئوری نمایندگی، شکل قرارداد پاداش و مدل های چند دوره ای نمایندگی پرداختند. نتایج نشان داد که سیستم ارزیابی عملکرد برای هر قرارداد استخدام نماینده در جهت دستیابی به حداکثر مطلوبیت هر دوی صاحبکار و نماینده با توجه به شرایط استراتژیک شرکت، نگرش های نماینده درباره ی عواملی نظیر سود، ریسک، تلاش، افق زمانی و همچنین اثرات فرهنگی، منحصر به فرد می باشد. [۵]

### روش شناسی پژوهش

این پژوهش در حوزه تحقیقات توصیفی و استقرایی است و از نظر هدف کاربردی می باشد. پژوهش حاضر از نظر تقسیم بندی بر حسب روش اجرا، روش همبستگی و بر پایه داده های پس رویدادی انجام خواهد شد. با توجه به اهداف پژوهش، روش آماری از نوع پنل یعنی بررسی وجود رابطه بین متغیرها از طریق رگرسیون می باشد. اطلاعات مربوط به مبانی نظری و تئوریک پژوهش، به صورت کتابخانه ای و با استفاده از کتب و مقالات فارسی و انگلیسی جمع آوری شده است. همچنین جهت آزمون فرضیه ها و در نهایت تجزیه و تحلیل داده ها از نرم افزار Excel 2016 و Eviews 10 استفاده شده است.

جامعه آماری در این پژوهش شامل کلیه شرکت هایی می باشند که در بازه زمانی ۱۳۹۱-۱۳۹۷ در بورس اوراق بهادار تهران حضور داشته اند. نمونه آماری این تحقیق آن دسته از شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار هستند که از طریق غربالگری و با توجه به محدودیت های زیر انتخاب می شوند:

۱. نمونه تغییر سال مالی نداشته باشد به عبارتی پایان سال مالی آنها ۲۹ اسفند ماه باشد. اگر شرکت ها تغییر سال مالی داشته باشند داده ها در بازه زمانی مشخصی برای انجام تحقیق قرار نمی گیرند.

۲. قبل از سال ۱۳۹۱ در بورس پذیرفته شده و تا پایان دوره تحقیق در بورس فعال باشند. اگر در دوره زمانی در بورس نباشد نمی توانیم از اطلاعات آنها جهت انجام تحلیل داده ها استفاده کنیم.

۳. اطلاعات مورد نیاز شرکت ها برای مطالعات و محاسبات تحقیق، در طول دوره در دسترس باشد.

۴. شرکت های واسطه گری مالی (سرمایه گذاری، هلدینگ، لیزینگ و بانک ها) از نمونه آماری حذف گردیدند. به دلیل تفاوت فعالیت ها و صورتهای مالی حذف می گردند.

از میان جامعه آماری تنها ۱۵۲ شرکت در ۷ سال تمام معیارهای مذکور را احراز کرده اند و لذا از آنها به عنوان نمونه در پژوهش حاضر استفاده شده است.

### اندازه گیری متغیرها

#### متغیرهای وابسته [21]

$\alpha$  = سطوح مختلف ریسک که شامل موارد زیر می باشد:

الف) Total risk (ریسک کل) = انحراف استاندارد بازده روزانه سهام طی سال مالی

ب) Systematic risk (ریسک سیستماتیک) =

به منظور سنجش ریسک سیستماتیک از شاخص بتا طبق رابطه زیر استفاده می شود:

$$\beta = \frac{COV(R_i, R_m)}{\sigma^2(R_m)} \quad \text{رابطه (۱)}$$

که در آن:

$\beta$  شاخص ریسک سیستماتیک

$COV(R_i, R_m)$  مجموع کوواریانس (همسویی تغییرات) بازده سهام شرکت های نمونه ( $R_i$ ) و بازده

پرتفوی بازار ( $R_m$ )

$\sigma^2(R_m)$  واریانس بازده بازار

ج) Idiosyncratic risk (ریسک نامتعارف)

تجزیه و تحلیل ها جهت برآورد ریسک نامتعارف یا غیر سیستماتیک توسط انحراف معیار باقی مانده از

رگرسیون CAPM در رابطه زیر به دست می آید:

$$R_{it} - R_{ft} = a_{it} + \beta_i(R_{mt} - R_{ft}) + \varepsilon_{it} \quad \text{رابطه (۲)}$$

$R_i$  = بازده سهام شرکت i

$R_f$  = بازده دارایی بدون ریسک

$R_m$  = بازده بازار

عملکرد شرکت (QTOBINS) [۴]

نحوه محاسبه متغیر Q توبین به شرح زیر می باشد:

$$Q - \text{Tobin} = \frac{\text{بدهی ها} + \text{ارزش بازار سهام}}{\text{جمع دارایی ها}} \quad \text{رابطه (۳)}$$

**متغیر مستقل:**

DELTA (دلتا) = به عنوان تغییر در ارزش سهام مدیران ارشد اجرایی (ارزش سهام \* تعداد سهام در اختیار مدیران ارشد اجرایی) به نوسانات قیمت سهام شرکت [16,17]

**متغیر تعدیل کننده:**

مدیران زن (GENDER): متغیر تعدیل گر در این پژوهش شامل حضور مدیران زن در هیئت مدیره شرکت ها می باشد. که در صورت حضور (۱) و در غیر این صورت (۰) در نظر گرفته میشود [21].

**متغیرهای کنترلی:**

وگا (VEGA): تغییر در ارزش سهام مدیران ارشد اجرایی (ارزش سهام \* تعداد سهام در اختیار مدیران ارشد اجرایی) به نوسانات بازده سهام [16,17].

(TENURE) دوره تصدی: تعداد سالهایی که مدیرعامل در سمت فعلی فعالیت می کند.

(Age سن: شرکت تعداد سال هایی که شرکت در بورس فعالیت می کند.

(CAHSCOMP) پاداش نقدی مدیران ارشد اجرایی: مجموع حقوق و پاداش مدیران ارشد اجرایی است.

مخارج سرمایه (CAPEX): نسبت امورات و ماشین الات به مجموع دارایی

(LEV) اهرم مالی: نسبت مجموع بدهی به مجموع دارایی [۳].

**مدل های پژوهش**

$$\alpha_{it} = a_0 + a_1 \text{DELTA}_{it} + a_2 \text{DELTA} * \text{GENDER}_{it} + a_3 \text{GENDER}_{it} + a_4 \text{VEGA}_{it} + a_5 \text{CASHCOMP}_{it} + a_6 \text{TENURE}_{it} + a_7 \text{AGE}_{it} + a_8 \text{LEV}_{it} + a_9 \text{CAPEX}_{it} + \varepsilon_{it}$$

رابطه (۴)

$$\text{TOBINOSQ}_{it} = a_0 + a_1 \text{DELTA}_{it} + a_2 \text{DELTA} * \text{GENDER}_{it} + a_3 \text{GENDER}_{it} + a_4 \text{VEGA}_{it} + a_5 \text{CASHCOMP}_{it} + a_6 \text{TENURE}_{it} + a_7 \text{AGE}_{it} + a_8 \text{LEV}_{it} + a_9 \text{CAPEX}_{it} + \varepsilon_{it}$$

رابطه (۵)

تجزیه و تحلیل داده ها و آزمون فرضیه ها

آمار توصیفی متغیر های پژوهش

جدول (۱)

کیوتوبین	اهرم مالی	مدیران زن	ریسک غیر سیستماتیک	ریسک سیستماتیک	ریسک کل	وگا	دلتا	پاداش نقدی مدیران	مخارج سرمایه	سن شرکت	دوره تصدی	اندازه شرکت	
۱/۶۲	۰/۵۶	۰/۱۹	۱۰/۰۴	۰/۶۵۵	۶/۸۹	۰/۰۱	۰/۲۳	۰/۱۸	۰/۲۶	۳/۵۹	۲/۳۷	۱۴/۱۴	میانگین
۵/۷۷	۰/۹۹	۱/۰۰	۳۷/۲۱	۱۳/۶۹۱	۳۹/۸۰	۲/۴۴	۶/۷۰	۱۰/۰۰	۰/۸۴	۷/۲۴	۷	۱۹/۳۷	ماکسیمم
۰/۴۸	۰/۰۱	۰/۰	۰/۰۲	-۹/۶۱۱	۰/۰۴	۰/۰	۰/۰	۰/۰۰	۰/۰۰	۲/۱۹	۱	۱۰/۱۶	مینیمم
۰/۷۰	۰/۲۰	۰/۳۹	۸/۴۹	۲/۰۱۲	۴/۹۷	۰/۰۸	۰/۴۱	۰/۴۴	۰/۱۸	۰/۵۷	۱/۴۹	۱/۵۳	انحراف معیار

منبع: یافته های پژوهش

در جدول (۱)، اصلی ترین شاخص مرکزی، میانگین است که نشان دهنده نقطه تعادل و مرکز ثقل توزیع است و شاخص خوبی برای نشان دادن مرکزیت داده هاست. برای مثال شاخص ریسک کل دارای مقدار میانگین ۶/۸۹ می باشد که نشان می دهد بیش تر داده ها حول این نقطه تمرکز یافته اند. به طور کلی پارامترهای پراکندگی، معیاری برای تعیین میزان پراکندگی از یکدیگر یا میزان پراکندگی آنها نسبت به میانگین است. از مهم ترین پارامترهای پراکندگی، انحراف معیار است. مقدار این پارامتر برای متغیر اهرم مالی برابر با (۰/۲۰) می باشد.

#### مانایی متغیرهای پژوهش

براساس نتایج آزمون مانایی (لویین لین و چو<sup>۱</sup>) مطابق جدول (۲) همه متغیرهای حاضر در سطح صفر مانا می باشند.

جدول ۲- مانایی متغیرهای پژوهش

متغیر	ضریب	احتمال	سطح پذیرش
ریسک کل	۰/۰۳۰	-۸/۴۴۴	I (۰)
ریسک سیستماتیک	۰/۰۰۰	-۱۰/۳۷۲	I (۰)
ریسک غیر سیستماتیک	۰/۰۱۰	-۱۸/۰۱۲	I (۰)
وگا	۰/۰۰۰	-۱۱/۳۷۲	I (۰)
دلتا	۰/۰۰۵	-۱۰/۷۱۷	I (۰)
پاداش نقدی	۰/۰۰۰	-۱۷/۱۶۱	I (۰)

<sup>1</sup> Levin, Lin and Chu

۱۷. انگیزه های ریسک پذیری و جنسیت مدیران ارشد اجرایی...

I (۰)	-۴/۵۱۵	۰/۰۰۰	اندازه
I (۰)	-۱۲/۸۴۴	۰/۰۰۰	اهرم مالی
I (۰)	-۵/۶۵۱	۰/۰۰۷	مخارج سرمایه‌ای
I (۰)	-۱۲/۷۰۳	۰/۰۰۰	سن شرکت
I (۰)	-۵/۲۲۲	۰/۰۱۰	دوره تصدی
I (۰)	-۱۱/۱۷۲	۰/۰۰۰	کیوتوبین
I (۰)	-۹/۲۶۵	۰/۰۳۰	مدیران زن

منبع: یافته‌های پژوهش

### گزینش مدل مناسب داده‌های ترکیبی

#### جدول ۳- آزمون اف لیمر و هاسمن

نتیجه	احتمال	آماره	آزمون	مدل
روش تابلویی	۰,۰۰۰۴	۱/۱۸	F لیمر	اول
اثرات ثابت	۰,۰۰۰۱	۲۹/۸۹	هاسمن	
روش تابلویی	۰,۰۰۱۰	۱/۲۴	F لیمر	دوم
اثرات ثابت	۰,۰۰۰۲	۳۵/۰۵	هاسمن	
روش تابلویی	۰,۰۰۰۰	۱/۸۰	F لیمر	سوم
اثرات ثابت	۰,۰۰۰۰	۱۲۵/۵۶	هاسمن	
روش تابلویی	۰,۰۰۰۰	۴/۹۰	F لیمر	چهارم
اثرات ثابت	۰,۰۰۰۰	۱۲۳/۲۶	هاسمن	

منبع: یافته‌های پژوهش

نتایج جدول ۳ نشان می‌دهد که آماره F لیمر از سطح معناداری ۵ درصد کمتر است. سطح معناداری آزمون هاسمن نیز کمتر از ۵ درصد است. لذا برای برآورد ضرائب مدل مذکور، باید از مدل اثرات ثابت استفاده نمود.

آزمون فرضیه اول:

همانطور که در جدول شماره ۴ (۴) مشاهده می شود، برای بررسی درستی مدل، از معیارهای ضریب تعیین ( $R^2$ ) و دوربین واتسون ( $D-W$ ) و برای بررسی معنی داری مدل نیز از آماره  $F$  استفاده می شود. همان طور که در جدول (۴) مشاهده می شود، مقدار ضریب تعیین در چهار سطح، بدین معنی است که قدرت توضیح دهنده و برآزش مدل در سطح خوبی قرار دارد. آماره دوربین- واتسون در بازه ۱/۵ تا ۲/۵ نشان دهنده عدم وجود خود همبستگی از مرتبه اول می باشد، در نتیجه خود همبستگی از مرتبه اول در جزء خطای مدل وجود ندارد. در نهایت مقدار احتمال آماره  $F$  به ترتیب برابر با ۰/۰۰ می باشد و از آنجایی که مقدار احتمال آن کمتر از ۰/۰۵ است لذا معنی داری مدل تایید می شود.

درستونهای (۱) و (۲) و (۳) نتیجه اینگونه حاصل گردید که ضریب جنسیت (۰/۱۰) و (۰/۱۵) و (۰/۳۶۴) منفی و معنادار (۰/۰۰) می باشد، که نشان از رابطه معکوس مدیران زن با ریسک شرکتی در سه سطح ریسک کل، ریسک سیستماتیک و ریسک غیر سیستماتیک دارد. در واقع ضریب منفی متغیر GENDER حاکی از آن است که مدیرعاملان زن محافظه کارانه عمل می کنند. نتایج حاصل از آزمون فرضیه اول پژوهش در مدل های ۲ و ۳ جدول ۶ نشان داده شده است. با توجه به سطوح ریسک سیستماتیک، هیچ گونه شواهد و مدارک قابل توجهی در رابطه با تاثیر تعدیل کنندگی و واسطه بودن جنسیت مدیران زن شرکت بر اثر ریسک مربوط به دلتا ملاحظه نمی شود. مدیران عامل زن دارای رفتار ریسک پذیری متفاوتی هستند، اما در رابطه با انگیزه ها و مشوق های اختیاری چنین اختلافی مشاهده نمی شود. هنگامی که ریسک غیر متعارف بررسی می شود، ملاحظه می گردد که مدیرعاملان زن در واکنش به دلتا دارای ریسک پذیری کمتری هستند (مدل ۳:  $-0/210 < 0 < p < 0:05$ ). در پشتیبانی از فرضیه H1، تأثیر نقش تعاملی مدیرعاملان زن بر ارتباط بین دلتا و ریسک غیر سیستماتیک در مقایسه با روابط ریسک سیستماتیک منفی و معنادار می باشد. در نتیجه فرضیه نخست تایید می شود.

همچنین، جدول ۴ نشان می دهد که هرچه وگای پاداش مدیران بیشتر باشد، سرعت های تعدیل و تنظیم به طور کلی در سه سطح ریسک بیشتر می شوند (مدل های ۱ و ۲ و  $VEGA > 0, p < 0:05$ )؛ نتایج حاصل در واقع شواهد موجود را تأیید می کنند که VEGA سبب ترغیب و تشویق مدیران اجرایی به دربرگیری ریسک بیشتر می گردد.

جدول ۴- نتایج تاثیر مدیران زن بر رابطه بین دلتا و سطوح مختلف ریسک شرکت

متغیرها	ریسک کل			ریسک سیستماتیک			ریسک غیر سیستماتیک		
	ضریب	آماره تی	سطح معناداری	ضریب	آماره تی	سطح معناداری	ضریب	آماره تی	سطح معناداری
DELTA	۰/۱۷	۴/۲۴	۰/۰۰۲	۰/۰۸۷۹	۲/۸۷۴۰	۰/۰۴۹۲	۰/۰۲۶۶	۶/۰۱۲۶	۰/۰۰۰۰
DELTA*GENDER	-۰/۰۸	-۲/۵۹	۰/۰۲۹	-۰/۰۰۰۳	-۱/۲۱۹	۰/۲۲۳۷	-۰/۲۱۰	-۲/۱۴	۰/۰۳۱۹
GENDER	-۰/۱۰	-۲/۶۶	۰/۰۳۸	-۰/۱۵	-۱/۱۲	۰/۲۶	-۰/۰۳۶۴	-۳/۰۶۴۵	۰/۰۰۲۲
VEGA	۰/۰۸	۳/۱۳	۰/۰۰۵	۰/۱۰	۲/۳۶۱۲	۰/۰۲۱۲	۰/۱۲۸۷	۳/۶۸۴۴	۰/۰۳۲۵

۱۹.

انگیزه های ریسک پذیری و جنسیت مدیران ارشد اجرایی...

۰/۰۱۶۲	۳/۹۲۰۴	۰/۱۱۴۳	۰/۰۰۲۵	۲/۶۸۲۳	۰/۰۸۳۹	۰/۰۰۰۱	۳/۱۳۹۶	۰/۰۷۱۶	CASHCOMP
۰/۰۲۳۵	۳/۱۴۳۰	۰/۰۸۸۸	۰/۰۲۰۹	۳/۰۲۶۴	۰/۰۹۳۶	۰/۰۱۹۱	۶/۹۷۲۰	۰/۰۷۲۳	TENURE
۰/۰۱۶۰	۶/۳۵۰۶	۰/۳۰۲۵	۰/۰۰۸۱	۲/۷۴۳۳	۰/۱۲۴۶	۰/۰۱۴۰	۳/۱۴۷۹	۰/۰۸۷۶	AGE
۰/۰۰۲۹	۲/۶۵۶۰	-۰/۱۰۶۴	۰/۰۰۱۱	۲/۳۹۸۷	۰/۰۹۵۶	۰/۰۱۳۴	-۳/۱۵۱۵	-۰/۰۸۷۴	CAPEX
۰/۰۴۹۲	۲/۳۴۷۷	۰/۱۰۷۹	۰/۰۰۲۲	-۲/۵۰۲۹	-۰/۰۸۱۲۸	۰/۰۲۳۱	-۴/۸۹۸۱	-۰/۱۴۴۴	LEV
۰/۰۰۶۱	۲/۷۴۹۶	۰/۶۸۰۲	۰/۰۱۸۴	۵/۴۱۱۷	۰/۱۸۵۶	۰/۰۰۷۲	۲/۹۰۳۸	-۰/۰۹۲۸	C
۰/۷۸			۰/۶۱			۰/۴۹			ضریب تعیین
۱/۹۱			۲/۱۲			۲/۲۲			دوربین واتسون
۱۰۱/۵۸۹۴			۱۰۸/۰۲۳۱			۱۷۶/۷۵۴۰			آماره F
۰/۰۰۰۰			۰/۰۰۰۰			۰/۰۰۰۰			سطح معنی داری

منبع: یافته های پژوهش

#### آزمون فرضیه دوم:

با توجه به نتایج قابل مشاهده در جدول ۵ و با توجه به آماره F بدست آمده ۲۲/۷۷۵ که سطح خطای آن‌ها (۰/۰۰۰) می باشد، می توان ادعا کرد که در سطح اطمینان ۹۵ درصد، در مجموع الگوی پژوهش از معناداری بالایی برخوردار است. برای بررسی خود همبستگی باقیمانده های مدل رگرسیون از آزمون دوربین- واتسون استفاده شده است از آنجا که مقدار آماره دوربین واتسون ۲/۰۱۹ نشان از عدم خودهمبستگی بین اجزا اخلاص می باشد. همچنین، با توجه به ضریب تعیین تعدیل شده بدست آمده برای الگو که ۰/۷۱ است، می توان ادعا کرد که مجموع متغیرهای مستقل و کنترلی پژوهش حدود ۷۱ درصد از تغییرات متغیر وابسته را توضیح می دهند.

همان طور که در جدول ۵ مشاهده می شود، انگیزه ها و مشوق های اختیاری، به واسطه مقادیر دلتا، دارای تاثیر مستقیم و بالقوه ای بر راندمان شرکت می باشند. نتایج همچنین اثر تعدیل کننده مثبت مدیران عامل زن ( $p < 0.05, b > 0$ ) را نشان می دهد که از فرضیه H2 پشتیبانی می کند. به تعبیر دیگری می توان گفت، یک دلتای CEO زن دارای رابطه معنادار و مستقیمی با Q توبین بالاتر می باشد.

#### جدول ۵- نتایج تاثیر مدیران زن بر رابطه بین دلتا و کیوتوبین

P – Value	آماره t	ضریب رگرسیونی	متغیر
۰/۰۰۳	۲/۹۷۹	۰/۶۷۷	DELTA
۰/۰۱۱	۲/۵۳۷	۰/۲۸۲	DELTA*GENDER
۰/۰۲۱	۶/۸۰۲	۰/۰۸۸	GENDER

۰/۰۰۰	-۳/۷۲۸	-۰/۲۰۷	VEGA
۰/۰۰۰	۵/۷۴۵	۰/۰۲۶	CASHCOMP
۰/۰۳۱	۲/۱۵۹	۰/۰۲۱	TENURE
۰/۰۰۴	۲/۸۶۰	۰/۰۳۴	AGE
۰/۰۰۰	-۶/۴۵۱	-۰/۳۰۰	CAPEX
۰/۰۳۰	-۲/۱۶۰	-۰/۱۳۷	LEV
۰/۰۲۷	-۲/۲۰۹	-۱/۰۲۵	اهرم مالی
۲۲/۷۷۵ (۰/۰۰۰)	آماره F	۰/۷۴۸	ضریب تعیین
۲/۰۱۹	دوربین واتسون	۰/۷۱۴	ضریب تعیین تعدیل شده

منبع: یافته های پژوهش

### بحث و نتیجه گیری

مدل نمایندگی رفتاری به شکل گسترده‌ای برای مطالعه اثر مشوق های مدیران بر رفتار خطرپذیر (ریسک‌پذیر) استفاده شده است. اما اهمیت نقش زنان در تعیین رفتار ریسک‌پذیر و پیامدهای عملکرد بصورت کلی درون چارچوب مدل نمایندگی رفتاری نادیده گرفته شده است. این مطالعه بینش‌های جدیدی را در مورد نقش مدیران زن در تاثیرگذاری بر اینکه چگونه مشوق های اختیاری مدیران پیامدهای عملکرد ریسک شرکت را تحت تاثیر قرار می دهد توسعه می‌دهد.

نتایج نشان داد مدیران زن بر حسب اثر مستقیم خود بر استراتژی‌های شرکتی خطرگریز هستند، این موضوع هم راستا با یافته‌های پیشین می باشد [7,30,43]. همچنین شواهد نشان می‌دهد که در هنگام تحلیل ریسک غیرسیستماتیک، انگیزه های ریسک پذیری در مورد مدیران زن به یک حالت ریسک‌گریز محافظه‌کارانه منجر می‌شود. به بیان دیگر، این پژوهش نقش مدیران زن را به عنوان یک مشخصه جمعیت شناختی (دموگرافیک) برجسته‌تر در تعدیل اثر دلتا بر سطوح ریسک غیرسیستماتیک بدل می‌سازد. نتایج فرضیه دوم پژوهش مطابق با پژوهش پریمان و همکاران (۲۰۱۶) [47] است که نشان می‌دهد آن دسته از شرکت‌هایی که خانم‌ها در تیم‌های مدیریتی حضور دارند عملکرد شرکت افزایش می‌یابد. در این راستا، نتایج نشان داد با تمرکز بر مشوق‌های پاداش، زنان منجر به افزایش عملکرد شرکت می‌شوند.

یافته‌های این پژوهش می‌تواند زمینه‌هایی را برای طراحی بسته‌های پاداش بهینه برای مدیران اجرایی فراهم آورد. همچنین نتایج این پژوهش می‌تواند ابزارهایی مفید برای هیئت‌مدیره و بویژه کمیته‌های پاداش فراهم آورد، تا بسته‌های پرداخت به مدیران را طراحی کنند که رفتار ریسک متفاوت از مدیران عامل مرد و زن را با هدف بالا بردن عملکرد سیستم به حساب آورد. اگر بسته‌های پاداش، در بردارنده



پاداش مبتنی بر اختیار خرید سهام باشد می تواند با احتمال بیشتر رضایت را برای مدیران عامل ایجاد کند، که ممکن است در نهایت به عملکرد شرکتی بهتری منجر شود. در نهایت، این پژوهش می تواند سرنخها و ابزار سودمندی را برای تحقیقات آتی فراهم آورد. اولاً، این مطالعه تنها بر تاثیر مدیران زن تمرکز دارد، با این حال، دیگر ویژگیهای اجرایی غیر از جنسیت هم می تواند بر پیامدهای عملکرد و هم بر مشوق های ریسک پذیری، از جمله سن، تجربه، و کیفیت اثر داشته باشد. دوماً، این زمینه یک متغیر مهم است که وقتی ریسک پذیری تحلیل می شود و محیط اقتصادی خارجی ممکن است به خوبی یک تفاوت ایجاد کند باید آن را در نظر گرفت (مثلاً، دوره غیر بحرانی در مقابل دوره بحران).

#### فهرست منابع

۱. بیابانی، سروش، گرکز، منصور. (۱۳۹۳). "بررسی رابطه بین حضور مدیران زن در هیئت مدیره با عملکرد شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران". **دانش حسابداری و حسابرسی مدیریت**، ۳(۱۲)، ۶۳-۷۴.
۲. پورآقاجان، عباسعلی، کوپایی حاجی، مهسا. (۱۳۹۷). "بررسی تاثیر مالکیت، ریسک پذیری بر عملکرد بانک های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار". نخستین همایش ملی حسابداری و مدیریت، نطنز، دانشگاه آزاد اسلامی واحد نطنز.
۳. حمیدیان، محسن، حسینی ولشکلانی، سیده مهسا، عباسی، علیرضا. (۱۳۹۹). رابطه ساختار سرمایه و مالکیت مدیریتی با عملکرد شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. **مطالعات حسابداری و حسابرسی**، انجمن حسابداری ایران، ۹(۳۳)، ۷۵-۹۲.
۴. زندی، آناهیتا، فغانی ماکرانی، خسرو. (۱۳۹۷). "بررسی تاثیر عملکرد اجتماعی، زیست محیطی (محیطی) و اخلاقی بر عملکرد مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار". **دانش حسابداری و حسابرسی مدیریت**، ۷(۲۶)، ۱۴۵-۱۵۸.
۵. فیل سرائی، مهدی، آتشی گلستان، حجت اله. (۱۳۹۶). تئوری نمایندگی، شکل قرارداد پاداش و مدل های چند دوره ای نمایندگی. **مطالعات حسابداری و حسابرسی**، انجمن حسابداری ایران، ۶(۲۲)، ۸۲-۹۷.
۶. محمود آبادی، حمید، زمانی، زینب. (۱۳۹۵). "بررسی رابطه بین ریسک پذیری شرکت و عملکرد مالی با تاکید بر سازوکارهای راهبری شرکتی". **مطالعات تجربی حسابداری مالی**، ۱۳(۴۹)، ۱۴۱-۱۷۰.

۷. واعظ، سید علی، بنایی قدیم، رحیم. (۱۳۹۹). "دیدگاه تئوریک نسبت به فرآیند تدوین پاداش.

مطالعات حسابداری و حسابرسی، انجمن حسابداری ایران، ۹(۳۳)، ۴۳-۵۶

8. Baixauli-Soler, J.S. and Sanchez-Marin, G. (2011), "Organizational governance and TMT pay level adjustment", **Journal of Business Research**, Vol. 64 No. 8, pp. 862-870.
9. Baixauli-Soler, J.S., Belda-Ruiz, M. and Sanchez-Marin, G. (2015), "Executive stock options, gender diversity in the top management team and firm risk taking", **Journal of Business Research**, Vol. 68 No. 2, pp. 451-463.
10. Baixauli-Soler, J.S., Belda-Ruiz, M. and Sanchez-Marin, G. (2017), "An executive hierarchy analysis of stock options: does gender matter?", **Review of Managerial Science**, Vol. 11 No. 4, pp. 737-766.
11. Bertrand, M. (2010), "New perspectives on gender", **Handbook of Labor Economics**, Vol. 4, pp. 1543-1590.
12. Boyallian, P., & Ruiz-Verdú, P. (2015). CEO risk-taking incentives and bank failure during the 2007-2010 financial crisis
13. Bonner, S.E. (2008), *Judgment and Decision Making in Accounting*, Pearson Prentice Hall, Upper Saddle River, NJ.
14. Carpenter, M.A., Geletkanycz, M.A. and Sanders, W.G. (2004), "Upper echelons research revisited: antecedents, elements, and consequences of top management team composition", **Journal of Management**, Vol. 30 No. 6, pp. 749-778.
15. Carter, D.A., Simkins, B.J. and Simpson, W.G. (2003), "Corporate governance, board diversity, and firm value", **The Financial Review**, Vol. 38 No. 1, pp. 33-53.
16. Carter, M.E., Franco, F. and Gine, M. (2017), "Executive gender pay gaps: the roles of female risk aversion and board representation", **Contemporary Accounting Research**, Vol. 34, pp. 1234-1264.
17. Chakraborty, A., Gao, L. S., & Sheikh, S. (2018). "Managerial risk taking incentives, corporate social responsibility and firm risk." **Journal of Economics and Business**, , 101, 58-72.
18. Cheng, H., Hong, H., Scheinkman, J. (2015). "Yesterday's heroes: Compensation and creativerisk-taking", **Journal of Finance**, 70, 839-879.
19. Coles, J.L. and Li, Z.F. (2013), "Managerial attributes, incentives, and performance", **working paper**.
20. Coles, J.L., Daniel, N.D. and Naveen, L. (2006), "Managerial incentives and risk-taking", **Journal of Financial Economics**, Vol. 79 No. 2, pp. 431-468.
21. Davis, P.S., Babakus, E., Englis, P.D. and Pett, T. (2010), "The influence of CEO gender on market orientation and performance in service small and medium-sized

- service businesses”, **Journal of Small Business Management**, Vol. 48 No. 4, pp. 475-496.
22. Faccio, M., Marchica, M. and Mura, R. (2016), “CEO gender, corporate risk-taking and the efficiency of capital allocation”, **Journal of Corporate Finance**, Vol. 39, pp. 193-209.
23. Finkelstein, S., Hambrick, D.C. and Cannella, A.A.J. (2009), *Strategic Leadership: Theory and Research on Executives, Top Management Teams, and Boards*, Oxford University Press, Oxford.
24. Gomez-Mejia, L., Baixauli-Soler, J. S., Belda-Ruiz, M., & Sanchez-Marin, G. (2019). CEO stock options and gender from the behavioral agency model perspective: Implications for risk and performance. *Management Research: Journal of the Iberoamerican Academy of Management*.
25. Hackbarth, D. (2008), “Managerial traits and capital structure decisions”, **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, Vol. 43 No. 4, pp. 843-882.
26. Hackbarth, D. (2009), “Determinants of corporate borrowing: a behavioral perspective”, **Journal of Corporate Finance**, Vol. 15 No. 4, pp. 389-411.
27. Hambrick, D.C. (2007), “Upper echelons theory: an update”, **Academy of Management Review**, Vol. 32, pp. 334-343.
28. Hambrick, D.C. and Mason, P.A. (1984), “Upper echelons: the organization as a reflection of its top managers”, **Academy of Management Review**, Vol. 9 No. 2, pp. 193-206.
29. Heron, R.A. and Lie, E. (2016), “Do stock options overcome managerial risk aversion? Evidence from exercises of executive stock options”, **Management Science**, Vol. 63 No. 9, pp. 3057-3071.
30. Huang, J. and Kisgen, D.J. (2013), “Gender and corporate finance: are male executives overconfident relative to female executives?”, **Journal of Financial Economics**, Vol. 108 No. 3, pp. 822-839.
31. Jalbert, T., Jalbert, M. and Furumo, K. (2013), “The relationship between CEO gender, financial performance, and financial management”, **Journal of Business and Economics Research (JBER)**, Vol. 11, pp. 25-34.
32. Kahneman, D. and Tversky, A. (1979), “Prospect theory: an analysis of decisions under risk”, **Econometrica**, Vol. 47 No. 2, pp. 263-291.
33. Khan, W.A. and Vieito, J.P. (2013), “CEO gender and firm performance”, **Journal of Economics and Business**, Vol. 67, pp. 55-66.
34. Larraza-Kintana, M., Wiseman, R.M., Gomez-Mejia, L.R. and Welbourne, T.M. (2007), “Disentangling compensation and employment risks using the behavioral agency model”, **Strategic Management Journal**, Vol. 28 No. 10, pp. 1001-1019.

35. Li, J., & Tang, Y. I. (2010). "CEO hubris and firm risk taking in China: The moderating role of managerial discretion". *Academy of Management Journal*, 53(1), 45-68.
36. Loden, M. (1985), *Feminine Leadership, or, How to Succeed in Business without Being One of the Boys*, Random House, New York, NY.
37. Malmendier, U. and Tate, G. (2005), "CEO overconfidence and corporate investment", *The Journal of Finance*, Vol. 60 No. 6, pp. 2661-2700.
38. Malmendier, U. and Tate, G. (2008), "Who makes acquisitions? CEO overconfidence and the market's reaction", *Journal of Financial Economics*, Vol. 89 No. 1, pp. 20-43.
39. Martin, A.D., Nishikawa, T. and Williams, M.A. (2009), "CEO gender: effects on valuation and risk", *Quarterly Journal of Finance and Accounting*, Vol. 48, pp. 23-40.
40. Martin, G.P., Gomez-Mejia, L.R. and Wiseman, R.M. (2013), "Executive stock options as mixed gambles: revisiting the behavioral agency model", *Academy of Management Journal*, Vol. 56 No. 2, pp. 451-472.
41. Martin, G., Washburn, N., Makri, M. and Gomez-Mejia, L.R. (2015), "Not all risk taking is born equal: the behavioral agency model and CEO's perception of firm efficacy", *Human Resource Management*, Vol. 54 No. 3, pp. 483-498.
42. Mateos de Cabo, R., Gimeno, R. and Escot, L. (2011), "Disentangling discrimination on Spanish boards of directors", *Corporate Governance: An International Review*, Vol. 19, pp. 7-95.
43. Mohan, N. (2014), "A review of the gender effect on pay, corporate performance and entry into top management", *International Review of Economics and Finance*, Vol. 34, pp. 41-51.
44. Niu, J. (2010), "The effect of CEO overconfidence on bank risk taking", *Economics Bulletin*, Vol. 30, pp. 328-3299.
45. Orens, R. and Reheul, A. (2013), "Do CEO demographics explain cash holdings in SMEs?", *European Management Journal*, Vol. 31 No. 6, pp. 549-563.
46. Palvia, A., Vahamaa, E. and Vahamaa, S. (2015), "Are female CEOs and chairwomen more conservative and risk averse? Evidence from the banking industry during the financial crisis", *Journal of Business Ethics*, Vol. 131 No. 3, pp. 577-594.
47. Paton, R. and Dempster, L. (2002), "Managing change from a gender perspective", *European Management Journal*, Vol. 20 No. 5, pp. 539-548.
48. Peltomäki, J., Swidler, S. and Vähämaa, S. (2018), "Age, gender, and risk-taking: evidence from the S&P 1500 executives and firm riskiness", **working paper**.
49. Peni, E. (2014), "CEO and chairperson characteristics and firm performance", *Journal of Management and Governance*, Vol. 18, pp. 185-205.

50. Perryman, A.A., Fernando, G.D. and Tripathy, A. (2016), "Do gender differences persist? An examination of gender diversity on firm performance, risk, and executive compensation", **Journal of Business Research**, Vol. 69 No. 2, pp. 579-586.
51. Roxas, M.L. and Stoneback, J.Y. (2004), "The importance of gender across cultures in ethical decisionmaking", **Journal of Business Ethic**, Vol. 50 No. 2, pp. 149-165.
52. Tian, Y.S. (2004), "Too much of a good incentive? The case of executive stock options", **Journal of Banking and Finance**, Vol. 28 No. 6, pp. 1225-1245.
53. Serfling, M.A. (2014), "CEO age and the riskiness of corporate policies", **Journal of Corporate Finance**, Vol. 25, pp. 251-273.
54. Tsui, A.S. and O'Reilly, C.A. (1989), "Beyond simple demographic effects: the importance of relational demography in superior-subordinate dyads", **Academy of Management Journal**, Vol. 32, pp. 402-423.
55. Tversky, A. and Kahneman, D. (1992), "Advances in prospect theory: cumulative representation of uncertainty", **Journal of Risk and Uncertainty**, Vol. 5 No. 4, pp. 297-323.
56. Vieito, J.P. (2012), "Gender, top management compensation gap, and company performance: tournament versus behavioral theory", **Corporate Governance: An International Review**, Vol. 20 No. 1, pp. 46-63.
57. Vieito, J.P. and Khan, W.A. (2012), "Executive compensation and gender: S&P 1500 listed firms", **Journal of Economics and Finance**, Vol. 36, pp. 371-399.
58. Wiseman, R.M. and Gomez-Mejia, L.R. (1998), "A behavioral agency model of managerial risk taking", **Academy of Management Review**, Vol. 23 No. 1, pp. 133-153.
59. Wowak, A.J. and Hambrick, D.C. (2010), "A model of person-pay interaction: how executives vary in their responses to compensation arrangements", **Strategic Management Journal**, Vol. 31, pp. 803-821.
60. Zhu, D.H. and Westphal, J.D. (2014), "How directors' prior experience with other demographically similar CEOs affects their appointments onto corporate boards and the consequences for CEO compensation", **Academy of Management Journal**, Vol. 57 No. 3, pp. 791-813.



## CEO Risk-Taking Incentives and and gender from the behavioral agency model perspective Implications for risk and performance

**Fraydoon Rahnamay Roodposhti (PhD)<sup>1</sup>**

Professor of Accounting, Islamic Azad University, Science and Research Branch, Tehran, Iran

**Anahita Zandi (PhD)<sup>2</sup>©**

Ph.D of Accounting and Islamic Azad University lecturer, Iran

(Received: August 31, 2020; Accepted: January 18, 2021)

**Objective:** The aim of this paper is to develop a behavioral representation model by focusing on the moderating role of female managers on the relationship between risk-taking motivations and risk“systematic vs idiosyncratic” and performance outcomes.

**Methods:** This research has been carried out using annual data of companies accepted in Tehran Stock Exchange during the period of 2012-2018. For testing of research hypotheses, multivariate linear regression has been used based on panel data.

**Results:** The results of the first hypothesis show that the effect of the interactive role of female managers on the relationship between delta and non-systematic risk is negative and significant compared to systematic risk relationships. The results of the second hypothesis also show that female managers have a direct impact on the relationship between voluntary incentives for managers (Delta) and company performance.

**Conclusion:** The results suggest a very conservative, risk-averse situation for female managers when they are given optional incentives for idiosyncratic (firm-specific) risk. Also, the results confirm that female managers are less likely to face areas of systematic risk, although more conservative, but lead to increased company performance.

**Keywords:** Systematic Risk, Idiosyncratic Risk, Performance, Behavioral Agency Model, Female Managers.

---

<sup>1</sup> rahnama.roodposhti@gmail.com

<sup>2</sup> zandi\_anna@yahoo.com ©(Corresponding Author)