

An Investigation the Impact of Enterprise Risk Management on Financial Performance, Value and Stocks Risk of Companies: Moderated Approach of Corporate Governance

Qodratollah Barzegar¹, Saboora Qolamali Tabar Firoozjai²

1. Assistant Professor, Department of Accounting, Faculty of Economic and Administrative Sciences, Mazandaran University, Babolsar, Iran. gh_barzegar@umz.ac.ir
2. MA in accounting department, Faculty of Economics, Management and Administrative Sciences, Semnan University, Semnan, Iran. sfirouzjaei@yahoo.com

ABSTRACT

Received: 04/02/1401 - Accepted: 08/03/1401

Enterprise risk management is an elixir for organizational bottlenecks because it helps managers to be in the right decision position, in line with the risk to improve the performance and increase the value of the company and its disclosure as a positive signal for investors to evaluate the company's vision and recognizing enterprise risk management is an important step in transforming a business unit.

This study seeks to investigate the effect of enterprise risk management on financial performance, value and stock risk of companies with a corporate governance adjustment approach. In order to achieve this goal, strategic, operational, reporting and compliance risk management criteria were used to identify enterprise risk management. financial information of the statistical population of the research, companies accepted in the Iranian capital market to collect research hypotheses of a sample of 90 manufacturing companies during the period 2011-2019 and structural equation modeling method Based on partial least squares (PLS) was used to analyze the data. The results show that business risk management has a positive and significant effect on financial performance and firm value, but enterprise risk management has no effect the firm stock risk. Furthermore, the findings of the research indicate that corporate governance is not moderating role on the relationship between enterprise risk management and financial performance, stock risk and firm value.

Keywords: Enterprise Risk Management, Corporate Governance, Financial Performance, Firm Value, Firm Stock Risk.

بررسی تأثیر مدیریت ریسک کسب و کار بر عملکرد مالی، ارزش و ریسک سهام شرکت ها: رویکرد تعدیلی حاکمیت شرکتی

قدرت اله برزگر^۱، صبورا غلامعلی تبار فیروزجایی^۲

۱. استادیار گروه حسابداری، دانشکده علوم اقتصادی و اداری، دانشگاه مازندران، بابلسر، ایران. gh_barzegar@umz.ac.ir
۲. کارشناس ارشد گروه حسابداری، دانشکده اقتصاد، مدیریت و علوم اداری، دانشگاه سمنان، سمنان، ایران. sfirouzjaei@yahoo.com

چکیده

مدیریت ریسک کسب و کار نوعی اکسیر برای تنگناهای سازمانی شمرده می شود زیرا به مدیران کمک می کند در وضعیت تصمیم گیری صحیح، همسو با ریسک برای ارتقای عملکرد و افزایش ارزش شرکت قرار بگیرند و افشای آن به عنوان یک سیگنال مثبت برای سرمایه گذاران که چشم انداز شرکت را ارزیابی کنند و به رسمیت شناختن مدیریت ریسک کسب و کار، گام مهمی در جهت تحول واحد تجاری است. این پژوهش درصدد است تأثیر مدیریت ریسک کسب و کار بر عملکرد مالی، ارزش و ریسک سهام شرکت ها را با رویکرد تعدیلی حاکمیت شرکتی بررسی کند. به منظور دستیابی به این هدف، برای شناسایی مدیریت ریسک کسب و کار از معیارهای مدیریت ریسک استراتژیک، عملیاتی، گزارشگری و انطباق استفاده شد. اطلاعات مالی جامعه آماری پژوهش، شرکت های پذیرفته شده در بازار سرمایه ایران که به منظور آزمون فرضیه های پژوهش نمونه ای متشکل از ۹۰ شرکت تولیدی طی دوره زمانی ۱۳۹۷-۱۳۹۰ جمع آوری و از روش مدل سازی معادلات ساختاری مبتنی بر حداقل مربعات جزئی (PLS) جهت تجزیه و تحلیل داده ها استفاده گردید. نتایج پژوهش نشان می دهد مدیریت ریسک کسب و کار بر عملکرد مالی و ارزش شرکت تأثیر مثبت و معنادار دارد، اما مدیریت کسب و کار بر ریسک سهام شرکت تأثیر ندارد. علاوه بر این، یافته های پژوهش بیانگر آن است که حاکمیت شرکتی بر رابطه میان مدیریت ریسک کسب و کار و عملکرد مالی، ریسک سهام و ارزش شرکت نقش تعدیلی ایفا نمی کند.

کلیدواژه ها: مدیریت ریسک کسب و کار، حاکمیت شرکتی، عملکرد مالی، ارزش شرکت، ریسک سهام شرکت.

مقدمه

با توجه به رشد سریع اقتصادهای جهان در چند دهه گذشته، اهمیت پیاده سازی مدیریت ریسک در تدوین استراتژی هر سازمان مورد توجه قرار گرفته است. ماهیت انواع ریسک های پیش رو به دلیل رقابت سریع، پیشرفت سریع فناوری و رفتار متفاوت مشتریان که حتی پیش بینی آن دشوار است، در حال افزایش است. در میان این محیط به سرعت در حال تغییر، مبهم و پویا، کسب و کارها برای بقا و دستیابی به رشد پایدار سازمان های خود تلاش می کنند تا ارزش خود را افزایش دهند. دنیای تجارت ناپایدار کنونی شرکت ها را ملزم می کند تا با طیف گسترده ای از ریسک ها که سازمان ها را تهدید می کند، مقابله کنند. روش های ضعیف رویکرد مدیریت ریسک سنتی^۱ در دوره بحران های جهانی اخیر آشکار شده است و برای حل مشکلات و چالش های پیش روی کسب و کار در این محیط پویا، استفاده از یک راه حل مناسب برای مدیریت ریسک، ضروری است. تحت این شرایط، مدیریت ریسک کسب و کار^۲ به عنوان یک راه حل مؤثر برای محافظت از کسب و کار در برابر ریسک های احتمالی و بهینه سازی ارزش شرکت و افزایش مزایای سهامداران، به کار گرفته شد (سیتپولونچگل^۳، ۲۰۱۶).

امروزه پشتیبانی از مدیریت ریسک کسب و کار در بیشتر کشورهای جهان، موفقیت چشمگیری را در کاهش بحران اقتصادی و بهبود کیفیت اطلاعات حسابداری نشان می دهد. به رسمیت شناختن مدیریت ریسک کسب و کار در سراسر جهان، گام مهمی در جهت تحول واحد تجاری و دارای زمینه های اصلی در پژوهش های حسابداری است. برخی از آن ها شامل حاکمیت ریسک، حاکمیت شرکتی، نظارت بر شرکت و مالکیت شرکتی است (اولاینکا^۴ و همکاران، ۲۰۱۹). مدیریت ریسک کسب و کار، یک رویکرد مؤثر

1. Traditional Risk Management
2. Enterprise Risk Management
3. Sithipolvanichgul
4. Olayinka & et al

در مدیریت ریسک‌های کل شرکت است که توسط رهبران شرکت‌های مدرن مورد توجه است. عناصر اساسی برای بقا در این اقتصاد مدرن پویا، پذیرش کسب‌وکار با توجه به تغییرات در بازار و استفاده از فرصت‌های غالب و با درک انتخاب صحیح است زیرا هر انتخاب از عملیاتی تا استراتژیک، با انواع مختلفی از ریسک مواجه است (آی ارام^۱، ۲۰۱۸).

مدیریت ریسک کسب‌وکار، در دنیای تجارت مدرن به عنوان یک روش مؤثر مدیریت ریسک جذابیت دارد تا با ایجاد و محافظت از ارزش شرکت، دوام بلندمدت آن را افزایش دهد (پیرا^۲ و همکاران، ۲۰۲۰). از جمله سازوکارهایی که می‌تواند مشکل حاکمیت شرکتی را کاهش دهد، یک سیستم مدیریت ریسک کارآمد است (والش و سیوارد^۳، ۱۹۹۰). بنابراین، مدیریت ریسک کسب‌وکار یک سازوکار مهم در چارچوب حاکمیت شرکتی است که می‌تواند به عنوان یک سازوکار نظارت یا کنترل، در همسوز کردن روابط مدیرعامل به منظور کاهش مسئله نمایندگی مورد استفاده قرار گیرد. حاکمیت شرکتی خوب می‌تواند با ارتقای عملکرد شرکت‌ها و افزایش دسترسی آن‌ها به منابع مالی، زمینه‌های رشد و توسعه اقتصادی پایدار را فراهم آورد و با کاهش میزان آسیب‌پذیری شرکت‌ها در مواقع بروز بحران مالی، حقوق مالکیت را تقویت کند. علاوه بر این، هزینه معاملات و هزینه سرمایه را کاهش دهد و به گسترش بازار سرمایه کمک کند. اجرای سیستم مدیریت ریسک کسب‌وکار عملکرد شرکت را بهبود می‌بخشد و نه تنها برای عملکردهای مالی بلکه برای ارتقای عملکردهای غیرمالی نیز تأثیر بسزایی خواهد داشت (راسید^۴ و همکاران، ۲۰۱۴). از طرفی، عملکرد و چشم‌انداز آتی شرکت را می‌توان از ارزش بالای شرکت مشاهده کرد زیرا یکی از اهداف تأسیس شرکت، ایجاد ارزش و افزایش ارزش پایدار شرکت با هدف بلندمدت همراه با به حداکثر رساندن ارزش سهامداران است (نورو

1. Institute of Risk Management
 2. Perera & et al
 3. Walsh & Seward
 4. Rasid & et al

آستیکا^۱، ۲۰۱۶). رسالت COSO از طریق مطابقت چارچوب جامع ورهنمودها برای مدیریت ریسک از طریق کنترل داخلی، می تواند از تقلب جلوگیری و عملکرد سازمانی را بهبود ببخشد (نورحیاتی^۲، ۲۰۱۹). مدیریت ریسک کسب و کار نوسان های سود شرکت را کاهش و ارزش آن را افزایش می دهد. شرکت هایی که مدیریت ریسک کسب و کار را در پیش می گیرند، شاهد کاهش نوسان قیمت سهام خود هستند. این معنی که مدیریت ریسک کسب و کار توانایی ایجاد ثبات در سودآوری و حفظ آن را داراست (گونزالس^۳ و همکاران، ۲۰۲۰).

در سال های اخیر، شرکت ها توجه ویژه ای به اندازه گیری و مدیریت ریسک کسب و کار دارند و در پی یافتن روش هایی برای ارزیابی آن در سازمان ها می باشند تا به وسیله آن بتوان ارزش و عملکرد شرکت را ارتقا داد. به عبارتی، سؤالاتی مطرح می شود که آیا می توان انتظار داشت مدیریت ریسک کسب و کار به عنوان یک ابزار مؤثر بر عملکرد مالی، ریسک سهام و ارزش شرکت اثر دارد؟ و اینکه آیا حاکمیت شرکتی بر رابطه میان مدیریت ریسک کسب و کار و عملکرد مالی، ریسک سهام و ارزش شرکت نقش مهمی را ایفا می کند؟

مبانی نظری

مدیریت ریسک کسب و کار چارچوبی است که بر پذیرش رویکرد نظام مند و سازگار برای مدیریت تمام ریسک های پیش روی سازمان متمرکز است. مدیریت ریسک کسب و کار به عنوان یک چارچوب یکپارچه یا فرایند مدیریت وابستگی متقابل بین ریسک در کل شرکت شناخته شده است که توسط آن شرکت نیاز به ایجاد حاکمیت و فرهنگ ریسک کاملاً سازمان یافته برای شناسایی، اندازه گیری، مدیریت و افشای کلیه ریسک های اصلی در تمام سطوح شرکت درباره اطلاعات، ارتباطات و آموزش مؤثر

1. Noor & Astika
2. Nurhayati
3. GonzAlez & et al

کارکنان به منظور افزایش عملکرد کسب و کار، اثربخشی سازمان و افزایش ارزش سهامداران را درک می‌کند (سیتپلونچگل، ۲۰۱۶). مدیریت ریسک کسب و کار مفهومی سازمانی است که در تمام سطوح سازمان اعمال می‌شود. مدیر ریسک با استفاده از مدیریت ریسک کسب و کار به طور مداوم بر میزان مواجهه با ریسک نظارت می‌کنند و می‌توانند برای تغییر استراتژی یا جهت اطمینان از قابل قبول بودن میزان ریسک پذیرفته شده، مورد استفاده قرار گیرند (کوزو^۱، ۲۰۰۴). مدیریت ریسک کسب و کار فرایندی است که توسط هیأت مدیره، مدیریت و سایر کارکنان، در تنظیم استراتژی و در سراسر شرکت اعمال می‌شود. برای شناسایی وقایع احتمالی که ممکن است واحد تجاری را تحت تأثیر قرار دهند و مدیریت ریسک به منظور قرار گرفتن ریسک در سطح منطقی، اطمینان معقول به منظور دستیابی به اهداف واحد تجاری را فراهم می‌کند (کوزو، ۲۰۰۴). هدف مدیریت ریسک کسب و کار، ارتقای آگاهی از منابع ریسک و رفع آن با بهبود تصمیم‌گیری استراتژیک و عملیاتی است. در نتیجه، با بهبود کارایی، عملکرد شرکت افزایش می‌یابد، نوسانات و هزینه سرمایه کاهش و ارزش شرکت افزایش می‌یابد. در اجرای مدیریت ریسک کسب و کار، مواردی مانند افراد، دارایی فکری، ارزش برند، تخصص و مهارت، منبع اصلی جریان سود و اجرای قانون به عنوان برخی از زمینه‌ها یا جنبه‌های سازمان ذکر شده است که مدیر ریسک باید بررسی کند و به سازمان کمک می‌کند تا فشارهای مهم تجاری را متعادل کند. مسئولیت به موفقیت رساندن سهامداران و ریسک‌های مرتبط با آن در واحد تجاری به روشی قابل دستیابی از نظر واحد کسب و کار با اهمیت است زیرا در پذیرش یک رویکرد نظام مند و سازگار برای مدیریت تمام ریسک‌های پیش روی سازمان و ترکیب سازوکارهای حاکمیت شرکتی، به حداکثر رساندن ثروت سهامداران بسیار حایز اهمیت است (آندیگو^۲، ۲۰۱۸).

در زمینه مدیریت ریسک کسب و کار، نشان داده شده است که موضوعات نمایندگی بر

1. COSO
2. Ondigo

نگرش مدیریتی نسبت به ریسک‌پذیری و پوشش ریسک تأثیر می‌گذارد (اسمیت و استولز^۱، ۱۹۸۵). این نظریه همچنین عدم تطابق احتمالی منافع بین سهامداران، مدیریت و دارندگان بدهی را به دلیل عدم تقارن در توزیع درآمد توضیح می‌دهد که شرکت می‌تواند بیش از حد ریسک کند یا در پروژه‌های دارای ارزش خالص مثبت شرکت نکند (مایرز و اسمیت^۲، ۱۹۸۷). در نتیجه، نظریه نمایندگی نشان می‌دهد که سیاست‌های پوشش ریسک می‌تواند تأثیر مهمی بر ارزش شرکت داشته باشند (کلیمچاک^۳، ۲۰۰۷). «جنسن»^۴ (۱۹۸۶) استدلال می‌کند که نقش مدیران به عنوان نمایندگان ذینفعان، مملو از تضاد منافع است که می‌تواند بر انتخاب دارایی، رفتار شرکت، کارایی و عملکرد تأثیر بگذارد. نظریه نمایندگی به عنوان جدایی مالکیت از کنترل تضاد ایجاد می‌کند که می‌تواند از طریق مدیریت ریسک کسب و کار و همچنین حاکمیت شرکتی برای همسویی منافع هیأت مدیره و مدیران و با حداکثر رساندن ثروت سهامداران مدیریت شود. بر اساس تضاد نمایندگی، مالک باید یک سیستم کنترل داخلی در نظارت بر رفتار فرصت طلبانه نماینده را طراحی کند که می‌تواند به مالک آسیب برساند. این سیستم کنترل داخلی سپس به یک سیستم مدیریت ریسک توسعه یافته است که تمام جنبه‌های شرکت را پوشش می‌دهد به طوری که سیستم مدیریت ریسک کسب و کار را در نظر گرفتن ریسک‌های مختلفی که ممکن است رخ دهد و برای دستیابی به چشم‌انداز شرکت، می‌تواند در مشاهده شرکت به عنوان یک نهاد کلی، جامع باشد (جنسن و مک‌کلینگ^۵، ۱۹۷۶). اجرای مدیریت ریسک کسب و کار به عنوان وظیفه قانونی سازمان در جهت ایجاد ارزش برای ذینفعان در نظر گرفته می‌شود. فشار جامعه پس از تجربه رسوایی‌های مالی شرکت‌ها در چند وقت اخیر افزایش یافته است. این شکست‌های سازمانی سبب افزایش

1. Smith & Stulz
 2. Mayers & Smith
 3. Klimczak
 4. Jensen
 5. Jensen & Meckling

فشار نظارتی بر نیاز سازمان‌ها برای اتخاذ نظارت دقیق‌تر بر شرکت‌ها و مدیریت ریسک در ایجاد ارزش و عملکرد می‌شود (اولاینکا و همکاران، ۲۰۱۹).

نظریه مباشرت معتقد است که هیچ منفعی بین مدیران و مالکان وجود ندارد و هدف حاکمیت دقیقاً یافتن سازوکارها و ساختاری است که هماهنگی مناسب بین دو طرف را تسهیل نماید (دونالدسون^۱، ۱۹۹۰). بر اساس این نظریه، مدیران شرکت انگیزه خواهند داشت تا در جهت منافع اصولی خود هرچه بهتر عمل کنند. نظریه مباشرت فرض می‌کند که رابطه قوی بین رضایت مالک و موفقیت سازمانی وجود دارد. مدیران تلاش خواهند کرد تا از طریق عملکرد عالی شرکت، رفاه سهامداران را محافظت و آن را به حداکثر برسانند تا ذینفعان بتوانند عملکرد بهینه شرکت را ارزیابی کنند. رفتار مدیریت در نظریه مباشرت متمایل به منافع بلندمدت شرکت است. در این شرایط، مدیریت شرکت همیشه سعی می‌کند عملکرد شرکت و مدیریت ریسک را ارزیابی کند تا تمام امکاناتی را که می‌تواند پایداری تجارت را تهدید کند، به حداقل برساند. همچنین، می‌توان نتیجه گرفت که نظریه مباشرت یکی از نظریه‌های مؤثر برای تبیین اجرای مدیریت ریسک کسب و کار در شرکت‌هاست. اجرای مؤثر مدیریت ریسک کسب و کار در شرکت‌ها به مدیران یا مدیریت شرکت در دستیابی به اهداف شرکت مانند افزایش ارزش شرکت کمک خواهد کرد. بر اساس نظریه مباشرت، به حداکثر رساندن سودمندی یک گروه در نهایت به حداکثر رساندن منافع افراد در سازمان‌هاست. مدیریت از طریق عملکرد، از سهامداران محافظت کرده و منافع آن‌ها را به حداکثر می‌رساند. مدیرانی که با موفقیت عملکرد را بهبود می‌بخشند، بیشتر می‌توانند ذی‌نفعان سایر سازمان‌ها را راضی کنند. بنابراین، مدیران طرفدار سازمان انگیزه دارند که عملکرد را به حداکثر برسانند و منافع سهامداران را برآورده کنند. ادغام نظریه نمایندگی و نظریه مباشرت، بر رفتار و عملکرد سازمانی تأثیر می‌گذارد (دیکهاوت و مک‌کیب^۲، ۱۹۹۷).

1. Donaldson

2. Dickhaut & McCabe

پیشینه پژوهش

یافته‌های پژوهش «آلتاناشات و همکاران»^۱ (۲۰۱۹) با استفاده از مدل سازی معادلات ساختاری نشان داد که اجرای مدیریت ریسک کسب و کار، تأثیر قابل توجهی بر عملکرد نهادی دارد. نتایج پژوهش «هندایانی و همکاران»^۲ (۲۰۲۰) بیانگر تأثیر سازوکارهای حاکمیت شرکتی بر ارزش شرکت است. عملکرد مالی شرکت‌ها اثر سازوکارهای حاکمیت شرکتی را بر ارزش شرکت به عنوان میانجی عمل می‌کند. «محمدعلی و همکاران»^۳ (۲۰۱۹) و «شاد، لای»^۴ (۲۰۱۸) دریافتند که اجرای مدیریت ریسک کسب و کار اثر مثبت و معناداری بر عملکرد شرکت‌ها دارد. یافته‌های پژوهش «ماروهان و همکاران»^۵ (۲۰۱۸) نشان می‌دهد میزان اجرای ERM در بین شرکت‌های نمونه در سطح متوسط است. اندازه هیأت‌مدیره و تخصص هیأت‌مدیره، تأثیر زیادی در اجرای ERM دارد. ویژگی‌های حاکمیت شرکتی با اجرای ERM ارتباط مثبت و معناداری دارند.

نتایج پژوهش «وانگ و همکاران»^۶ (۲۰۱۹) نشان داد حاکمیت شرکتی بهتر می‌تواند هم‌زمان عملکرد شرکت را بهبود بخشد و ریسک شرکت را به‌ویژه در دوره بحران کاهش دهد. از طرفی، نتایج پژوهش «نورحیاتی»^۷ (۲۰۱۹) با استفاده از رویکرد الگوسازی معادلات ساختاری نشان می‌دهد که عناصر حاکمیت، عملکرد را بهبود می‌بخشد. چارچوب کنترل داخلی تأثیر مثبتی بر عملکرد دارد و مدیریت ریسک کسب و کار یک چارچوب جامع برای مدیریت ریسک است. نتایج پژوهش «زونگو و همکاران»^۸ (۲۰۱۸) نشان می‌دهد کیفیت بالای مدیریت ریسک کسب و کار، ریسک‌های شرکت را کاهش می‌دهد. همین‌طور، مدیریت ریسک کسب و کار در مقایسه با مدیریت ریسک سنتی، در

1. Altanashat & et al
2. Handayani & et al
3. Mohd Ali & et al
4. Shad & Lai
5. Maruhun & et al
6. Wang & et al
7. Nurhayati
8. Zungu & et al

کاهش ریسک‌های شرکت مؤثرتر و کارآمدتر است. «عسگرنژاد نوری و امکانی» (۱۳۹۵) دریافتند که مدیریت اثربخش ریسک بر نرخ بازده دارایی‌ها و رشد ارزش بازار، تأثیر مثبت دارد. اهرم مالی تنها در ارتباط بین مدیریت اثربخش ریسک و نرخ بازده دارایی‌ها نقش واسطه‌ای داشته است. «صیادی و همکاران» (۱۳۹۸) نشان دادند که مدیریت ریسک شرکت به تنهایی تأثیری بر رابطه توان مدیریت در افزایش یا کاهش ناکارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌ها ندارد. مهم‌ترین نکته همواره ترکیب تعاملی متغیر مدیریت ریسک تجاری با توانایی مدیریت که اعتقاد بر این بود که بتواند کارایی سرمایه‌گذاری را افزایش دهد نیز مورد تأیید قرار نگرفت.

بسط فرضیه‌های پژوهش

در پژوهش حاضر، بعد از بررسی مبانی نظری و پیشینه پژوهش، با توجه به ادبیات نظری، فرضیه‌های پژوهش تدوین و در ادامه بررسی شده است. مطابق با نظریهٔ مباشرت، بیان می‌شود که مدیران شرکت در جهت منافع مشترک عمل خواهند کرد. اجرای مدیریت ریسک کسب و کار در شرکت‌ها می‌تواند توسط مدیران شرکت در جهت حفاظت از منافع ذینفعان، به ویژه مالکان شرکت انجام شود. در اجرای مدیریت ریسک کسب و کار، مدیریت تلاش خواهد کرد تمام ریسک‌های شرکت را به حداقل برساند تا اهداف شرکت به خطر نیفتد. در عین حال، ارزش شرکت افزایش یابد. ریسک‌پذیری شرکت‌ها تأثیر مثبتی بر ارزش آن‌ها دارد. بنابراین، اگر مدیران ریسک‌پذیری را کاهش دهند، ارزش شرکت کاهش می‌یابد. هدف از فرایند مدیریت ریسک کسب و کار، محافظت و افزایش ارزش سهامداران است (بارتون و همکاران^۱، ۲۰۰۲). هدف از مدیریت ریسک شرکت، ایجاد ارزش افزوده در هر فعالیت سازمانی به طور مداوم است. از نظر مفهومی، رویکرد تلفیق مدیریت ریسک کسب و کار می‌تواند از چند طریق ارزش شرکت را افزایش دهد. از طریق ارزیابی تمام ریسک‌ها و مدیریت ریسک کسب و کار، شرکت‌ها

می‌توانند عوامل ریسک را با توجه به میل به ریسک، اولویت بندی کنند (لین و همکاران^۱، ۲۰۱۲). بنابراین، فرضیه زیر تأثیر مدیریت ریسک کسب و کار را در ارزش شرکت‌ها بررسی می‌کند.

فرضیه ۱: مدیریت ریسک کسب و کار بر ارزش شرکت‌ها تأثیر دارد.

یک عنصر اساسی مدیریت ریسک، پوشش ریسک است. یکی از فرضیه‌های اصلی احتمال پایین ورشکستگی ذاتی، روند پوشش و مدیریت ریسک است. به طور خاص، «اسمیت و استولز» (۱۹۸۵) بیان می‌کنند که احتمال وجود مشکلات مالی برای شرکت کمتر است وقتی شرکت‌ها ریسک‌های خود را کنترل و مدیریت می‌کنند و با استفاده از رابطه بین پوشش و نوسانات بازده سهام دریافتند که وظیفه مدیریت ریسک، بهبود عملکرد شرکت و ارزش سهام و کاهش واریانس بازده سهام است (گونزالس و همکاران، ۲۰۲۰). برای بررسی این موضوع، فرضیه زیر تدوین شده است:

فرضیه ۲: مدیریت ریسک کسب و کار بر ریسک سهام شرکت‌ها تأثیر دارد.

بر اساس نظریه نمایندگی، اجرای یک سیستم مدیریت ریسک قوی مانند مدیریت ریسک کسب و کار می‌تواند عملکرد کلی شرکت و ارزش سهامداران را افزایش دهد (ایدريس و همکاران^۲، ۲۰۱۶). پژوهشگران مدیریت ریسک کسب و کار استدلال می‌کنند که این به نفع شرکت‌هاست که با کاهش درآمد و نوسان قیمت سهام، کاهش هزینه سرمایه خارجی و افزایش کارایی سرمایه، ارزش سهامداران را افزایش می‌دهند (لچنر و گتزرت^۳، ۲۰۱۸) و با استفاده مداوم از دارایی‌های استراتژیک، به عملکرد برتر و مزیت رقابتی دست می‌یابند (ورنفلت^۴، ۱۹۸۴).

مدیریت ریسک کسب و کار به مدیریت در دستیابی به عملکرد واحد تجاری و اهداف سودآوری کمک و از اتلاف منابع جلوگیری می‌کند (کوزو، ۲۰۰۴). لذا با توجه به اهمیت

1. Lin & et al
2. Idris & et al
3. Lechner & Gatzert
4. Wernerfelt

مدیریت ریسک کسب و کار در بهبود عملکرد سازمان‌ها، فرضیه زیر تدوین شده است:

فرضیه ۳: مدیریت ریسک کسب و کار بر عملکرد مالی شرکت‌ها تأثیر دارد.

ساختارهای مؤثر حاکمیت شرکتی، شرکت‌ها را به ایجاد ارزش از طریق کارآفرینی، نوآوری، توسعه و اکتشاف و ارائه سیستم‌های پاسخگویی و کنترل متناسب با ریسک‌های موجود ترغیب می‌کند. نظریه نمایندگی نشان می‌دهد که سیاست‌های پوشش ریسک می‌تواند تأثیر مهمی بر ارزش شرکت داشته باشد (کلیمچاک، ۲۰۰۷). «جنسن» (۱۹۸۶) استدلال می‌کند که نقش مدیران به عنوان نمایندگان ذی‌نفعان، مملو از تضاد منافع است که می‌تواند بر انتخاب دارایی، رفتار شرکت، کارایی و عملکرد تأثیر بگذارد. نظریه نمایندگی ناشی از جدایی مالکیت، از کنترل تضاد منافع حمایت می‌کند و می‌تواند از طریق مدیریت ریسک کسب و کار و همچنین حاکمیت شرکتی برای همسویی منافع هیأت مدیره و مدیران عمل کند. در عین حال، تا به حد اکثر رساندن ثروت سهامداران کمک نماید.

حاکمیت شرکتی خوب می‌تواند با ارتقای عملکرد شرکت‌ها و افزایش دسترسی آن‌ها به منابع مالی، زمینه‌های رشد و توسعه اقتصادی پایدار را فراهم آورد و با کاهش میزان آسیب‌پذیری شرکت‌ها در مواقع بروز بحران مالی، حقوق مالکیت را تقویت کند. علاوه بر این، هزینه معاملات و هزینه سرمایه را کاهش می‌دهد و به گسترش بازار سرمایه کمک می‌کند. شرکت‌هایی که مدیریت ریسک کسب و کار را در پیش می‌گیرند شاهد کاهش نوسان قیمت سهام هستند؛ به این معنی که درک مدیریت ریسک کسب و کار توانایی ایجاد ثبات در درآمد شرکت‌ها و حفظ آن را دارد. با استفاده از مدیریت ریسک کسب و کار و سیستم‌های پوششی ریسک منجر به ایجاد ارزش و افزایش ثبات مالی شرکت می‌شود (گونزالس و همکاران، ۲۰۲۰). در راستای اهمیت حاکمیت شرکتی در رابطه بین مدیریت ریسک کسب و کار و عملکرد مالی، ریسک سهام و ارزش شرکت‌ها فرضیه‌های زیر تدوین شده است:

فرضیه ۴: حاکمیت شرکتی اثر تعدیل کننده بر رابطه بین مدیریت ریسک کسب و کار و ارزش شرکت ها دارد.

فرضیه ۵: حاکمیت شرکتی اثر تعدیل کننده بر رابطه بین مدیریت ریسک کسب و کار و ریسک سهام شرکت ها دارد.

فرضیه ۶: حاکمیت شرکتی اثر تعدیل کننده بر رابطه بین مدیریت ریسک کسب و کار و عملکرد مالی شرکت ها دارد.

روش پژوهش

این مطالعه به لحاظ هدف از نوع پژوهش کاربردی و از نظر روش اجرای پژوهش از نوع توصیفی است. جامعه آماری پژوهش متشکل از کلیه شرکت های پذیرفته شده بازار سرمایه ایران است؛ که در طی دوره زمانی ۱۳۹۷-۱۳۹۰ بررسی شده اند. با توجه به معیارهایی از قبیل سال مالی شرکت ها که منتهی به ۲۹ اسفند باشد، شرکت های هلدینگ، بانک، بیمه، سرمایه گذاری و واسطه گری مالی نباشد و شرکت ها نباید وقفه معاملاتی بیش از ۳ ماه داشته باشند، تعداد ۷۲۰ سال- شرکت شناسایی شد. پس از جمع آوری داده ها وارد نرم افزار Excel و Eviews و جهت تحلیل نهایی داده های پژوهش از روش مدل سازی معادلات ساختاری و از نرم افزار SMARTPLS 3 استفاده شده است.

متغیرهای پژوهش

جدول ۱. متغیرهای پژوهش

متغیر پنهان	متغیر آشکار	نحوه اندازه گیری
مدیریت ریسک کسب و کار	مدیریت ریسک های استراتژیک	در شرکت های تولیدی هر صنعت روش های تولید، تأمین مالی و... تقریباً مشابه است. در این حالت تنها استراتژی که می تواند شرکت را جهت ایجاد مزیت رقابتی یاری کند، استراتژی فروش و مشتری مداری، بنابراین در یک سازمان هرچه فروش و مشتری مداری نسبت به رقیبان همان صنعت بیشتر باشد، به این مفهوم است که این سازمان عملکرد

متغیر پنهان	متغیر آشکار	نحوه اندازه‌گیری
	<p>استراتژیک بهتری نسبت به رقبایش خواهد داشت. از این رو، عامل استراتژی نسبت فروش به میانگین فروش صنعت در نظر گرفته می‌شود (گوردون و همکاران^۱، ۲۰۰۹).</p> <p>$salesi - \mu sales = strategy$</p> <p>Salesi به معنای درآمد فروش و خدمات</p> <p>$\mu sales$ نشان دهنده میانگین درآمد فروش و خدمات در هر صنعت</p> <p>Sales نشان دهنده انحراف معیار درآمد فروش و خدمات در هر سال در هر صنعت</p>	<p>استراتژیک بهتری نسبت به رقبایش خواهد داشت. از این رو، عامل استراتژی نسبت فروش به میانگین فروش صنعت در نظر گرفته می‌شود (گوردون و همکاران^۱، ۲۰۰۹).</p> <p>$salesi - \mu sales = strategy$</p> <p>Salesi به معنای درآمد فروش و خدمات</p> <p>$\mu sales$ نشان دهنده میانگین درآمد فروش و خدمات در هر صنعت</p> <p>Sales نشان دهنده انحراف معیار درآمد فروش و خدمات در هر سال در هر صنعت</p>
<p>مدیریت ریسک‌های عملیاتی فرایند مدیریت ریسک کسب و کار به دنبال کاهش ریسک‌های عملیاتی است که در نهایت باعث افزایش کارایی و عملکرد سازمان می‌گردد (بنکرونین^۲، ۲۰۰۵). «عملکرد بهتر» یکی از نتایج حاصل از استفاده بهتر از مدیریت ریسک کسب و کار بوده و باید ریسک‌های کلی که منجر به شکست سازمان می‌شود را کاهش داده و در نتیجه کارایی و ارزش سازمان را افزایش دهد. از این رو، گردش دارایی‌ها که به صورت فروش برکل دارایی‌ها تعریف می‌شود، یک معیار برای کارایی عملکرد به شمار می‌رود (کیماز^۳، ۲۰۰۶). کارایی عملیاتی بالاتر باید ریسک کلی ورشکستگی شرکت را کاهش داده و عملکرد و ارزش شرکت را افزایش دهد (گوردون و همکاران، ۲۰۰۹).</p> <p>$Operation = \frac{sales}{total\ assets}$</p> <p>Sales نشان دهنده فروش</p> <p>Total asset نشان دهنده جمع کل دارایی‌هاست.</p>	<p>مدیریت ریسک‌های عملیاتی</p>	<p>مدیریت ریسک کسب و کار</p>
<p>مفهوم گزارشگری در اینجا به معنای قابلیت اتکای گزارشگری است (گوردون و همکاران، ۲۰۰۹).</p> <p>گزارشگری درست و دقیق برای موفقیت سازمان در همه ابعاد ضروری است. هدف گزارشگری درست و دقیق باید هدایت‌کننده اصلی تمام فعالیت‌های مدیریت ریسک کسب و کار باشد. برای اندازه‌گیری</p>	<p>مدیریت ریسک‌های گزارشگری</p>	<p>مدیریت ریسک کسب و کار</p>

1. Gordon & et al
2. Banker & Niren
3. Kiyamaz

نحوه اندازه‌گیری	متغیر آشکار	متغیر پنهان
<p>کیفیت گزارشگری مالی، قدر مطلق اقلام تعهدی غیرنرمال مورد استفاده قرار می‌گیرد (جانسون و همکاران^۱، ۲۰۰۲). در این حالت معیار قابلیت اتکای گزارشگری شرکت عبارت است از نسبت ارزش کامل (قدر مطلق) اقلام تعهدی نرمال تقسیم بر جمع قدر مطلق اقلام تعهدی نرمال و غیرنرمال. علت استفاده از هر دو اقلام این است که اقلام تعهدی نرمال و غیرنرمال می‌تواند منفی باشد لذا قدرت نسبی آن‌ها بهتر می‌تواند از طریق ارزش‌های کامل آن‌ها اندازه‌گیری شود.</p> $reporting = \frac{ Normal\ Accrual }{(Normal\ Accrual + Abnormal\ Accruals)}$ <p>اقلام تعهدی غیرنرمال از طریق مدل جونز^۲ (۱۹۹۱) به صورت زیر برآورد می‌شوند:</p> $TA_{ijt}/A_{ijt-1} = a_{jt} [1/A_{ijt-1}] + \beta_2 jt [PPE_{ijt}/A_{ijt-1}] + e_{ijt} + \beta_1 [\Delta REV_{ijt}/A_{ijt-1}]$ <p>TA_{ijt} برابر است با جمع اقلام تعهدی برای شرکت i در صنعت j که عبارت است از سود قبل از اقلام غیرمترقبه منهای جریان‌های نقد عملیاتی</p> <p>A_{ijt-1} جمع کل دارایی‌ها برای شرکت i در صنعت j</p> <p>REV_{ijt} تغییر در درآمدها برای شرکت i در صنعت j نسبت به سال قبل</p> <p>PPE_{ijt} ناخالص اموال، ماشین‌آلات و تجهیزات برای شرکت i در صنعت j</p> <p>e_{ijt} جزء خطا برای شرکت i در صنعت j یا همان Abnormal Accruals</p> <p>اقلام تعهدی نرمال NA برابر با حاصل کسر اقلام تعهدی غیرنرمال از جمع اقلام تعهدی است.</p>		

1. Johnson & et al
2. Jones model

متغیر پنهان	متغیر آشکار	نحوه اندازه‌گیری
<p>مدیریت ریسک کسب و کار</p> <p>با ورود سازمان به محیط پیچیده و افزایش تعاملات سازمان با محیط بیرونی، سازمان چاره‌ای جز رعایت قوانین و مقررات حاکم بر این روابط با محیط خارجی ندارد. به همین دلیل، سازمان‌ها در معرض طیف گسترده‌ای از ریسک‌های عدم رعایت قوانین و مقررات قرار می‌گیرند. مدیریت ریسک کسب و کار، بررسی ریسک‌های مربوط به عدم رعایت قوانین و مقررات را در تکنیک اجزای چارچوب فرایند اجرای مدیریت ریسک کسب و کار، مانند بافت‌های محیط داخلی، هدف‌گذاری، کنترل ریسک و همچنین در سرتاسر سازمان پیشنهاد می‌کند (کوزو، ۲۰۰۴). یکی از ابزارهای کارآمد در این زمینه استانداردهای پذیرفته شده حسابداری است (گاور و همکاران^۱، ۱۹۹۴). حسابداری و فرایند حسابداری نماینده محیط ناظر بیرونی محسوب می‌شود. بنابراین، معیار برای اندازه‌گیری قوانین و مقررات استفاده شده در این پژوهش نسبت حق الزحمه حسابداری به مجموع دارایی‌هاست:</p> $Compliance = Auditor Fees / Total Assets$ <p style="text-align: center;"><i>Auditor Fees</i> حق الزحمه حسابداری</p> <p style="text-align: center;"><i>Total Assets</i> جمع کل دارایی‌ها</p>	<p>مدیریت ریسک‌های عدم رعایت قوانین و مقررات (انطباق)</p>	<p>با ورود سازمان به محیط پیچیده و افزایش تعاملات سازمان با محیط بیرونی، سازمان چاره‌ای جز رعایت قوانین و مقررات حاکم بر این روابط با محیط خارجی ندارد. به همین دلیل، سازمان‌ها در معرض طیف گسترده‌ای از ریسک‌های عدم رعایت قوانین و مقررات قرار می‌گیرند. مدیریت ریسک کسب و کار، بررسی ریسک‌های مربوط به عدم رعایت قوانین و مقررات را در تکنیک اجزای چارچوب فرایند اجرای مدیریت ریسک کسب و کار، مانند بافت‌های محیط داخلی، هدف‌گذاری، کنترل ریسک و همچنین در سرتاسر سازمان پیشنهاد می‌کند (کوزو، ۲۰۰۴). یکی از ابزارهای کارآمد در این زمینه استانداردهای پذیرفته شده حسابداری است (گاور و همکاران^۱، ۱۹۹۴). حسابداری و فرایند حسابداری نماینده محیط ناظر بیرونی محسوب می‌شود. بنابراین، معیار برای اندازه‌گیری قوانین و مقررات استفاده شده در این پژوهش نسبت حق الزحمه حسابداری به مجموع دارایی‌هاست:</p> $Compliance = Auditor Fees / Total Assets$ <p style="text-align: center;"><i>Auditor Fees</i> حق الزحمه حسابداری</p> <p style="text-align: center;"><i>Total Assets</i> جمع کل دارایی‌ها</p>
<p>عملکرد مالی</p> <p>ارزش شرکت</p> <p>برای اندازه‌گیری ارزش شرکت از کیوتوبین استفاده می‌شود. کیوتوبین از رابطه زیر به دست می‌آید: (مینگ و همکاران^۲، ۲۰۱۹)</p> $Tobin's Q = \frac{\text{ارزش دفتری بدهی‌ها} + \text{ارزش بازار سهام}}{\text{ارزش دفتری دارایی‌ها}}$		
<p>عملکرد مالی</p> <p>ریسک سهام شرکت</p> <p>برای اندازه‌گیری ریسک سهام شرکت از نوسان‌پذیری بازده سهام (انحراف استاندارد بازده ماهانه سهام) به شرح زیر استفاده می‌شود (موسوی شیری، سلیمانی و مومنی، ۲۰۱۳).</p> $\sigma_{it} = \sqrt{\frac{\sum_{i=1}^n (R_{it} - \bar{R}_t)^2}{n-1}}$ <p style="text-align: center;">σ_{it} انحراف استاندارد بازده سهام</p> <p style="text-align: center;">R_{it} بازده سهام i در دوره t</p> <p style="text-align: center;">\bar{R}_t میانگین بازده کل سهام نمونه طی دوره t</p> <p style="text-align: center;">n تعداد شرکت‌های نمونه است.</p>		

1. Gaver & et al
2. Ming & et al

متغیر پنهان	متغیر آشکار	نحوه اندازه گیری
عملکرد مالی	بازده دارایی	برای اندازه گیری عملکرد مالی شرکت ها از ROA استفاده کرده است. ROA نشان دهنده سود یا بازده به دست آمده از محل سرمایه گذاری انجام شده بر دارایی های شرکت است. نرخ بازده دارایی از رابطه زیر استفاده شده است (عسگرنژاد نوری و امکانی، ۲۰۱۸). $ROA = NP/TA$ NP سود خالص TA کل دارایی ها
حاکمیت شرکتی	اندازه هیأت مدیره	اندازه هیأت مدیره به صورت لگاریتم طبیعی تعداد اعضای هیأت مدیره اندازه گیری می شود (عسگرنژاد و همکاران، ۲۰۱۸).
حاکمیت شرکتی	اندازه هیأت مدیره	اندازه هیأت مدیره به صورت لگاریتم طبیعی تعداد اعضای هیأت مدیره اندازه گیری می شود (عسگرنژاد و همکاران، ۲۰۱۸).
حاکمیت شرکتی	درصد مدیران غیرموظف	درصد مدیران غیرموظف در هیأت مدیره شرکت (نسبت اعضای غیرموظف هیأت مدیره به کل تعداد اعضای هیأت مدیره) است (اکبری، قلی زاده و فرخنده، ۲۰۱۷).
حاکمیت شرکتی	تخصص هیأت مدیره	تخصص هیأت مدیره از طریق مدرک دانشگاهی یا مدرک حرفه ای داخلی یا معتبر بین المللی در امور مالی (حسابداری، حسابداری، مدیریت مالی، اقتصاد، سایر رشته های مدیریت با گرایش مالی یا اقتصادی همراه با توانایی تجزیه و تحلیل صورت ها و گزارش های مالی و کنترل های داخلی حاکم بر گزارشگری مالی). در صورت دارا بودن مدرک در امور مالی، یک و در غیر این صورت صفر است (حجازی و مختاری نژاد، ۲۰۱۷).

اندازه شرکت، اهرم مالی، فرصت رشد و عمر شرکت متغیرهای کنترلی در این پژوهش

هستند.

اندازه شرکت از لگاریتم طبیعی کل دارایی‌های شرکت به دست می‌آید. (صیادی، دستگیر و احمدی، ۲۰۱۹).	اندازه شرکت
اهرم مالی از تقسیم کل بدهی‌ها بر کل دارایی‌ها محاسبه می‌شود (حجازی و مختاری نژاد، ۲۰۱۷).	اهرم مالی
فرصت رشد از لگاریتم مخارج سرمایه‌ای به کل فروش به دست می‌آید (عبدالله و همکاران ^۱ ، ۲۰۱۷).	فرصت رشد
مدت عمر شرکت از لگاریتم طبیعی مدت عمر شرکت به دست می‌آید (صیادی و همکاران، ۲۰۱۹).	عمر شرکت

یافته‌های پژوهش

ارائه اطلاعات در این بخش مشتمل بر دو بخش آمار توصیفی و استنباطی است. در بخش آمار توصیفی به منظور کسب شناخت بیشتر درباره جامعه آماری و متغیرهای مورد مطالعه، خلاصه‌ای از شاخص‌های تمرکز و پراکنش متغیرهای پژوهش ارائه می‌گردد. در بخش آمار استنباطی در خصوص فرضیه‌های پژوهش، آزمون فرضیه‌ها و تجزیه و تحلیل نتایج حاصل گزارش می‌شود. در بخش آمار توصیفی متغیرهای پژوهش، شاخص‌های مرکزی همچون میانگین و شاخص پراکنندگی انحراف معیار برای هر یک از متغیرهای پژوهش ارائه می‌شود. خلاصه وضعیت آمار توصیفی مربوط به متغیرهای مدل، در جدول ۲ ارائه شده است.

جدول ۲. آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

متغیر	نماد	میانگین	میانه	بیشینه	کمینه	انحراف معیار
ارزش شرکت	VALUE	۱/۹۸۵	۱/۵۱۸	۱۴/۵۲۲	۰/۱۳۶	۱/۶۳۹
ریسک سهام	RISK	۱۵/۰۶۳	۱۳/۴۲۶	۶۶/۷۲۹	۱/۳۶۵	۷/۸۰۱
عملکرد مالی	ROA	۰/۱۲۹	۰/۱۰۵	۱/۷۰۷	-۰/۲۹۷	۰/۱۶۸

متغیر	نماد	میانگین	میانه	بیشینه	کمینه	انحراف معیار
مدیریت ریسک استراتژیک	STRATEGY	۰/۰۰۱	-۰/۲۷۴	۵/۸۱۲	-۱/۶۷۳	۰/۹۸۰
مدیریت ریسک عملیاتی	OPERATION	۰/۹۰۷	۰/۷۸۱	۵/۱۴۴	۰/۰۰۰	۰/۶۳۰
مدیریت ریسک گزارشگری	REPORTING	۰/۲۶۲	۰/۲۵۹	۰/۵۲۸	۰/۰۰۰۰۰۶	۰/۱۵۴
مدیریت ریسک های انطباق	COMPLIANCE	۰/۰۰۰۹	۰/۰۰۰۶	۰/۰۰۶	۰/۰۰۰۰۰۱	۰/۰۰۰۹
اندازه هیأت مدیره	B SIZE	۱/۶۰۷	۱/۶۰۹	۱/۹۴۵	۱/۰۹۸	۰/۰۳۷
تخصص هیأت مدیره	B EXPERT	۰/۲۴۵	۰/۰۰۰	۱	۰/۰۰۰	۰/۰۴۳
نسبت مدیران غیر اجرایی	N EXECUTE	۰/۶۶۹	۰/۶۰۰	۱	۰/۰۰۰	۰/۱۷۶
اندازه شرکت	SIZE	۱۴/۱۹۹	۱۴/۰۷۷	۱۹/۳۱۳	۱۱/۰۳۵	۱/۳۵۷
اهرم مالی	LEVERAGE	۰/۵۶۸	۰/۵۷۷	۱/۲۶۹	۰/۰۰۱	۰/۱۸۵
فرصت رشد	GROWTH	-۳/۶۷۵	-۳/۶۷۴	۱/۲۵۹	-۸/۴۵۰	۱/۲۳۲
عمر شرکت	AGE	۳/۶۳۲	۳/۷۳۷	۴/۲۰۴	۲/۶۳۹	۰/۳۵۹

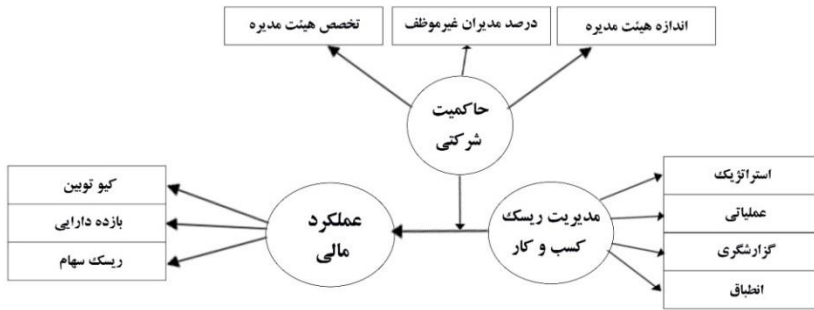
به منظور بررسی مانایی متغیرهای پژوهش، از آزمون «لوین لین و چو»^۱ استفاده شده است. این آزمون فرضیه وجود ریشه واحد در مقادیر سری را مورد آزمون قرار می‌دهد. در صورتی که فرضیه صفر آزمون مبنی بر وجود ریشه واحد در مقادیر سری رد شود، می‌توان پذیرفت که سری‌های مورد مطالعه، مانا هستند. در غیر این صورت، باید از روش‌هایی چون تفاضل‌گیری، رگرسیونی بر زمان و یا تبدیلات باکس و کاکس استفاده کرد. نتایج این آزمون در جدول ۳ ارائه شده است.

جدول ۳. نتایج آزمون مانایی متغیرهای پژوهش

متغیر	آماره LLC	سطح معناداری
ارزش شرکت	-۱۴/۵۲۲۰	۰/۰۰۰۰
ریسک سهام	-۲۷/۸۸۵۳	۰/۰۰۰۰
عملکرد مالی	-۱۶/۷۹۲۴	۰/۰۰۰۰
مدیریت ریسک کسب و کار	-۲۱/۴۳۳۴	۰/۰۰۰۰
حاکمیت شرکتی	-۱۹/۸۹۵۶	۰/۰۰۰۰
اندازه شرکت	-۲۷/۸۶۵۰	۰/۰۰۰۰
اهرم مالی	-۱۳/۷۰۸۷	۰/۰۰۰۰
فرصت‌های رشد	-۱۶/۰۱۲۴	۰/۰۰۰۰

چنان‌که جدول ۳ نشان می‌دهد، سطوح معناداری تمامی آزمون‌های مذکور از خطای نوع اول ۰/۰۵ کوچک‌تر است. در نتیجه، فرضیه صفر آماری آزمون مبنی بر وجود ریشه واحد رد شده و می‌توان پذیرفت که سری‌های مورد مطالعه در این سطح خطا مانا هستند. بنابراین، رفتار مقادیر متغیرها، در طول زمان دستخوش تغییرات رونددار نخواهد شد. مدل‌یابی معادلات ساختاری در دو مرحله به آزمون مدل می‌پردازد که شامل آزمون مدل اندازه‌گیری و ساختاری است. مدل اندازه‌گیری به بررسی اعتبار و روایی ابزارهای اندازه‌گیری و سازه‌های پژوهش می‌پردازد و مدل ساختاری فرضیه‌ها و روابط متغیرهای

پنهان را مورد آزمون قرار می دهد. چارچوب مدل مفهومی پژوهش حاضر در شکل ۱، بر اساس رویکرد مدل سازی معادلات ساختاری ترسیم شده است.



شکل ۱. مدل مفهومی پژوهش

به منظور سنجش روایی و پایایی پژوهش از برآورد شاخص سازگاری ترکیبی و روایی و اگر متغیرها استفاده شده که نتایج آن به شرح جدول ۴ بوده است.

جدول ۴. روایی و پایایی پژوهش

معیار	سازگاری ترکیبی (CR)	(AVE)
عملکرد مالی	۰/۷۳۱	۰/۷۵۸
مدیریت ریسک	۰/۶۵۴	۰/۶۸۶
حاکمیت شرکتی	۰/۶۱۹	۰/۶۰۷
متغیرهای کنترلی	۰/۷۷۹	۰/۷۴۹

شاخص سازگاری ترکیبی^۱ که بزرگ تر از مقدار تجربی ۰/۶ سازگاری درونی مدل پژوهش را تأیید می کند. همچنین شاخص روایی همگرا مدل که متوسط واریانس

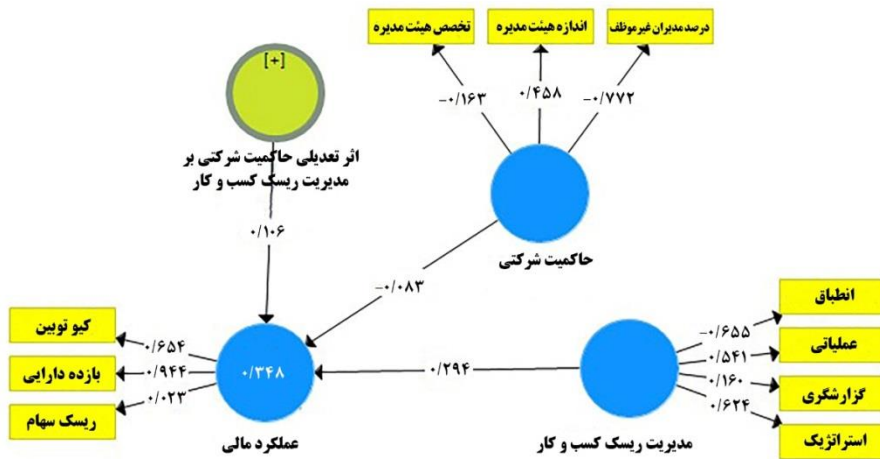
استخراجی^۱ هر یک از متغیرهای پنهان مدل را اندازه‌گیری می‌کند، برای تمامی متغیرها بزرگ‌تر از مقدار تجربی ۵/۰ است. از این رو، می‌توان پذیرفت که مدل پژوهش از نظر روایی همگرا معتبر بوده است. به منظور سنجش روایی واگرا، متغیرها از برآورد ضریب‌های ممیزی استفاده شده که نتایج آن به شرح جدول ۵ بوده است.

جدول ۵. ضریب‌های روایی واگرا

متغیر	عملکرد مالی	مدیریت ریسک	حاکمیت شرکتی
عملکرد مالی	۰/۸۱۲		
مدیریت ریسک	۰/۵۷۳	۰/۷۷۷	
حاکمیت شرکتی	۰/۴۷۷	۰/۴۶۹	۰/۸۶۷

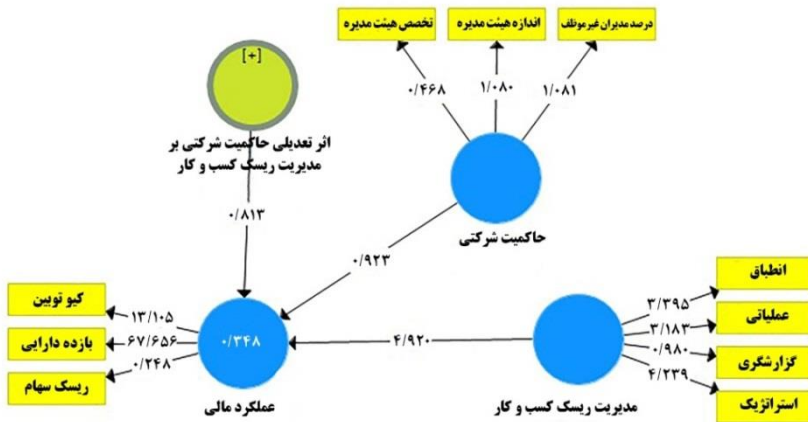
با توجه به ضریب‌های روایی واگرای متغیرها، مشاهده می‌شود که محتوای اطلاعاتی هر متغیر از خودش، بیشتر از محتوای اطلاعاتی آن از سایر متغیرها بوده است و در سنجش هر یک از متغیرها، بیش از هر متغیر دیگری، مفهوم متغیر مرتبط با خود را تبیین می‌کنند. بنابراین، می‌توان نتیجه گرفت که سازه‌های پژوهش دارای روایی واگرا نیز هستند. برازش مدل ساختاری پژوهش به روش بوت استرپ^۲ و برپایه تکرارهای متعدد از مدل و برآورد پارامترها انجام شده است. نمودار، برآورد ضرایب مسیر و بارهای عاملی مربوط به هر یک از متغیرهای پژوهش در تبیین مفاهیم پنهان متناظر با آن‌ها را نشان می‌دهد.

1. Average Variance Extracted
2. Boot strap



نمودار ۱. برآورد ضرایب مدل ساختاری

مطابق با نتایج نمودار ۱، مشاهده می‌شود که مدیریت ریسک کسب و کار دارای تأثیر مستقیم و برابر با ۰/۲۹۴ و حاکمیت شرکتی نیز دارای تأثیر معکوس و برابر با ۰/۰۸۳- بر عملکرد مالی شرکت بوده است. همچنین، اثر متقابل این دو متغیر که به منظور سنجش اثر تعدیلی حاکمیت شرکتی بر رابطه بین مدیریت ریسک کسب و کار و عملکرد مالی وارد مدل شده، برابر با ۰/۱۰۶ به دست آمده است. اما به منظور تصمیم‌گیری نسبت به معناداری ضرایب‌های تأثیر به دست آمده، آماره‌های آزمون معناداری ضرایب‌ها نیز برآورد شد که نتایج آن به شرح نمودار ۲ بوده است. مطابق با نتایج نمودار ۲، مشاهده می‌شود که قدر مطلق آماره‌های آزمون معناداری ضرایب که دارای توزیع تی-استیودنت است، برای تأثیر مدیریت ریسک کسب و کار در مدل، بزرگ‌تر از مقدار بحرانی ۱/۹۶ در توزیع تی-استیودنت به دست آمده و نشان می‌دهد مدیریت ریسک کسب و کار بر عملکرد مالی شرکت تأثیر معناداری داشته است. اما آماره‌های آزمون معناداری حاکمیت شرکتی و اثر متقابل آن با مدیریت ریسک کسب و کار در مدل، کوچک‌تر از مقدار بحرانی ۱/۹۶ به دست آمده است که نشان‌دهنده معنادار نبودن اثر حاکمیت شرکتی بر عملکرد مالی و همچنین عدم نقش تعدیل‌کننده حاکمیت شرکتی بر رابطه بین مدیریت ریسک کسب و کار و عملکرد مالی است.



نمودار

۲. آماره‌های آزمون معناداری مدل ساختاری

مطابق با نتایج نمودار ۲، مشاهده می‌شود که قدر مطلق آماره‌های آزمون معناداری ضرایب که دارای توزیع تی - استیودنت است، برای تأثیر مدیریت ریسک کسب و کار در مدل، بزرگ‌تر از مقدار بحرانی ۱/۹۶ در توزیع تی - استیودنت به دست آمده و بیانگر آن است که مدیریت ریسک کسب و کار، بر عملکرد مالی شرکت تأثیر معناداری داشته است. اما آماره‌های آزمون معناداری حاکمیت شرکتی و اثر متقابل آن با مدیریت ریسک کسب و کار در مدل، کوچک‌تر از مقدار بحرانی ۱/۹۶ به دست آمده که نشان دهنده معنادار نبودن اثر حاکمیت شرکتی بر عملکرد مالی و همچنین عدم نقش تعدیل‌کننده حاکمیت شرکتی بر رابطه بین مدیریت ریسک کسب و کار و عملکرد مالی است. در ادامه، به منظور تشریح نتایج مدل، نتایج آزمون هر یک از فرضیه‌ها ارائه شده است. به منظور آزمون اینکه هر یک از شاخص‌های مورد مطالعه، بیشترین ارتباط را با مفهوم پنهان متناظر با خود داشته‌اند، معناداری بارعاملی هر یک از سنج‌های مدل مورد آزمون قرار گرفته که نتایج آن به شرح جدول ۶ بوده است.

جدول ۶. بارهای عاملی شاخص های مدل

معناداری	آماره آزمون	خطای برآورد	بار عاملی	شاخص
۰/۰۰۲	۳/۱۸۳	۰/۱۷	۰/۵۴۱	مدیریت ریسک کسب و کار ← ریسک عملیاتی
۰/۳۲۸	۰/۹۸	۰/۱۶۳	۰/۱۶	مدیریت ریسک کسب و کار ← ریسک گزارشگری
۰/۰۰۱	۳/۳۹۵	۰/۱۹۳	-۰/۶۵۵	مدیریت ریسک کسب و کار ← ریسک های انطباق
۰/۰۰۰	۴/۲۳۹	۰/۱۴۷	۰/۶۲۴	مدیریت ریسک کسب و کار ← ریسک استراتژیک
۰/۶۴	۰/۴۶۸	۰/۳۴۹	-۰/۱۶۳	حاکمیت شرکتی ← تخصص هیئت مدیره
۰/۲۸	۱/۰۸۱	۰/۷۱۴	-۰/۷۷۲	حاکمیت شرکتی ← نسبت مدیران غیر اجرایی
۰/۲۸۱	۱/۰۸	۰/۴۲۴	۰/۴۵۸	حاکمیت شرکتی ← اندازه هیئت مدیره
۰/۰۰۰	۶۷/۶۵۶	۰/۰۱۴	۰/۹۴۴	عملکرد شرکت ← بازده دارایی
۰/۸۰۴	۰/۲۴۸	۰/۰۹۳	۰/۰۲۳	عملکرد شرکت ← ریسک سهام شرکت
۰/۰۰۰	۱۳/۱۰۵	۰/۰۵	۰/۶۵۴	عملکرد شرکت ← ارزش شرکت

با توجه به بارهای عاملی به دست آمده و سطوح معناداری حاصل از آن‌ها، مشاهده می‌شود که در بین شاخص‌های سنجش مدیریت ریسک کسب و کار، ریسک گزارشگری در سطح خطای ۰/۰۵ و وابستگی معناداری با سایر معیارهای ریسک نداشته است و مفهوم مدیریت ریسک کسب و کار نمی‌تواند به طور معناداری از طریق این بعد ریسک تبیین شود. همچنین، هیچ یک از شاخص‌های حاکمیت شرکتی نیز ارتباط معناداری با یکدیگر نشان نداده‌اند. لذا، تجمیع این شاخص‌ها در قالب مفهوم حاکمیت شرکتی معنادار نبوده است. در بین شاخص‌های عملکرد مالی نیز مشاهده می‌شود که عامل ریسک سهام در سطح خطای ۰/۰۵ نقش معناداری در تبیین عملکرد مالی شرکت نداشته و عملکرد مالی شرکت از طریق دو معیار بازده دارایی و ارزش شرکت، به طور معناداری تبیین شده است.

به منظور آزمون فرضیه‌های پژوهش، تأثیر هر یک از متغیرهای مستقل مدل بر اجزای

عملکرد مالی شرکت مورد آزمون قرار گرفته است. نتایج حاصل از این آزمون در جدول ۷ نشان داده شده است.

جدول ۷. آزمون معناداری اثرات متغیرها در مدل

معناداری	آماره آزمون	خطای برآورد	ضریب تأثیر	مسیر مورد آزمون
۰/۳۵۷	۰/۹۲۳	۰/۰۹	-۰/۰۸۳	حاکمیت شرکتی ← عملکرد شرکت
۰/۴۱۷	۰/۸۱۳	۰/۱۳	۰/۱۰۶	حاکمیت شرکتی*مدیریت ریسک کسب و کار ← عملکرد شرکت
۰/۰۰۰	۴/۹۲	۰/۰۶	۰/۲۹۴	مدیریت ریسک کسب و کار ← عملکرد شرکت

مطابق با نتایج به دست آمده از جدول ۷، مشاهده می‌شود که حاکمیت شرکتی با سطح معناداری ۰/۳۵۷ و اثرات متقابل آن با مدیریت ریسک کسب و کار با سطح معناداری ۰/۴۱۷ تأثیری بر عملکرد مالی شرکت ندارد. در حالی که تأثیر مدیریت ریسک کسب و کار با سطح معناداری ۰/۰۰۰ بر عملکرد مالی شرکت در سطح خطای ۰/۰۵ معنادار بوده است؛ اما از آنجا که نتیجه‌گیری نسبت به فرضیه‌های پژوهش با توجه به معناداری نقش هریک از شاخص‌های سنجش عملکرد مالی در تبیین مفهوم این متغیر انجام می‌شود. این نتایج نمی‌توانند منعکس‌کننده یافته‌های حاصل از آزمون فرضیه‌های پژوهش باشند. بنابراین، فرضیه‌های پژوهش با در نظر گرفتن معناداری نقش شاخص‌های عملکرد مالی در تبیین مفهوم آن و همچنین معناداری اثرات متغیرهای مستقل و تعدیلگر بر مفهوم کلی عملکرد مالی، مورد بحث قرار گرفته‌اند که در ادامه به تشریح یافته‌های هریک از این فرضیه‌ها پرداخته شده است.

نتایج آزمون فرضیه اول نشان می‌دهد که مدیریت کسب و کار با سطح معناداری ۰/۰۰۰ تأثیر مستقیمی ($\beta = ۰/۲۹۱$) بر عملکرد مالی شرکت داشته است. از طرفی، سهم ارزش شرکت ($\beta = ۰/۶۵۶$) در تعیین میزان عملکرد مالی کلی آن با سطح معناداری ۰/۰۰۰ در مدل است. می‌توان نتیجه گرفت که مدیریت کسب و کار تأثیر مستقیم و معناداری بر ارزش

شرکت داشته است. بنابراین فرضیه اول پژوهش در سطح خطای ۰/۰۵ مورد تأیید قرار گرفته است. نتایج آزمون فرضیه دوم نشان می‌دهد ریسک سهام شرکت در تعیین میزان عملکرد مالی کلی آن با سطح معناداری ۰/۸۰۴ در مدل معنادار نبوده است. لذا، می‌توان نتیجه گرفت که مدیریت کسب و کار نمی‌تواند بر ریسک سهام شرکت تأثیر معناداری داشته باشد. لذا، فرضیه دوم پژوهش در سطح خطای ۰/۰۵ تأیید نشده است. نتایج آزمون فرضیه سوم نشان می‌دهد که مدیریت کسب و کار با سطح معناداری ۰/۰۰۰ تأثیر مستقیمی ($\beta = 0/291$) بر عملکرد مالی شرکت داشته است و از طرفی سهم بازده دارایی‌های شرکت ($\beta = 0/939$) در تعیین میزان عملکرد مالی کلی آن با سطح معناداری ۰/۰۰۰ در مدل معنادار بوده است. لذا، می‌توان نتیجه گرفت که مدیریت کسب و کار تأثیر مستقیم و معناداری بر عملکرد مالی شرکت از نظر بازده دارایی‌ها داشته است. لذا فرضیه سوم پژوهش در سطح خطای ۰/۰۵ مورد تأیید قرار گرفته است. نتایج آزمون فرضیه‌های چهارم، پنجم و ششم پژوهش نشان می‌دهد در این آزمون، اثر متقابل حاکمیت شرکتی و مدیریت کسب و کار بر عملکرد مالی و سپس نقش هریک از معیارهای عملکرد مالی در تبیین عملکرد مالی کلی شرکت مورد آزمون قرار گرفته‌اند. با توجه به نتایج جدول ۷، مشاهده می‌شود که اثر متقابل حاکمیت شرکتی و مدیریت ریسک کسب و کار بر عملکرد مالی شرکت با سطح معناداری ۰/۴۱۷ معنادار نیست. از این رو، می‌توان نتیجه گرفت با وجود معناداری سهم ارزش شرکت در تبیین عملکرد مالی، حاکمیت شرکتی نمی‌تواند رابطه بین مدیریت ریسک کسب و کار و عملکرد مالی را تعدیل نماید. از این رو، فرضیه چهارم پژوهش در سطح خطای ۰/۰۵ تأیید نمی‌شود. همین‌طور، با توجه به معنادار نبودن اثر تعدیل‌کننده حاکمیت شرکتی بر رابطه بین مدیریت ریسک کسب و کار و عملکرد مالی کلی شرکت، می‌توان پذیرفت که حاکمیت شرکتی بر رابطه بین مدیریت ریسک کسب و کار و هریک از معیارهای بازده دارایی و ریسک سهام نیز تأثیر تعدیلی معناداری ندارد. از این رو، فرضیه‌های پنجم و ششم پژوهش

نیز در سطح خطای ۰/۰۵ تأیید نشد.

برای اعتبار یک مدل، از معیارهای نیکویی برازش استفاده می‌شود. جدول ۸ شاخص‌های نیکویی برازش مدل را در مقایسه با مدل اشباع (کامل) نشان می‌دهد.

جدول ۸. شاخص‌های نیکویی برازش مدل

معیار	مدل پژوهش	مدل کامل	معناداری در مدل
R2	۰/۳۴۸	-	۰/۰۰۰
GOF	۰/۴۹۳۵	-	-
Chi-square	۱۷۸۳/۳۹۸	۱۷۸۲/۵۵۶	۰/۰۰۰
SRMR	۰/۰۶۹	۰/۰۶۹	۰/۰۸۴
NFI	۰/۷۶۲	۰/۷۶۲	-

با توجه به یافته‌های جدول ۸، مشاهده می‌شود که ضریب تعیین مدل ساختاری پژوهش برابر با ۰/۳۴۸ به دست آمده و در سطح خطای ۰/۰۵ این معیار معنادار است. نشان می‌دهد که مجموعه متغیرهای مستقل در مدل می‌توانند تا ۳۴/۸٪ تغییرات موجود در عملکرد مالی شرکت را تبیین نمایند. شاخص نیکویی برازش GOF به عنوان شاخص اعتبار کلی مدل ساختاری با رویکرد حداقل مربعات جزئی است. با توجه به مقدار شاخص GOF که برابر با ۰/۴۹۳۵ به دست آمده، می‌توان ادعا کرد که مدل پژوهش بر اساس شاخص GOF معتبر بوده است. سطح معناداری آماره «کای - مربع» برای مدل کوچک تراز خطای ۰/۰۵ به دست آمده، نشان می‌دهد که مدل پژوهش کامل نبوده و حذف یا افزودن برخی روابط بین مجموعه متغیرهای پژوهش، می‌تواند منجر به بهبود نتایج مدل نیز گردد. شاخص خطای SRMR که نشان‌دهنده ریشه میانگین خطای استاندارد شده برای مدل پژوهش و مدل کامل برابر با ۰/۰۶۹ به دست آمده، نشان می‌دهد که این معیار خطا، در مدل کامل نیز همین مقدار بوده است. لذا خطای مدل قابل کاهش نبوده است و حداقل مقدار ممکن خطا در مدل پژوهش حاصل شده است. شاخص NFI نیز برازندگی کلی مدل را بررسی می‌کند. بزرگ تراز ۰/۷ به دست آمده و نشان می‌دهد که برازندگی کلی

مدل در تبیین روابط بین متغیرها، مورد تأیید بوده است.

شاخص اندازه اثر F2

مطابق با پژوهش «کوهن»^۱ (۱۹۸۸) معیار F2 به عنوان اندازه اثر متغیرهای پیش بین در مدل معرفی شد. این معیار نسبت افزایش در ضریب تعیین مدل با ورود متغیرهای پیش بین، به مقدار واریانس توجیه نشده در متغیر وابسته تعریف شده است. مقادیر ۰/۳۵، ۰/۱۵ و ۰/۰۲ برای این معیار را به ترتیب اندازه‌های اثر بزرگ، متوسط و کوچک دانست.

جدول ۹. اندازه اثربخشی متغیرهای پیش بین در مدل

اندازه اثربخشی	متغیر
۰/۷۱۹	مدیریت ریسک کسب و کار
۰	حاکمیت شرکتی

با توجه به اندازه‌های اثر به دست آمده برای هر یک از متغیرهای مستقل مدل، می‌توان نتیجه گرفت که به جز عامل حاکمیت شرکتی که اثربخشی بسزایی بر عملکرد مالی شرکت ندارد و معناداری آن نیز در مدل مورد تأیید قرار نگرفت، اثربخشی سایر متغیرهای مدل بر عملکرد مالی بزرگ‌تر از ۰/۱۵ به دست آمده که نشان از اثربخشی بزرگ‌تر از حدّ متوسط این متغیر بر عملکرد مالی شرکت دارد.

نتایج و پیشنهادها

هدف از این پژوهش بررسی اثر تأثیر مدیریت ریسک کسب و کار بر عملکرد مالی، ارزش و ریسک سهام شرکت‌ها با رویکرد تعدیلی حاکمیت شرکتی در شرکت‌های پذیرفته شده در بازار سرمایه ایران است. برای این منظور، شش فرضیه تدوین شده که نتایج آن‌ها به شرح زیر است:

نتایج بررسی فرضیه اول نشان داد که تأثیر مدیریت ریسک کسب و کار بر ارزش شرکت، مثبت و معنادار است. این یافته‌ها با نتایج پژوهش‌های «هندایانی و همکاران» (۲۰۲۰) همخوانی دارد. در تبیین یافته‌ها می‌توان گفت که مدیریت ریسک کسب و کار بر ارزش شرکت تأثیر دارد زیرا منجر به سرمایه‌گذاری بهینه می‌شود. پویایی مدیریت ریسک رابطه‌ای را بین مدیریت ریسک کسب و کار، استراتژی و هدف سازمان پیشنهاد می‌کند. مدیریت ریسک کسب و کار منعکس‌کننده کنترل‌های داخلی است که می‌تواند منجر به بهبود ارزش شرکت شود، زیرا این امر به بهبود بهره‌وری عملیات شرکت مربوط می‌شود. از این رو، عملکرد مالی شرکت را بهبود می‌بخشد (هندایانی و همکاران، ۲۰۲۰). نتایج بررسی فرضیه دوم نشان داد که تأثیر مدیریت ریسک کسب و کار بر ریسک سهام شرکت معنادار نیست. نتایج بررسی فرضیه سوم نشان داد تأثیر مدیریت ریسک کسب و کار بر عملکرد مالی شرکت مثبت و معنادار است. این یافته‌ها با نتایج پژوهش‌های «آلتاناشات و همکاران» (۲۰۱۹)، «محدعلی و همکاران» (۲۰۱۹)، «شاد ولای» (۲۰۱۸) مطابقت دارد. در تبیین یافته‌ها می‌توان گفت که مدیریت ریسک کسب و کار به یک چشم‌انداز منظم و سازگار متصل است. وقتی ریسک‌های یک شرکت مدیریت می‌شود، خطر ورشکستگی کاهش و عملکرد مالی افزایش می‌یابد. بنابراین، به ارزش شرکت افزوده می‌شود. نتایج بررسی فرضیه‌های چهارم، پنجم و ششم نشان داد تأثیر نقش تعدیل‌کننده حاکمیت شرکتی بر رابطه بین مدیریت ریسک کسب و کار و بازده دارایی، ارزش و ریسک سهام شرکت معنادار نیست. این یافته‌ها با نتایج پژوهش‌های «هندایانی و همکاران» (۲۰۲۰) «نورحیاتی» (۲۰۱۹)، «وانگ و همکاران» (۲۰۱۹) مغایرت دارد.

از آنجا که ارزش‌گذاری جزء جدایی‌ناپذیر برنامه‌ریزی برای سرمایه‌گذاران (سهام‌داران) است و ارزش شرکت در ارزیابی آن‌ها از آینده شرکت، برآورد ریسک و بازده مهم تلقی می‌گردد، به سهامداران پیشنهاد می‌شود با استفاده از الگوهای مدیریت ریسک کسب و کار برای ارزیابی واقعی ریسک و کسب بازده بالاتر استفاده کنند. از آنجا که اجرای

یک سیستم مدیریت ریسک کسب و کار عملکرد شرکت را بهبود می بخشد و با توجه به نتایج پژوهش، مبنی بر تأثیر مدیریت ریسک کسب و کار بر عملکرد مالی، به شرکت ها پیشنهاد می شود با تشکیل کمیته های تخصصی مدیریت مؤثر ریسک، عملکرد مالی را بهبود ببخشند. پیشنهاد می شود پژوهشی با شاخص جامع حاکمیت شرکتی، رتبه حاکمیت شرکتی و یا سایر مؤلفه های حاکمیت شرکتی به تفکیک صنعت و در ضمن تأثیر صنایع مختلف را بر این موضوع بررسی کنند. از سایر مدل های معادلات ساختاری و همچنین از مدل های غیرخطی همانند شبکه های عصبی برای بررسی تأثیر نقش حاکمیت شرکتی بر رابطه بین مدیریت ریسک کسب و کار و عملکرد مالی، ریسک سهام و ارزش شرکت استفاده شود.

منابع

- اکبری، محسن، وقلی زاده، محمدحسن، و فرخنده، مهسا (۱۳۹۶). «بررسی نقش تعدیل گرد درصد مدیران غیرموظف بر رابطه بین فرصت های سرمایه گذاری و عملکرد مالی». *فصلنامه پژوهش حسابداری و حسابرسی*، ۷ (۲)، ۱۰۳-۸۸.
- حجازی، رضوان، و مختاری نژاد، حمیدرضا (۱۳۹۶). «رابطه ساختار حاکمیت شرکتی با احتمال گزارشگری متقلبانه». *فصلنامه حسابداری ارزشی و رفتاری*، ۲ (۳)، ۶۰-۳۳.
- صیادی، محمد، و دستگیر، محسن، و احمدی، سعید علی (۱۳۹۸). «مطالعه نقش مدیریت ریسک بر رابطه بین توانایی مدیریت و افزایش کارایی سرمایه گذاری». *راهبرد مدیریت مالی*، ۷ (۲۴)، ۳۹-۱.
- عسگرنژاد نوری، باقر، و امکانی، پریسا (۱۳۹۵). «تأثیر مدیریت اثربخش ریسک در عملکرد مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران: نقش واسطه ای سرمایه فکری و اهرم مالی». *فصلنامه علمی-پژوهشی مدیریت دارایی و تأمین مالی*، ۲ (۲۵).
- موسوی شیری، محمود، و سلیمانی، حمید، و مومنی، یوسف، و سلیمانی، حجت (۱۳۹۲). «رابطه بین کیفیت افشای اطلاعات حسابداری و نوسان پذیری بازده سهام». *فصلنامه پژوهش های تجربی حسابداری*، ۵ (۴)، ۱۴۴-۱۳۱.

Altanashat, M. Dubai, M.Alhety, S. (2019). The impact of enterprise risk management on institutional performance in Jordanian public shareholding companies. *Journal of Business and Retail Management Research*, Vol. 13 Issue 3.

- Abdullah, B. S. H. M. Janor, H. Abdul Hamid, M. Yatim, P. (2017). The effect of enterprise risk management on firm value: Evidence from Malaysian technology firms. *Jurnal Pengurusan*. 49, 3-11.
- Banker, R. Niren, S. (2005). Finding the best marketing mix, *Journal of Business Strategy*, Vol. 26, Issue 6, 10 – 11.
- Barton, T. L. Shenkir, W. G. & Walker, P. L. (2002). Making enterprise risk management payoff: How leading companies implement risk management. *Financial Times/Prentice Hall, Upper Saddle River, NJ. 07458*.
- COSO (2004) COSO Enterprise risk management-integrated framework: Application techniques, committee of sponsoring organizations of the treadway commission. <https://www.coso.org>.
- Cohen, J. (1988). Statistical power analysis for the behavioral sciences. United States of America, DC: Lawrence Erlbaum Associates.
- Donaldson, L. (1990). The ethereal hand: Organizational economics and management theory. *Academy of management Review*, 15(3), 369-381.
- Dickhaut, J.W. and McCabe, K.A. (1997). The behavioral foundations of stewardship accounting and a proposed program of research: what is accountability? *Behavioral Research in Accounting*, 9. pp. 60-87.
- Gordon, L. A. Loeb, M. P. & Tseng, C. Y. (2009). Enterprise risk management and firm Performance: A contingency perspective. *Journal of Accounting and Public Policy*, 28(4), 301-327.
- Gaver, K.M.O'Keefe, T.B. King R.D. (1994). Audit fees, industry specialization and compliance with GAAs reporting standards. *Auditing*, 63-22.
- Gonzalez. O. L. Santomil, D. P. Herrera, T. A. (2020). The effect of Enterprise Risk Management on the risk and the performance of Spanish listed companies. *European Research on Management and Business Economics*. 26, 111–120.
- Handayani. B. D. Rohman. A. Chariri. A. Pamungkas. I. D. (2020) Corporate Financial Performance on Corporate Governance Mechanism and Corporate Value: Evidence from Indonesia. *Montenegrin Journal of Economics*. Vol. 16, No. 3.
- Institute of Risk Management (IRM). (2018b). a Risk Practitioners Guide to ISO 31000: 2018. Institute of Risk Management, London. Retrieved from.
- Idris, A. & Norlida Abdul, M. (2016). Moderating effects of board equity ownership on the relationship between enterprise risk management, regulatory compliance and firm performance: Evidence from Nigeria. *International Journal of Economics, Management and Accounting*, 24(2), 1–46.
- Johnson, V.E. Khurana, I.K. Reynolds, J.K. (2002) Audit-firm tenure and the quality of financial reports. *Contemporary Accounting Research*, 423-449.

- Jensen, M. C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *The American economic review*, 323-329.
- Jensen, M. & Meckling, W. (1976) Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs, and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3, 305-360.
- Kiyamaz, H. (2006). The impact of announced motives, financial distress, and industry affiliation on shareholders' wealth: evidence from large sell-offs. *Quarterly Journal of Business and Economics*, 45: 69–89.
- Klimczak, K. M. (2007). Risk Management Theory: A comprehensive empirical assessment. Leon Kozminski Academy of Entrepreneurship and Management in Warsaw, *Poland Munich Personal RePEc Archive (MPRA)* Paper No. 4241, posted 24.
- Lechner, P. & Gatzert, N. (2018). Determinants and value of enterprise risk management: empirical evidence from Germany. *The European Journal of Finance*, 24(10), 867–887.
- Lin, Y. Wen, M. M. & Yu, J. (2012), “Enterprise risk management: strategic antecedents, risk integration, and performance”, *North American Actuarial Journal*, Vol. 16 No. 1, pp. 1-28.
- Mohd Ali, M. Ghani, E. Ab Hamid, N. (2019). Examining the relationship between enterprise risk management and firm performance in Malaysia. *International Journal of Financial Research*. Vol. 10, No. 3.
- Maruhun, E. N. S. Abdullah, W. R. W. Atan, R. & Yusuf, S. N. S. (2018). The Effects of corporate governance on enterprise risk management: Evidence from Malaysian shariah-compliant firms. *International Journal of Academic Research in Business and Social Sciences*, 8(1), 865–877.
- Mayers, D. & Smith, C. W. (1987). Corporate insurance and the underinvestment problem. *Journal of Risk and Insurance*, 54(1), 45-54.
- Ming er, CH. Wen, S. L. Yew, T. S. Zen, S. T. Sim, Y. Y. (2019). Enterprise risk management (ERM): An empirical analysis of factor associated with PLC firm value in Malaysia. Degree of bachelor of finance, University Tunku Abdul Rahman.
- Nurhayati. (2019). Effects of governance mediation on the relationship between enterprise risk management and financial performance. *Journal of Auditing, Finance, and Forensic Accounting (JAFFA)*. Vol. 7, No. 1, Page. 1 – 43.
- Noor, P. I. Astika, B. I. (2016). Perbedaan kinerja dan nilai perusahaan sebelum dan setelah pergantian chief executive officer. *E-Journal Akuntansi Universitas Udayana*, 17(2), 1057-1082.
- Ondigo, H. (2018). Risk management, firm characteristics, corporate governance and bank performance: A critical literature review. *African Journal of Business and Management*, Volume 4, Issue 3, 98- 120.
- Olayinka, E.A. Uwuijbe, U. Sylvester, E. Uwuijbe, R. O. & Amiolemen, O. O.

- (2019). Does enterprise risk management impact accounting quality? Evidence from the Nigerian financial institutions. *Investment Management and Financial Innovations*. Volume 16, Issue 4.
- Perera¹, A. A. S. Rahmat A. K. Khatibi, A. Azam. S. M. F. (2020). Review of literature: Implementation of enterprise risk management into higher education. *International Journal of Education and Research*. Vol. 8 No. 10.
- Rasid, S. Z. A. Isa, C. R. & Ismail, W. K. (2014). Management accounting systems, enterprise risk management and organizational performance in financial institutions. *Asian Review of Accounting*. 22: 128–44.
- Smith, C. W. & Stulz, R. (1985). The determinants of firms' hedging policies. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 20(14), 391–405.
- Sayyadi, M. Dastgir, M. & Ahmadi, A. (2019). The study of enterprise risk management (ERM) effect on the relationship between managerial ability and investment efficiency increase. *Journal of Financial Management Strategy*. Vol. 7, No. 24. 1-39. (In Persian).
- Sithipolvanichgul, J. (2016). Enterprise risk management and firm performance: Developing risk management measurement in accounting practice. (Doctoral Dissertation), University of Edinburgh, London.
- Shad, M. K. Lai, F. (2018) Enterprise risk management implementation and firm performance, *International Journal of Business and Management*; Vol. 14, No. 9.
- Walsh, J. P. & Seward, J. K. (1990). On the efficiency of internal and external corporate control mechanisms. *Academy of Management Review*, 15(3), 421–458.
- Wang, J. Y. Wang. J. L. Liao. H. Y. (2019). Does corporate governance enhance firm performance and reduce firm risk? Evidence from Taiwanese listed Companies. *Journal of Economics and Management*, Vol. 15, No.1.
- Wernerfelt, B. (1984). A resource-based view of the firm. *Strategic Management Journal*, 5(2), 171–180.
- Zungu, S. Sibanda, M. Rajaram, R. (2018). The effect of the enterprise risk management quality on firm risks: A case of the South African mining sector. *African Journal of Business and Economic Research*. Vol. 13, Issue 1, pp. 115-133.