

The Effect of Risk Management on Financial Performance of the Companies Listed in Tehran Stock Exchange: The Mediating Role of Intellectual Capital and Financial Leverage

Bagher Asgarnezhad Nouri^{1*}, Parisa Emkani²

1- Assistant Professor of Business Administration, Department of Management and Economy, Faculty of Literature and Humanities, University of Mohaghegh Ardabili, Ardabil, Iran

asgarnezhad.research@uma.ac.ir

2- M.A. Student of MBA, Department of Management and Economy, Faculty of Literature and Humanities, University of Mohaghegh Ardabili, Ardabil, Iran
parisa.emkani@gmail.com

Abstract

Risk management is one of the new approaches to improve performance of organizations in terms of environmental uncertainty used. Risk management means the systematic application of management policies, procedures, and processes related to the activities of analysis, risk assessment and control. Given the mediating role of intellectual capital and financial leverage, present study aims to investigate the impact of risk management on financial performance. The study population consisted of some companies listed in Tehran Stock Exchange during 2008- 2013. The findings of the study show that effective risk management has positive impact on return on asset and market value growth. Financial leverage simply plays a mediating role in relationship between effective management of risk and return on assets. Mediating role of intellectual capital was also merely verified regarding the relationship between effective risk management and market value growth.

Keywords: Risk Management, Financial Performance, Intellectual Capital, Financial Leverage, Tehran Stock Exchange

تأثیر مدیریت اثربخش ریسک در عملکرد مالی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران: نقش واسطه‌ای سرمایه فکری و اهرم مالی

باقر عسگرنژاد نوری^{۱*}، پریسا امکانی^۲

۱- استادیار مدیریت بازرگانی، گروه مدیریت و اقتصاد، دانشکده ادبیات و علوم انسانی، دانشگاه محقق اردبیلی، اردبیل، ایران

asgarnezhad.research@uma.ac.ir

۲- دانشجوی کارشناسی ارشد مدیریت کسب و کار، گروه مدیریت و اقتصاد، دانشکده ادبیات و علوم انسانی، دانشگاه محقق اردبیلی، اردبیل، ایران

parisa.emkani@gmail.com

چکیده

مدیریت اثربخش ریسک، از رویکردهای جدیدی است که برای بهبود عملکرد سازمان‌ها در شرایط عدم اطمینان محیطی استفاده می‌شود. مدیریت اثربخش ریسک به معنی کاربرد نظام‌مند سیاست‌های مدیریتی، رویه‌ها و فرایندهای مربوط به فعالیت‌های تحلیل، ارزیابی و کنترل ریسک است. این پژوهش می‌کوشد تأثیر مدیریت اثربخش ریسک را بر عملکرد مالی شرکت‌ها بررسی کرده و نقش واسطه‌ای سرمایه فکری و اهرم مالی را نیز در ارتباط بین این متغیرها شناسایی کند. بدین منظور برخی از شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران در دوره زمانی ۱۳۸۷ تا ۱۳۹۲ مطالعه شدند. 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 داشته، نقش واسطه‌ای سرمایه فکری نیز فقط در ارتباط بین مدیریت اثربخش ریسک و رشد ارزش بازار تأیید شد.

واژه‌های کلیدی: مدیریت اثربخش ریسک، عملکرد مالی، سرمایه فکری، اهرم مالی، بورس اوراق بهادار تهران.

مقدمه

وجود رقابت جهانی و پیشرفت‌های فناوری به پیچیده‌تر شدن محیط‌های کسب و کار منجر شده است. شرکت‌ها به دلیل عدم اطمینان محیطی با انواعی گسترده از ریسک‌ها مواجه هستند. محیط کسب و کار آشفته همراه با تبلیغات شدید در هنگام ورشکستگی شرکت، تمرکز بر مدیریت اثربخش ریسک را به سیاست‌گذاران و مدیران شرکت‌ها تحمیل می‌کند و بدین صورت مدیریت اثربخش ریسک به یکی از فرایندهای اصلی کسب و کار تبدیل شده است [۶، ۱، ۱۵]. در واقع مدیریت اثربخش ریسک، جزء حیاتی سیستم کنترل در نظر گرفته می‌شود و هیچ کسب و کاری بدون مدیریت اثربخش ریسک سودآور نخواهد بود [۳۸]. برخلاف مدیریت سنتی ریسک که در آن هر ریسکی به صورت جداگانه مدیریت می‌شد، شرکت‌هایی که مدیریت مؤثر ریسک را به کار می‌گیرند، باید طیف وسیعی از ریسک‌ها را به شیوه‌ای هماهنگ مدیریت کنند [۱۵]. فعالیتهای مدیریت اثربخش ریسک ضمنی معمولاً به صورت فرایند مدیریت استراتژیک درک نمی‌شوند، بلکه بیشتر تلاشی خاص برای ایجاد یک ضربه گیر^۱ در نظر گرفته می‌شوند که توان جذب و انتقال شوک اقتصادی را نیز دارند [۱۸]؛ به عبارت دیگر مدیریت اثربخش ریسک نه تنها برای محدود کردن زیان‌ها به کار گرفته می‌شود، بلکه به دنبال شناسایی، توسعه و بهره‌برداری از فرصت‌ها است. همچنین مدیریت اثربخش ریسک، ابزاری قوی و دوسویه، هم برای دفاع و هم برای تهاجم در بازار خدمات مالی رقابتی امروزی محسوب می‌شود [۶].

مدیریت اثربخش ریسک یکی از راهکارهای اصلی است که در بهبود عملکرد تجاری می‌تواند نقش داشته

باشد. هدف از انجام هر فعالیتی در هر واحد تجاری، دستیابی به بالاترین سطح اثربخشی و کارایی است که در اصطلاح به آن عملکرد گفته می‌شود. عملکرد مالی اندازه‌گیری نتایج حاصل از سیاست‌ها و عملیات شرکت در شرایط پولی است [۱۳]. مدیریت اثربخش ریسک بنگاه با یک رویکرد کلی‌نگر در زمینه کنترل مطلوب عملکرد ایفای نقش می‌کند و در تمام فعالیتهای تجاری، زمینه برای مدیریت اثربخش ریسک با توجه به پتانسیل رشد کسب و کارها وجود دارد [۲۲]. نبود مدیریت مؤثر ریسک در شرکت به تحمیل هزینه‌های مازاد به هر دو طرف سرمایه‌گذار و سرمایه‌پذیر و البته کاهش سطح عملکرد شرکت منجر می‌شود که این از شواهد عینی تأثیر مدیریت مؤثر ریسک در عملکرد است [۲۹]. مطالعات متعدد نشان می‌دهد اجرای سیستم مدیریت اثربخش ریسک بنگاه به بهبود عملکرد مالی منجر خواهد شد [۱۳، ۱۵ و ۱۶]. یکی از متغیرهای تأثیرگذار در ارتباط بین مدیریت اثربخش ریسک و عملکرد مالی شرکت عبارت از اهرم مالی است. اهرم مالی می‌تواند تأثیر مستقیم بر نتایج مدیریت اثربخش ریسک داشته باشد. اهرم مالی نشان‌دهنده میزان استفاده از بدهی‌ها و سهام عادی برای تأمین مالی دارایی‌ها است [۲۱]. حفظ اهرم مالی کم تضمین می‌کند که سرمایه بیشتری در شرکت به صورت یک ضربه‌گیر برای جذب آثار اقتصادی نامطلوب و برای مقابله با عدم اطمینان محیطی باقی می‌مانند. همچنین در سال‌های اخیر، توجه شرکت‌ها برای کسب عملکرد بهتر و مزایای رقابتی، از سرمایه‌گذاری در منابع مشهود به سرمایه‌گذاری در منابع نامشهود تغییر کرده است [۳۱]. اهمیت این منابع در حفظ و برتری موقعیت رقابتی شرکت‌ها بسیار زیاد است؛ به عبارت

مبانی نظری

ریسک به مفهوم نااطمینانی نسبت به آینده و امکان انحراف واقعیت‌ها از انتظارات تلقی می‌شود. ریسک مستقل از شناخت و ذهنیت انسان وجود دارد و با پیامدهای اقتصادی نامطلوب، سازمان را تهدید می‌کند. در نظریه اقتصادی، خطر به شرایطی اشاره می‌کند که در آن تصمیم‌گیرنده، احتمالات را به نتایج و عملکردهای ممکن مختلفی می‌تواند اختصاص دهد. کاهش شدت انواع ریسک‌ها و پیامدهای آنها، نیازمند تدوین برنامه‌ای جامع در سطح بنگاه‌های اقتصادی است، به گونه‌ای که به تأمین امنیت فعالیت‌های اقتصادی منتهی شود و روش‌های تدارک منابع مالی کافی برای مقابله با خسارات را نیز ارائه دهد؛ بنابراین برای مقابله با انواع ریسک‌ها ناگزیر باید ذهنیت را با آنها منطبق کرد و با کسب اطلاعات کافی و شناخت دقیق و لازم از ماهیت آنها، پوشش‌های متنوع مبتنی بر شناخت به‌دست‌آمده را ارائه کرد [۳]. مدیریت اثربخش ریسک، فرایندی است که هیأت مدیره، مدیریت و سایر کارکنان یک واحد اقتصادی انجام می‌دهند؛ در فرایند سیاست‌گذاری و در کل بنگاه به کار 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 درباره دستیابی به اهداف واحد اقتصادی به دست آید. به‌طور معمول در شرکت‌ها از مدیریت ریسک برای کاهش آثار مربوط به پیدایش شرایط نامساعد و در نتیجه 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

دیگر در حالی که عملکرد شرکت به‌طور مستقیم به محصولات بستگی دارد، به‌طور غیرمستقیم نیز به منابعی بستگی دارد که محصولات با آنها ساخته می‌شود [۳۵]. سرمایه فکری از جمله منابع نامشهود در سازمان است [۳۶]. سرمایه فکری، سرمایه‌ای فراتر از دارایی فیزیکی و مشهود است. امروزه سرمایه فکری به دلیل تولید دانش و اطلاعات و در نتیجه تولید ثروت در اقتصاد مبتنی بر دانش، نقشی مهم در خلق ارزش افزوده و تولید ناخالص داخلی می‌تواند داشته باشد. به همین دلیل در سطح بنگاه‌های اقتصادی نیز عملکرد مالی شرکت‌ها تحت تأثیر دارایی‌های فکری می‌تواند قرار گیرد. درحقیقت سرمایه فکری، دیدی کامل را برای مشاهده ارزش واقعی سازمان‌ها فراهم می‌آورد و با استفاده از آن ارزش آینده شرکت را نیز می‌توان محاسبه کرد؛ به عبارتی در اقتصاد دانش‌محور، از سرمایه فکری برای ایجاد ارزش برای سازمان استفاده می‌شود و در دنیای امروز، موفقیت هر سازمان به توانایی مدیریت این دارایی‌ها بستگی دارد [۱۴]. همچنین سرمایه فکری، متغیر تأثیرگذار دیگر در ارتباط بین مدیریت اثربخش ریسک و عملکرد مالی شرکت‌ها در نظر گرفته شده است.

با توجه به توضیحات گفته شده، در پژوهش حاضر قصد بر این است که تأثیر مدیریت اثربخش ریسک بر عملکرد مالی شرکت‌ها بررسی شود. همچنین تلاش می‌شود نقش واسطه‌ای اهرم مالی و سرمایه فکری در ارتباط با این دو متغیر ارزیابی شود. براساس این، در بخش دوم، مبانی نظری پژوهش و در بخش سوم، پیشینه پژوهش ارائه می‌شود. در ادامه به روش‌شناسی پژوهش اشاره شده و در نهایت نتیجه‌گیری و پیشنهادها مرتبط با نتایج پژوهش ارائه می‌شود.

می‌شود که از شواهد عینی تأثیر مدیریت مؤثر ریسک در نتایج عملکردی است [۲۹].

ساختار سرمایه هر شرکت با اهرم مالی آن رابطه‌ای متقابل و تنگاتنگ دارد؛ بنابراین استفاده شرکت‌ها از شیوه‌های مختلف تأمین مالی به وجود شرایط و اثر متغیرهای اقتضایی منوط است که گاهی براساس موقعیت و برای جهت‌گیری شرکت‌ها در بازار و نیز ارزیابی آنها از طرف مؤسسات اعتبارسنجی به وجود می‌آید [۳۹]. اهرم مالی به‌طور کلی می‌تواند هم تأثیر مثبت و هم تأثیر منفی بر عملکرد واحد تجاری داشته باشد؛ به عبارتی دیگر رابطه غیرخطی را در باب تأثیر اهرم مالی بر عملکرد مالی شرکت می‌توان متصور بود. افزایش اهرم مالی با کاهش جریان وجوه نقد آزاد در دسترس مدیر، مشکلات و هزینه‌های نمایندگی را می‌تواند کاهش دهد و اثر مثبت در عملکرد داشته باشد و افزایش اهرم مالی، ریسک عدم توانایی پرداخت بدهی را می‌تواند افزایش دهد و باعث تأثیر منفی بر عملکرد شود [۱۲]. همچنین اهرم مالی ممکن است تأثیر مستقیم بر نتایج مدیریت اثربخش ریسک داشته باشد. حفظ اهرم مالی پایین تضمین می‌کند که بیشتر ذخایر سرمایه در شرکت به‌صورت یک ضربه‌گیر برای جذب آثار اقتصادی نامطلوب از حوادث خطرناک مختلف باقی می‌ماند و پیش‌بینی کلاسیک برای مقابله با عدم اطمینان محیطی تشکیل می‌دهند. مطالعات انجام‌شده پیرامون تأثیر اهرم مالی بر شاخص‌های عملکردی شرکت به‌صورت مضامین ارزش آفرین، هیچ یک نتوانسته است بر وجود یک ارتباط علمی و مستحکم بین اهرم مالی و عملکرد دلالت کند. برخی پژوهشگران معتقدند اهرم مالی، تأثیری منفی بر عملکرد به‌جای می‌گذارد. مطالعات گلیسون و همکاران (۲۰۰۰) و

یک کسب و کار می‌شود. یک برنامه مدیریت اثربخش ریسک صحیح با استراتژی‌های مدیریت اثربخش ریسک مناسب، مشکلات هزینه‌بر و استرس‌زا را می‌تواند به حداقل برساند و ادعای خسارت و حق بیمه را کاهش دهد. با توجه به سیستم اقتصادی و تغییرات مداوم در عوامل محیطی، موضوع مدیریت اثربخش ریسک در نحوه اداره سازمان‌های مالی و خدماتی، اهمیتی ویژه دارد [۶]. مدیریت اثربخش ریسک، رویکردی ساختاریافته برای مدیریت عدم قطعیت با انجام مجموعه‌ای از فعالیت‌ها شامل شناسایی خطر، ارزیابی ریسک، برنامه‌ریزی پاسخ ریسک و نظارت بر ریسک و کنترل است. مدیریت اثربخش ریسک، رویکردی برای شناسایی، ارزیابی و اولویت‌بندی خطرات و پس از آن برنامه‌ریزی منابع برای به حداقل رساندن نظارت و کنترل احتمال تأثیر وقایع نامطلوب است. مدیریت اثربخش ریسک به‌طور گسترده‌ای در بسیاری از رشته‌ها مانند مدیریت، مهندسی، بیمه، مالی، محیط زیست، سیاست و غیره اعمال می‌شود [۱۳].

اگرچه اهمیت ارتباط مدیریت اثربخش ریسک و عملکرد در توسعه کسب و کار ممکن است از بخشی به بخش دیگر، از کشوری به کشور دیگر و یا حتی از سازمانی به سازمان دیگر متفاوت باشد؛ توجه به هر دو مفهوم برای رشد کسب و کار ضروری است. چرخه عملکرد در فعالیت‌های کسب و کار بین‌المللی با تمرکز در توجه مدیریت می‌تواند استفاده شود و در نتیجه آنها به سمت رشد حرکت می‌کنند و کارایی را در محیط کسب و کار جهانی افزایش می‌دهند [۳۱]؛ به عبارت دیگر نبود یک مدیریت مؤثر ریسک در شرکت به تحمیل هزینه‌های مازاد به هر دو طرف سرمایه‌گذار و سرمایه‌پذیر و البته کاهش سطح عملکرد شرکت منجر

بالاکریشنانوفاکس (۱۹۹۳) نشان‌دهنده وجود رابطه منفی بین اهرم مالی و عملکرد بود. یافته‌های مطالعات دیگر نشان می‌دهد اهرم مالی در عملکرد شرکت‌ها، اثری مثبت دارد [۱۰ و ۲۴]. مایرز^۱ (۱۹۸۴) تأمین مالی با بدهی را باعث تساوی حقوق مدیران و مالکان شرکت در فواید حاصل از سرمایه‌گذاری و یکی از عوامل ارتقای عملکرد شرکت در نظر می‌گیرد [۳۸]. نتایج بررسی‌های اسپنس^۲ (۱۹۸۵) و گش (۲۰۰۰) نیز نشان‌دهنده وجود رابطه مثبت بین اهرم مالی و عملکرد بود [۳۲ و ۴۲].

سازمان‌ها در حال ورود به اقتصاد مبتنی بر دانش هستند، اقتصاد دانش‌محوری که در آن، دارایی‌های نامشهود شرکت‌ها و سرمایه فکری آنها کلیدی برای دستیابی به برتری رقابت پایدار است [۱۷]. دارایی‌های سازمان را به دو دسته دارایی‌های ملموس مشهود و ناملموس نامشهود تقسیم می‌کنند. عموماً دارایی‌های نامشهود را سرمایه فکری می‌نامند و ارزیابی‌ها به سمت دارایی‌های نامشهود گرایش یافته است [۴]. سرمایه فکری، عامل اصلی ایجاد ارزش است و شرکت‌ها در حال حرکت به سمت خلق ارزش با سرمایه فکری موجود در سازمان هستند. در واقع دیدگاه گذشته مدیران درباره ایجاد ارزش شرکت با دارایی‌های فیزیکی تغییر پیدا کرده است [۴۲]. سرمایه فکری، مجموعه‌ای از دانش، اطلاعات، دارایی‌های فکری، تجربه، رقابت و یادگیری سازمانی است که برای ایجاد ثروت می‌تواند به کار گرفته شود. در واقع سرمایه فکری تمامی کارکنان، دانش سازمانی و توانایی‌های آن را برای ایجاد ارزش افزوده دربرمی‌گیرد و باعث منافع رقابتی مستمر می‌شود [۱۷]. ذخیره مالی بیش از حد ممکن است مدیریت را به

سمت سرمایه‌گذاری‌های مشکوک و کمتر از حد مطلوب سوق دهد [۳۳ و ۴۰]. شرکت‌ها باید امکانات مالی کافی برای اجرای گزاره کسب و کار و امکان استفاده واقعی در زمان توسعه آنها داشته باشند. ذخیره مالی به منزله مجموعه‌ای از منابع است که به سازمان اجازه می‌دهد فعالیت‌های کسب و کار خود را با توجه به شرایط متغیر اصلاح کند [۱۱]. استدلال بر این است که محیط کسب و کار جهانی در شرایط شدید رقابتی قرار دارد و با پیشرفت‌های تکنولوژیکی مداوم مشخص می‌شود [۱۲]. در این شرایط، شرکت باید در توسعه کسب و کار سرمایه‌گذاری کند تا مزیت پایدار رقابتی را با گسترش منابع ارزشمند، کمیاب، بی‌نظیر و اختصاصی شرکت به دست آورد [۵ و ۹]. با این حال، این رویکرد مستلزم آن است که سطح معینی از منابع سازمانی موجود باشد تا ایده‌های جدید را آزمایش کند و از توسعه خود در راستای پیشنهادها کسب و کار مناسب حمایت کند.

پیشینه تجربی

چن^۳ (۲۰۰۵) رابطه بین سرمایه فکری، ارزش بازار و عملکرد مالی شرکت‌های بورس اوراق بهادار تایوان را بررسی کرد. نتایج پژوهش نشان‌دهنده وجود تأثیر مثبت سرمایه فکری بر عملکرد مالی و ارزش بازار این شرکت‌ها بود. همچنین این پژوهش نشان داد سرمایه فکری را به صورت یک شاخص پیش‌بینی‌کننده عملکرد مالیاتی می‌توان استفاده کرد [۱۰]. آدین^۴ و همکاران (۲۰۰۶) رابطه بین عامل‌های مدیریت اثربخش ریسک بین‌المللی و عملکرد شرکت‌ها را بررسی کردند. بدین منظور چهار ویژگی جمعیت‌شناختی تیم مدیریت ارشد از جمله سن و پیش‌زمینه عملکردی و

این پژوهش، محرک‌های عمده مدیریت اثربخش ریسک مقررات، خواسته صاحبان منافع و رقابت کسب و کار بودند. نتایج نشان داد ریسک در فعالیت‌های اصلی سازمان نقش مهمی دارد و بهبود عملکرد با سطح بلوغ مدیریت اثربخش ریسک و سطح مشارکت صاحبان منافع در مدیریت اثربخش ریسک سر و کار دارد [۳۷]. سیتی زاله‌ها^۵ و همکاران (۲۰۱۴) رابطه بین سیستم‌های حسابداری مدیریت، مدیریت اثربخش ریسک و عملکرد سازمانی را در مؤسسات مالی بررسی کردند. یافته‌ها نشان داد اجرا و پیاده‌سازی مدیریت اثربخش ریسک به استفاده از اطلاعات پیچیده سیستم‌های حسابداری مدیریت و مدیریت اثربخش ریسک شرکت، مکمل یکدیگر هستند و به صورت بخش جدایی‌ناپذیر در تصمیم‌گیری، برنامه‌ریزی و کنترل در یک سازمان استفاده می‌شوند. نتایج همچنین اثبات کرد مدیریت اثربخش ریسک، نقشی مهم در ارتقای عملکرد غیرمالی دارد [۳۴].

اسلامی و جولا (۱۳۸۸) رابطه میان ساختار سرمایه را با ریسک نظام‌مند شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران بررسی کردند. نتایج نشان می‌دهد استفاده از اهرم مالی و تغییرات درجه اهرم با درصد بسیار پایینی در ریسک نظام‌مند اثر می‌گذارد و در سطح ۹۰ و ۹۵ درصد، ارتباطی معنی‌دار بین اهرم مالی و ریسک نظام‌مند وجود ندارد [۱۹]. پورزمانی و کریمی (۱۳۸۹) تأثیر مدیریت مؤثر ریسک و سرمایه‌گذاری را در سطح عملکرد شرکت‌ها بررسی کردند. بدین منظور رابطه عملکرد شرکت‌ها با مدیریت جامع ریسک در صنایع خودرو و دارو بررسی و ارزیابی شده است. نتایج آزمون نشان‌دهنده وجود رابطه مثبت

آموزش و پرورش و اشتغال تیمی در نظر گرفته شد. نتایج پژوهش نشان داد رابطه مثبت معنی‌داری بین عملکرد شرکت و سه مورد از عامل‌ها یعنی سن، پیش‌زمینه عملکردی و تصدی شغل وجود دارد [۸]. زرتانوتیان^۱ (۲۰۰۷) اثر ساختار سرمایه را بر عملکرد ۱۶۷ شرکت اردنی در سال‌های ۱۹۸۹-۲۰۰۳ بررسی کرد. نتایج نشان داد ساختار سرمایه یک شرکت، تأثیر منفی در خور توجهی در معیارهای عملکرد شرکت دارد [۴۲]. آندرسن (۲۰۰۹) مدیریت اثربخش ریسک مؤثر در عملکرد شرکت را با در نظر گرفتن دو متغیر نوآوری و ساختار سرمایه بررسی کرد. این مطالعه نشان داد مدیریت ریسک اثربخش، دو توانایی بهره‌برداری از فرصت‌ها و جلوگیری از آثار اقتصادی مضر را ترکیب می‌کند و رابطه مثبت و معناداری با عملکرد شرکت دارد. این اثر مطلوب با سرمایه‌گذاری در نوآوری و اهرم مالی پایین تعدیل شده است [۵]. مادیتینس^۲ و همکاران (۲۰۱۱) رابطه بین اجزای سرمایه‌گذاری با عملکرد مالی و بازار در بورس یونان بررسی کردند. نتایج پژوهش نشان‌دهنده نبود رابطه معنادار بین سرمایه‌گذاری و عملکرد مالی و بازار سهام است و تنها رابطه سرمایه‌انسانی با بازده حقوق صاحبان سهام تأیید شده است [۲۲]. سلیم و یاداو^۳ (۲۰۱۲) ساختار سرمایه و عملکرد شرکت‌ها را در مالزی بررسی کردند. نتایج نشان می‌دهد عملکرد شرکت، رابطه منفی با بدهی‌های کوتاه‌مدت، بدهی‌های طولانی‌مدت و کل بدهی‌ها دارد. علاوه بر این رابطه مثبتی بین رشد و عملکرد شرکت وجود دارد [۳۲]. سوزا^۴ و همکاران (۲۰۱۲) رابطه مدیریت اثربخش ریسک بنگاه و بهبود عملکرد شرکت‌های برزیلی غیرمالی را بررسی کردند. براساس

1 Zertun and Tian

2 Maditinos

3 Salim,yadav

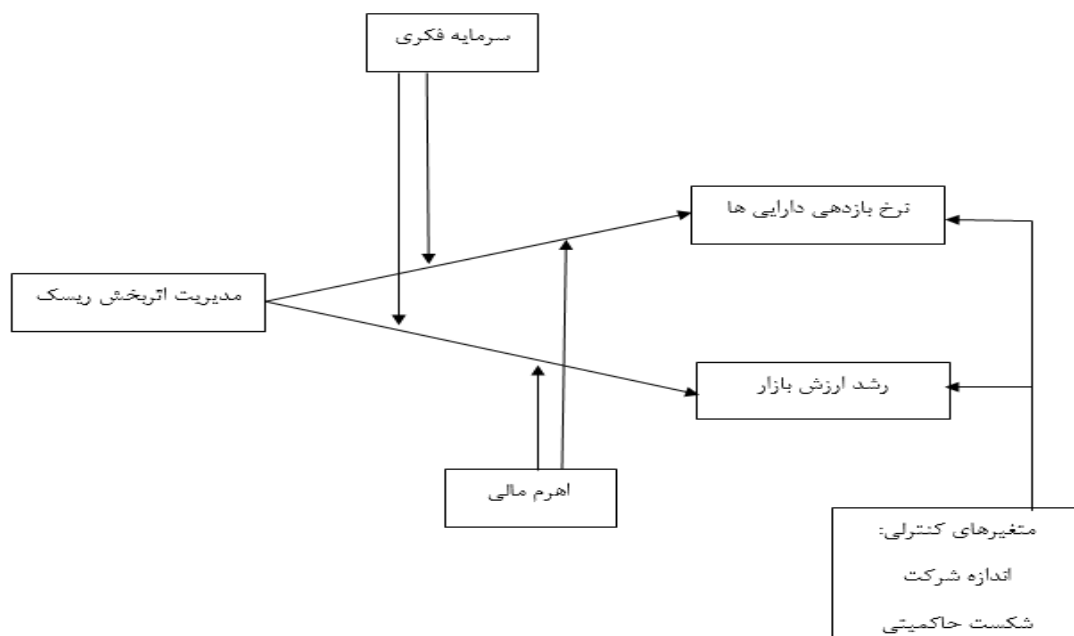
4 Souza

رابطه بین سرمایه فکری و عملکرد مالی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران را بررسی کردند. یافته‌های این پژوهش نشان می‌دهد بازده حقوق صاحبان سهام و بازده کل سهام عادی تنها با یکی از متغیرهای سرمایه فکری یعنی سرمایه ارتباطی، ارتباط مستقیم دارد. همچنین بازده دارایی‌ها و سود هر سهم با دو متغیر سرمایه فکری یعنی سرمایه ارتباطی و سرمایه انسانی، ارتباط مستقیم دارد. به علاوه، بازده کل سرمایه گذاری با هر سه متغیر سرمایه فکری یعنی سرمایه ارتباطی، سرمایه انسانی و سرمایه ساختاری، ارتباط مستقیم دارد [۴۱]. حسینی و همکاران (۱۳۹۳) رابطه بین فنون مدیریت اثربخش ریسک و عملکرد شرکت‌های فعال صنایع غذایی را بررسی کردند. نتایج پژوهش نشان داد استفاده از فنون مدیریت اثربخش ریسک بنگاه، رابطه معنی‌دار مثبتی با عملکرد سازمان دارد. همچنین در بررسی فرضیه‌های فرعی، تنها مدیریت اثربخش ریسک‌های استراتژیک، هیچگونه رابطه معنی‌داری با عملکرد سازمان ندارد [۱۶].

الگو و فرضیه‌های پژوهش

براساس توضیحات ارائه‌شده در مبانی نظری و پیشینه پژوهش، الگوی مفهومی را به صورت نمودار ۱ می‌توان نشان داد:

معنادار بین عملکرد شرکت‌ها با مدیریت جامع ریسک است [۳۱]. همتی و مهرابی (۱۳۹۰) ارتباط بین سرمایه فکری و بازده مالی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران را در دوره‌ای ۵ ساله از سال ۱۳۸۳ تا ۱۳۸۷ بررسی کردند. نتایج حاصل از پژوهش نشان می‌دهد بین سرمایه فکری و عملکرد مالی و عملکرد آینده شرکت، همبستگی مثبت وجود دارد؛ اما بین نرخ رشد سرمایه فکری و عملکرد آینده شرکت، ارتباطی وجود ندارد [۱۴]. نادری هنری و حسین‌زاده (۱۳۹۱) رابطه اهرم مالی را بر عملکرد اقتصادی شرکت بررسی کردند. عملکرد شرکت که متغیر وابسته است، با دو معیار اقتصادی ارزیابی عملکرد، ارزش افزوده اقتصادی و ارزش افزوده بازار سنجیده شده است. یافته‌های پژوهش نشان می‌دهد بین نسبت‌های اهرم مالی و عملکرد اقتصادی شرکت، رابطه‌ای معنی‌دار وجود دارد [۲۳]. تاری وردی و دامچی جلودار (۱۳۹۱) با بررسی رابطه بین مدیریت اثربخش ریسک و عملکرد بین شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران نشان دادند دو متغیر از عوامل مدیریت اثربخش ریسک یعنی رقابت صنعت و اندازه شرکت با عملکرد شرکت، رابطه مثبت دارد. درمقابل دو متغیر دیگر از عوامل مدیریت اثربخش ریسک یعنی عدم اطمینان محیطی و نظارت هیأت مدیره با عملکرد شرکت، رابطه ندارد [۳۸]. یحیی‌زاده‌فر و همکاران (۱۳۹۳) در پژوهشی،



نمودار (۱) الگوی مفهومی پژوهش

روش پژوهش

صورت‌های مالی و یادداشت‌های پیوست مربوط به شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران برای یک دوره پنج‌ساله از سال ۱۳۸۷ تا ۱۳۹۲ بررسی شد. اطلاعات لازم برای تدوین مبانی نظری و پیشینه پژوهش با مطالعات کتابخانه‌ای و جمع‌آوری داده‌های پژوهش با استفاده از روش میدانی انجام شد. بدین ترتیب که داده‌های لازم با مشاهده صورت‌های مالی و یادداشت‌های همراه آن با سایت سازمان بورس و اوراق بهادار^۱، سایت کدال^۲ و نرم‌افزار تدبیرپرداز جمع‌آوری شد. تعداد کل شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران تا پایان سال ۱۳۹۲ برابر با ۴۷۶ شرکت است و از بین آنها شرکت‌هایی انتخاب شده‌اند که شرایط خاصی داشتند. بدین منظور سال مالی شرکت‌های منتخب باید منتهی به پایان اسفندماه باشد و در دوره مدنظر از فهرست شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران حذف نشده

براساس الگوی مفهومی، فرضیه‌های پژوهش را

به شرح زیر می‌توان مطرح کرد:

- فرضیه ۱: مدیریت اثربخش ریسک در نرخ بازده دارایی‌ها تأثیر دارد.
- فرضیه ۲: مدیریت اثربخش ریسک در رشد ارزش بازار تأثیر دارد.
- فرضیه ۳: اهرم مالی در ارتباط بین مدیریت اثربخش ریسک و نرخ بازده دارایی‌ها، نقش واسطه‌ای دارد.
- فرضیه ۴: سرمایه فکری در ارتباط بین مدیریت اثربخش ریسک و نرخ بازده دارایی‌ها، نقش واسطه‌ای دارد.
- فرضیه ۵: اهرم مالی در ارتباط بین مدیریت اثربخش ریسک و رشد ارزش بازار، نقش واسطه‌ای دارد.
- فرضیه ۶: سرمایه فکری در ارتباط بین مدیریت اثربخش ریسک و رشد ارزش بازار، نقش واسطه‌ای دارد.

1 www.rdis.ir

2 www.codal.ir

در معادله فوق ROA نرخ بازده دارایی‌ها، NP سود خالص و TA کل دارایی‌ها است. ارزش بازار نیز برابر با حاصل ضرب تعداد سهام منتشرشده شرکت در قیمت بازار سهام در آخرین روز معاملاتی سالیانه در بورس اوراق بهادار در نظر گرفته می‌شود. محاسبه رشد در ارزش بازار با به کارگیری فرمول زیر انجام شده است [۶]:

$$GMV = \frac{\left(\frac{M}{B}\right)t}{\left(\frac{M}{B}\right)t - 1}$$

$$M/B = \frac{MV}{TA - TLTD}$$

در معادله فوق GMV رشد ارزش بازار، M/B نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری، TA کل دارایی‌ها و TLTD کل بدهی‌های بلندمدت است. متغیرهای واسطه‌ای نیز شامل اهرم مالی و سرمایه فکری در نظر گرفته شده است. اهرم مالی به صورت کل بدهی بلندمدت تقسیم بر کل دارایی‌ها اندازه‌گیری می‌شود [۲۵]:

$$FL = \frac{TLTD}{TA}$$

در معادله فوق FL اهرم مالی، TLTD کل بدهی‌های بلندمدت و TA کل دارایی‌ها است. برای محاسبه سرمایه فکری نیز از روش ضریب ارزش افزوده فکری استفاده شده است. براساس این روش، جمع سه شاخص کارایی سرمایه به کار گرفته شده (فیزیکی و مالی) کارایی سرمایه انسانی و کارایی سرمایه ساختاری برابر با سرمایه فکری در نظر گرفته می‌شود. محاسبات مربوط به این متغیر در ادامه نشان داده شده است [۲۸]:

$$IC = VACA + VAHU + STVA$$

$$VACA = VA \div CE$$

$$VAHU = VA \div HU$$

$$STVA = SC \div VA$$

$$VA = OUTPUT - INPUT$$

باشد. همچنین اطلاعات لازم برای انجام پژوهش در دوره زمانی به‌طور کامل برای شرکت‌ها ارائه شده باشد و جزء شرکت‌های سرمایه‌گذاری و بانک‌ها و نهادهای پولی و اعتباری نیز نباشد. درنهایت این شرکت‌ها باید قبل از سال ۱۳۸۷ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده باشند. بر اساس این، به دلیل پایان سال مالی در اسفندماه ۸۴ شرکت، در دسترس نبودن اطلاعات مالی ۱۷۹ شرکت و فعالیت در صنعت مالی و بانکی و سرمایه‌گذاری، ۲۳ شرکت حذف شدند؛ بنابراین در مجموع ۲۸۶ شرکت حذف شده و درنهایت ۱۹۰ شرکت باقیمانده برای جمع‌آوری و تجزیه و تحلیل داده‌های پژوهش مدنظر قرار گرفتند.

همانگونه که اشاره شد، برای تنظیم الگوی مفهومی پژوهش از چهار دسته متغیرهای مستقل، وابسته، واسطه‌ای و کنترلی استفاده شده است. مدیریت اثربخش ریسک، متغیر وابسته در نظر گرفته شده است. برای اندازه‌گیری مدیریت اثربخش ریسک از نسبت انحراف استاندارد فروش خالص سالانه بر انحراف استاندارد نرخ بازده دارایی‌ها استفاده می‌شود [۶]:

$$ERM = \frac{SD(NS)}{SD(ROA)}$$

در معادله فوق ERM مدیریت اثربخش ریسک، NS خالص درآمد فروش و ROA نرخ بازده دارایی‌ها است. عملکرد مالی، متغیر وابسته در نظر گرفته شده است. برای اندازه‌گیری عملکرد مالی از دو شاخص اصلی یعنی نرخ بازده دارایی‌ها و رشد در ارزش بازار استفاده شده است. نرخ بازده دارایی‌ها نشان‌دهنده سود یا بازده به دست آمده از محل سرمایه‌گذاری‌های انجام شده بر دارایی‌های شرکت است. برای محاسبه نرخ بازده دارایی‌ها از رابطه زیر استفاده شده است [۶]:

$$ROA = \frac{NP}{TA}$$

گسترش یافته و تثبیت شده است [۲۷]؛ به عبارتی بررسی شکست حاکمیتی یک شرکت ممکن است توضیحی برای علت شکست آن شرکت باشد [۷]. در این پژوهش شکست حاکمیتی آثار ناشی از تضاد نمایندگی، هزینه‌های مبادله بی‌اثر در تصمیم‌های سرمایه‌گذاری و انواع سوء مدیریت را نشان می‌دهد. اندازه‌گیری این متغیر به صورت دو مقداری (صفر و یک) بوده است [۶]. بدین ترتیب که برای شرکت‌هایی با نرخ بازده حقوق صاحبان سهام پایین‌تر از ۲۲/۵ درصد و رشد در ذخایر سرمایه‌ای کمتر از ۲۵ درصد، مقدار متغیر حاکمیت شرکتی برابر با یک و در غیر این صورت برابر با صفر در نظر گرفته می‌شود. شرکت‌هایی که شرایط مذکور را دارند، بازده بیش از هزینه سرمایه در طول دوره نمی‌توانند ایجاد کنند که نشان‌دهنده هزینه‌های ناکارآمدی مدیریتی خواهد بود [۶].

در پژوهش حاضر قصد بر این است تا از یکسو تأثیر مستقیم مدیریت اثربخش ریسک بر عملکرد مالی و از سوی دیگر نقش واسطه‌ای یا غیرمستقیم سرمایه‌فکری و اهرم مالی در ارتباط بین این دو متغیر بررسی شود. واسطه‌گری یا اثر غیرمستقیم زمانی رخ می‌دهد که اثر یک متغیر مستقل در متغیر وابسته با متغیر واسطه‌ای منتقل می‌شود. متغیر واسطه‌ای متغیری است که بین دو متغیر دیگر قرار می‌گیرد و موجب ارتباط غیرمستقیم آنها با یکدیگر می‌شود. برای شناسایی وجود متغیرهای واسطه‌ای چند چارچوب مختلف وجود دارد که از مهم‌ترین آنها به جود و کنی^۱ (۱۹۸۱)، بارون و کنی^۲ (۱۹۸۶)، مک آرتور (۲۰۰۰) و غیره می‌توان اشاره کرد. بر اساس این، از چارچوب جود و کنی برای شناسایی نقش واسطه‌ای متغیرهای سرمایه‌فکری و اهرم

$$CE = TA - TIA$$

$$SC = VA - HU$$

در معادله فوق IC سرمایه‌فکری، VACA کارایی سرمایه به کار گرفته شده، VAHU کارایی سرمایه انسانی، STVA کارایی سرمایه ساختاری، VA ارزش افزوده، CE سرمایه به کار گرفته شده، TA کل دارایی‌ها، TIA کل دارایی‌های نامشهود، OUTPUT کل درآمد حاصل از فروش کالاها و خدمات و INPUT کل هزینه مواد، اجزاء و خدمات خریداری شده است [۲۸]. اندازه شرکت، متغیر کنترلی در نظر گرفته شده است. توانایی شرکت‌ها برای مدیریت مؤثر ریسک تا اندازه زیادی تحت تأثیر اندازه شرکت قرار می‌گیرد و موفقیت‌های قبلی شرکت را تحت کنترل در می‌آورد. بر اساس این، شرکت‌های بزرگ‌تر با شوک‌های بیرونی، بهتر می‌توانند کنار بیایند و در برابر گسترش دوره‌های درآمدی نامطلوب مقاومت کنند. اندازه شرکت معمولاً با کل فروش یا کل دارایی‌های شرکت نشان داده می‌شود؛ ولی از آنجا که هر دو شاخص، عدد بزرگی را نمایش می‌دهد، بر اساس این، در محاسبات از لگاریتم طبیعی دارایی‌ها به صورت شاخص اندازه سازمان کل استفاده می‌شود [۲۵]:

$$OS = Ln(TA)$$

در معادله فوق OS اندازه سازمان، Ln لگاریتم طبیعی و TA کل دارایی‌ها است. در نهایت شکست حاکمیتی، متغیر کنترلی دیگر پژوهش در نظر گرفته شده است. بحران‌های مالی جهانی، کمبود سرمایه و کمبود در ذخایر نقدینگی به صورتی در خور توجه علایم اساسی شکست در زمینه مدیریت اثربخش ریسک و اعتماد بیش از حد شرکت‌ها به خود در نظر گرفته می‌شوند. این دیدگاه با نسبت دادن بحران‌های مالی به نارسایی و شکست حاکمیتی شرکت‌ها در بخش خدمات مالی در کنار شکست قانونی و مقرراتی

1 Juddand Kenny

2 Baronand Kenny

حالت M متغیر واسطه‌ای و از نوع واسطه‌ای جزئی است [۱۲].

در پژوهش حاضر برای آزمون فرضیه‌های پژوهش از چارچوب جود و کنی (۱۹۸۱) و بارون و کنی (۱۹۸۶) استفاده شده است؛ بنابراین با در نظر گرفتن متغیرهای پژوهش برای بررسی تأثیر مدیریت اثربخش ریسک در نرخ بازده دارایی‌ها از معادله (۱) نقش واسطه‌ای اهرم مالی در ارتباط بین مدیریت اثربخش ریسک و نرخ بازده دارایی‌ها از معادله (۲) و (۳) و نقش واسطه‌ای سرمایه فکری در ارتباط بین مدیریت اثربخش ریسک و نرخ بازده دارایی‌ها از معادله (۴) و (۵) به شرح زیر استفاده می‌شود:

معادله (۱)

$$ROAi,t = \alpha_0 + \beta_1 ERMi,t + \beta_2 \frac{M}{B} i,t + \beta_3 OSi,t + \beta_4 GF_i,t + \varepsilon_0$$

معادله (۲)

$$FLi,t = \alpha_0 + \beta_1 ERMi,t + \beta_2 \frac{M}{B} i,t + \beta_3 OSi,t + \beta_4 GF_i,t + \varepsilon_0$$

معادله (۳)

$$ROAi,t = \alpha_0 + \beta_1 ERMi,t + \beta_2 FLi,t + \beta_3 \frac{M}{B} i,t + \beta_4 OSi,t + \beta_5 GF_i,t + \varepsilon_0$$

معادله (۴)

$$ICi,t = \alpha_0 + \beta_1 ERMi,t + \beta_2 \frac{M}{B} i,t + \beta_3 OSi,t + \beta_4 GF_i,t + \varepsilon_0$$

معادله (۵)

$$ROAi,t = \alpha_0 + \beta_1 ERMi,t + \beta_2 ICi,t + \beta_3 \frac{M}{B} i,t + \beta_4 OSi,t + \beta_5 GF_i,t + \varepsilon_0$$

همچنین برای بررسی تأثیر مدیریت اثربخش ریسک در رشد ارزش بازار از معادله (۶) نقش واسطه

مالی استفاده خواهد شد. جود و کنی (۱۹۸۱) برای شناسایی وجود متغیر واسطه‌ای استفاده از چند مرحله رگرسیون را به شرح زیر پیشنهاد می‌دهند [۱۲]: ۱. رگرس کردن متغیر واسطه‌ای (M) بر متغیر مستقل (X) که در این مرحله متغیر واسطه‌ای، متغیر وابسته و متغیر مستقل اصلی، متغیر مستقل این الگو تلقی می‌شود (رگرسیون ساده)؛ ۲. رگرس کردن متغیر وابسته اصلی (Y) بر متغیر مستقل اصلی (X) که در این مرحله متغیر وابسته اصلی به صورت متغیر وابسته و متغیر مستقل اصلی به صورت متغیر مستقل به الگو وارد می‌شود (رگرسیون ساده)؛ ۳. رگرس کردن متغیر وابسته اصلی (Y) بر متغیر مستقل اصلی و واسطه‌ای (X, M) به طور همزمان که در این مرحله متغیر وابسته اصلی به عنوان متغیر وابسته و دو متغیر اصلی و واسطه‌ای به طور همزمان به عنوان متغیرهای مستقل به الگو وارد می‌شوند (رگرسیون چندگانه). اکنون در صورتی متغیر M را متغیر واسطه‌ای بین متغیرهای X و Y می‌توان تلقی کرد که چهار شرط زیر وجود داشته باشد: ۱. متغیر X باید در رگرسیون اول در متغیر M اثر داشته باشد (سطح معناداری کوچک‌تر از ۵ درصد)، ۲. متغیر X باید در رگرسیون دوم در متغیر Y اثر داشته باشد، ۳. متغیر M باید در رگرسیون سوم در متغیر Y اثر داشته باشد و ۴. متغیر X بر Y در رگرسیون سوم اثر نداشته باشد (سطح معناداری بزرگ‌تر از ۵ درصد). در نتیجه تحقق چهار شرط مذکور، متغیر M واسطه‌ای و از نوع کامل است. از سوی دیگر بارون و کنی (۱۹۸۶) معتقدند امکان نقض شرط چهارم یعنی امکان معنادار بودن اثر متغیر X در Y در رگرسیون سوم بسیار محتمل‌تر از غیر معنادار بودن آن تلقی می‌شود. در چارچوب جدید بارون و کنی (۱۹۸۶) امکان معنادار بودن اثر متغیر X در متغیر Y در رگرسیون مرحله سوم محتمل است و در این

معادله (۱۰)

$$EMVi,t = \alpha_0 + \beta_1 ERMi,t + \beta_2 ICi,t + \beta_3 \frac{M}{B}i,t + \beta_4 OSi,t + \beta_5 GF_i,t + \varepsilon_0$$

گفتنی است که در معادله‌های فوق ERM مدیریت اثربخش ریسک، ROA نرخ بازده دارایی‌ها، GMV رشد ارزش بازار، FL اهرم مالی، IC سرمایه فکری، OS اندازه شرکت، M/B نسبت ارزش بازار به دفتری، GF شکست حاکمیتی و اندیس‌های i و t به ترتیب نشان‌دهنده شرکت و سال است. تخمین معادله‌های رگرسیون با استفاده از روش حداقل مربعات معمولی و با به کارگیری نرم افزار آماری Eviews انجام شده است.

یافته‌ها

در جدول ۱ تحلیل توصیفی متغیرهای پژوهش شامل میانگین و انحراف معیار و همچنین ضرایب همبستگی متغیرهای پژوهش نشان داده شده است.

ای اهرم مالی در ارتباط بین مدیریت اثربخش ریسک و رشد ارزش بازار از معادله (۷) و (۸) و نقش واسطه‌ای سرمایه فکری در ارتباط بین مدیریت اثربخش ریسک و رشد ارزش بازار از معادله (۹) و (۱۰) به شرح زیر استفاده می‌شود:

معادله (۶)

$$GMVi,t = \alpha_0 + \beta_1 ERMi,t + \beta_2 \frac{M}{B}i,t + \beta_3 OSi,t + \beta_4 GF_i,t + \varepsilon_0$$

معادله (۷)

$$FLi,t = \alpha_0 + \beta_1 ERMi,t + \beta_2 \frac{M}{B}i,t + \beta_3 OSi,t + \beta_4 GF_i,t + \varepsilon_0$$

معادله (۸)

$$GMVi,t = \alpha_0 + \beta_1 ERMi,t + \beta_2 FLi,t + \beta_3 \frac{M}{B}i,t + \beta_4 OSi,t + \beta_5 GF_i,t + \varepsilon_0$$

معادله (۹)

$$ICi,t = \alpha_0 + \beta_1 ERMi,t + \beta_2 \frac{M}{B}i,t + \beta_3 OSi,t + \beta_4 GF_i,t + \varepsilon_0$$

جدول (۱) تحلیل توصیفی متغیرهای پژوهش

متغیرها	علامت اختصاری	تعداد مشاهدات	میانگین	انحراف معیار	۱	۲	۳	۴	۵	۶	۷
۱. مدیریت اثربخش ریسک	ERM	۱۰۸۹	۶/۶۳	۰/۷۲							
۲. نرخ بازده دارایی‌ها	ROA	۱۰۸۹	۰/۱۱	۰/۱	۰/۹۹**						
۳. رشد ارزش بازار	GMV	۱۰۸۹	۲/۵۷	۲۰/۵۵	-۰/۱۹**	-۰/۰۷					
۴. اهرم مالی	FL	۱۰۸۹	۰/۶۴	۰/۲	۰/۴۲*	-۰/۴۹۸**	-۰/۰۸۱*				
۵. سرمایه فکری	IC	۱۰۷۹	۲/۸۳	۷/۹۵	۰/۰۹۴	۰/۱۶۱*	-۰/۰۱۴	۰/۰۱۷			
۶. نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری	M/B	۱۰۸۸	۲/۹۲	۱۴/۴۸	۰/۰۱۵	-۰/۰۲۶*	۰/۹۷۷**	۰/۰۱۳	۰/۰۶۳		
۷. اندازه سازمان	OS	۱۰۸۹	۱۳/۶۳	۱/۴۵	۰/۸۵۴**	۰/۰۸۴*	۰/۰۱۷**	۰/۱۲۹*	۰/۰۲۶	۰/۰۰۸	
۸. شکست حاکمیتی	GF	۱۰۸۹	۰/۰۸	۰/۱۵	-۰/۲۰۸	-۰/۴۹۶**	۰/۰۹۶	-۰/۱۵۲*	۰/۳۵۱**	۰/۰۸۷	-۰/۰۶۷

* و ** به ترتیب در سطح ۵ درصد و ۱ درصد معنادار است.

نرخ بازده دارایی‌ها، منفی و با رشد ارزش بازار، مثبت است. اندازه سازمان نیز ارتباط معنادار مثبتی با نرخ بازده دارایی‌ها، رشد ارزش بازار و اهرم مالی دارد. در نهایت همبستگی شکست حاکمیتی و نرخ بازده دارایی‌ها، مثبت و معنادار نبوده است. درباره سایر متغیرها نیز رابطه معناداری به دست نیامد.

جدول ۲ نشان‌دهنده نتایج به دست آمده برای بررسی تأثیر مدیریت اثربخش ریسک در نرخ بازده دارایی‌ها و نیز بررسی نقش واسطه‌ای اهرم مالی و سرمایه فکری در ارتباط بین این دو متغیر است.

نتایج جدول ۱ نشان می‌دهد بین مدیریت اثربخش ریسک و نرخ بازده دارایی‌ها، ارتباط معنادار مثبت وجود دارد. همچنین ارتباط مدیریت اثربخش ریسک با رشد ارزش بازار، منفی و معنادار است. بین مدیریت اثربخش ریسک و اهرم مالی، ارتباط مثبتی به دست آمده است. اهرم مالی نیز همبستگی معنادار مثبتی با نرخ بازده دارایی‌ها دارد. همچنین ارتباط اهرم بازار با رشد ارزش بازار نیز مثبت و معنادار است. ضریب همبستگی سرمایه فکری و نرخ بازده دارایی‌ها، مثبت و معنادار بوده است. ارتباط نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری با

جدول (۲) تأثیر مدیریت اثربخش ریسک در نرخ بازده دارایی‌ها و نقش واسطه‌ای اهرم مالی و سرمایه فکری (روش حداقل مربعات معمولی)

نقش واسطه‌ای سرمایه فکری		نقش واسطه‌ای اهرم مالی		تأثیر مستقیم مدیریت اثربخش ریسک	تعداد مشاهدات	
۵	۴	۳	۲	۱		
				نرخ بازده دارایی		معادله رگرسیون
	نرخ بازده دارایی	سرمایه فکری	نرخ بازده دارایی	اهرم مالی		متغیر وابسته
۰/۱۲۷**	-۶/۲۴۴*	۰/۱۹۸**	۰/۵۶۷**	۰/۱۱۹*	-	ضریب ثابت
(۴/۸۶۶)	(-۲/۰۸۲)	(۳/۱۴۵)	(۳۰/۸۳)	(۱/۷۸۴)		
۰/۱۸*	۰/۰۶۷	۰/۰۸۲*	۰/۰۸۴**	۰/۱۹۳**	۱۰۸۹	مدیریت اثربخش ریسک
(۲/۳۵۲)	(۰/۴۶۱)	(۲/۶۸۴)	(۴/۵۹۳)	(۳/۵۰۸)		
۰/۰۷۵					۱۰۷۹	سرمایه فکری
(۱/۱۲۵)						
		-۰/۳۶۷**			۱۰۸۹	اهرم مالی
		(-۵/۷۶۸)				
۰/۰۱۵	۰/۰۱۲	۰/۰۳	۰/۰۶۳	۰/۰۱۹	۱۰۸۸	نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری
(۰/۲۳۲)	(۰/۱۶۳)	(۱/۰۰۲)	(۰/۸۶)	(۰/۲۹۷)		
۰/۱۸۵**	۰/۱۸۶**	۰/۱۳۹*	۰/۰۴۶*	۰/۲۱۴*	۱۰۸۹	اندازه سازمان
(۴/۴۱۵)	(۵/۲۷۸)	(۲/۱۸۸)	(۲/۳۲۴)	(۲/۷۰۷)		
-۰/۵۱۱**		-۰/۳۷۷**		-۰/۵۲۲**	۱۰۸۹	شکست حاکمیتی
(-۷/۳۲۸)		(-۵/۶۵۵)		(-۷/۸۰۱)		
۱۲/۲۶**	۱۲/۳۶۹**	۲۱/۵۶۵**	۱۸/۴۰۶*	۱۵/۸۴۴**		آماره F
۰/۰۰۰	۰/۰۰۴	۰/۰۰۰	۰/۰۱۴	۰/۰۰۰		سطح معناداری
۰/۴۴۱	۰/۲۴۳	۰/۳۵۵	۰/۴۵۳	۰/۲۴۱		ضریب تعیین تعدیل شده
۱/۸۵۳	۲	۱/۹۲۵	۱/۸۸۹	۱/۸۹۱		دوربین واتسون

* و ** به ترتیب در سطح ۵ درصد و ۱ درصد معنادار است. عبارت داخل پرانتز، نشان‌دهنده آماره تی استیودنت است.

خودهمبستگی وجود ندارد. براساس چارچوب جود و کنی (۱۹۸۱) و بارون و کنی (۱۹۸۶) با توجه به نتایج معادله‌های اول تا سوم مشخص می‌شود اهرم مالی در ارتباط بین مدیریت اثربخش ریسک و نرخ بازده دارایی‌ها، نقش واسطه‌ای جزئی دارد؛ بنابراین فرضیه سوم پژوهش مبنی بر نقش واسطه‌ای اهرم مالی در ارتباط بین مدیریت اثربخش ریسک و نرخ بازده دارایی‌ها تأیید می‌شود. نتایج پژوهش حاضر با یافته‌های پژوهش‌های نادری هنری و حسین‌زاده (۱۳۹۱)، مهرانی و رسائیان (۱۳۹۰) و خدای پور و اسماعیلی (۱۳۹۰) سازگار است [۲۵ و ۲۸].

در معادله ۴ مدیریت اثربخش ریسک و سرمایه فکری به ترتیب متغیرهای مستقل و وابسته در نظر گرفته شده است. نتایج به دست آمده نشان می‌دهد مدیریت اثربخش ریسک، تأثیر معناداری در اهرم مالی ندارد. در معادله ۵ متغیر سرمایه فکری به صورت متغیر مستقل جدید به الگو، اضافه و تأثیر آن همزمان با مدیریت اثربخش ریسک بر نرخ بازده دارایی‌ها بررسی شده است. نتایج نشان می‌دهد متغیر مدیریت اثربخش ریسک، تأثیر مثبت و معناداری در اهرم مالی دارد و ضریب رگرسیون برابر با ۰/۱۸ است؛ اما سرمایه فکری، تأثیر معناداری در نرخ بازده دارایی‌ها ندارد. مقدار آماره و سطح معناداری F نشان‌دهنده معناداری در خور توجه معادله‌های ۴ و ۵ است. همچنین مقدار دوربین واتسون در هر دو معادله در دامنه ۲/۵ - ۱/۵ قرار دارد و بر اساس این گفتنی است در هیچ یک از معادله‌های مدنظر، مشکل خودهمبستگی وجود ندارد. براساس چارچوب جود و کنی (۱۹۸۱) و بارون و کنی (۱۹۸۶) با توجه به نتایج معادله‌های ۱، ۴ و ۵ مشخص می‌شود سرمایه فکری در ارتباط بین مدیریت اثربخش ریسک و نرخ بازده دارایی‌ها، نقش واسطه‌ای ندارد؛ بنابراین فرضیه چهارم پژوهش مبنی بر نقش واسطه‌ای سرمایه فکری در ارتباط بین مدیریت اثربخش ریسک و نرخ

در معادله ۱، نرخ بازده دارایی‌ها، متغیر وابسته در نظر گرفته شده و تأثیر مدیریت اثربخش ریسک به صورت متغیر مستقل در آن بررسی شده است. نتایج نشان می‌دهد مدیریت اثربخش ریسک، تأثیر مثبت و معناداری در نرخ بازده دارایی‌ها دارد و ضریب رگرسیون ۰/۱۹۳ است. مقدار آماره و سطح معناداری F نشان‌دهنده معناداری در خور توجه معادله ۱ است. همچنین مقدار دوربین واتسون در دامنه ۲/۵ - ۱/۵ قرار دارد و بر اساس این گفتنی است در این معادله، مشکل خودهمبستگی وجود ندارد؛ بنابراین فرضیه اول پژوهش مبنی بر تأثیر مدیریت اثربخش ریسک در نرخ بازده دارایی‌ها تأیید می‌شود؛ به عبارت دیگر مدیریت اثربخش ریسک به بهبود در عملکرد مالی شرکت‌ها منجر خواهد شد. یافته‌های پژوهش حاضر با نتایج آندرسن (۲۰۱۰) و با نتایج به دست آمده از پژوهش پورزمانی و کریمی (۱۳۸۹) سازگار و با نتایج پژوهش فارغ (۱۳۹۳) ناسازگار است [۲۹].

در معادله ۲ مدیریت اثربخش ریسک و اهرم مالی به ترتیب متغیرهای مستقل و وابسته در نظر گرفته شده است. نتایج به دست آمده نشان می‌دهد مدیریت اثربخش ریسک، تأثیر مثبت و معناداری در اهرم مالی دارد و ضریب رگرسیون برابر با ۰/۰۸۴ است. در معادله ۳ متغیر اهرم مالی به صورت متغیر مستقل جدید به الگو اضافه و تأثیر آن همزمان با مدیریت اثربخش ریسک بر نرخ بازده دارایی‌ها بررسی شده است. نتایج به دست آمده نشان می‌دهد هر دو متغیر مدیریت اثربخش ریسک و اهرم مالی (به ترتیب با ضرایب رگرسیونی ۰/۰۸۲ و -۰/۳۶۷) تأثیر معناداری در نرخ بازده دارایی‌ها دارند. مقدار آماره و سطح معناداری F نشان‌دهنده معناداری در خور توجه معادله‌های ۲ و ۳ است. همچنین مقدار دوربین واتسون در هر دو معادله در دامنه ۲/۵ - ۱/۵ قرار دارد و بر اساس این گفتنی است در هیچ یک از معادله‌های مدنظر، مشکل

مالی، سرمایه فکری و نرخ بازده دارایی‌ها ندارد؛ اما اندازه سازمان در هر سه متغیر اهرم مالی، سرمایه فکری و نرخ بازده دارایی‌ها، تأثیر مثبت و معناداری داشته است. در نهایت شکست حاکمیتی نیز بر نرخ بازده دارایی‌ها تأثیر منفی و معنادار دارد [۳۰].

نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌های پژوهش مبنی بر تأثیر مدیریت اثربخش ریسک در رشد ارزش بازار و نیز نقش واسطه‌ای اهرم مالی و سرمایه فکری در جدول ۳ نشان داده شده است:

بازده دارایی‌ها تأیید نمی‌شود. نتایج این پژوهش با نتایج پژوهش رحیمیان و همکاران (۱۳۹۱) سازگار است [۳۰]. نتایج این پژوهش نشان می‌دهد در میان عناصر تشکیل‌دهنده سرمایه فکری، کارایی سرمایه ساختاری و کارایی سرمایه به کار گرفته‌شده، بیشترین تأثیر را در عملکرد مالی شرکت‌های نمونه دارند و میان سرمایه انسانی و عملکرد مالی شرکت‌های نمونه، ارتباط معنی‌داری وجود ندارد. همچنین نتایج به دست آمده در ارتباط با متغیرهای کنترلی نشان می‌دهد متغیر نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری، تأثیر معناداری در اهرم

جدول (۳) تأثیر مدیریت اثربخش ریسک در رشد ارزش بازار و نقش واسطه‌ای اهرم مالی و سرمایه فکری (روش حداقل مربعات معمولی)

نقش واسطه‌ای سرمایه فکری		نقش واسطه‌ای اهرم مالی		تأثیر مستقیم مدیریت اثربخش ریسک	تعداد مشاهدات	
رشد ارزش بازار	سرمایه فکری	رشد ارزش بازار	اهرم مالی	رشد ارزش بازار		
۱۰	۹	۸	۷	۶		
-۰/۷۶۹*	-۶/۲۴۴**	-۱/۱۸۷**	۰/۵۶۷**	-۰/۲۷۳*	-	متغیر وابسته
(-۲/۲۳۲)	(-۳/۰۸۲)	(-۴/۳۶۸)	(۳/۸۳)	(-۱/۹۸۷)		معادله رگرسیون
۱/۴۵۸*	۰/۰۶۷*	۰/۰۵۴**	۰/۰۸۴**	۰/۰۴۷**	۱۰۸۹	ضریب ثابت
(۳/۵۵۶)	(۲/۴۶۱)	(۵/۶۸)	(۴/۵۹۳)	(۶/۴۸۸)		مدیریت اثربخش ریسک
-۰/۰۱۹**					۱۰۷۹	سرمایه فکری
(-۴/۱۴۴)						اهرم مالی
		۰/۰۲۲			۱۰۸۹	نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری
		(۱/۳)				اندازه سازمان
۰/۹۷۷**	۰/۰۱۲	۰/۹۷۶**	۰/۰۶۳	۰/۹۷۷**	۱۰۸۸	شکست حاکمیتی
(۶۰/۶۴۹)	(۱/۱۶۳)	(۶۲/۱۵۹)	(۰/۸۶)	(۶۲/۱۱۲)		آماره F
۰/۰۶	۰/۱۸۶	۰/۰۴۴**	۰/۰۴۶*	۰/۰۳۹*	۱۰۸۹	سطح معناداری
(۱/۴۳۵)	(۱/۲۷۸)	(۳/۴۰۵)	(۲/۳۲۴)	(۲/۲۶۴)		ضریب تعیین تعدیل شده
۰/۰۰۰		-۰/۰۰۵		۰/۰۰۴	۱۰۸۹	دوربین واتسون
(-۰/۰۰۶)		(-۰/۲۶۴)		(۰/۲۴۴)		
۴۲/۸۸۷**	۵۶/۰۵۶**	۸۲/۵۹۱**	۱۸/۴۰۶*	۷۴/۱۱۸**		
۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۱۴	۰/۰۰۰		
۰/۸۹۶	۰/۳۶۷	۰/۸۵۵	۰/۴۵۳	۰/۷۵۴		
۲/۰۹۶	۲/۰۰۵	۲/۱۱۶	۱/۸۸۹	۲/۰۸۹		

* و ** به ترتیب در سطح ۵ درصد و ۱ درصد معنادار است. عبارت داخل پرانتز، نشان‌دهنده آماره تی استیودنت است.

کنی (۱۹۸۱) و بارون و کنی (۱۹۸۶) با توجه به نتایج معادله‌های ۷ و ۸ مشخص می‌شود اهرم مالی در ارتباط بین مدیریت اثربخش ریسک و نرخ بازده دارایی‌ها، نقش واسطه‌ای ندارد؛ بنابراین فرضیه پنجم پژوهش مبنی بر نقش واسطه‌ای اهرم مالی در ارتباط بین مدیریت اثربخش ریسک و رشد ارزش بازار تأیید نمی‌شود. نتایج پژوهش حاضر با نتایج پژوهش اسلامی و جولا (۱۳۸۸)، نوروش و یزدانی (۱۳۸۹) و افشاری و همکاران (۱۳۹۰) سازگار است [۲ و ۱۹ و ۲۶].

در معادله ۹ مدیریت اثربخش ریسک و سرمایه فکری به ترتیب متغیرهای مستقل و وابسته در نظر گرفته شده است. نتایج نشان می‌دهد مدیریت اثربخش ریسک، تأثیر معنادار و مثبتی در سرمایه فکری دارد و ضریب رگرسیون آن ۰/۰۶۷ است. در معادله ۱۰ متغیر سرمایه فکری به عنوان متغیر مستقل جدید به الگو اضافه و تأثیر آن همزمان با مدیریت اثربخش ریسک در رشد ارزش بازار شده است. نتایج نشان می‌دهد متغیر مدیریت اثربخش ریسک، تأثیر مثبت و معناداری در رشد ارزش بازار دارد و ضریب رگرسیون برابر با ۱/۴۵۸ است. سرمایه فکری نیز تأثیر منفی و معناداری بر رشد ارزش بازار دارد و ضریب رگرسیونی آن برابر با ۰/۰۱۹- به دست آمده است. مقدار آماره و سطح معناداری F نشان‌دهنده معناداری در خور توجه معادله‌های ۹ و ۱۰ است. همچنین مقدار دوربین واتسون در هر دو معادله در دامنه ۲/۵ - ۱/۵ قرار دارد و بر اساس این گفتنی است در هیچ یک از معادله‌های مدنظر، مشکل خودهمبستگی وجود ندارد. براساس چارچوب جود و کنی (۱۹۸۱) و بارون و کنی (۱۹۸۶) با توجه به نتایج معادله‌های ۶، ۹ و ۱۰ مشخص می‌شود سرمایه فکری در ارتباط بین مدیریت اثربخش ریسک و نرخ بازده دارایی‌ها، نقش واسطه‌ای جزئی دارد؛

در معادله ۶ رشد ارزش بازار، متغیر وابسته در نظر گرفته شده و تأثیر مدیریت اثربخش ریسک به عنوان متغیر مستقل در آن بررسی شده است. نتایج نشان می‌دهد مدیریت اثربخش ریسک، تأثیر مثبت و معناداری در رشد ارزش بازار دارد و ضریب رگرسیون ۰/۰۴۷ است. مقدار آماره و سطح معناداری F نشان‌دهنده معناداری در خور توجه معادله ۶ است. همچنین مقدار دوربین واتسون در دامنه ۲/۵ - ۱/۵ قرار دارد و بر اساس این گفتنی است در این معادله، مشکل خودهمبستگی وجود ندارد؛ بنابراین فرضیه دوم پژوهش مبنی بر تأثیر مدیریت اثربخش ریسک در رشد ارزش بازار تأیید می‌شود؛ به عبارت دیگر مدیریت اثربخش ریسک به بهبود در عملکرد مالی شرکت‌ها منجر خواهد شد.

در معادله ۷ مدیریت اثربخش ریسک و اهرم مالی به ترتیب متغیرهای مستقل و وابسته در نظر گرفته شده است. نتایج به دست آمده نشان می‌دهد مدیریت اثربخش ریسک، تأثیر مثبت و معناداری بر اهرم مالی دارد و ضریب رگرسیون برابر با ۰/۰۸۴ است. در معادله ۸ متغیر اهرم مالی به صورت متغیر مستقل جدید به الگو اضافه و تأثیر آن همزمان با مدیریت اثربخش ریسک بر رشد ارزش بازار بررسی شده است. نتایج نشان می‌دهد متغیر مدیریت اثربخش ریسک، تأثیر مثبت و معناداری در رشد ارزش بازار دارد و ضریب رگرسیون برابر با ۰/۰۵۴ است؛ اما سرمایه فکری، تأثیر معناداری در رشد ارزش بازار نداشت. مقدار آماره و سطح معناداری F نشان‌دهنده معناداری در خور توجه معادله‌های ۷ و ۸ است. همچنین مقدار دوربین واتسون در هر دو معادله در دامنه ۲/۵ - ۱/۵ قرار دارد و بر اساس این می‌توان گفت در هیچ یک از معادله‌های مدنظر، مشکل خودهمبستگی وجود ندارد. براساس چارچوب جود و

دارایی‌ها و رشد ارزش بازار، تأثیر مثبت داشته است. همچنین مشخص شد سرمایه فکری در ارتباط بین مدیریت اثربخش ریسک و رشد ارزش بازار و نیز اهرم مالی در ارتباط بین مدیریت اثربخش ریسک و نرخ بازده دارایی‌ها، نقش واسطه‌ای جزئی دارند؛ اما نقش واسطه‌ای سرمایه فکری در ارتباط بین مدیریت اثربخش ریسک و نرخ بازده دارایی‌ها و نقش واسطه‌ای اهرم مالی در ارتباط بین مدیریت اثربخش ریسک و رشد ارزش بازار تأیید نشد.

براساس نتایج پژوهش پیشنهاد می‌شود شرکت‌های تجاری از واحدهایی مجزا برای مدیریت اثربخش ریسک و یا به عبارت بهتر از کمیته‌های تخصصی مدیریت اثربخش ریسک استفاده کنند تا اینگونه عملکرد مالی خود را بتوانند بهبود دهند. توجه به سیاست‌های تأمین مالی شرکت‌ها برای ایجاد ساختار سرمایه بهینه، راهکار دیگری است که تأثیر مدیریت اثربخش ریسک را در عملکرد مالی می‌تواند تقویت کند. تلاش برای بهبود توانایی‌های نیروی انسانی و پیاده‌سازی سیستم‌های مدیریت دانش با ایجاد و توسعه سرمایه فکری به بهبود تأثیر مدیریت اثربخش ریسک در عملکرد مالی شرکت‌ها می‌تواند منجر شود. سرمایه‌گذاران در بازارهای مالی نیز از الگوهای مدیریت اثربخش ریسک برای ارزیابی صحیح و واقعی از ریسک برای کسب بازده بالاتر در آینده استفاده کنند.

برای انجام پژوهش‌های آینده، پیشنهاد می‌شود تأثیر متغیرهایی مانند ویژگی‌های مدیریتی، انواع ساز و کارهای کنترل، سیستم‌های حسابداری مدیریت و غیره در عملکرد مالی بررسی شود. علاوه بر آن پیشنهاد می‌شود تأثیر مدیریت اثربخش ریسک در شاخص‌های نوین عملکرد مالی مانند ارزش افزوده اقتصادی، ارزش

بنابراین فرضیه ششم پژوهش مبنی بر نقش واسطه‌ای سرمایه فکری در ارتباط بین مدیریت اثربخش ریسک و رشد ارزش بازار تأیید می‌شود. نتایج پژوهش حاضر با یافته‌های یحیی‌زاده‌فر و همکاران (۱۳۹۳)، همتی و مهرایی (۱۳۹۰) و مادیتینس و همکاران (۲۰۱۱) سازگار است [۱۴ و ۲۲ و ۴۱].

همچنین نتایج به‌دست آمده در ارتباط با متغیرهای کنترلی نشان می‌دهد متغیر نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری، تأثیر معناداری در رشد ارزش بازار دارد؛ اما تأثیر معنی‌دار آن در اهرم مالی و سرمایه فکری تأیید نشد. اندازه سازمان در دو متغیر رشد ارزش بازار و اهرم مالی، تأثیر معنادار و در متغیر سرمایه فکری، تأثیر غیرمعنادار دارد. در نهایت تأثیر شکست حاکمیتی در رشد ارزش بازار تأیید نشد.

نتیجه‌گیری و پیشنهادها

تغییرات فزاینده محیطی سبب شده است امروزه بسیاری از شرکت‌های تجاری با انواع مختلفی از ریسک‌ها مواجه باشند. مخاطرات محیطی در صورت نبود مدیریت اثربخش ممکن است به تهدیدی اساسی برای سودآوری و رشد و توسعه شرکت‌ها و حتی ادامه فعالیت آنها در بازارهای تجاری منجر شوند. مدیریت اثربخش ریسک یکی از راهکارهای اساسی است که مدیران براساس آن، فرایندی خاص را برای شناسایی، اندازه‌گیری و کنترل تمامی ریسک‌های محیطی تعیین می‌کنند. در این پژوهش نیز از یکسو تأثیر مدیریت اثربخش ریسک در عملکرد مالی شرکت‌ها ارزیابی شد و از سوی دیگر نقش واسطه‌ای متغیرهای سرمایه فکری و اهرم مالی در ارتباط بین مدیریت اثربخش ریسک و عملکرد مالی شرکت‌ها در بورس اوراق بهادار تهران بررسی شد. نتایج به‌دست آمده از پژوهش نشان داد مدیریت اثربخش ریسک در نرخ بازده

منابع

- افزوده نقدی و ارزش افزوده بازار بررسی شود. همچنین نقش مدیریت اثربخش ریسک را در بهبود شاخص‌های عملکرد بازار مانند بازده سهام، نسبت قیمت به درآمد، حجم معاملات و غیره می‌توان بررسی کرد و برای اندازه‌گیری سرمایه فکری از روش‌های دیگری مانند کارت ارزیابی متوازن، هزینه‌های تحقیق و توسعه و غیره استفاده کرد. در نهایت در پژوهش‌های آینده ارتباط سرمایه فکری به شاخص‌های عملکرد غیرمالی مانند رضایت و وفاداری مشتریان، سهم بازار، رضایت شغلی کارکنان و غیره را می‌توان بررسی کرد و یا حتی الگوی این پژوهش را به تفکیک برای صنایع مختلف تولیدی و خدماتی بورس اوراق بهادار تهران می‌توان آزمون کرد.
- گفتنی است پژوهش حاضر با محدودیت‌های خاصی مواجه است. از جمله اینکه کیفیت پایین گزارش‌های مالی شرکت‌ها باعث می‌شود در برخی موارد با وجود حساب‌رسان قانونی، استانداردها و قوانین به‌درستی رعایت نشوند. کارانبودن بورس اوراق بهادار ایران به صورت یک عامل مداخله‌گر دیگر مطرح است که نتایج پژوهش را می‌تواند تحت تأثیر قرار دهد و پژوهشگر، آن را نمی‌تواند کنترل کند. همچنین از آنجایی که برای محاسبه متغیرهای پژوهش از صورت‌های مالی تهیه شده بر مبنای بهای تمام‌شده تاریخی استفاده شده است، در صورت تعدیل اطلاعات مالی برای تورم، ممکن است نتایج پژوهش متفاوت با نتایج فعلی باشد. در نهایت با توجه به اینکه اطلاعات رکن اصلی و اساسی برای هر پژوهش محسوب می‌شود، نبود داده‌های ضروری این پژوهش در برخی موارد موجب شد تمامی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران بررسی نشوند.
- [1] Acharyya, M., and Mutenga, S. (2013). "The Benefits of Implementing Enterprise Risk Management: Evidence from the Non-life Insurance Industry", available at: www.erm-symposium.org/2013/pdf/erm-2013-paper-acharyya.pdf (accessed 15 December 2013).
- [2] Afshari, A., Saeedi A., Reshadi E. (2012). Influence of Financial Leverage on Investment Decisions in Companies Listed at the Tehran Stock Exchange, *Management Accounting*, Vol. 5, No.13, Pp. 17-29.
- [3] Ahmadvand, M. R. (2009). A Short Review of Risk Management Tasks in Economical Activities, *Economical Journal*, Vol. 78, Pp. 5-35
- [4] Ahmadian, Majid; Ghorbani, Rahim (2013). The Study of the Relationship between the Intellectual Capital and the Organizational Performance In the Ministry of Economy and Finance, *Magazine of Economics*, Vol. 11 and 12, Pp. 111-130
- [5] Andersen, T.J. (2009). Effective Risk Management Outcomes: Exploring Effects of Innovation and Capital Structure, *Journal of Strategy and Management*, Vol.2, No.4, Pp. 352 - 379.
- [6] Andersen, T.J. (2006). Global Derivatives: A Strategic Risk Management Perspective. *Pearson Education, Harlow*.
- [7] Appiah, K.O. (2013). Corporate Governance and Corporate Failure: Evidence from Listed UK Firms, *A Doctoral thesis Submitted in Partial Fulfilment for the Award of the Degree of Doctor of Philosophy of Loughborough University*.
- [8] Auden, W.C., Shackman, J.D. and Onken M.H. (2006). "Top Management Team, International Risk Management Factor and Firm Performance", *Team Performance Management: An International Journal*, Vol.12, No.7/8, Pp. 209 - 224.
- [9] Barney, J.B. (1991). Firm Resources and Sustained Competitive Advantage. *Journal of Management*, Vol.17: Pp. 99-120.
- [10] Chen, P. (2005). Intellectual Capital Performance of Commercial Banks in Malaysia. *Journal of Intellectual Capital*, Vol.6, No.3, Pp. 385-396.

- Accounting knowledge* , Vol.2, No.6, Pp. 65 – 92.
- [21] Khodamipour A., Hooshmand zafarani R., Mohmmadrezakhani V. (2014). The Effect of Capital Structure on Stock Futures Abnormal Returns with Regard to the Level of Concentration in the Industry, *Journal of Financial Management Strategy*, Vol.1, No.3, Pp. 131–146.
- [22] Maditinos, D., Chatzoudes, D., Tsairidis, Ch. and Theriou, G. (2011). The Impact of Intellectual Capital on Firm's Market Value and Financial Performance." *Journal of Intellectual Capital*, Vol.12, No.1, Pp. 132–151.
- [23] Naderi Honari, R., Hossein Zadeh, Z. (2012). Examining the Relationship between Financial leverage on the Economic Performance of the Company. *The National Conference of Accounting, Financial Management and Investment, Gorgan, Golestan University of Applied Sciences*.
- [24] Newbert, L. (2007). Empirical Research on the Resource-Based View of the Firm: An Assessment and Suggestions for Future Research. *Strategic Management Journal*, Vol.28, No.2, Pp. 121–146.
- [25] Nikoumaram, H. and Es'haghi, F. (2010). "The Relationship between the Impact of Intellectual Capital on the Performance of Value and Growth in the Tehran Stock Exchange, *Financial Knowledge of Securities Analysis (financial studies)*, Vol.3, No.6, Pp.133-۱۳۳.
- [26] Nourvash, I. and Yazdani, S. (2006). "Evaluating the Effect of Financial Leverage and the Market value added of companies listed in Tehran Stock Exchange", *Scientific and Research Journal of Financial Accounting*, Vol.4, Pp. 35–48.
- [27] Peter Yeoh, (2016). "Corporate Governance Failures and the Road to Crime", *Journal of Financial Crime*, Vol.23, No.1, Pp. 216 – 230
- [28] Pourzamani, Z., jahanshad, A. and Mahmoodabadi, A. (2012). "The Impact of Intellectual Capital on Market Value and Financial Performance", *Accounting and Auditing Review*, Vol.19, No.2, Pp. 17–30.
- [29] Pourzamani, Z. and Karimi, A. (2010). "The Effect of Risk Management Intellectual Capital on Company's
- [11] Chung, K. (2008). Intellectual Capital: Definitions, Categorization and Reporting Models. *Journal of Intellectual Capital*, Vol.9, No.4, Pp.609–638, available at: www.emeraldinsight.com/1469-1930.htm.
- [12] Ghayouri Moghaddam, A. and Hajeb, H. R. (2015). The Effect of Capital Structure on Profit Efficiency of Companies Listed in Automotive and Parts Manufacturing Industry of Tehran Stock Exchange, *Asset Management and Financing*, Vol. 3, No.1, Pp. 91–106.
- [13] Gordon, L.A., Loeb, M.P. and Tseng, C.Y. (2009). "Enterprise Risk Management and Firm Performance: A Contingency Perspective", *Journal of Accounting and Public Policy*, Vol.28, (4): Pp. 301–327.
- [14] Hemati, H. and Mehrabi, A. (2011). The Relationship between Intellectual Capital and Financial Performance of Listed Performance of Listed Companies in Tehran Stock Exchange, *Accounting Research*, Vol.3, Pp. 72–84.
- [15] Hoyt, R.E. and Liebenberg, A.P. (2011). The Value of Enterprise Risk Management, *The Journal of Risk and Insurance*, Vol.78, No. 4, Pp. 795– 822.
- [16] Hosseini .A; Hosseini, M.H. and Seyedmotahari, M. (2014). The Relation between ERM Techniques and Performance of Food Industry firms *Journal of Empirical Research in Accounting*, Vol. 4, No.1, Pp. 45–60.
- [17] Iraj Rad, A. and Slamdost Kelidbari, M. (2015). Measuring Intellectual Capital and Its Relationship with the q Tobin ratio and Systematic Risk Beta (study of financial intermediation companies listed in Tehran Stock Exchange). *Asset Management and Financing*, Vol.2, No. 4, Pp. 97–110.
- [18] Jensen, M.C. (1986). Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers. *American Economic Review*, Vol. 76, No.2, Pp. 323–329.
- [19] Jola, G. and Eslami, B.J. (2010). The Evaluation of the Relationship between Capital Structure and Systematic Risk of Companies Listed on TSE. *Journal of TSE*, Vol. 8, Pp. 91–113.
- [20] Khodamipour, A. and Esmaeili, A. (2011). Value-Relevance of Changes in Financial leverage for Explaining Operating Performance, *Journal of*

- Chivago, IL.
<http://www.nber.org/chapters/c11426>.
- [36] Stan-Maduka, E. (2010). The Impact of Risk Management Practice on the Development of African Businesses. *World Journal of Entrepreneurship, Management and Sustainable Development*, Vol.6, No.3, Pp. 213–219.
- [37] Souza, Rodrigo Silva De; Silva Gomes, Sônia Maria Da; Bruni, Adriano Leal; Oliveira, Gilca Garcia De; Sampaio, Márcio Santos, Faria. Juliano Almeida De. (2012). Enterprise Risk Management and Performance Improvement: A Study with Brazilian Nonfinancial Firms, in Antonio Davila, Marc J. Epstein, Jean-François Manzoni (ed.) *Performance Measurement and Management Control: Global Issues, Studies in Managerial and Financial Accounting*, Vol.25, Pp. 275 – 298.
- [38] Tari Verdi, Y. and Z. Damchi Jelodar, (2012). The Relationship between Risk and Performance of the Company," *Journal of Financial Accounting and Auditing*, Vol.4, No.14, Pp. 43–62.
- [39] Thomas, L.G. (1996). Dynamic Resourcefulness and the Hypercompetitive Shift, *Organization Science*, Vol.7, Pp. 221–42.
- [40] Wang, J. & Lin & Willie & Huang & Yu-Hsiang. (2010). A Performance-Oriented Risk Management Framework for Innovative R&D Projects. *Technovation*, www.elsevier.com/locate/technovation.
- [41] Yahyazadehfar, M., Aghajani, H., Yahyatabar, F., (2014). Investigation of the Relationship between Intellectual Capital and Companies' Performance in Tehran stock exchange, *Financial Research*, Vol.37, Pp. 181–199.
- [42] Zeitun, R. and Tian, G. (2007). Capital Structure and Corporate Performance: Evidence from Jordan. *Australasian Accounting Business and Finance Journal*, Vol.1, Pp. 40– 53.
- Performance, *Financial Knowledge of Security Analysis (financial studies)*, Vol.3, No.6, Pp. 1 – 18.
- [30] Rezaee, F., Hemmati, H. and Kargar-e-Shamloo, B. (2010). "Intellectual Capital and Financial Performance based on Value", *Journal of Accounting Researches*, Vol. 2, No.7 , Pp. 52 – 71.
- [31] Rahimian N., Hosseini D., Moazez E. and Nesbati N., (2012). The Impact of Intellectual Capital on the Financial Performance of Companies in the Automotive and Construction Parts Listed in the Tehran Stock Exchange, *The First Regional Conference on New Approaches Accounting and Auditing, Bandar Gaz, Islamic Azad University of Bandar Gaz Branch*, http://www.civilica.com/Paper-RCNAAA01-RCNAAA01_011.html.
- [32] Salim, M. and Yadav, R. (2012). Capital Structure and Firm Performance: Evidence from Malaysian Listed Companies. *International Congress on Interdisciplinary Business and Social Science, Social and Behavioral Sciences*, Pp. 156 – 166.
- [33] Sawa Wabwile, E. & Chitiavi, S. & Mwalati, B.A & Ondiek Douglas, M. (2014). Financial Leverage and Performance Variance A Mong Banks. Evidence of Tier Commercial Banks Listed On Nairobi Security Exchange Kenya, *International Journal of Business and Management Invention ISSN (Online)*, Vol.3, No.4, Pp. 01–13.
- [34] Siti Zaleha, A.R., Che Ruhana, I. and Wan Khairuzzaman, Wan I. , (2014). "Management Accounting Systems, Enterprise Risk Management and Organizational Performance in Financial Institutions", *Asian Review of Accounting*, Vol.22, No.2, Pp. 128 – 144.
- [35] Spence, M. (1985). Capital Structure and the Corporation's Product Market Environment. In: Friedman, B. (ED.), *Corporate Capital Structure in the United States. University of Chicago Press*,