

Article type: Research Article

Cite the article: Mohammadi, M., Hemati, H., Aghaie, S. (2026). Investigating the Effect of Management Sustainability and Profit Sustainability on Systematic Risk with the Moderating Role of Risk Management in the Iranian Capital Market. *Accounting, Auditing and Finance in islamic enviroments*, 3(7), 3-38.

Investigating the Effect of Management Sustainability and Profit Sustainability on Systematic Risk with the Moderating Role of Risk Management in the Iranian Capital Market

Mohammad Mohammadi¹, Hasan Hemati², Shakila Aghaie³

1. Assistant Professor, Department of Accounting, Parandak Non-profit University, Saveh, Iran. (Email: mkz.mohamadi@gmail.com)
2. Assistant Professor, Department of Accounting, Parandak Non-profit University, Saveh, Iran. (Email: hemmati_h433@yahoo.com)
3. Ph.d in Accounting, Parandak Non-profit University, Saveh, Iran. (Email: shakila.aghaei71@gmail.com)

ABSTRACT

Received: 26/10/2024 – Reviewed: 30/04/2025 Accepted: 30/04/2025

Risk reporting helps create a stable environment for investors and capital accumulation. Risk is an inseparable part of returns and profitability in financial and stock markets. Every investor must consider some degree of risk for himself. "Profit sustainability" is a part of existing profits that is related to the quality of profits and indicates the amount of changes in current profit components that are transferred to future values. In this study, the effect of management sustainability and profit sustainability on systematic risk with the moderating role of risk management has been investigated. The statistical population of the research is the companies listed on the Tehran Stock Exchange between 2015 and 2017, and the sample size is 132 companies according to the screening method and after removing outliers. This study uses panel data with fixed effects. The results of analyzing the data of companies using multivariate regression at a 95% confidence level show that there is a significant and positive relationship between management sustainability and profit sustainability on systematic risk. Also, other research results show that risk management moderates the relationship between management sustainability and profit sustainability on systematic risk.

Keywords: Management sustainability, profit sustainability, systematic risk, risk management, Iranian capital market.



DOI: <https://doi.org/10.22034/aafie.2025.485589.1057>



©The author retains the copyright

بررسی تأثیر پایداری مدیریت و پایداری سود بر ریسک سیستماتیک با نقش تعدیل‌کنندگی مدیریت ریسک در بازار سرمایه ایران

محمد محمدی^۱، حسن همتی^۲، شکیلا آقایی^۳

۱. استادیار گروه حسابداری، دانشگاه غیر انتفاعی پرندک، ساوه، ایران.

۲. استادیار گروه حسابداری، دانشگاه غیر انتفاعی پرندک، ساوه، ایران.

۳. دکتری حسابداری، دانشگاه غیر انتفاعی پرندک، ساوه، ایران.

چکیده

گزارشگری ریسک به ایجاد محیط باثبات برای سرمایه‌گذاران و انباشت سرمایه کمک می‌کند. ریسک جزء جدایی‌ناپذیر بازدهی و سودآوری در بازارهای مالی و بورس است. هر سرمایه‌گذار باید در جاتی از ریسک را برای خود در نظر بگیرد. «پایداری سود» قسمتی از سودهای موجود است که به کیفیت سود مربوط و نشان‌دهنده میزان تغییرات در اجزای فعلی سود است که به ارزش‌های آتی منتقل می‌شود. در این پژوهش، تأثیر پایداری مدیریت و پایداری سود بر ریسک سیستماتیک با نقش تعدیل‌کنندگی مدیریت ریسک، بررسی شده است. جامعه آماری پژوهش، شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران در فاصله سال‌های ۱۳۹۴ تا ۱۴۰۰ و حجم نمونه با توجه به روش غربالگری و پس از حذف مشاهدات پرت، برابر با ۱۳۲ شرکت است. در این پژوهش از داده‌های پانل (تابلویی) با اثرهای ثابت استفاده شده است. نتایج حاصل از تجزیه و تحلیل داده‌های شرکت‌ها با استفاده از رگرسیون چندمتغیره در سطح اطمینان ۹۵٪ نشان می‌دهد که رابطه معنادار و مثبتی بین پایداری مدیریت و پایداری سود بر ریسک سیستماتیک وجود دارد. همچنین، سایر نتایج پژوهش نشان می‌دهد مدیریت ریسک رابطه پایداری مدیریت و پایداری سود بر ریسک سیستماتیک را تعدیل می‌کند.

کلیدواژه‌ها: پایداری مدیریت، پایداری سود، ریسک سیستماتیک، مدیریت ریسک، بازار سرمایه ایران.

تاریخ دریافت: ۱۴۰۳/۰۸/۰۵
تاریخ بازنگری: ۱۴۰۴/۰۲/۱۰
تاریخ پذیرش: ۱۴۰۴/۰۲/۱۰



DOI: <https://doi.org/10.22034/aafie.2025.485589.1057>



©The author retains the copyright

مقدمه

یکی از عوامل تعیین کننده بازدهی سهام شرکت‌ها، آگاهی از میزان ریسک شرکت‌ها، به‌ویژه ریسک سیستماتیک، است. ریسک سیستماتیک با تأثیرگذاری بر میزان سودآوری و بازدهی بنگاه، نقش مهمی را در تصمیم‌گیری‌های مالی ایفا می‌کند، زیرا بازده سهام شرکت‌ها از ریسک سیستماتیک تأثیر می‌پذیرد (چن و همکاران^۱، ۲۰۱۶). ریسک سیستماتیک نشان‌دهنده تغییرات نرخ بازده یک سهم نسبت به تغییرات نرخ بازده کل بازار سهام است. از طرفی، پایداری مدیریت و پایداری سود می‌تواند به اعتماد بیشتر سرمایه‌گذاران به شرکت منجر شود. شرکت‌هایی که دائم در حال تغییر مدیریت هستند و یا سود آن‌ها در طول دوره‌های مختلف ثبات مناسبی ندارد، بر اساس نظریه علامت‌دهی، این تغییرات می‌تواند برای فعالان بازار سرمایه، نشانگر وضعیت نامطلوب شرکت باشد (تانگ و همکاران^۲، ۲۰۱۸). در شرایطی که نوسان‌های ریسک در بازار سرمایه در حد بالایی است، عملکرد شرکت‌ها می‌تواند تحت تأثیر این ریسک‌های بازار، کاهش یابد.

«اولسون و جیمز»^۳ (۲۰۱۷) و «ریکاردو و همکاران»^۴ (۲۰۲۱) در پژوهش خود نشان داده‌اند افزایش ریسک در بازار سرمایه سبب افزایش هزینه نمایندگی و اختلاف بین مدیران و سرمایه‌گذاران در تصمیم‌های سرمایه‌گذاری می‌شود. این امر می‌تواند به مدیریت سود در صورت‌های مالی بینجامد و کیفیت گزارشگری مالی را کاهش دهد. بنابراین، پرداختن به عوامل مؤثر بر ریسک شرکت‌ها، می‌تواند به روشن‌شدن این مسئله کمک شایانی کند. وضعیت مدیریت ریسک در بازار سرمایه ایران در حد ضعیفی است، زیرا برخی از شرکت‌ها با مدیریت ناکارآمد ریسک، در حالت درماندگی مالی بوده و برخی نیز بر اساس قانون تجارت، مشمول ورشکستگی هستند. همچنین، بسیاری از شرکت‌ها نیز در سال با تجدید ارائه صورت‌های مالی روبه‌رو می‌شوند، که این امر نشان‌دهنده ضعف در مدیریت ریسک

1. Chen et al

2. Tang Et al.

3. Olsoun and et al

4. Rikardo and et al

شرکت است. (لرنر و همکاران^۱، ۲۰۱۸).

اهمیت بررسی ریسک سیستماتیک در این است که هدف سرمایه‌گذاران در انجام سرمایه‌گذاری، کسب سود است. به‌منظور تحقق‌بخشیدن به این امر، سرمایه‌گذاران در دارایی‌هایی که دارای بازدهی بالا و ریسک نسبتاً پایینی باشند، سرمایه‌گذاری می‌کنند. چنانچه نرخ بازده یک سرمایه‌گذار بیش از نرخ بازده مورد انتظار باشد، ارزش آن دارایی بیشتر و ثروت آن افزایش می‌یابد. از این‌رو، سهامداران و سرمایه‌گذاران نیازمند شناسایی متغیرهای عمده‌ای هستند که ریسک سهام شرکت را تبیین کند. بنابراین، عوامل مؤثر بر ریسک شرکت، نقش مهمی در پیش‌بینی بازده آتی دارند. بسیاری از سرمایه‌گذاران و تصمیم‌گیران مالی با توجه به شرایط موجود بازار، ریسک‌گریز هستند و در انتخاب بستر سرمایه‌گذاری، به شاخص‌های بسیاری توجه می‌کنند که «ریسک» و «ارزش افزوده در ارزیابی بنگاه» از جمله مهم‌ترین آن‌هاست و اطلاعات مناسب را برای تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران ارائه می‌دهد (هوت و همکاران^۲، ۲۰۱۹). از سوی دیگر، سرمایه‌گذاران بالفعل که با تصمیم‌های خود، ریسک را متحمل می‌شوند، در جهت افزایش کارایی خود باید در شرکت‌های مختلف سرمایه‌گذاری کنند. بنابراین، از طریق تنوع‌بخشیدن به پرتفوی خود، ریسک خود را کاهش می‌دهند. اما بخشی از ریسک حتی با تنوع‌بخشیدن به پرتفوی، قابل کنترل نیست (جنسن و همکاران^۳، ۲۰۱۸). این نوع ریسک در اثر عواملی مانند شاخص‌های کلان اقتصادی، به‌وجود می‌آید که بازده کل بازار را تحت تأثیر قرار می‌دهد. ریسک سیستماتیک به آن بخش از نوسان‌های بازده دارایی اطلاق می‌شود که ناشی از تأثیر همزمان عوامل مختلف در قیمت بازار اوراق بهادار است (آلبرینگ و ژو^۴، ۲۰۲۴). همچنین، یکی از ویژگی‌های کیفی سود، پایداری است. تحلیل‌گران مالی و سرمایه‌گذاران، در تعیین جریان‌های نقدی آتی، به رقم سود حسابداری به‌عنوان تنها شاخص تعیین‌کننده توجه نمی‌کنند، بلکه برای آن‌ها پایداری و تکرارپذیری سود گزارش‌شده، بسیار مهم

1. Lerner et al

2. Hout et al

3. Jensen et al

4. Albring and Xu

است. پایداری سود می‌تواند اثر مؤثری بر جریان نقد در طول مراحل چرخه عمر داشته باشد و ریسک سرمایه‌گذاری سهامداران را کاهش دهد (تانگ و همکاران^۱، ۲۰۱۸).

با تغییر قوانین و پشت‌سرگذاشتن بحران‌های مالی در سال‌های اخیر، سهامداران و سرمایه‌گذاران برای تصمیم‌گیری‌های بهتر، نیازمند گسترده‌تر شدن ابعاد و کیفیت اطلاعات قابل اتکاتر هستند. یکی از این منابع مهم در بازارهای سرمایه، وجود مدیران و تصمیم‌های آنان به‌عنوان سکانداران شرکت‌هاست. عملکرد صحیح مدیران در فرایند تصمیم‌گیری می‌تواند تا حدی به تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران کمک کند. بر پایه این استدال، ثبات مدیریت می‌تواند به ارتقای عملکرد شرکت و کاهش ریسک‌های احتمالی منجر شود (ویلسون^۲، ۲۰۱۶). نظریه‌های مدیریت ریسک بیان می‌کنند بین نوسان‌های سود و سطوح سرمایه‌گذاری، رابطه وجود دارد. بر اساس مدل‌هایی که در زمینه دلایل سرمایه‌گذاری ناکافی وجود دارد، در صورت وجود بازاری غیرکارا و نوسان‌های جریان نقدی، احتمال انجام سرمایه‌گذاری نقدی را کاهش می‌دهد، زیرا ریسک سرمایه‌گذاری افزایش می‌یابد و احتمال زیان شرکت است. با فرض اینکه هزینه سرمایه و آورده خارجی بیشتر از سرمایه داخلی است، شرکت با سرمایه داخلی ناکافی، از سرمایه‌گذاری چشم‌پوشی می‌کند. در نتیجه، شرکت‌ها با نوسان‌های بالاتر، از سرمایه‌گذاری در برخی از دوره‌ها چشم‌پوشی می‌کنند یا آن را کاهش می‌دهند. این عامل سبب می‌شود تا روندی از سرمایه‌گذاری نوسان‌دار در طول زمان شکل بگیرد. نوسان‌های سود به‌طور مستقیم در پیش‌بینی‌پذیری سود تأثیرگذار است. همچنین، بررسی‌های قبلی نشان داده است که خطاهای سیستماتیک در پیش‌بینی‌پذیری سود وجود دارد و این مسئله بیانگر آن است که تحلیلگران به‌طور کامل مضامین نوسان‌های سود برای پیش‌بینی سود را متوجه نشده‌اند. پژوهش‌های اخیر نشان داده‌اند مدیران بر این باورند که نوسان‌های سود، پیش‌بینی‌پذیری آن را کاهش می‌دهد (آلبرینگ و ژو، ۲۰۲۰).

1. Tang Et al.

2. Wilson

با توجه به آنچه گفته شد، پژوهش حاضر تأثیر پایداری مدیریت و ثبات سود بر ریسک شرکت‌ها را با تأکید بر نقش مدیریت ریسک بررسی می‌کند.

بیان مسئله و توسعه فرضیه پژوهش

نوسان‌پذیری سود یکی از متغیرهای سری زمانی کیفیت سود است. نوسان بیشتر با ریسک بالاتر همراه است و معلول عوامل متعددی است. قابلیت پیش‌بینی سود به‌عنوان یکی از ویژگی‌های کیفی و سری زمانی سود و عبارت از توانایی سود جاری در پیش‌بینی سود آتی در کوتاه‌مدت و بلندمدت است. عوامل اقتصادی و حسابداری، بر رابطه نوسان‌پذیری و قابلیت پیش‌بینی سود تأثیر می‌گذارند (لوئیس و همکاران، ۲۰۲۱). ریسک جزء جدایی‌ناپذیر بازدهی و سودآوری در بازارهای مالی و بورس است. هر سرمایه‌گذار باید درجانی از ریسک را برای خود در نظر بگیرد و معمولاً در بازارهایی مانند بورس و یا در بازارهای نوظهور یا املاک و مستغلات و همچنین در بازارهای بسیار تورمی، بالا در نظر گرفته می‌شود (الدرسون و همکاران^۱، ۲۰۱۹). ریسک در هر دو صورت مطلق و نسبی، قابل سنجش است. درک جامع و مستحکم از ریسک در شکل‌های مختلف آن، می‌تواند به سرمایه‌گذار بازار بورس کمک کند تا درک و فهم بهتری از فرصت‌ها، معاملات و هزینه‌های مربوط به رویکردهای انواع مختلف سرمایه‌گذاری، داشته باشد و مدیریت ریسک و سرمایه در بازارهای مالی را بهتر مدیریت کند (فارینا و همکاران^۲، ۲۰۱۸). اگر سطح بازار یا ریسک سیستماتیک تنها عامل مؤثر باشد، بازده سبد سهام همواره برابر با بازدهی بازار تنظیم شده‌ها است. ولی اگر این مورد مؤثر نباشد، بازدهی به‌سبب تعدادی از عوامل غیرمرتبط، به ریسک بازار تغییر می‌کند. مدیران سرمایه‌گذاری که یک راهبرد فعال را دنبال می‌کنند، برای دستیابی به بازدهی مازاد فراتر از عملکرد بازار بورس، ریسک‌های دیگری را نیز متقبل می‌شوند. راهبردهای فعال تاکتیک‌هایی را شامل است که از قیمت سهام، گزینش وضعیت کلی اقتصادی، تجزیه و تحلیل اساسی بازار، سنجش موقعیت و تحلیل تکنیکال، نهایت استفاده را

1. Ederson et al
2. Farina & Et al

می‌کند (آنگاپا و همکاران^۱، ۲۰۱۵).

ریسک سیستماتیک به ریسکی گفته می‌شود که بر روی تمام بازار اثر می‌گذارد و به یک شرکت یا صنعت و مورد خاص محدود نمی‌شود. ریسک سیستماتیک همواره وجود دارد و حذف‌نشدنی است. از دلایل به‌وجود آمدن و زیاده‌بودن چنین ریسک‌هایی می‌توان ضعیف‌بودن یا تغییر در سیاست‌های حکومتی و خارجی، ارزی، تجاری و... را عنوان کرد. برای مثال، جنگ، نوسان‌های ارز، تحریم‌های اقتصادی، تعرفه‌ها، تورم و... جزء ریسک‌های سیستماتیک می‌باشند که همواره بر سر بازار سرمایه، بورس و سرمایه‌گذاران سایه می‌اندازند (دنونلسون و همکاران^۲، ۲۰۲۰). مدیران شرکت‌ها برای افزایش ارزش سهام خود، سعی دارند ریسک شرکت را کاهش دهند. از دیدگاه سرمایه‌گذاران، هرچه پایداری مدیریت و پایداری سود بیشتر باشد، عدم تقارن اطلاعاتی و هزینه سرمایه شرکت و در نتیجه ریسک شرکت پایین‌تر است. در چنین حالتی، سرمایه‌گذاران برآوردهای دقیق‌تری درباره بازدهی سرمایه‌گذاری دارند و تعدیلات کمتری در برآوردهای انجام‌شده صورت می‌گیرد (کوپکا و همکاران^۳، ۲۰۱۸). با تغییر قوانین و پشت سر گذاشتن بحران‌های مالی در سال‌های اخیر، سهامداران و سرمایه‌گذاران برای تصمیم‌گیری‌های بهتر، نیازمند گسترده‌تر شدن ابعاد و کیفیت اطلاعات قابل اتکاتر هستند. یکی از این منابع مهم در بازارهای سرمایه، وجود مدیران و تصمیم‌های آنان به‌عنوان سکانداران شرکت‌هاست. تصمیم‌گیری صحیح مدیران می‌تواند تاحدی به تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران کمک کند (نندا و همکاران^۴، ۲۰۱۸). بر پایه این استدال، پایداری مدیریت می‌تواند به ارتقای عملکرد شرکت و کاهش ریسک‌های احتمالی منجر شود (آنتونی و همکاران^۵، ۲۰۱۹).

نظریه‌های مدیریت ریسک بیان می‌کنند بین نوسان‌های سود و سطوح سرمایه‌گذاری رابطه وجود دارد. در صورت وجود بازاری غیرکارا و نوسان‌های جریان نقدی، احتمال

-
1. Angappa & Et al
 2. Dennonelson et al
 3. Koupca et al
 4. Nenda et al
 5. Antoni et al

انجام سرمایه‌گذاری نقدی کاهش می‌یابد، زیرا ریسک سرمایه‌گذاری افزایش می‌یابد و احتمال زیان شرکت وجود دارد. با فرض اینکه هزینه سرمایه و آورده خارجی بیشتر از سرمایه داخلی است، شرکت با سرمایه داخلی ناکافی، از سرمایه‌گذاری چشم‌پوشی می‌کند. در نتیجه، شرکت‌های با نوسان‌های بالاتر، از سرمایه‌گذاری در برخی دوره‌ها چشم‌پوشی می‌کنند. (کاهش می‌دهند) و این سبب می‌شود تا روندی از سرمایه‌گذاری نوسان‌دار در طول زمان شکل بگیرد. نوسان‌های سود به‌طور مستقیم در پیش‌بینی‌پذیری سود تأثیرگذار است. همچنین، بررسی‌های قبلی نشان داده است که خطاهای سیستماتیک در پیش‌بینی‌پذیری سود وجود دارد و این مسئله بیانگر آن است که تحلیلگران به‌طور کامل مضامین نوسان‌های سود برای پیش‌بینی سود را متوجه نشده‌اند. تحقیقات اخیر نشان داده است مدیران بر این باورند که نوسان‌های سود، پیش‌بینی‌پذیری سود را کاهش می‌دهد.

«لویس و رابینسون»^۱ (۲۰۲۱) در پژوهشی عوامل مؤثر بر پایداری مدیریت را بررسی کردند. نتایج آنان نشان داد نسبت‌های سودآوری و نقدینگی، به‌ترتیب بیشترین و کمترین تأثیر را بر پایداری مدیریت دارند و نسبت‌های فعالیت سرمایه‌گذاری پس از نسبت‌های سودآوری، در اولویت دوم و سوم قرار دارند. «آلبرینگ و ژو»^۲ (۲۰۲۰) در پژوهشی تأثیر پایداری سود و پایداری مدیریت را بر ریسک شرکت‌های بورسی نیویورک بررسی کرده‌اند. نمونه آماری شامل ۱۵۵۸ شرکت در دوره زمانی ۲۰۰۲ تا ۲۰۱۶ بوده است. در این پژوهش، پایداری سود و ثبات مدیریت به‌عنوان متغیرهای مستقل و متغیر ریسک سیستماتیک به‌عنوان متغیر وابسته می‌باشند. نتایج پژوهش نشان داد پایداری سود و پایداری مدیریت بر ریسک شرکت تأثیر معکوس و معناداری دارد. «دونلسون و همکاران» (۲۰۲۰) در پژوهشی، عوامل مؤثر بر پایداری سود را بررسی کردند. نتایج آنان نشان داد اطلاعات مرتبط با اهرم مالی، اقلام تعهدی، نرخ بازده سرمایه‌گذاری، رشد دارایی ثابت، تغییر در وجه نقد عملیاتی، ارزش بازار شرکت، نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام، هزینه استقراض و توزیع نقدی

1. Louis and Robinson

2. Albring and Xu

سود، بر پایداری سود تأثیر مستقیم و معناداری دارند.

«اساری و همکاران»^۱ (۲۰۱۸) در پژوهشی تأثیر مدیریت اثربخش ریسک را بر عملکرد مالی شرکت‌های بورسی سئول بررسی و نقش واسطه‌ای سرمایه فکری و اهرم مالی را در ارتباط بین این متغیرها شناسایی کردند. نتایج نشان می‌دهد 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 دارد. نقش واسطه‌ای سرمایه فکری نیز فقط در ارتباط بین مدیریت اثربخش ریسک و رشد ارزش بازار تأیید شد. «عاشری و نیکبخت» (۱۳۹۶) در پژوهش خود تأثیر پایداری سود بر ریسک قیمت سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران را بر اساس داده‌های ۵۹ شرکت برای یک دوره زمانی شش‌ساله بررسی کردند. برای اندازه‌گیری ریزش قیمت سهام از مدل «چن و همکاران» (۲۰۰۱) استفاده شده است. نتایج تحقیق گویای آن است که پایداری سود رابطه مستقیم و معناداری با ریزش قیمت سهام دارد؛ یعنی با افزایش پایداری سود، ریزش قیمت سهام نیز افزایش می‌یابد. در شرکت‌های هموارساز، رابطه قوی‌تری بین پایداری سود و ریزش قیمت سهام وجود دارد. در این شرکت‌ها پایداری سود با شدت بیشتری ریزش قیمت سهام را افزایش می‌دهد و هموارسازی سود بر رابطه پایداری سود و ریزش قیمت سهام تأثیر می‌گذارد. «صفدری و اسدالهی» (۱۳۹۷) در پژوهشی تأثیر پایداری سود و پیش‌بینی سود بر ریسک ورشکستگی را بررسی کردند. جامعه آماری پژوهش شامل شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران است. بر اساس روش نمونه‌گیری، حذف سیستماتیک ۱۲۲ شرکت برای دوره زمانی ۱۳۹۰-۱۳۹۵ انتخاب شدند. نتایج نشان داد پایداری و پیش‌بینی سود بر ریسک ورشکستگی بر اساس مدل آلتمن، تأثیر معکوس و معناداری دارد. همچنین، مشخص گردید که پایداری سود بر رابطه بین پیش‌بینی سود و ریسک ورشکستگی تأثیر معناداری ندارد. «ولیان و همکاران» (۱۳۹۸) در پژوهشی، تأثیر ثبات مدیریتی بر مدیریت سود شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران را بررسی کردند. فرضیه‌های

پژوهش نیز با استفاده از نمونه‌ای متشکل از ۱۴۵ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران در فاصله سال‌های ۱۳۸۶ تا ۱۳۹۵ و با بهره‌گیری از الگوی رگرسیون چندمتغیره مورد آزمون قرار گرفت. یافته‌های پژوهش حاکی از آن است که ثبات مدیریتی با مدیریت سود تعهدی و مدیریت سود واقعی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران ارتباط منفی و معناداری دارد. همچنین، مشخص شد ثبات مدیریتی ارتباط انگیزه‌های فرصت‌طلبانه مدیریت سود با ارزش شرکت را در جهت منفی تقویت می‌کند. به بیان دیگر، ثبات مدیریتی سبب می‌شود مدیران به جای دستکاری در سود و پیگیری اهداف کوتاه‌مدت، از طریق سرمایه‌گذاری در طرح‌ها و پروژه‌های سودآور، به دنبال اهداف بلندمدت‌تر بروند و از این طریق ارزش شرکت را افزایش بدهند. «مشکی و نوردیده» (۱۳۹۱) در پژوهشی آثار هموارسازی سود بر پایداری و ثبات سود شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران را بررسی کردند. در این پژوهش، اطلاعات مربوط به ۹۵ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران در طول سال‌های ۱۳۹۱ تا ۱۳۹۶ گردآوری و با استفاده از روش داده‌های تلفیقی ایستا، تجزیه و تحلیل آماری شده است. نتایج این پژوهش نشان داد، ثبات مدیریت از طریق شایسته‌سالاری تأثیر قابل توجهی بر حرفه‌ای‌گرایی کارکنان دارد. «تالی‌وردی و همکاران» (۱۳۹۹) در پژوهشی به بررسی مدل مدیریت ریسک شرکتی و پیامدهای آن در کنترل مؤثر ویژگی‌های سود شرکت پرداختند. نتایج نشان داد مدیریت ریسک سازمانی تأثیر معناداری بر ویژگی‌های سود ندارد.

بر اساس مبانی نظری و پیشینه پژوهش، فرضیه‌های پژوهش به شرح زیر است:

فرضیه اول: بین پایداری سود و ریسک سیستماتیک شرکت رابطه معناداری وجود دارد.
فرضیه دوم: بین پایداری مدیریت و ریسک سیستماتیک شرکت، رابطه معناداری وجود دارد.

فرضیه سوم: مدیریت ریسک رابطه بین پایداری سود با ریسک سیستماتیک را تعدیل می‌کند.

فرضیه چهارم: مدیریت ریسک رابطه بین پایداری مدیریت با ریسک سیستماتیک را

تعدیل می‌کند.

روش‌شناسی

این پژوهش از نظر روش‌شناسی از نوع پژوهش‌های پس‌رویدادی است (چون از ترازنامه و سود و زیان سال‌ها استفاده می‌کند). از سوی دیگر، پژوهش حاضر از نظر نوع، از نوع پژوهش‌های توصیفی از نوع همبستگی و بر اساس معادلات رگرسیونی بوده و از نظر هدف، کاربردی است. همچنین، قلمرو پژوهش بازه زمانی ۷ ساله - از سال ۱۳۹۴ تا ۱۴۰۰ - را دربر گرفته است و مکان پژوهش، بورس اوراق بهادار تهران است. برای انتخاب نمونه، از روش حذفی سیستماتیک استفاده خواهد شد و شرکت‌های بورسی که شرایط زیر را دارا باشند، به‌عنوان نمونه آماری انتخاب می‌شوند.

جامعه آماری پژوهش

ردیف	شرایط	تعداد حذف از نمونه آماری
۱	برای انتخاب نمونه همگن، شرکت‌ها باید قبل از سال ۱۳۹۴ در بورس تهران پذیرفته شده باشند و از ابتدای سال ۱۴۰۰ سهام آن‌ها در بورس مورد معامله قرار گرفته باشد.	۲۳۶
۲	به‌منظور انتخاب شرکت‌های فعال، معاملات این شرکت‌ها در طول سال‌های ۱۳۹۴ تا ۱۴۰۰ در بورس دچار وقفه بیش از سه ماه نشده باشد.	۲۶
۳	به‌لحاظ افزایش قابلیت مقایسه، دوره مالی شرکت‌ها منتهی به اسفند باشد.	۴۰
۴	بین سال‌های ۱۳۹۴ تا ۱۴۰۰ تغییر فعالیت یا تغییر سال مالی نداشته باشند.	۱۷
۵	جزو صنایع سرمایه‌گذاری، واسطه‌گری مالی، بانک و لیزینگ نباشد.	۶۰

با استفاده از روش حذفی سیستماتیک به وسیله آیت‌های فوق و با توجه موارد عنوان شده، تعداد ۱۳۲ شرکت به عنوان نمونه آماری پژوهش انتخاب و داده‌های این شرکت‌ها از صورت‌های مالی استخراج خواهد شد.

مدل پژوهش و تعریف عملیاتی متغیرها

مدل پژوهش

برای آزمون فرضیه‌های پژوهش از توسعه مدل «آلبرینگ و ژو» (۲۰۲۰) استفاده شده است. مدل کلی مورد استفاده در پژوهش، به صورت زیر است:

مدل (یکم) آزمون فرضیه اول و دوم:

$$\begin{aligned} BetaRisk_{i,t} = & \alpha_0 + \beta_1 PRSi,t + \beta_2 MSi,t + \beta_3 SBi,t \\ & + \beta_4 OUTDi,t + \beta_5 Firm\ size_{i,t} + \beta_6 Levi,t \\ & + \beta_7 ACCi,t + \beta_8 OCFi,t + \epsilon_{i,t} \end{aligned}$$

مدل (دوم) آزمون فرضیه سوم:

$$\begin{aligned} BetaRisk_{i,t} = & \alpha_0 + \beta_1 PRSi,t + \beta_2 RiskManage_{i,t} + \beta_3 PRSi,t \\ & * RiskManage_{i,t} + \beta_4 SBi,t + \beta_5 OUTDi,t \\ & + \beta_6 Firm\ size_{i,t} + \beta_7 Levi,t + \beta_8 ACCi,t \\ & + \beta_9 OCFi,t + \epsilon_{i,t} \end{aligned}$$

مدل (سوم) آزمون فرضیه چهارم:

$$\begin{aligned} BetaRisk_{i,t} = & \alpha_0 + \beta_1 MSi,t + \beta_2 RiskManage_{i,t} + \beta_3 MSi,t \\ & * RiskManage_{i,t} + \beta_4 SBi,t + \beta_5 OUTDi,t \\ & + \beta_6 Firm\ size_{i,t} + \beta_7 Levi,t + \beta_8 ACCi,t \\ & + \beta_9 OCFi,t + \epsilon_{i,t} \end{aligned}$$

BetaRisk: ریسک سیستماتیک، PRS: پایداری سود، MS=اپایداری مدیریت،

Riskmanage= مدیریت ریسک، SB: اندازه هیئت مدیره، OUTD= استقلال هیئت مدیره،

Firm size، اندازه شرکت، LEV: اهرم مالی، OCF= جریان نقدی عملیاتی، ACC=

نسبت اقلام تعهدی.

تعریف عملیاتی متغیرها

الف) متغیرهای مستقل:

۱. پایداری سود

برای محاسبه پایداری سود از مدل «دیچو و تانگ»^۱ (۲۰۰۹) استفاده می‌شود؛ بدین صورت که در معادله رگرسیون زیر ضریب b_1 معادل پایداری سود شرکت است (آلبرینگ و همکاران^۲، ۲۰۲۰).

$$E_{t+1} = \alpha + \beta E_t + \varepsilon$$

۲. پایداری مدیریت

پایداری مدیریتی متغیر مجازی است که اگر مدیر عامل در دوره زمانی تحقیق تغییر نکرده باشد، عدد یک و در غیر این صورت عدد صفر داده می‌شود (رحمانی نصرآبادی، ۱۳۹۳).

ب) متغیر وابسته: ریسک سیستماتیک

به منظور اندازه‌گیری ریسک سیستماتیک شرکت از ضریب حساسیت (β) شرکت استفاده شده است. به بیان ساده، ریسک سیستماتیک هر سهم، تعیین‌کننده نرخ بازدهی است که صاحب آن سهم باید انتظار کسب آن را داشته باشد. ضریب β برابر کوواریانس بازده سهم با بازده سبد اوراق بهادار بازار تقسیم بر واریانس سبد اوراق بهادار بازار است (صفدری و اسدالهی، ۱۳۹۵).

$$B = \text{COV}(R_S, R_{N}) / \text{VAR}_N$$

B = ریسک سیستماتیک، $\text{COV}(R_S, R_{N})$ = کوواریانس بازده سهم با بازده سبد اوراق بهادار بازار، VAR_N = واریانس سبد اوراق بهادار بازار

ج) متغیر تعدیلگر: مدیریت ریسک

متغیر تعدیلگر، متغیری است که جهت و شدت ارتباط بین متغیر مستقل و وابسته را تحت تأثیر قرار می‌دهد. در این پژوهش، اثربخشی مدیریت ریسک به عنوان متغیر تعدیلگر معرفی

می‌شود که برای اندازه‌گیری، آن از چهار عامل بهره گرفته شده است (اندرسون^۱، ۲۰۱۹). این عوامل برگرفته از پژوهش «گوردون و همکاران» (۲۰۰۹) است. این عوامل بر اساس توانایی آن‌ها در نیل به هدف‌های تعیین‌شده شرکت‌ها شناسایی شده‌اند.

$$ERMI = \beta_0 + \beta_1 EU + \beta_2 CI + \beta_3 FS + \beta_4 MBD + \varepsilon$$

ERMI: شاخص‌های مدیریت ریسک

EU: عدم اطمینان محیطی

CI: رقابت صنعت

FS: اندازه شرکت

MBD: نظارت هیئت‌مدیره.

در مدل فوق ε جزء خطای مدل است که نشان‌دهنده انحراف از بهترین مدل پیشنهادی «گوردون و همکاران» (۲۰۰۹) است؛ به این صورت که هر چقدر جزء خطای مدل کمتر باشد، نشان از مدیریت ریسک بالای شرکت است و برعکس. به همین منظور، قدر مطلق خطای مدل در منفی (۱) ضرب و به عنوان مدیریت ریسک تعریف شده است.

عامل عدم اطمینان محیطی (EU)

می‌توان عدم اطمینان محیطی را افزایش در رویدادهای پیش‌بینی‌ناپذیر آتی دانست. این نبود اطمینان محیطی می‌تواند مشکلات زیادی را برای سازمان‌ها به وجود آورد. در واقع، گزارشگری مالی و سنجش عملکرد در شرکت‌هایی که عملیات تجاری متغیر و پرنوسانی دارند، پیچیده‌تر است (خدادی و همکاران، ۱۳۹۴). هدف از مدیریت ریسک به عنوان زیرمجموعه سیستم کنترل مدیریت، شناسایی و مدیریت رویدادهای نامشخص آتی در شرکت‌هاست. از این رو، عدم اطمینان محیطی می‌تواند عاملی تأثیرگذار بر مدیریت ریسک باشد (جانی^۲، ۲۰۱۷).

برای اندازه‌گیری این عامل، از سه مؤلفه استفاده می‌شود:

الف) ضریب تغییرات فروش (CN(Sit))

ب) ضریب تغییرات هزینه سرمایه

ج) ضریب تغییرات سود خالص قبل از مالیات (CV(Iit))

I_{it}: سود خالص قبل از مالیات شرکت در سال t

با استفاده از سه پارامتر فوق، عدم اطمینان محیطی به شرح زیر به دست می آید:

$$EU = \text{Log} \left(\sum_{k=1}^3 CV(X_k) \right)$$

$$CV(X_k) = \frac{\sqrt{\frac{\sum_{t=1}^{11} (Z_{k,t} - \bar{Z}_k)^2}{n}}}{|\bar{Z}_k|}$$

CV(X_k) ضریب تغییرات عدم اطمینانی

t سال های ۱۳۹۰ الی ۱۳۹۹ در نظر گرفته شده است.

X_{kt} عدم اطمینان k در سال t

Z_k = متوسط تغییرات عدم اطمینان k در طول n سال

۳ و ۲ و ۱ برای K=۱ (ضریب تغییرات فروش ۲) ضریب تغییرات هزینه سرمایه (۳) ضریب تغییرات سود خالص قبل از مالیات.

برای محاسبه هزینه سرمایه، از روش میانگین موزون هزینه سرمایه استفاده خواهد شد.

$$WACC = \left(\left(\frac{E_M}{E_M + D_M} \right) K_S + \left(\frac{D_M}{E_M + D_M} \right) K_D \right)$$

که در آن:

DM = ارزش دفتری کل بدهی ها

EM = ارزش بازار حقوق صاحبان سهام

KD = نرخ هزینه بدهی بعد از مالیات (حداقل نرخ سود مورد انتظار تسهیلات در عقود

مشارکتی منتشر شده توسط بانک مرکزی در قلمرو زمانی تحقیق در نظر گرفته می شود).

KS = نرخ هزینه صاحبان سهام

به‌منظور محاسبه نرخ هزینه مورد انتظار سهام عادی از مدل گوردون استفاده می‌شود که فرمول آن به‌صورت زیر است:

$$K_S = \frac{D_0(1+g)}{P_0} + g$$

D_0 = سود نقدی هر سهم در دوره جاری

P_0 = قیمت سهم در ابتدای سال

g = نرخ رشد سود سهام

رقابت صنعت (CI): رقابت صنعت تمرکز صنعت را اندازه‌گیری می‌کند که تمرکز پایین یعنی رقابت بالا. با توجه به وجود رقابت شدید بین شرکت‌های رقیب، هر شرکت سعی در اتخاذ راهبردی مناسب برای پیشی گرفتن از سایر رقبای دارد. از این‌رو، همیشه احتمال خطر عدم سودآوری پایدار برای شرکت‌ها وجود خواهد داشت (جمیل و رحمان^۱، ۲۰۱۷).

$$CI = 1 - \sum_{i=1}^n \left(\frac{S_{it}}{TotalS_{st}} \right)^2$$

CI = سهم بازار

S_{it} = فروش هر شرکت در سال t

S_{st} = فروش صنعت در سال t

اندازه شرکت (FS): در ادبیات تئوری سازمانی ارتباط بین اندازه شرکت و ساختار سازمانی مورد توجه قرار گرفته است (لاورنس و لورچ^۲، ۱۹۶۷). همچنین، محققان از اهمیت بالای اندازه شرکت برای طراحی و استفاده از سیستم کنترل مدیریت یاد کرده‌اند (هاکا و همکاران^۳، ۱۹۸۵؛ میر و همکاران^۴، ۱۹۹۱ و شلدز^۵، ۱۹۹۵). برای اندازه‌گیری این عامل، از لگاریتم طبیعی کل دارایی‌ها استفاده شده است.

-
1. Gamil and Rahman
 2. Lowerence and Louch
 3. Hacka et al
 4. Miyer et al
 5. Sheldez

پیچیدگی شرکت (FC): پیچیدگی شرکت سبب کاهش یکپارچگی اطلاعات و مشکلات بیشتر در سیستم کنترل داخلی می‌شود. بنابراین، برای کاهش پیچیدگی، به مدیریت ریسک سازمانی قوی نیاز است (گوردون و همکاران^۱، ۲۰۰۹). پیچیدگی هزینه از اجزای پیچیدگی شرکت می‌باشند. پیچیدگی هزینه به‌عنوان وسعت پوشش هزینه‌ها با درآمدها تعریف می‌شود. در سازمان‌هایی با پیچیدگی هزینه کمتر، بهای تمام‌شده به تناسب درآمدها حرکت می‌کند؛ چنان‌که سود به آسانی با توجه به تغییرات پیش‌بینی‌شده در درآمدها، مشخص می‌شود. اگر بهای تمام‌شده متناسب با درآمد تغییر نکند، فهمیدن مواردی که به پیش‌بینی درآمدها منجر می‌شود، به پیش‌بینی سود نمی‌تواند کمک کند. در نتیجه، پیش‌بینی عملکرد در صورت عدم تغییر سایر موارد، احتمالاً تحت تأثیر پیچیدگی هزینه قرار می‌گیرد. بنابراین، پیچیدگی هزینه از طریق ارتباط بین درآمدها و سود، قبل از بهره و مالیات اندازه‌گیری می‌شود (استان مادوکا^۲، ۲۰۲۱).

$$FC = -1 * CORREL(revenues \& earnings)$$

نظارت هیئت‌مدیره (MBD): متغیر نظارت هیئت‌مدیره از طریق تقسیم تعداد اعضای هیئت‌مدیره بر لگاریتم فروش‌ها، محاسبه و اندازه‌گیری می‌شود.

$$MBD = \frac{Board\ of\ Directors}{\log(S_{it})}$$

Board of Directors: تعداد اعضای هیئت‌مدیره

$\log(S_{it})$: لگاریتم فروش‌ها.

در مدل فوق جزء خطای مدل است که نشان‌دهنده انحراف از بهترین مدل پیشنهادی «گوردون و همکاران» (۲۰۰۹) است؛ به این صورت که هر چقدر جزء خطای مدل کمتر باشد، نشان از مدیریت ریسک بالای شرکت دارد و برعکس. به همین منظور، منفی قدر مطلق جزء خطا به‌عنوان مدیریت ریسک تعریف شده است.

د) متغیرهای کنترلی

۱. **اهرم مالی:** در این پژوهش، برای اندازه‌گیری اهرم مالی شرکت از تقسیم ارزش دفتری بدهی‌های بلندمدت بر کل دارایی‌ها استفاده می‌شود (نظری و زمانی، ۱۳۹۵).

$$FL = Bv \text{ of toatal debts } / \text{TOTL ASSETS}$$

۲. **استقلال هیئت‌مدیره:** استقلال هیئت‌مدیره به درصد اعضای غیرموظف هیئت‌مدیره اشاره دارد. عضو مستقل و غیرموظف هیئت‌مدیره، عضو پاره‌وقت هیئت‌مدیره است که فاقد مسئولیت اجرایی در شرکت می‌باشند. در این پژوهش، میزان استقلال هیئت‌مدیره، از تقسیم تعداد اعضای غیرموظف به تعداد کل اعضای هیئت‌مدیره به‌دست می‌آید.

۳. **اندازه هیئت‌مدیره:** براساس مقاله «هاشم‌الحسینی و همکاران» (۱۳۸۹) تعداد اعضای هیئت‌مدیره مبنای محاسبه اندازه هیئت‌مدیره شرکت است.

۴. **اندازه شرکت:** اندازه شرکت از طرق مختلفی مانند دارایی‌ها محاسبه می‌شود. در این پژوهش، از طریق دارایی‌ها محاسبه شده است؛ یعنی لگاریتم طبیعی کل دارایی‌ها به‌عنوان معیار سنجش اندازه شرکت است (عرب صالحی و همکاران، ۱۳۹۱).

$$\text{اندازه شرکت} = \log(\text{کل دارایی‌ها})$$

۵) **نسبت اقلام تعهدی** اقلام تعهدی از طریق رابطه زیر محاسبه می‌شود:

$$TACC_{i,t} = CACC_{i,t} + NACC_{i,t}$$

در این رابطه:

$$TACC = \text{کل اقلام تعهدی}$$

$$CACC = \text{اقلام تعهدی سرمایه در گردش}$$

اقلام تعهدی سرمایه در گردش که از طریق رابطه زیر محاسبه می‌شود:

$$CACC_{i,t} = \Delta(CA_{i,t} - C_{i,t}) - \Delta(CL_{i,t} - STD_{i,t})$$

در این رابطه:

$$\Delta CA = \text{تغییر در دارایی‌های جاری}$$

$$\Delta C = \text{تغییر در وجه نقد و معادل وجه نقد}$$

$$\Delta CL = \text{تغییر در بدهی‌های جاری}$$

ΔSTD = تغییر در تسهیلات مالی دریافتی کوتاه مدت

$NCACC$ = اقلام تعهدی بلندمدت

اقلام تعهدی بلندمدت که از طریق رابطه زیر محاسبه می شود:

$$NCACC_{i,t} = \Delta(TA_{i,t} - CA_{i,t}) - \Delta(TL_{i,t} - CL_{i,t} - LTD_{i,t})$$

در این رابطه:

ΔTA = تغییر در کل دارایی ها

ΔCA = تغییر در دارایی های جاری

ΔTA = تغییر در کل بدهی ها

ΔCL = تغییر در بدهی های جاری

ΔLTD = تغییر در بدهی های بلندمدت (حساس یگانه و همکاران، ۱۳۹۵).

جریان های نقدی عملیاتی:

برای محاسبه جریان نقدی عملیاتی، از فرمول زیر استفاده می شود (حساس یگانه و

همکاران، ۱۳۹۶):

$$CFO = NI + NCC + \Delta WC$$

که در آن: NI سود خالص و NCC هزینه های غیرنقدی است که باید به سود خالص

اضافه شود، زیرا این نوع هزینه ها سبب کاهش سود خالص می شوند، اما از بابت آن وجهی

خارج نشده است؛ مانند استهلاک ΔWC = تغییرات سرمایه در گردش.

آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

جدول ۱: آمار توصیفی پژوهش

متغیر	تعداد مشاهدات	میانگین	میان	انحراف معیار	کمترین مقدار	بیشترین مقدار	چولگی	کشدگی
ریسک سیستماتیک	۹۲۴	۰/۳۷۸۶	۰/۸۱۹۳	۰/۹۳۲۴	۰/۲۱۱۵	۰/۴۴۰۹	۵/۲۹۰۳	۹/۱۱۵۴
پایداری مدیریت	۹۲۴	۰/۳۱۲۹	۰/۳۴۵۵	۰/۳۹۷۳	۰	۱	۱/۴۹۶۰	۴/۶۴۵۶
مدیریت ریسک	۹۲۴	۰/۱۵۴۶۳	۰/۱۶۶۸	۰/۲۶۶۲۶	۰/۰۹۵۸	۰/۳۱۵۱	۲/۶۷۵۰۳	۵/۸۱۵۹۵
پایداری سود	۹۲۴	۰/۳۷۲۱۳	۰/۳۳۷۸	۰/۳۹۸۹۵	۰/۱۰۹۵	۰/۵۴۴۴	۱/۴۹۰۴۸	۳/۶۵۴۸
استقلال هیئت مدیره	۹۲۴	۰/۲۹۱۵۵	۰/۳۱۶۵	۰/۱۸۵۴۶	۰/۳۳	۰/۵۵۵	۴/۱۴۳۷	۷/۶۵۴۸
اندازه هیئت مدیره	۹۲۴	۵/۵۲۱۳	۵/۵۶۱۱	۱/۰۸۸۵۴	۳	۷	۲/۹۳۲۵۶	۸/۶۵۴۸
اندازه شرکت	۹۲۴	۵/۴۸۰۹	۵/۵۵۷۱	۲/۷۱۳۵۵	۴/۱۷۶۳	۷/۸۴۵۲	۲/۹۸۴۹۶	۱۱/۲۴۵۹۴
اقدام تعهدی	۹۲۴	۰/۲۹۷۱۴	۰/۲۸۸۴۳	۰/۰۹۸۴	۰/۱۵۰۴۳	۰/۴۵۵۳۲	۱/۰۳۶۱۱	۴/۱۶۲۱
اهرم مالی	۹۲۴	۰/۴۳۶۴۹	۰/۴۵۱۲۳	۰/۴۲۳۹۷	۰/۲۰۱۳۶	۰/۵۷۷۹	۷/۳۷۷۹	۹/۴۹۳۳
جریان‌های نقدی عملیاتی	۹۲۴	۰/۳۸۰۶۹	۰/۳۶۱۰۵	۰/۲۸۷۷۲	۰/۲۳۹۶۶	۰/۴۹۷۶۱	۳/۶۰۹۹۹	۴/۰۳۹۲

در نگاره فوق، برخی از مفاهیم آمار توصیفی متغیرها شامل میانگین، میان، حداقل و حداکثر مشاهده‌ها به عنوان شاخص‌های مرکزی و انحراف معیار به عنوان شاخص پراکندگی و ضریب کشیدگی، ضریب چولگی به عنوان شاخص‌های توزیعی ارائه شده است. اصلی ترین شاخص مرکزی، میانگین است که بیانگر نقطه تعادل و مرکز ثقل توزیع است و شاخص خوبی برای نشان دادن مرکزیت داده‌هاست. برای مثال، مقدار میانگین استقلال هیئت مدیره نشان می‌دهد که به طور متوسط نسبت اعضای غیرموظف هیئت مدیره به کل اعضا، به میزان حدود ۲۹ درصد است. همچنین، میانگین ثبات مدیران شرکت‌ها حاکی از آن است که میزان

ثبات مدیران عامل شرکت‌ها در حدّ پایینی است. انحراف معیار نیز یکی از پارامترهای مهمّ پراکندگی و معیاری برای میزان پراکندگی مشاهدات از میانگین است.

آزمون مانایی متغیرهای تحقیق

یکی از مشکلات عمده که در رگرسیون سری‌های زمانی ممکن است رخ دهد، پدیده رگرسیون ساختگی است. رگرسیون ساختگی به وضعیتی اطلاق می‌شود که در آن باوجود ضریب تعیین بالا، رابطه معناداری بین متغیرها وجود ندارد. به‌منظور اطمینان از نتایج پژوهش و ساختگی نبودن روابط موجود در رگرسیون و معنادار بودن متغیرها، آزمون مانایی لوین، لین و چو (LLC) و آیم، پسران و شین (IPS) برای متغیرهای پژوهش انجام شده است. واضح است، در صورتی که بر پایه آزمون‌های فوق متغیرها ریشه واحد داشته باشند و به یک بار تفاضل‌گیری نیاز باشد، درجه انباشتگی یک $I(1)$ است. در صورتی که بر پایه آزمون‌های فوق، متغیر مانا باشند؛ درجه انباشتگی آن متغیر صفر $I(0)$ خواهد بود. جدول (۴-۲) نتایج آزمون مانایی متغیرها را نشان می‌دهد. نتایج نشان می‌دهد مقدار این آماره برای هر یک از متغیرها معنادار است؛ بنابراین، فرضیه صفر مبنی بر وجود ریشه واحد متغیرها رد می‌شود. به بیان دیگر، مانایی داده‌ها تأیید می‌شود.

جدول ۲: آزمون مانایی متغیرهای پژوهش

متغیر	آماره IPS	سطح معناداری	نتیجه آزمون	آماره LLC	سطح معناداری	نتیجه آزمون
ریسک سیستماتیک	-۴/۶۳۴	۰/۰۰	I(۰)	-۵/۱۱	۰/۰۰	I(۰)
ثبات مدیریت	-۸/۳۹۲	۰/۰۰	I(۰)	-۴/۸۸	۰/۰۰	I(۰)
مدیریت ریسک	-۶/۵۳۶	۰/۰۰	I(۰)	-۵/۳۶	۰/۰۰	I(۰)
پایداری مدیریت	-۶/۰۱۹	۰/۰۰	I(۰)	-۴/۶۳	۰/۰۰	I(۰)
استقلال هیئت مدیره	-۱۱/۸۷۵	۰/۰۰	I(۰)	-۶/۷۴	۰/۰۰	I(۰)
اندازه هیئت مدیره	-۸/۳۶۵	۰/۰۰	I(۰)	-۵/۳۹	۰/۰۰	I(۰)
اندازه شرکت	-۷/۳۰۰	۰/۰۰۰	I(۰)	-۳/۴۲	۰/۰۰	I(۰)
نسبت اقلام تعهدی	-۱/۴۶۵	۰/۰۰۰۰	I(۰)	-۴/۷۹	۰/۰۰	I(۰)
اهرم مالی	-۹/۱۰۹	۰/۰۰۰۰	I(۰)	-۵/۰۹	۰/۰۰	I(۰)
جریان نقدی عملیاتی	-۱۲/۳۶	۰/۰۰	I(۰)	-۳/۹۵	۰/۰۰	I(۰)

پیش‌فرض‌های آزمون رگرسیون چندگانه

برای اینکه بتوان مشخص کرد که آیا استفاده از روش داده‌های پانل در برآورد مدل مورد نظر کارآمد خواهد بود یا نه، از آزمون چاو یا F مقید و به‌منظور اینکه مشخص شود کدام روش (اثرهای ثابت و یا اثرهای تصادفی) برای برآورد مناسب‌تر است (تشخیص ثابت

یا تصادفی بودن تفاوت‌های واحدهای مقطعی) از آزمون هاسمن استفاده می‌شود. نتایج حاصل از این آزمون‌ها در جدول ۳ ارائه شده است. با توجه به نتایج به‌دست آمده، مدل‌ها از روش پنل دیتا با اثرهای ثابت آزمون می‌شوند.

جدول ۳: نتایج آزمون چاو و هاسمن

مدل اول

آزمون	آماره	مقدار آماره	درجه آزادی	P-Value
چاو	F	۴/۱۶۵۴	۷	۰/۰۰۰۰
هاسمن	χ^2	۵/۲۱۷۷	۷	۰/۰۰۰۰

مدل دوم

آزمون	آماره	مقدار آماره	درجه آزادی	P-Value
چاو	F	۵/۳۲۴۵	۸	۰/۰۰۰۰
هاسمن	χ^2	۵/۱۰۹۴	۸	۰/۰۰۰۰

مدل سوم

آزمون	آماره	مقدار آماره	درجه آزادی	P-Value
چاو	F	۵/۱۵۴۹	۸	۰/۰۰۰۰
هاسمن	χ^2	۴/۲۰۶۵	۸	۰/۰۰۰۰

برای سنجش اعتبار مدل و بررسی مفروضات رگرسیون کلاسیک، باید علاوه بر بررسی نبود هم‌خطی بین متغیرهای مستقل وارد شده در مدل، آزمون‌هایی درباره نرمال بودن باقی‌مانده‌ها، همسانی واریانس‌ها، استقلال باقی‌مانده‌ها و نبود خطای تصریح مدل (خطی بودن مدل) نیز انجام شود. برای آزمون نرمال بودن جمله‌های خطا، از آزمون‌های مختلفی می‌توان استفاده کرد. یکی از این آزمون‌ها، آزمون جارکیو - برا است. در پژوهش حاضر از این آزمون استفاده شده است. نتایج آزمون جارکیو - برا حاکی از این است که باقی‌مانده‌های حاصل از برآورد مدل پژوهش در سطح اطمینان ۹۵٪ از توزیع نرمال برخوردار هستند،

به‌طوری که احتمال مربوط به این آزمون بزرگ‌تر از ۰/۰۵ است. یکی دیگر از مفروضات آماری رگرسیون کلاسیک، همسانی واریانس باقی‌مانده‌هاست. در صورتی که واریانس‌ها ناهمسان باشند، برآوردکننده خطی ناریب بوده و کمترین واریانس را نخواهد داشت. در این مطالعه، برای بررسی همسانی واریانس‌ها از آزمون برش پاگان استفاده شده است. با توجه به سطح اهمیت این آزمون که کوچک‌تر از ۰/۰۵ است، فرضیه صفر مبنی بر وجود همسانی واریانس رد شده و می‌توان گفت مدل دارای مشکل ناهمسانی واریانس است. در این مطالعه برای رفع این مشکل، در برآورد از روش برآورد حداقل مربعات تعمیم‌یافته (GLS) استفاده شده است. همچنین، در این مطالعه برای آزمون همبسته‌نبودن باقی‌مانده‌ها که یکی از مفروضات تجزیه و تحلیل و تحلیل رگرسیون است و «خودهمبستگی» نامیده می‌شود، از آزمون دورین واتسون (D-W) استفاده شده است. با توجه به نتایج اولیه برآورد مدل مقدار آماره دورین واتسون، از آنجا که بین ۱/۵ و ۲/۵ است، می‌توان نتیجه گرفت باقی‌مانده‌ها مستقل از هم می‌باشند. افزون بر این، برای آزمون اینکه مدل دارای رابطه خطی است و اینکه آیا مدل مورد نظر تحقیق از نظر رابطه خطی بودن و یا غیرخطی بودن درست تبیین شده است یا خیر، از آزمون رمزی استفاده شده است. با توجه به اینکه سطح اهمیت آزمون رمزی بزرگ‌تر از ۰/۰۵ است، این فرضیه صفر و این آزمون مبنی بر خطی بودن مدل تأیید شده و مدل دارای خطای تصریح نیست. خلاصه نتایج آزمون‌های فوق، در جدول ۴ ارائه شده است.

جدول ۴: نتایج آزمون‌های مربوط به مفروضات آماری

مدل اول

آماره Ramsey		آماره Durbin-Watson	آماره Breusch-Pagan		آماره Jarque-Bera	
<i>P-Value</i>	<i>F</i>	D	<i>P-Value</i>	<i>F</i>	<i>P-Value</i>	χ^2
۰/۱۶۵۷	۳/۲۲۵	۱/۸۱۳	۰/۰۰۹	۱/۹۷۶۸	۰/۲۹۹۴	۱/۶۳۲۴

مدل دوم

آماره Ramsey		آماره Durbin-Watson	آماره Breusch-Pagan		آماره Jarque-Bera	
$P-Value$	F	D	$P-Value$	F	$P-Value$	χ^2
۰/۰۹۴۳	۵/۰۳۲۶	۲/۲۶۵	۰/۰۰۴۲	۱/۸۳۵	۰/۷۳۲۵	۱/۱۰۴۵

مدل سوم

آماره Ramsey		آماره Durbin-Watson	آماره Breusch-Pagan		آماره Jarque-Bera	
$P-Value$	F	D	$P-Value$	F	$P-Value$	χ^2
۰/۱۶۵۰	۴/۹۱۵۶	۲/۰۳۳	۰/۰۰۰	۱/۴۳۵	۰/۳۵۲۱	۱/۶۶۳

نتایج پژوهش

آزمون فرضیه اول و دوم

جدول ۵: نتایج حاصل از رگرسیون چندمتغیره فرضیه اول و دوم

نوع متغیر	نماد	نام متغیر	ضریب	خطای استاندارد	آماره t	سطح معنی دار
متغیر وابسته	BetaRisk	ریسک سیستماتیک	—	—	—	—
مقدار ثابت	α	آلفا	۳/۳۲۶	۰/۵۲۶۰	-۶/۳۲۶	۰/۰۰۰
متغیرهای مستقل	PRS	پایداری سود	-۰/۳۸۷*	۰/۱۲۲۸	-۳/۱۰۹	۰/۰۰۰
	MS	پایداری مدیریت	-۰/۱۹۹*	۰/۰۴۵۹	-۴/۳۳۲	۰/۰۰۰
متغیرهای کنترل	SB	اندازه هیئت مدیره	۰/۲۱۳	۰/۱۵۲۹	۱/۳۹۳	۰/۳۳۶
	OUTD	استقلال هیئت مدیره	-۰/۱۴۵*	۰/۰۳۹۹	-۳/۶۳۴	۰/۰۰۰
	Firm sizee	اندازه شرکت	-۰/۴۱۲*	۰/۰۷۹۷	-۵/۱۶۵	۰/۰۰۰
	LEV	اهرم مالی	۰/۵۱۳*	۰/۰۷۷۲	۶/۶۵۳	۰/۰۰۰
	ACC	نسبت اقلام تعهدی	۰/۱۳۳	۰/۰۷۲۹	۱/۸۲۳	۰/۰۶۱

نسبت جریان نقدی عملیاتی	OCF	۰/۲۴۰	۰/۱۵۶۴	۱/۵۳۴	۰/۱۲۹
دوربین واتسون		۱/۸۱۳	-	-	-
آماره F		۹/۱۶۵	-	-	۰/۰۰۰
ضریب تعیین	R Square	۰/۳۲۷	-	-	-
ضریب تعیین تعدیل شده	Adjusted R Square	۰/۳۲۵	-	-	-

همان‌گونه که این نگاره نشان می‌دهد، چون سطح معناداری متغیرهای پایداری سود، پایداری مدیریت، استقلال هیئت‌مدیره، اندازه شرکت و اهرم مالی کمتر از ۵ درصد است، این متغیرها بر ریسک سیستماتیک شرکت تأثیر معناداری دارند و متغیرهای اندازه هیئت مدیره، نسبت اقلام تعهدی و نسبت جریان نقدی عملیاتی هیچ تأثیری بر ریسک سیستماتیک شرکت ندارند (زیرا سطح معناداری این متغیر بالاتر از ۵ درصد است). ضریب متغیرها نشان می‌دهد تأثیر اهرم مالی بر ریسک سیستماتیک شرکت نسبت به بقیه متغیرها بیشتر است. با توجه به اینکه سطح معناداری آماره F کمتر از ۵ درصد است (۰/۰۰۰)، الگوی رگرسیون محاسبه‌شده معنادار است. به عبارت دیگر، ارتباط منطقی بین متغیرها ایجاد شده است. همچنین، با توجه به ضریب تعیین به دست آمده، متغیرهای مستقل ۳۲/۷ درصد از تغییرات در ریسک سیستماتیک شرکت را توضیح می‌دهند. آماره دوربین واتسون نیز چون بین ۱/۵ تا ۲/۵ است (۱/۸۱۳)؛ می‌توان نتیجه‌گیری کرد که بین جمله‌های خطا در معادله رگرسیون، مشکل خودهمبستگی وجود ندارد. منفی بودن ضریب متغیر پایداری سود (۰/۳۸۷-) حاکی از تأثیر معکوس پایداری سود بر ریسک سیستماتیک شرکت‌هاست؛ به طوری که با افزایش ۱ واحدی پایداری سود، ریسک سیستماتیک شرکت به میزان ۰/۳۸۷ واحد کاهش می‌یابد. بنابراین، با توجه به تجزیه و تحلیل‌های صورت گرفته درباره تأیید فرضیه اول پژوهش، می‌توان نتیجه گرفت که پایداری سود بر ریسک سیستماتیک شرکت تأثیر معکوس و معناداری دارد.

نتیجه آزمون فرضیه دوم

منفی بودن ضریب متغیر ثبات مدیریت (۰/۱۹۹-) حاکی از تأثیر معکوس پایداری مدیریت بر ریسک سیستماتیک شرکت‌هاست؛ به‌طوری‌که با افزایش ۱ واحدی پایداری مدیریت، ریسک سیستماتیک شرکت به‌میزان ۰/۱۹۹ واحد کاهش می‌یابد. بنابراین، با توجه به تجزیه و تحلیل‌های صورت گرفته درباره تأیید فرضیه دوم پژوهش، می‌توان نتیجه گرفت که پایداری مدیریت، بر ریسک سیستماتیک شرکت تأثیر معکوس و معناداری دارد.

آزمون فرضیه سوم

جدول ۶: نتایج حاصل از رگرسیون چندمتغیره فرضیه سوم

نوع متغیر	نماد	نام متغیر	ضریب	خطای استاندارد	آماره t	سطح معناداری
متغیر وابسته	BetaRisk	ریسک سیستماتیک	-		-	-
مقدار ثابت	α	آلفا	۰/۲۱۹	۰/۰۳۵۴	۶/۱۷۶	۰/۰۰۰
متغیر مستقل	PRS	پایداری سود	-۰/۵۱۵*	۰/۰۵۶۵	-۷/۳۶۱	۰/۰۰۰
متغیر تعدیلگر	RiskManage	مدیریت ریسک	-۰/۳۰۴*	۰/۰۴۴۵	-۶/۸۲۳	۰/۰۰۰
	PRS* RiskManage	پایداری سود* مدیریت ریسک	-۰/۱۲۲*	۰/۰۴۴۹	-۷/۱۷۷	۰/۰۰۰
متغیرهای کنترل	OUTD	استقلال هیئت‌مدیره	-۰/۲۴۷*	۰/۰۴۴۱	-۵/۵۹۳	۰/۰۰۰
	SB	اندازه هیئت‌مدیره	۰/۲۲۱	۰/۱۵۴۷	۱/۴۲۸	۰/۱۴۳
	Firm sizee	اندازه شرکت	-۰/۱۸۴*	۰/۰۲۶۷	-۶/۹۰۳	۰/۰۰۰
	LEV	اهرم مالی	۰/۱۱۳*	۰/۰۲۳۲	۴/۸۶۹	۰/۰۰۰
	ACC	نسبت اقلام تعهدی	۰/۲۶۵	۰/۲۱۵۷	۱/۲۲۸	۰/۲۱۶
	OCF	نسبت جریان نقدی عملیاتی	-۰/۲۴۸	۰/۲۱۱۲	-۱/۱۷۴	۰/۳۰۱
		دوربین واتسون	۲/۲۶۵	-	-	-
		آماره F	۱۱/۵۴۱۶	-	-	۰/۰۰۰

—	—	—	0/399	ضریب تعیین	R Square
—	—	—	0/377	ضریب تعیین تعدیل شده	Adjusted R Square

همان‌گونه که این نگاره نشان می‌دهد، چون سطح معناداری متغیرهای پایداری سود، مدیریت ریسک، استقلال هیئت‌مدیره، اندازه شرکت و اهرم مالی کمتر از ۵ درصد است، این متغیرها بر ریسک سیستماتیک شرکت تأثیر معناداری دارند و متغیرهای اندازه هیئت‌مدیره، نسبت اقلام تعهدی و نسبت جریان نقدی عملیاتی هیچ تأثیری بر ریسک سیستماتیک شرکت ندارند (زیرا سطح معناداری این متغیر بالاتر از ۵ درصد است). ضریب متغیرها نشان می‌دهد تأثیر مدیریت ریسک بر ریسک سیستماتیک شرکت، نسبت به بقیه متغیرها بیشتر است. با توجه به اینکه سطح معناداری آماره F کمتر از ۵ درصد است (۰/۰۰۰)، الگوی رگرسیون محاسبه‌شده معنادار است. به عبارت دیگر، ارتباط منطقی بین متغیرها ایجاد شده است. همچنین، با توجه به ضریب تعیین به دست آمده، متغیرهای مستقل ۳۹/۹ درصد از تغییرات در ریسک سیستماتیک شرکت را توضیح می‌دهند. آماره دوربین واتسون نیز چون بین ۱/۵ تا ۲/۵ است (۲/۲۶۵)، پس می‌توان نتیجه‌گیری کرد که بین جمله‌های خطا در معادله رگرسیون مشکل خودهمبستگی وجود ندارد. منفی بودن ضریب متغیر پایداری سود (۰/۵۱۵-) حاکی از تأثیر معکوس پایداری سود بر ریسک سیستماتیک شرکت‌هاست؛ به‌طوری‌که با افزایش ۱ واحدی پایداری سود، ریسک سیستماتیک شرکت به میزان ۰/۲۱۵ واحد کاهش می‌یابد. با مقایسه ضریب‌های متغیر پایداری سود در جدول‌های (۱۰-۴) و (۱۱-۴)؛ این ضریب از ۰/۳۸۷ به ۰/۵۱۵ افزایش یافته است. بنابراین، می‌توان نتیجه گرفت که فرضیه سوم تأیید شده و مدیریت ریسک موجب قوی‌تر شدن تأثیر معکوس پایداری سود بر ریسک سیستماتیک می‌شود.

آزمون فرضیه چهارم

در این پژوهش، فرضیه چهارم، تأثیر مدیریت ریسک بر رابطه بین ثبات مدیریت و ریسک سیستماتیک را بررسی می‌کند.

جدول ۷: نتایج حاصل از رگرسیون چندمتغیره فرضیه چهارم

نوع متغیر	نماد	نام متغیر	ضریب	خطای استاندارد	آماره t	سطح معناداری
متغیر وابسته	BetaRisk	ریسک سیستماتیک	—	—	—	—
مقدار ثابت	α	آلفا	۱/۱۹۵	۰/۲۸۶۱	-۴/۱۷۶	۰/۰۰۰
متغیر مستقل	MS	پایداری مدیریت	-۰/۳۰۵*	۰/۰۹۳۱	-۴/۳۹۰	۰/۰۰۰
متغیرهای کنترل	RiskManage	مدیریت ریسک	-۰/۲۱۳*	۰/۰۶۸۸	-۳/۰۹۴	۰/۰۰۰
	MS*RiskManage	پایداری مدیریت* مدیریت ریسک	-۰/۱۹۸	۰/۰۴۰۹	-۴/۸۳۲	۰/۰۰۰
	OUTD	استقلال هیئت مدیره	-۰/۳۹۸*	۰/۰۹۵۱	-۴/۱۸۳	۰/۰۰۰
	SB	اندازه هیئت مدیره	۰/۲۱۳	۰/۱۱۲	۱/۸۹۹	۰/۰۵۷
	Firm sizee	اندازه شرکت	۰/۲۹۴*	۰/۰۵۶۱	۴/۸۱۰	۰/۰۰۰
	LEV	اهرم مالی	۰/۴۷۹*	۰/۰۹۱۴	۵/۲۴۰	۰/۰۰۰
	ACC	نسبت اقلام تعهدی	۰/۱۹۸	۰/۱۰۸۰	۱/۸۳۲	۰/۰۶۷
	OCF	نسبت جریان نقدی عملیاتی	۰/۱۰۷	۰/۰۶۴۳	۱/۶۶۳	۰/۱۴۳
		دوربین واتسون	۲/۰۳۳	—	—	—

۰/۰۰۰	—	—	۱۱/۲۱۳	آماره F	
—	—	—	۰/۴۱۴	ضریب تعیین	R Square
—	—	—	۰/۴۰۷	ضریب تعیین تعدیل شده	Adjusted R Square

همان گونه که این نگاره نشان می‌دهد، چون سطح معناداری متغیرهای ثبات مدیریت، مدیریت ریسک، استقلال هیئت مدیره، اندازه شرکت و اهرم مالی کمتر از ۵ درصد است، این متغیرها بر ریسک سیستماتیک شرکت تأثیر معناداری دارند و متغیرهای اندازه هیئت مدیره، نسبت اقلام تعهدی و نسبت جریان نقدی عملیاتی، هیچ تأثیری بر ریسک سیستماتیک شرکت ندارد (زیرا سطح معناداری این متغیر بالاتر از ۵ درصد است). ضریب متغیرها نشان می‌دهد تأثیر مدیریت ریسک بر ریسک سیستماتیک شرکت نسبت به متغیرهای دیگر بیشتر است. با توجه به اینکه سطح معناداری آماره F کمتر از ۵ درصد است (۰/۰۰۰)، الگوی رگرسیون محاسبه شده معنادار است. به عبارت دیگر، ارتباط منطقی بین متغیرها ایجاد شده است. همچنین، با توجه به ضریب تعیین به دست آمده، متغیرهای مستقل ۴۱/۴ درصد از تغییرات در ریسک سیستماتیک شرکت را توضیح می‌دهند. آماره دوربین واتسون نیز چون بین ۱/۵ تا ۲/۵ است (۲/۰۳۳) می‌توان نتیجه گرفت که بین جمله‌های خطا در معادله رگرسیون مشکل خودهمبستگی وجود ندارد. منفی بودن ضریب متغیر ثبات مدیریت (۰/۳۰۵-) حاکی از تأثیر معکوس ثبات مدیریت بر ریسک سیستماتیک شرکت هاست، به طوری که با افزایش ۱ واحدی ثبات مدیریت، ریسک سیستماتیک شرکت به میزان ۰/۳۰۵ واحد کاهش می‌یابد. با مقایسه ضریب‌های متغیر ثبات مدیریت در جدول‌های فوق، این ضریب از ۰/۱۹۹ به ۰/۳۰۵ افزایش یافته است. بنابراین، می‌توان نتیجه گرفت که فرضیه چهارم تأیید شده و مدیریت ریسک موجب قوی تر شدن تأثیر معکوس ثبات مدیریت بر ریسک سیستماتیک می‌شود.

بحث و نتیجه‌گیری

بر اساس نتایج فرضیه نخست، هرچه پایداری سود بیشتر باشد، شرکت توان بیشتری برای حفظ سودهای سال قبل دارد. زمانی که سود شرکت پایدار باشد، مدیران بهتر می‌توانند تصمیم‌های سرمایه‌گذاری، تقسیم سود و... را انجام دهند. در نتیجه، کارآیی سرمایه‌گذاری افزایش می‌یابد و شرکت بهتر می‌تواند با ریسک‌های احتمالی بازار مقابله کند. بر اساس نتایج فرضیه دوم، پایداری مدیریت موجب می‌شود مدیران بهتر بتوانند سرمایه‌گذاری کنند و تصمیم‌های بلندمدت بگیرند. زمانی که یک شرکت ثبات مدیریت نداشته باشد، هر مدیر تصمیمی جداگانه می‌گیرد و عملکرد شرکت در بلندمدت با ریسک مواجه خواهد شد. اما زمانی که ثبات مدیریتی برقرار باشد، موجب می‌شود تصمیم‌ها با رویکرد بلندمدت و سودآور برای شرکت اتخاذ و پیگیری شود و به‌طور کلی ریسک شرکت کاهش می‌یابد. بر اساس نتایج فرضیه سوم، مدیریت ریسک، فرایندی است که هیئت‌مدیره، مدیریت و سایر کارکنان یک واحد اقتصادی انجام می‌دهند. در فرایند سیاست‌گذاری و در کلّ بنگاه به‌کار بسته می‌شود. برای شناسایی، رویدادهای بالقوه‌ای طراحی شده است که ممکن است بر واحد اقتصادی تأثیر بگذارند و ریسک را با توجه به نیاز واحد اقتصادی، مدیریت می‌کند تا اطمینان معقول دربارهٔ دستیابی به هدف‌های واحد اقتصادی به‌دست آید. به‌طور معمول، در شرکت‌ها از مدیریت ریسک برای کاهش آثار مربوط به پیدایش شرایط نامساعد و کاهش تأثیر رفتاری این شرایط بر عملکرد و کارکرد شرکت‌ها استفاده می‌شود. هدف از مدیریت اثربخش ریسک، مدیریت نااطمینانی است و شامل فعالیت‌های شناسایی، ارزیابی، پایش و کاهش تأثیر ریسک‌ها بر یک کسب‌وکار می‌شود. این امر سبب کاهش ریسک سیستماتیک شرکت و تأثیر معکوس بیشتر پایداری سود بر ریسک سیستماتیک می‌شود. بر اساس نتایج فرضیه چهارم، شرکتی که در زمینه مدیریت ریسک موفق است، ثبات مدیریتی در آن بیشتر می‌تواند ریسک سیستماتیک را کاهش دهد، زیرا مدیریت ریسک، فرایند شناسایی، ارزیابی و کنترل تهدیدها برای سرمایه و درآمد یک سازمان است. این ریسک‌ها از منابع مختلفی مانند عدم قطعیت تأمین مالی، بدهی‌های قانونی، مسائل فناوری، خطاهای مدیریت راهبردی، حوادث

و بلایای طبیعی ناشی می‌شوند. به بیان دیگر، مدیریت ریسک فرایند شناسایی، تجزیه و تحلیل، پذیرش یا کاهش عدم قطعیت در تصمیم‌های سرمایه‌گذاری است. نتایج پژوهش با نتایج پژوهش‌های «آلبرینگ و ژو» (۲۰۲۰) و «صفدری و اسدالهی» (۱۳۹۷) مطابقت دارد. در این پژوهش‌ها پایداری سود و ثبات مدیریت تأثیر معکوسی بر ریسک شرکت دارند. همچنین نتایج پژوهش با نتایج پژوهش‌های «عاشوری و نیکبخت» (۱۳۹۶) تفاوت دارد. در این پژوهش، ارتباط مستقیمی بین ثبات مدیریت و پایداری سود با ریسک سیستماتیک به‌دست آمده است.

پیشنادهای کاربردی پژوهش

بر اساس نتایج فرضیه نخست، به سهامداران شرکت‌ها توصیه می‌شود پاداش مدیران را بر اساس عملکرد و توانایی آنان افزایش دهند، زیرا مدیران برای پایداری سود شرکت، مدیریت سود را انجام می‌دهند و در راستای دستیابی به سود مستمر و پایدار، سعی می‌کنند نوسان‌های دوره‌ای سود را حذف و برای افزایش سود با یک نرخ رشد ثابت، برنامه‌ریزی و اقدام کنند. این موضوع سبب می‌شود دورنمای آتی شرکت، مطلوب به نظر بیاید، در حالی که گزارشگری مالی، با مدیریت سود همراه است.

بر اساس نتایج فرضیه دوم، به صاحبان سهام شرکت‌ها توصیه می‌شود تا حد امکان دوره تصدیگری مدیران عامل را افزایش دهند و از جابه‌جایی زودهنگام مدیران خودداری کنند، زیرا ریسک شرکت را افزایش می‌دهد.

بر اساس نتایج فرضیه سوم، توصیه می‌شود بهترین راه برای مدیریت ریسک در بورس و کاهش تأثیرهای ریسک بر سرمایه‌گذاری و معاملات، آموزش مدیریت ریسک و سرمایه در بورس است. برای این منظور، باید مؤثرترین مهارت‌های مدیریت ریسک در بورس را به مدیران آموزش داد تا بتوانند راهبرد بهینه معاملات را طراحی کنند.

بر اساس نتایج فرضیه چهارم، استفاده از تحلیلگران بازار و ریسک می‌تواند به شرکت در مواجهه اثربخش با ریسک‌های احتمالی کمک کند.

منابع

- پورزمانی، زهرا، کریمی، علی. (۱۳۸۹). تأثیر مدیریت مؤثر ریسک و سرمایه‌های فکری بر سطح عملکرد شرکت‌ها. دانش مالی تحلیل اوراق بهادار، (۲)، ۱-۱۸.
- روحی ملکی، سحر، پاک‌مرام، عسگر. (۱۳۹۶). بررسی رابطه‌ی محافظه‌کاری حسابداری با واکنش بازار و ریسک‌پذیری سرمایه‌گذاری. پژوهش حسابداری، ۷(۴)، ۹۹-۱۲۶.
- شریفی، سوگند، اعتمادی، حسین، سپاسی، سحر. (۱۳۹۵). رابطه بین ویژگی کیفی پیش‌بینی سود هر سهم و ریسک ورشکستگی. پژوهش‌های تجربی حسابداری، ۵(۴)، ۱-۲۱.
- صفدری، سمیه، اسداللهی، سیدیحیی. (۱۳۹۷). بررسی تأثیر پایداری و پیش‌بینی سود بر ریسک ورشکستگی بر اساس مدل آلتمن. سومین همایش ملی حسابداری، مدیریت و اقتصاد ایران، بندرگز.
- عاشری، فاطمه، نیکبخت، محمدرضا. (۱۳۹۶). تأثیر پایداری سود بر ریسک سقوط قیمت سهام در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. دومین همایش بین‌المللی انسجام مدیریت و اقتصاد در توسعه، تهران.
- مشکی، مهدی، نوردیده، لطیف. (۱۳۹۱). بررسی تأثیر مدیریت سود در پایداری سود شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. پژوهش‌های حسابداری مالی، ۴(۱)، ۱۰۵-۱۱۸.
- موسوی، میرمرتضی. (۱۳۹۹). نقش راهبردی مدیریت ریسک بر تعامل بین کارایی، عملکرد و سلامت مالی بانک‌ها. فصلنامه علمی پژوهش‌های مدیریت راهبردی، ۲۵(۷۵)، ۷۱-۹۶.
- ولیان، حسن. (۱۳۹۸). بررسی تأثیر ثبات مدیریتی بر مدیریت سود شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. پژوهش‌های تجربی حسابداری، ۹(۳)، ۲۴۵-۲۷۵.
- رهنمای رودپشتی، فریدون، ناطق گلستان، احمد، یعقوب نژاد، احمد. (۱۳۹۳). ارائه الگوی ذهنی ادراک ریسک سرمایه‌گذاران بورس اوراق بهادار تهران. دانش سرمایه‌گذاری، ۴(۱۳)، ۱۹۵-۲۱۶.
- نیکبخت، محمدرضا، سیدی، عزیز، هاشم‌الحسینی، روزبه. (۱۳۸۹). بررسی تأثیر ویژگی‌های هیات مدیره بر عملکرد شرکت. پیشرفت‌های حسابداری، ۲(۱)، ۲۵۱-۲۷۰.
- Ahmed Zaid, M., Chertouk, Z. (2017). Contribution performance financière et performance sociale dans les entreprises publiques algériennes. *Universidad polytechnica de Valencia*, 1-15.
- Albringa Susan, M., Xiaolu, X. (2020). Management earnings forecasts, managerial incentives, and risk-taking. *Advances in Accounting*, 145 (3), 335-361.
- Andersen, TJ. (2019). Effective Risk Management Outcomes: Exploring Effects of Innovation and Capital Structure. *Journal of Strategy and Management*, 2(4), 352 - 379.
- Antonio, B., Gaudenzi, B. (2019). *Risk management. Events Manag.* Springer: Milano.
- Ashari, F., Nikbakht, M. R. (2016). *The impact of profit stability on the risk of falling stock prices in companies listed on the Tehran Stock Exchange*. The second international conference on integration of management and economics in

- development, Tehran.
- Chen M., Yen D. C., Wang J.-C. (2018). Effective risk management and company performance. *Business Process Management Journal*, 8(3): 245–253.
- Chen, J.Z., L. Rees., Sivaramakrishna, K. (2016). Are all benchmark beaters treated the same? Accrual-based versus real earnings management. *Journal of Accounting and Public Policy*, 2(35)-123-145.
- Donelson, D.C., McInnis, J.M., Mergenthaler, R.D. (2020). Discontinuities and earnings management: evidence from restatements related to securities litigation. *Contemp. Account. Res.*, 30 (1), 242–268.
- Eldersoun, A., Leman J. (2019). *The effect of risk management on company performance. Global Project and Manufacturing Management*. The Symposium Proceeding.
- Farina, L., Danesi, E., Travaglini, A., Mancini, M., Trucco, P. (2018). Integration of constructability and project risk management. *Manag Ind Eng*, 53-66.
- Givoly, D., Hayn, C., (2019). The changing time-series properties of earnings, cash flows and accruals: has financial reporting become more conservative?. *Journal Account. Econ*, 29 (3), 287–320.
- Grable, J.E. (2020). Financial risk tolerance and additional factors that affect risk taking in everyday money matters. *Journal. Bus. Psychol*, 14, 625–630.
- Grable, J.E., McGill, S., Britt, S. (2018). Risk tolerance estimation bias: The age effect. *Journal. Bus. Econ. Res*, 7(7), 1–12.
- Grable, J.E., Roszkowski, M.J., (2021). Self-assessments of risk tolerance by women and men 1. *Psychol. Rep*, 100 (3), 795–802.
- Gunny, K. (2017). The relation between earnings management using real activities manipulation and future performance: evidence from meeting earnings benchmarks. *Contemp. Account. Res.*, 27 (3), 855–888.
- Halek, M., Eisenhauer, J.G. (2016). Demography of risk aversion. *Journal. Risk Insurance*, 68, 1–24.
- Hardaker, J. B., Huirne, R. B. M., Anderson, J. R. (2018). *Coping with Risk in Agriculture*. CAB International. Wallingford: UK.
- Hoyt, R.E., Liebenberg, A.P. (2019). The Value of Enterprise Risk Management. *The Journal of Risk and Insurance*, 78(4), 795– 822.
- Hu, F., Gastaldi, M., Chopra, S. (2017). Investigating the Impact of Risk Management on the Performance of Government Development Projects. *Journal of Manufacturing Technology Management*, 17(6), 700-720.
- Ilmete, O., Juris Binde, O., Borzovs, J., Brūna, I., EDorrenberg, F., Jerzy Kisielnicki, I., Sloka, B. (2014). *Scientific Committee—Editorial Board Project Management Development—practice and perspectives*. Conference proceedings. Riga.
- Jensen, M., Meckling, W. (2018). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3 (4), 305-360.
- Kopecká, N. (2018) A literature review of financial performance measures and value relevance. *Contributions to Management Science*, 433-444. https://doi.org/10.1007/978-3-319-68762-9_42
- Lem, M., Lehman, T. (2017). Investigating the Effect of Professional Experience of

- Investment Managers on Risk-Risk As well as Overconfidence and Mass-Behavior. *Management Science*, 35(7), 807-822.
- Lerner, J.S., Keltner, D. (2018). Fear, anger, and risk. *J. Personal. Soc. Psychol.* 81, 146–159.
- Louis, H., Robinson, D., (2021). Do managers credibly use accruals to signal private information? Evidence from the pricing of discretionary accruals around stock splits. *J. Account. Econ.* 39, 361–380.
- Meshki, M., Nurdeh, L. (2018). Investigating the effect of profit management on the stability of profits of companies listed on the Tehran Stock Exchange. *Financial accounting research*, 4(1), 118-105.
- Minton, B.A., Schrand, C., (2018). The impact of cash flow volatility on discretionary investment and the costs of debt and equity financing. *J. Finan. Econ*, 54 (3), 423–460.
- Mohammed, HK., Knapkova, A. (2016). The impact of total risk management on company's performance. *Proc Soc Behav Sci*, 220,271–277. <https://doi.org/10.1016/j.sbspro.2016.05.499>.
- Nnadi, EOE., Enebe, EC., Ugwu, OO. (2018). Evaluating the awareness level of risk management amongst construction stakeholders in Nigeria. *Int J Constr Eng Manag*, 7(1),47–52.
- Pourzamani, Z., Karimi, A. (2021). The Effect of RiskManagement Intellectual Capital onCompany's Performance, *Financial Knowledge of Security Analysis*, 3(6), 1 – 18.
- Rikardo, S., Gunasekruan, A., Mavondo, FT. (2020). Investigating and ranking the factors affecting risk management in the insurance industry using the ranking analysis process method: An Empirical Analysis. *Technovation*, 19(8),507–18.
- Ritchie, B., Brindley, C. (2017). Supply Chain Risk Management and Performance: A Guiding Framework for Future Development. *International Journal of Operations and Production Management*; 27(3), 303-322.
- Serpell, A, Ferrada, X, Rubio, L, Arauzo, S. (2015). Evaluating risk management practices in construction organizations. *Proc Soc Behav Sci*, 194,201–210. <https://doi.org/10.1016/j.sbspro.2015.06.135>.
- Shendage, N. (2016). A survey on risk assessment and management in construction project. *Int J Innov Res Sci Eng Technol*, 5(12), 20927–20932
- Sohrabinejad, A., Rahimi, M (2018). Risk determination, prioritization, and classifying in construction project case study: Gharb Tehran commercial-administrative complex. *J Constr Eng*,1–10. <https://doi.org/10.1155/2015/203468>.
- Stan-Maduka, E. (2021). The Impact of Risk Management Practice on the Development of African Businesses. *World Journal of Entrepreneurship, Management and Sustainable Development*, 6(3), 213–219.
- Tang, X., Du, J., Hou, Q. (2018). The effectiveness of the mandatory disclosure of independent directors' opinions: empirical evidence from China. *J. Account. Econ.* 32, 89–125.
- Violante, A., Dominguez, C., Paiva, A. (2018). Risk management in construction projects: Are small companies prepared? *MOJ Civ Eng*, 4(1),1–7.

<https://doi.org/10.15406/mojce.2018.04.00090>.

Zsidisin, G.A., Ellram, L.M., Carter, J.R., Cavinato, J.L. (2018). An Analysis of Supply Risk Assessment Techniques. *International Journal of Physical Distribution and Logistics Management*, 34(5), 397-413.