

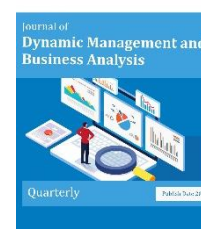


Journal Website

Article history:
Received 19 July 2025
Revised 19 November 2025
Accepted 25 November 2025
Initial Publication 15 December 2025
Final Publication 22 June 2026

Dynamic Management and Business Analysis

Volume 5, Issue 2, pp 1-16



E-ISSN: 3041-8933

The Impact of Enterprise Risk Management on Risk-Adjusted Performance in Tehran Stock Exchange Listed Firms

Sadik Raheem. Khazal Saray¹, Nahid. Maleki Nia^{2*}, Haider. Atta Zbain³, Mohammad. Alimoradi⁴

¹ PhD Student †Department of Accounting, Isf.C., Islamic Azad University, Isfahan, Iran

² Department of Accounting and Management, Bil.C., Islamic Azad University, Bilesavr, Iran

³ Department of Accounting, Faculty of Management and Economics, Waset University, Waset, Iraq

⁴ Department of Accounting, Isf.C., Islamic Azad University, Isfahan, Iran

* Corresponding author email address: na.malekinia@iau.ac.ir

Article Info

Article type:

Original Research

How to cite this article:

Khazal Saray, S. R., Maleki Nia, N., Atta Zbain, H., & Alimoradi, M. (2025). The Impact of Enterprise Risk Management on Risk-Adjusted Performance in Tehran Stock Exchange Listed Firms. *Dynamic Management and Business Analysis*, 5(2), 1-16.

<https://doi.org/10.61838/dmbaj.275>



© 2025 the author(s). Published by Knowledge Management Scientific Association. This is an open access article under the terms of the Creative Commons Attribution 4.0 International (CC BY 4.0) License.

ABSTRACT

Objective: The purpose of this study is to investigate the effect of an extended enterprise risk management (ERM) model on risk-adjusted financial performance in publicly listed firms.

Methodology: This applied, developmental, and retrospective study used archival financial data from firms listed on the Tehran Stock Exchange from 2016 to 2023. After applying systematic sampling criteria, 102 firms were selected, yielding 816 firm-year observations. ERM was measured using an extended version of the Hoyt and Liebenberg (2011) model, while risk-adjusted performance was calculated based on excess return adjusted for systematic risk. A regression model was employed to examine the relationship between the ARES index and firms' risk-adjusted performance.

Findings: Regression results show that the ERM deviation index (ARES) has a significant negative effect on risk-adjusted performance ($\beta = -0.2142$, $p < 0.001$). The model is statistically significant ($F = 28.64$, $p < 0.001$), and the Durbin-Watson statistic (1.98) indicates no autocorrelation. However, the R^2 value of 0.044 suggests that ARES explains only 4.4% of the variance in risk-adjusted performance.

Conclusion: The findings indicate that larger deviations from optimal ERM implementation reduce firms' risk-adjusted performance, emphasizing the importance of strengthening ERM frameworks, internal controls, and governance systems. Although ERM significantly influences performance, its explanatory power remains limited, implying that broader financial, operational, and organizational factors also shape performance outcomes. The extended ERM model provides a more precise assessment of risk management effectiveness and supports improved decision-making under uncertainty.

Keywords: Enterprise Risk Management; Risk-Adjusted Performance; ARES Index; Extended ERM Model; Tehran Stock Exchange; Regression Analysis.

EXTENDED ABSTRACT

Introduction

Enterprise Risk Management (ERM) has increasingly become a core strategic pillar for enhancing firm resilience, governance quality, and long-term value creation. Modern organizations operate in an environment characterized by accelerating uncertainty, market volatility, technological disruption, and regulatory complexity; therefore, integrated risk oversight is no longer optional but central to sustaining competitive advantage. Scholarly work consistently highlights that effective ERM systems can reduce financial volatility, strengthen decision-making structures, improve operational efficiency, and enhance overall firm performance ([Anton, 2018](#); [González et al., 2020](#); [Hoyt & Liebenberg, 2011](#)). Within this landscape, risk-adjusted performance measures have emerged as critical indicators of how well firms translate their risk mitigation practices into tangible financial outcomes.

A substantial body of international research has demonstrated that ERM maturity contributes to greater risk transparency, improved governance alignment, and more informed resource allocation ([Farrell & Gallagher, 2019](#); [Lin et al., 2012](#); [Malik et al., 2020](#)). Furthermore, firms with stronger internal controls and robust risk oversight structures exhibit lower exposure to unexpected shocks and more stable earnings trajectories ([Cheng et al., 2018](#)). The strategic view of ERM emphasizes that risk management is not merely a protective function but a mechanism through which firms integrate risk appetite with long-term planning, capital budgeting, and operational execution ([Coso, 2017](#); [Elahi, 2013](#)).

At the empirical level, studies show that ERM implementation can enhance firm value, particularly when aligned with governance quality, environmental uncertainty, industry competition, and firm size ([Chang et al., 2015](#); [Gordon et al., 2009](#); [Kraus & Lehner, 2017](#)). Yet research also suggests that ERM systems yield benefits only when effectively designed and when managerial behaviors, organizational structures, and information systems support risk-informed decision-making ([Brown et al., 2009](#)). Failure to fully implement or adhere to ERM frameworks can produce the opposite effect—distorted assessments of uncertainty, inconsistent resource allocation, and impaired performance outcomes ([Brustbauer, 2016](#); [McShane et al., 2011](#)).

Evidence from emerging markets further reinforces the significance of ERM in contexts where macroeconomic instability, governance constraints, and information asymmetry are more pronounced. Studies indicate that ERM quality influences firms' exposure to geopolitical shocks, liquidity risk, and credit risk in such economies ([Alqahtani et al., 2020](#); [Harb et al., 2023](#); [Temba et al., 2024](#)). Additionally, research in small and medium-sized enterprises suggests that disclosure of ERM practices and the degree of organizational preparedness are key determinants of survival and growth in volatile environments ([Deni & Riswanto, 2019](#); [Havierníková & Okręglicka, 2019](#); [Ibiwoye et al., 2020](#)).

Within Iran, empirical studies increasingly highlight the pivotal role of ERM in corporate performance. For example, research shows that ERM enhances performance through pathways such as competitive advantage and managerial financial literacy ([Arefmanesh et al., 2022](#)). Other studies document the positive relationship between ERM and firm value, especially during mergers and acquisitions or under conditions of financial pressure ([Mohammad Sharifi et al., 2021](#); [Mohammadi Birgani et al., 2022](#)). Furthermore, advanced risk-based portfolio optimization models demonstrate that improved risk

measurement frameworks can strengthen investment outcomes and reduce the probability of suboptimal allocation decisions (Mousizadeh et al., 2024).

Despite these contributions, a key empirical gap remains: much of the existing literature evaluates ERM based on traditional indices rather than expanded or modified models capable of capturing multidimensional governance, operational, and informational factors. Recent conceptual work argues that post-crisis business environments require enhanced ERM measurement tools that reflect internal structures, risk culture, managerial characteristics, and market conditions (Bohnert et al., 2019; McShane, 2018; Pagach & Wieczorek-Kosmala, 2020). The present study addresses this gap by employing an extended ERM model to examine the effect of ERM deviation—captured through the ARES index—on risk-adjusted performance of firms listed on the Tehran Stock Exchange.

Understanding how ERM deviations influence risk-adjusted performance is essential because risk-adjusted return metrics provide a clearer representation of true value creation than raw accounting measures. When ERM systems diverge from optimal configurations, firms may misjudge risk exposures and fail to achieve expected performance outcomes. Accordingly, this study investigates whether greater deviations between expected and actual ERM practices are associated with weaker risk-adjusted performance, thereby extending the evidence base on ERM effectiveness in emerging markets.

Methods and Materials

This study employed a quantitative, retrospective research design using archival financial data from firms listed on the Tehran Stock Exchange between 2016 and 2023. Firms were selected through systematic sampling after applying exclusion criteria related to financial intermediaries, inconsistent fiscal periods, and incomplete disclosures. The final sample consisted of 102 firms, providing 816 firm-year observations.

Enterprise Risk Management was measured using an extended version of the Hoyt and Liebenberg model, incorporating a wide array of corporate attributes such as governance quality, managerial efficiency, internal controls, operational performance, growth opportunities, tax risk, and market-based indicators. The ARES index was computed as the absolute deviation between expected ERM values and the firm's observed ERM characteristics.

Risk-adjusted performance, following established models, was calculated as excess return relative to risk-free benchmarks and systematic market risk exposure. A simple regression model was estimated to assess the effect of ARES on risk-adjusted performance. Statistical analysis included parameter estimation, significance testing, confidence interval evaluation, and diagnostics such as Durbin–Watson to verify model assumptions.

Findings

Descriptive results indicated that mean ERM scores under both the baseline and extended models were moderately high, suggesting that firms exhibit partial alignment with the structural dimensions of effective risk management. The mean risk-adjusted performance ratio was 0.496, with values ranging from 0 to 0.942, reflecting substantial variation among sampled firms.

Regression analysis demonstrated that the ARES index had a statistically significant negative effect on risk-adjusted performance. Specifically, the coefficient of ARES was -0.2142 with a p-value below 0.001, indicating that larger deviations in ERM practices correspond to lower levels of risk-adjusted return. The F-statistic of 28.64 confirmed the overall significance of the model, while the Durbin–Watson

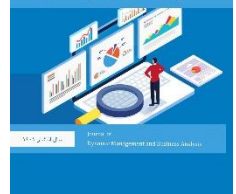
statistic (≈ 1.98) indicated no problematic autocorrelation in residuals. The R^2 value of 0.044 suggested that although ARES significantly predicts risk-adjusted performance, a substantial portion of performance variation is attributable to other factors beyond ERM deviations.

Discussion and Conclusion

The findings illustrate that deviations from optimal ERM structures undermine firms' ability to achieve superior risk-adjusted performance. This relationship indicates that ERM effectiveness depends not merely on the presence of risk management systems but on their alignment with organizational strategy, internal governance mechanisms, and information structures. Firms with fragmented or inconsistent ERM frameworks are less capable of managing uncertainty, which impairs the predictability of returns and increases exposure to adverse outcomes.

The extended ERM model used in this study enhances understanding of how multidimensional corporate characteristics—ranging from governance structures to market conditions—collectively influence ERM performance. The negative relationship between ARES and risk-adjusted returns underscores the importance of minimizing deviations from comprehensive ERM practices. Although the explanatory power of ARES is limited, the significance of the coefficient demonstrates that ERM alignment remains an important contributor to financial performance.

The results reinforce the concept that ERM is a strategic capability rather than a compliance function. Firms must integrate risk considerations into strategic planning, capital allocation, and operational processes to enhance long-term value creation. Strengthening internal controls, improving governance oversight, and aligning managerial decision-making with risk frameworks can mitigate deviations and improve performance. Ultimately, this study contributes to a deeper empirical understanding of ERM dynamics in emerging markets and highlights the importance of model enhancements for accurate risk assessment.



بررسی تأثیر مدیریت ریسک سازمانی بر عملکرد تعدیل شده مبتنی بر ریسک در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

صادق رحیم خزل سرای^۱، ناهید مالکی نیا^{۲*}، حیدر عطا زبین^۳، محمد علی مرادی^۴

۱. دانشجوی دکتری، گروه حسابداری، واحد اصفهان (خوراسگان)، دانشگاه آزاد اسلامی، اصفهان، ایران

۲. گروه حسابداری و مدیریت، واحد بيله سوار، دانشگاه آزاد اسلامی، بيله سوار، ایران

۳. گروه حسابداری، واحد مدیریت و اقتصاد، دانشگاه واسط، واسط، عراق

۴. گروه حسابداری، واحد اصفهان (خوراسگان)، دانشگاه آزاد اسلامی، اصفهان، ایران

*ایمیل نویسنده مسئول: na.malekinia@iau.ac.ir

اطلاعات مقاله

چکیده

نوع مقاله

پژوهشی/اصیل

نحوه استناد به این مقاله:

خزل سرای، صادق رحیم، مالکی نیا، ناهید، زبین، حیدر عطا، و علی مرادی، محمد. (۱۴۰۵). بررسی تأثیر مدیریت ریسک سازمانی بر عملکرد تعدیل شده مبتنی بر ریسک در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. مدیریت پویا و تحلیل کسب و کار، ۵(۲)، ۱۶-۱.



© ۱۴۰۵ تمامی حقوق انتشار این مقاله متعلق به نویسنده(گان) است. انتشار این مقاله به صورت دسترسی آزاد مطابق با گواهی (CC BY 4.0) صورت گرفته است.

هدف: هدف این پژوهش بررسی تأثیر مدل توسعه یافته مدیریت ریسک سازمانی بر عملکرد تعدیل شده مبتنی بر ریسک در شرکت‌های بورسی است. **روش‌شناسی:** این پژوهش از نوع کاربردی و توسعه‌ای است و داده‌های آن به صورت گذشته‌نگر از صورت‌های مالی و اطلاعات شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در فاصله سال‌های ۱۳۹۵ تا ۱۴۰۲ استخراج شده است. پس از اعمال معیارهای غربالگری، ۱۰۲ شرکت به عنوان نمونه انتخاب و برای هر متغیر ۸۱۶ مشاهده ثبت شد. اندازه‌گیری مدیریت ریسک سازمانی با استفاده از مدل توسعه یافته Hoyt & Liebenberg انجام شد و عملکرد تعدیل شده مبتنی بر ریسک بر اساس بازده اضافی تعدیل شده با ریسک محاسبه گردید. تحلیل داده‌ها با استفاده از رگرسیون انجام شد تا رابطه بین شاخص ARES و عملکرد تعدیل شده شرکت‌ها ارزیابی شود. **یافته‌ها:** بر اساس نتایج رگرسیون، شاخص مدیریت ریسک سازمانی (ARES) اثر منفی و معناداری بر عملکرد تعدیل شده مبتنی بر ریسک دارد. $(\beta = -0.2142, p < 0.001)$ مدل از نظر آماری معنادار است $(F = 28.64, p < 0.001)$ و نبود خودهمبستگی در باقی‌مانده‌ها با آماره Durbin-Watson برابر با ۱.۹۸ تأیید شد. با این حال، مقدار R^2 برابر ۰.۰۴۴ نشان داد که تنها ۴.۴٪ از تغییرات عملکرد تعدیل شده توسط ARES توضیح داده می‌شود. **نتیجه‌گیری:** بر اساس نتایج، افزایش انحراف مدیریت ریسک سازمانی از وضعیت مطلوب موجب کاهش عملکرد تعدیل شده شرکت‌ها می‌شود و نشان می‌دهد که تقویت ساختارهای مدیریت ریسک، کنترل داخلی و حاکمیت شرکتی نقش مهمی در بهبود عملکرد دارد. با وجود این، سهم پایین ARES در تبیین عملکرد نشان می‌دهد عوامل متعدد دیگری نیز در تغییرات عملکرد مالی نقش دارند. به کارگیری مدل توسعه یافته مدیریت ریسک سازمانی می‌تواند ارزیابی دقیق‌تر و جامع‌تری از ریسک فراهم کند و به تصمیم‌گیری بهتر مدیران در محیط‌های پرریسک کمک نماید.

کلیدواژه‌گان: مدیریت ریسک سازمانی؛ عملکرد تعدیل شده مبتنی بر ریسک؛ مدل Hoyt & Liebenberg

شرکت‌های بورسی؛ تحلیل رگرسیون.

مقدمه

طی دو دهه اخیر، مدیریت ریسک سازمانی به یکی از مهم‌ترین حوزه‌های تحول در مالی و حسابداری تبدیل شده است؛ حوزه‌ای که نه تنها به شناسایی و کنترل ریسک می‌پردازد بلکه با یکپارچه‌سازی راهبردی، نقش مستقیمی در بهبود عملکرد مالی و افزایش ارزش شرکت ایفا می‌کند. افزایش پیچیدگی محیط کسب و کار، جهانی شدن بازارها، گسترش عدم قطعیت‌های مالی، و چالش‌های ناشی از فناوری‌های نوظهور موجب شده‌اند سازمان‌ها توجه بیشتری به سازوکارهای جامع مدیریت ریسک نشان دهند. در این میان، پژوهشگران مختلف تأکید کرده‌اند که مدیریت ریسک سازمانی زمانی اثربخش است که کلیه ریسک‌های مالی، عملیاتی، راهبردی و اطلاعاتی را به صورت یکپارچه در نظر بگیرد و با ساختار حاکمیت شرکتی، سیستم‌های کنترل داخلی و سیاست‌های راهبردی همسو باشد، موضوعی که در مدل‌های نوین مدیریت ریسک به طور برجسته مورد تأکید قرار گرفته است (Brown, 2009 #322795; Coso, 2017).

استانداردهای بین‌المللی، مانند چارچوب COSO، مدیریت ریسک را به عنوان فرآیندی مستمر و تلفیقی معرفی می‌کنند که ارزش آفرینی پایدار را هدف قرار می‌دهد (Coso, 2019). این نگاه تحول‌گرا به مدیریت ریسک، زمینه‌ای فراهم کرده تا پژوهش‌های تجربی متعدد نقش آن را در عملکرد مالی شرکت‌ها بررسی کنند. شواهد نشان می‌دهد زمانی که مدیریت ریسک سازمانی با کیفیت بالا اجرا می‌شود، می‌تواند باعث افزایش ارزش بازار، کاهش هزینه سرمایه، کاهش نوسان عملکرد، و افزایش اعتماد سرمایه‌گذاران شود (Hoyt & Liebenberg, 2011 #322807; Anton, 2018).

در بسیاری از کشورها، به ویژه در بازارهای نوظهور، مدیریت ریسک سازمانی با چالش‌هایی مانند ضعف کنترل داخلی، محدودیت منابع، نبود زیرساخت اطلاعاتی و ضعف حاکمیت شرکتی روبه‌رو است. بررسی تفاوت‌های ساختاری میان کشورها نشان می‌دهد که کیفیت مدیریت ریسک به میزان شفافیت گزارشگری، استقلال هیئت‌مدیره و توسعه بازار مالی بستگی دارد (Cull et al., 2015). شرکت‌هایی که از ساختارهای نظارتی قوی برخوردارند، نه تنها ریسک‌های عملیاتی و مالی را بهتر مدیریت می‌کنند بلکه از چرخه تصمیم‌گیری بهتری برخوردارند و چشم‌انداز سودآوری آنها بهبود می‌یابد (Cheng et al., 2018).

مطالعات پیشین بارها اثبات کرده‌اند که مدیریت ریسک سازمانی رابطه معناداری با عملکرد شرکت دارد. برخی پژوهش‌ها بیان کرده‌اند که فرآیندهای قوی مدیریت ریسک، شرکت را قادر می‌سازد تصمیمات بهتری بگیرد و بازده تعدیل شده مبتنی بر ریسک را افزایش دهد (Malik, 2020 #322784; Callahan & Soileau, 2017). یافته‌های برخی دیگر نیز نشان می‌دهد که بلوغ مدیریت ریسک سازمانی با کاهش نوسان مالی و افزایش پایداری عملکرد همراه است (Lechner, 2018 #322788; Farrell & Gallagher, 2019). هم‌چنین، به نظر می‌رسد قرار گرفتن شرکت‌ها در معرض ریسک‌های سیستماتیک و غیرسیستماتیک موجب شده اهمیت مدیریت ریسک در صنایع مختلف، از بانکداری تا تولید، بیش از گذشته مورد توجه قرار گیرد (Harb et al., 2023).

از سوی دیگر، پژوهش‌ها خاطرنشان کرده‌اند که تأثیر مدیریت ریسک بر عملکرد شرکت همیشه خطی یا یک‌سویه نیست. برخی مطالعات نشان داده‌اند که کیفیت کمیته ریسک، ویژگی‌های هیئت‌مدیره و ساختار مالکیت می‌توانند رابطه میان ریسک و عملکرد را تعدیل کنند (Ellul & Yerramilli, 2012). این بدان معناست که مدیریت ریسک سازمانی در صورتی ارزش آفرین است که با راهبردهای شرکت هم‌تراز باشد و در فرآیند تصمیم‌گیری نقش فعال ایفا کند، نه اینکه تنها بخشی از ساختارهای اداری باشد (McShane et al., 2011). این نکته هم‌راستا با دیدگاه پژوهش‌های سیستمی است که ریسک را نه به عنوان تهدید، بلکه به عنوان بخشی از فرآیند ارزش آفرینی معرفی می‌کنند (Elahi, 2013).

در سال‌های اخیر، مطالعات نوین با تمرکز بر اثرات مدیریت ریسک در شرایط بحران، از جمله بحران مالی ۲۰۰۸ و دوران پساکرونا، نشان داده‌اند که شرکت‌هایی که به‌طور فعال مدیریت ریسک را به‌کار گرفته‌اند، آسیب‌پذیری کمتری در برابر شوک‌های اقتصادی داشته‌اند (Pagach & Wiczorek-Kosmala, 2020). همچنین، یک مرور نظام‌مند جدید تأیید می‌کند که مدیریت ریسک قوی، تاب‌آوری سازمانی را افزایش می‌دهد، شفافیت اطلاعاتی را تقویت می‌کند و با کاهش قرارگیری در معرض ریسک‌های مالی و عملیاتی، عملکرد شرکت را بهبود می‌بخشد (Sunaryo et al., 2025).

در پژوهش‌های داخلی نیز این موضوع به‌طور گسترده بررسی شده است. برای نمونه، نتایج پژوهش‌های انجام‌شده در ایران نشان می‌دهد مدیریت ریسک سازمانی نقشی کلیدی در عملکرد شرکت‌ها، به‌ویژه در فرآیند ادغام و اکتساب دارد و متغیرهای ساختاری مانند اندازه شرکت، اهرم مالی و صنعت می‌توانند تعیین‌کننده رفتار مدیریت ریسک باشند (Mohammad Sharifi et al., 2021). پژوهشی دیگر نشان می‌دهد که مدیریت ریسک از طریق افزایش مزیت رقابتی و بهبود سواد مالی مدیران، موجب بهبود عملکرد می‌شود (Arefmanesh et al., 2022). افزون بر این، بررسی رابطه بین مدیریت ریسک و عملکرد تجاری مبتنی بر ارزش افزوده اقتصادی در شرکت‌های ایرانی نیز یک رابطه مثبت و معنادار را گزارش کرده است (Mohammadi Birgani et al., 2022).

در حوزه مدیریت ریسک مالی نیز پژوهش‌ها از اهمیت فزاینده مدیریت علمی پرتفوی و نقش مدیریت ریسک در کاهش خطاهای تخصیص سرمایه سخن می‌گویند. مطالعه‌ای جدید نشان می‌دهد که به‌کارگیری مدل‌های سنجش عملکرد و ارزیابی ریسک، موجب می‌شود کارایی سبد سهام افزایش یابد و رفتارهای محلی نامناسب در تخصیص سرمایه کاهش یابد (Mousizadeh et al., 2024). این یافته‌ها بار دیگر تأکید می‌کنند که مدیریت ریسک سازمانی تنها محدود به کنترل تهدیدها نیست، بلکه ابزاری برای تصمیم‌گیری مالی کارآمد محسوب می‌شود.

از منظر نظری نیز چارچوب‌های علمی، مانند نظریه ارزش‌افزایی، بیان می‌کنند که مدیریت ریسک می‌تواند از طریق بهبود تخصیص منابع، کاهش نوسان سودآوری، افزایش قابلیت پیش‌بینی جریان نقدی و هم‌افزایی اطلاعاتی، موجب افزایش ارزش شرکت شود (Gordon et al., 2009; Brustbauer, 2016 #322801). همچنین، مطالعات نشان داده‌اند که یکپارچه‌سازی مدیریت عملکرد با مدیریت ریسک، به‌ویژه در بخش‌های دولتی، می‌تواند منجر به افزایش کارایی و بهبود راهبردهای نظارتی شود (Bracci et al., 2024). این موضوع اهمیت هم‌سویی ریسک، راهبرد و تصمیم‌گیری مدیریتی را برجسته می‌کند.

از طرف دیگر، پژوهش‌ها تأکید کرده‌اند که مدیریت ریسک سازمانی با بهبود کیفیت کنترل داخلی و کاهش رفتارهای فرصت‌طلبانه، زمینه را برای افزایش دقت گزارشگری مالی فراهم می‌کند (Cheng et al., 2018). در همین راستا، شواهدی وجود دارد که اجرای صحیح مدیریت ریسک موجب کاهش فعالیت‌های مدیریت سود و بهبود کیفیت اطلاعات می‌شود (Wang et al., 2018).

بررسی‌های بین‌المللی روی شرکت‌های اروپایی، آسیایی و آمریکایی نیز نشان داده‌اند که مدیریت ریسک می‌تواند نوسان بازده سهام و قرار گرفتن در معرض ریسک‌های کلان را کاهش دهد (Alqahtani et al., 2020). همچنین مشخص شده است که ارتباطات سیاسی، محدودیت‌های مالی و ویژگی‌های محیطی بازار نیز نقش مهمی در کارکرد مدیریت ریسک دارند (Cull et al., 2015). این موضوع در کشورهای در حال توسعه برجسته‌تر است، زیرا ریسک‌های محیطی بیشتر و نوسان اقتصادی گسترده‌تر است.

در عین حال، برخی پژوهش‌ها نشان داده‌اند که رابطه بین مدیریت ریسک و عملکرد ممکن است توسط متغیرهایی مانند پیچیدگی سازمان، اندازه شرکت، نوع صنعت، چرخه عمر و ساختار حاکمیت شرکتی تعدیل شود (Lin, 2012 #322803; Kraus & Lehner, 2017).

بنابراین، انتظار اثر مستقیم و یکنواخت از مدیریت ریسک بر عملکرد، رویکردی ساده‌انگارانه خواهد بود و لازم است مدیریت ریسک در چارچوب ویژگی‌های محیطی و ساختار داخلی شرکت مورد مطالعه قرار گیرد.

در ایران نیز شواهد نشان می‌دهد که ضعف در ساختارهای نظارتی، محدودیت دسترسی به منابع و نبود رویکردهای سیستماتیک مدیریت ریسک، عملکرد شرکت‌ها را تحت تأثیر قرار داده است؛ به‌طوری‌که پژوهش‌هایی نشان داده‌اند افزایش ریسک سازمانی می‌تواند عملکرد شرکت را تضعیف کند، به‌ویژه زمانی که مدیرعامل از قدرت بیش از حد برخوردار باشد یا تصمیمات مالی مناسب اتخاذ نشود (Esrami et al., 2023). از سوی دیگر، برخی مطالعات نشان داده‌اند که ترکیب مدیریت ریسک با ساختار مالی مناسب می‌تواند بروز ریسک‌ها را تعدیل کرده و ثبات عملکرد را افزایش دهد (Temba et al., 2024).

با تکیه بر مجموعه این شواهد، می‌توان گفت مدیریت ریسک سازمانی به‌عنوان یک رویکرد جامع، نقشی اساسی در بهبود عملکرد تعدیل شده مبتنی بر ریسک ایفا می‌کند. با این حال، یکی از خلأهای مهم در ادبیات داخلی، نبود مدل‌های بومی شده و توسعه یافته برای ارزیابی مدیریت ریسک است. از این‌رو، استفاده از مدل‌های پیشرفته، مانند مدل‌های توسعه یافته بر اساس چارچوب Hoyt & Liebenberg، می‌تواند به افزایش دقت اندازه‌گیری و تفسیر اثرات مدیریت ریسک کمک کند و زمینه‌ساز تصمیم‌گیری بهتر مدیران شود. بر همین اساس، هدف مطالعه حاضر بررسی تأثیر مدیریت ریسک سازمانی بر عملکرد تعدیل شده مبتنی بر ریسک در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است.

روش پژوهش

این پژوهش ابعاد مختلفی دارد که شامل، بعد اول: رویکرد انجام پژوهش خردگرایانه است. بعد دوم: هدف پژوهش، کاربردی است. بعد سوم: ماهیت پژوهش: مروری است. بعد چهارم: ماهیت داده‌ها، کمی است، بعد پنجم: روش شناخت توصیفی، در این روش توصیف شرایط یا پدیده‌ها مورد استفاده قرار می‌گیرد و بیشتر تحقیقات حسابداری را می‌توان از نوع پژوهش‌های توصیفی دانست. بعد ششم: نوع استدلال، میدانی است. بعد هفتم: پژوهش گذشته نگر است. بعد هشتم: طول مدت زمان، روش ترکیبی (سال - شرکت) است. بعد نهم: روش جمع‌آوری، آرشیوی، مشاهده، کتابخانه‌ای، اسنادکاوی است.

در این پژوهش به مثابه بسیاری از پژوهش‌های صورت پذیرفته در داخل کشور و بدلیل محدودیت در دسترسی به اطلاعات، جامعه آماری پژوهش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران انتخاب گردیده است که با اعمال روش نمونه‌گیری سامانمند پس از رعایت شروط زیر نمونه نهایی پژوهش تعیین شده است.

۱- شرکت از ابتدای سال ۱۳۹۵ تا پایان سال ۱۴۰۲ بصورت مستمر در بورس اوراق بهادار تهران بصورت فعال حضور داشته و در طی این مدت تغییر سال مالی نداده باشد.

۲- شرکت از گروه شرکت‌های واسطه‌گری مالی، بانک‌ها، لیزینگ‌ها، بیمه‌ها و سرمایه‌گذاری نباشد.

۳- پایان دوره مالی شرکت به انتهای اسفند ماه ختم شده باشد.

۴- اطلاعات مورد نیاز توسط شرکت به صورت کامل افشا شده باشد.

در نهایت ۱۰۲ شرکت در نمونه نهایی پژوهش جای گرفته است. بنابراین برای هر متغیر ۸۱۶ مشاهده وجود دارد.

مدیریت ریسک سازمانی (ERMI): در پژوهش حاضر برای اندازه‌گیری مدیریت ریسک سازمانی از مدل توسعه یافته هویت و لیبنبرگ

(۲۰۱۱) استفاده شده است. این مدل به شرح رابطه (۱) می‌باشد.

$ERMI_i$

$$= f(Size_i, Leverage_i, ROA_i, Salesgrowth_i, Div_Ind_i, GRAWOP_i, MKTBK_i, INTRATE_i, OPEFFE_i, GSM_i, TAX_REV_i, TAXRISK_i, GOVERNANCE_i, INTERNAL_i, MANAGERIALST_i, CSRI, INFOFIRM_i, MANAGEREFF_i, MANAGERCH_i, BOARDCH_i, CAPSTR_i, AUDITORCH_i, CYCLE_i)$$

که در رابطه (۱)، متغیرهای به شرح جدول (۱) می‌باشند.

جدول ۱

متغیرهای استفاده شده در رابطه ۱

ERMI	مدیریت ریسک سازمانی	GOVERNANCE	حاکمیت شرکتی
SIZE	اندازه شرکت	INTERNAL	کنترل داخلی
SaleGro	رشد فروش	MANAGERIALST	ساختار مدیریتی
EP	عملکرد تعدیل شده	CSR	مسئولیت اجتماعی
DIV	سود تقسیمی	INFOFIRM	محیط اطلاعاتی
GRAWOP	فرصت رشد	MANAGEREFF	کارایی مدیرعامل
MKTBK	ارزش بازار به دفتری سهام	MANAGERCH	ویژگی مدیرعامل
INTRATE	نرخ بهره بدون ریسک	BOARDCH	ویژگی هیات مدیره
OPEFFE	کارایی عملیاتی	CAPSTR	ساختار سرمایه
GSM	رشد بازار سهام	AUDITORCH	ویژگی حسابرس
TAXREV	نوسان مالیات بر درآمد	CYCLE	چرخه عمر
TAXRISK	ریسک مالیاتی	ROA	بازده دارایی
LEV	اهرم مالی		

عملکرد تعدیل شده مبتنی بر ریسک (FP¹): مدیریت ریسک سازمانی بر مبادله ریسک و بازده تمرکز دارد. بر این اساس، عملکرد

شرکت در این پژوهش به پیروی از گوردون و همکاران (۲۰۰۹)، بر اساس بازده اضافی پرداختی توسط شرکت به سهامداران در یک دوره مالی منطبق بر رابطه (۲) محاسبه شده است.

$$P_i = R_i - [R_f + \beta_i(R_m - R_f)] \quad \text{رابطه (۲)}$$

که در رابطه فوق؛ P_i عملکرد شرکت؛ R_i بازده سهام شرکت؛ R_f بازده بدون ریسک معادل بازده سپرده بلندمدت بانکی؛ R_m بازده بازار و β_i ریسک سیستماتیک است که از نرم افزار رهاورد نوین استخراج خواهد شد. این معیار در مقایسه با سایر معیارهای ارزیابی عملکرد مالی که مبتنی بر روش‌های حسابداری بوده و عمدتاً عملکرد گذشته را توصیف می‌کند، دارای مزیت می‌باشد. بنابراین عملکرد شرکت در این الگو در مقایسه با بازده کسب شده توسط شرکت‌ها و بازده بدون ریسک تعدیل شد تا عملکرد مالی واقعی شرکت محاسبه گردد.

بر اساس مدل‌های اولیه مدیریت ریسک سازمانی، مدیریت ریسک سازمانی تابعی از پنج مولفه عدم اطمینان محیطی، رقابت صنعت، اندازه، پیچیدگی و نظارت هیئت مدیره می‌باشد. بنابراین در این پژوهش به پیروی از هویت و لیبنبرگ (۲۰۱۱)، رابطه عملکردی بین مدیریت ریسک سازمانی (الگوی ارائه شده توسط محقق) و عملکرد تعدیل شده مبتنی بر ریسک بررسی شده است. بنابراین برای دستیابی به هدف پژوهش، در نهایت رابطه بین مدیریت ریسک سازمانی و عملکرد تعدیل شده مبتنی بر ریسک شرکت با استفاده از مدل (۱) سنجیده شده است:

¹ Firm Performance



$$P_i = \beta_0 + \beta_1 ARES_i + \varepsilon_i(1) \text{ مدل}$$

که در مدل (۱)، انتظار می‌رود ARES به طور منفی با عملکرد شرکت مرتبط باشد (یعنی β_1 منفی باشد). دلیل این انتظار این است که ARES قدرمطلق انحراف مدیریت ریسک سازمانی مورد انتظار از مدیریت ریسک سازمانی واقعی را اندازه‌گیری می‌نماید و به هر میزان انحراف بیشتر باشد، عملکرد تعدیل شده مبتنی بر ریسک کمتر خواهد شد.

یافته‌ها

در ادامه به ارائه آمار توصیفی متغیرهای مدل اولیه، مدل تکمیلی و متغیرهای کنترلی در قالب جدول ۲ پرداخته می‌شود. این آمار بر اساس شاخص‌های پراکندگی (انحراف معیار، کمینه و بیشینه) و تمرکز (میان و میانگین) ارائه گردیده است.

جدول ۲

آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

Variable	متغیر	میانگین	میان	انحراف معیار	کمینه	بیشینه
ERMI. H\$	مدیریت ریسک سازمانی	۰/۵۱۵	۰/۵۱۲	۰/۱۵۰	۰/۰۰۰	۱/۰۰۰
New.ERMI	مدیریت ریسک سازمانی	۰/۶۳۱	۰/۶۱۴	۰/۱۳۹	۰/۰۰۰	۱/۰۰۰
stargegy	استراتژی	۰/۴۵۵	۰/۴۵۸	۰/۱۳۸	۰/۰۰۰	۱/۰۰۰
operation	بهره‌وری	۰/۲۲۹	۰/۱۶۷	۰/۱۷۸	۰/۰۰۰	۱/۰۰۰
reporting	گزارشگری	۰/۵۰۸	۰/۵۱۴	۰/۲۳۱	۰/۰۰۰	۱/۰۰۰
comliance	انطباق	۰/۳۷۷	۰/۳۶۰	۰/۱۵۱	۰/۰۰۰	۱/۰۰۰
SIZE	اندازه شرکت	۰/۴۸۱	۰/۴۸۹	۰/۱۵۸	-۰/۰۹۴	۱/۰۰۰
SaleGro	رشد فروش	۰/۲۶۸	۰/۲۶۶	۰/۰۷۷	۰/۰۵۹	۰/۵۴۷
EP	عملکرد تعدیل شده	۰/۴۹۶	۰/۵۰۰	۰/۱۵۳	۰	۰/۹۴۲
DIV	سود تقسیمی	۰/۴۸۴	۰/۴۸۶	۰/۱۵۲	۰/۰۰۳	۰/۹۸۳
GRWOP	فرصت رشد	۰/۳۳۳	۰/۳۳۱	۰/۰۶۷	۰/۱۲۰	۰/۵۴۹
MKTBK	ارزش بازار به دفتری سهام	۰/۳۴۶	۰/۳۴۴	۰/۰۸۴	۰/۰۵۸	۰/۶۱۰
INTRATE	نرخ بهره بدون ریسک	۰/۳۰۸	۰/۳۱۲	۰/۰۹۵	۰/۰۱۱	۰/۶۲۲
OPEFFE	کارایی عملیاتی	۰/۵۱۵	۰/۵۱۳	۰/۱۵۲	۰/۰۰۸	۱/۰۰۰
GSM	رشد بازار سهام	۰/۵۱۵	۰/۵۱۱	۰/۱۵۵	۰/۰۱۰	۰/۹۹۵
TAXREV	نوسان مالیات بر درآمد	۰/۴۸۴	۰/۴۸۷	۰/۱۵۳	۰/۰۰۰	۱/۰۰۰
TAXRISK	ریسک مالیاتی	۰/۳۴۰	۰/۳۳۹	۰/۰۸۱	۰/۰۸۳	۰/۶۱۲
GOVERNANCE	حاکمیت شرکتی	۰/۵۱۶	۰/۵۱۴	۰/۱۵۱	۰/۰۳۱	۱/۰۰۰
INTERNAL	کنترل داخلی	۰/۵۳۷	۰/۵۱۳	۰/۱۵۴	۰/۰۰۶	۱/۰۰۰
MANAGERIALST	ساختار مدیریتی	۰/۵۱۶	۰/۵۱۴	۰/۱۴۸	۰/۰۰۱	۱/۰۰۰
CSR	مسئولیت اجتماعی	۰/۵۱۸	۰/۵۱۱	۰/۱۵۰	۰/۰۳۶	۱/۰۰۰
INFOFIRM	محیط اطلاعاتی	۰/۵۱۴	۰/۵۰۹	۰/۱۵۳	۰/۰۰۰	۱/۰۰۰
MANAGEREFF	کارایی مدیرعامل	۰/۵۲۰	۰/۵۱۶	۰/۱۴۶	۰/۰۲۸	۰/۹۸۷
MANAGERCH	ویژگی مدیرعامل	۰/۴۸۴	۰/۴۹۰	۰/۱۵۶	۰/۰۰۰	۱/۰۰۰
BOARDCH	ویژگی هیات مدیره	۰/۵۲۲	۰/۵۱۰	۰/۱۵۲	۰/۰۰۰	۰/۹۹۰
CAPSTR	ساختار سرمایه	۰/۵۱۵	۰/۵۱۲	۰/۱۵۰	۰/۰۰۸	۰/۹۹۱
AUDITORCH	ویژگی حسابرس	۰/۴۱۲	۰/۴۸۸	۰/۱۱۶	۰/۰۱۳	۰/۹۶۸
CYCLE	چرخه عمر	۰/۴۸۳	۰/۴۸۷	۰/۱۵۶	۰/۰۰۹	۱/۰۰۰
ROA	بازده دارایی	۰/۵۲۵	۰/۵۱۹	۰/۱۵۱	۰/۰۲۷	۱/۰۱۱
LEV	اهرم مالی	۰/۵۱۵	۰/۵۱۲	۰/۱۵۲	۰/۰۰۰	۱/۰۰۰

همانگونه که مشخص است، میانگین مدیریت ریسک سازمانی بر اساس مدل پایه هویت و لیبرنگ (۲۰۰۹)، به میزان ۰/۵۱۵ است که به میانه آن که برابر با ۰/۵۱۲ است، نزدیک می‌باشد. در مدل ارائه شده از مدیریت ریسک سازمانی (مدل توسعه یافته پژوهش حاضر)، میانگین ۰/۶۳۱ و میانه ۰/۶۱۴ گزارش شده است که در مقایسه با مدل پایه‌ای بیشتر است. استراتژی نیز دارای میانگین ۰/۴۵۵ است و این در حالیست که میانگین بهره‌وری، ۲۲۹ است. گزارشگری مالی نیز به طور میانگین، ۰/۵۰۸ بوده است و برای انطباق عدد ۰/۳۷۷ برای میانگین به دست آمده است. عملکرد تعدیل شده مبتنی بر ریسک که به پیروی از گوردون و همکاران (۲۰۰۹)، بر اساس بازده اضافی پرداختی توسط شرکت به سهامداران در یک دوره مالی اندازه‌گیری شده است، میانگین ۰/۴۹۶ را به خود اختصاص داده است. این معیار به صورت نسبت گزارش شده و در دامنه ۰/۰۰۰ تا ۰/۹۴۲ قرار گرفته است.

جدول ۳

رابطه مدیریت ریسک سازمانی و معیار عملکرد تعدیل شده مبتنی بر ریسک

ضریب	خطای استاندارد	مقدار Z	سطح معنی‌داری ($ Z < P$)	حد پایین ۹۵٪	حد بالا ۹۵٪
عرض از مبدأ	۰/۶۰۷۲	۲۸/۳۷۶	۰/۰۰۰	۰/۵۶۵	۰/۶۴۹
ARES	-۰/۲۱۴۲	-۵/۳۵۲	۰/۰۰۰	-۰/۲۹۳	-۰/۱۳۶

مدل رگرسیون ساده نشان می‌دهد که شاخص مدیریت ریسک (ARES) تنها ۴/۴٪ از تغییرات عملکرد تعدیل شده (PI) را توضیح می‌دهد، که بیانگر توان پایین این متغیر تنها برای پیش‌بینی دقیق PI است. با این حال، آزمون F مدل معناداری کلی خوبی را نشان می‌دهد ($F = 28.64$)، ($p < 0.001$)، به این معنی که رابطه‌ای بین ARES و PI وجود دارد، هرچند عمده واریانس PI توسط سایر عوامل نامشخص باقی می‌ماند. آمار Durbin-Watson نزدیک به ۲ (≈ 1.98) نیز نشان می‌دهد که خودهمبستگی باقیمانده‌ها مشکل‌ساز نیست. ضریب ARES معادل -۰/۲۱۴۲ با سطح معناداری $p < 0.001$ است؛ بنابراین افزایش یک واحد در ARES (یعنی انحراف بیشتر مدیریت ریسک از حالت مطلوب) به‌طور متوسط موجب کاهش ۰/۲۱۴ واحدی در PI می‌شود. این رابطه منفی معنادار تأکید می‌کند که بهبود ساختار مدیریت ریسک می‌تواند اثر مثبتی بر عملکرد تعدیل شده داشته باشد؛ اما مقدار نسبتاً کم ضریب تعیین R^2 حاکی از این است که برای دستیابی به توان پیش‌بینی بالاتر بایستی متغیرهای کنترلی یا مولفه‌های دیگری نیز به مدل افزوده شوند.

بحث و نتیجه‌گیری

یافته‌های پژوهش حاضر نشان داد که شاخص انحراف مدیریت ریسک سازمانی (ARES) رابطه‌ای منفی و معنادار با عملکرد تعدیل شده مبتنی بر ریسک شرکت‌ها دارد؛ به‌گونه‌ای که افزایش ARES—به‌معنای فاصله گرفتن مدیریت ریسک واقعی شرکت از وضعیت مطلوب—باعث کاهش ملموس عملکرد می‌شود. این نتیجه نشان می‌دهد هرچه شرکت‌ها با ضعف بیشتری در ساختارهای مدیریت ریسک مواجه باشند، کارایی مالی آنها تحت تأثیر قرار گرفته و توانایی ایجاد بازده تعدیل شده با ریسک کاهش می‌یابد. چنین یافته‌ای با نظریات موجود درباره نقش یکپارچگی مدیریت ریسک در بهبود عملکرد هم‌راستاست. برای نمونه، پژوهش‌های اولیه نشان داده بودند که مدیریت ریسک سازمانی زمانی ارزش افزا است که چارچوب‌های آن از انسجام داخلی و انطباق ساختاری لازم برخوردار باشد (Hoyt & Liebenberg, 2011).

#322783 Gordon, 2009). یافته پژوهش حاضر نیز با این خط فکری همخوان است؛ زیرا نشان می‌دهد فاصله گرفتن از مدیریت ریسک بهینه، پیامد مستقیم خود را بر عملکرد تعدیل شده باقی می‌گذارد.

تبیین این نتیجه را می‌توان با نقش مدیریت ریسک سازمانی در کاهش نوسان عملکرد، بهبود شفافیت اطلاعاتی و ارتقای تصمیم‌گیری مرتبط دانست. شرکت‌هایی که فاقد سیستم‌های کنترلی، نظارتی و اطلاعاتی منسجم هستند، معمولاً با درجات بالاتری از ریسک‌های مالی، عملیاتی و راهبردی مواجه می‌شوند؛ موضوعی که طبق پژوهش‌های متعدد، توانایی آنها در تولید بازده پایدار را کاهش می‌دهد (Brown et al., 2009 #322777; Chang, 2015). یافته تحقیق حاضر نیز با همین منطق سازگار است و نشان می‌دهد شرکت‌هایی که در مدیریت ریسک دچار کاستی هستند، از منظر مالی نیز قادر به ثبت عملکرد مطلوب نیستند.

نتایج این مطالعه همچنین هم‌راستا با شواهدی است که نشان می‌دهند ضعف در کنترل داخلی و حاکمیت شرکتی، مدیریت ریسک را تضعیف کرده و عملکرد مالی شرکت را تحت تأثیر قرار می‌دهد (Cheng et al., 2018). زمانی که ساختارهای نظارتی و مدیریتی ناکارآمد باشند، اطلاعات ناقص، عدم تقارن اطلاعاتی و تصمیم‌گیری ناقص افزایش یافته و ریسک عملیات و سرمایه‌گذاری بالا می‌رود. به همین دلیل، افزایش مقدار ARES—که نمایانگر عدم انطباق مدیریت ریسک واقعی با سطح مطلوب است—در نهایت کاهش عملکرد تعدیل شده را موجب می‌شود. این سازوکار در پژوهش‌های دیگر نیز مورد تأیید قرار گرفته است. برای نمونه، در مطالعه‌ای درباره بانک‌ها در منطقه منا مشاهده شد زمانی که مدیریت ریسک کیفیت پایینی دارد، عملکرد مالی بهبود نمی‌یابد و در برخی موارد حتی کاهش می‌یابد (Harb et al., 2023). این همسویی نشان می‌دهد که کنترل ریسک، یک متغیر کلیدی برای پایداری و رشد مالی شرکت‌ها است.

یافته‌های این پژوهش همچنین با نتایج پژوهش‌هایی همسو است که نشان داده‌اند بلوغ مدیریت ریسک سازمانی رابطه‌ای مثبت با توسعه عملکرد شرکت دارد. برای مثال، مطالعات انجام شده در زمینه بلوغ مدیریت ریسک بیان کرده‌اند که شرکت‌هایی که مدل‌های پیشرفته‌تر مدیریت ریسک را به کار می‌گیرند، از ثبات بیشتر، نوسان کمتر و کارایی بالاتری برخوردار می‌شوند (Lechner, Farrell & Gallagher, 2019 #322788). بنابراین، نتایج تحقیق حاضر—که اثر معنادار و منفی انحراف از مدیریت ریسک مطلوب را گزارش می‌کند—در واقع تأکیدی بر اهمیت رسیدن به سطح بالای بلوغ مدیریت ریسک است.

افزون بر این، پژوهش با نتایج سایر تحقیقات در خصوص نقش مدیریت ریسک سازمانی در کاهش نوسانات مالی همخوانی دارد. زمانی که شرکت‌ها در شناسایی، ارزیابی و مدیریت ریسک‌ها دچار ضعف هستند، واکنش آنها به بحران‌های مالی و نوسانات بازار عقب‌مانده و ناکارآمد می‌شود، امری که سبب کاهش ارزش بازار، افزایش هزینه سرمایه و کاهش سودآوری می‌شود (Anton, 2018 #322780; Alqahtani, 2020). یافته پژوهش حاضر نیز نشان داد که این کاهش عملکرد دقیقاً با افزایش انحراف مدیریت ریسک رخ می‌دهد، بنابراین رابطه‌ای منطقی و قابل انتظار بین کیفیت مدیریت ریسک و عملکرد تعدیل شده وجود دارد.

پژوهش حاضر همچنین با مطالعاتی همخوان است که نشان داده‌اند مدیریت ریسک زمانی بیشترین اثر را دارد که با راهبردهای سازمانی و ساختار مدیریتی هماهنگ باشد. برای مثال، نتایج پژوهش‌هایی که بر نقش حاکمیت شرکتی، کیفیت کمیته ریسک و یکپارچگی

مدیریت عملکرد تأکید دارند نشان داده‌اند که نبود هماهنگی میان ساختار مدیریتی و سیستم مدیریت ریسک، تأثیرات منفی بر عملکرد مالی برجای می‌گذارد (Malik, 2020 #322784; Bracci et al., 2024). یافته حاضر که رابطه منفی بین ARES و عملکرد را گزارش می‌کند، می‌تواند بازتابی از همین انحرافات ساختاری باشد، زیرا ضعف در هماهنگی ریسک و راهبرد، عملاً توانایی شرکت برای مدیریت ریسک‌های کلیدی را کاهش می‌دهد.

جالب است که یافته پژوهش حاضر با برخی مطالعات داخلی نیز هم‌خوانی قوی دارد. پژوهش‌هایی که در ایران انجام شده‌اند نشان داده‌اند مدیریت ریسک سازمانی در صورت اجرا شدن مطابق استانداردهای جهانی، رابطه‌ای مثبت و معنادار با عملکرد شرکت دارد؛ اما زمانی که مدیریت ریسک ناکارآمد باشد یا ساختارهای سازمانی از انسجام لازم برخوردار نباشند، این رابطه تضعیف یا معکوس می‌شود (Mohammad Mohammadi Birgani, 2022 #322775; Sharifi et al., 2021). این نتایج نشان می‌دهد که تفاوت در کیفیت پیاده‌سازی مدیریت ریسک می‌تواند یکی از دلایل اصلی مشاهده رابطه منفی در تحقیق حاضر باشد.

از سوی دیگر، یافته تحقیق حاضر را می‌توان در چارچوب نظریه ارزش‌افزایی تفسیر کرد. این نظریه بیان می‌کند زمانی که شرکت‌ها ریسک‌ها را به‌صورت جامع مدیریت کنند، می‌توانند نوسان‌های مالی را کاهش و قابلیت پیش‌بینی سودآوری را افزایش دهند؛ اما اگر در مدیریت ریسک سازمانی شکاف وجود داشته باشد، وضعیت برعکس می‌شود و هزینه ریسک افزایش می‌یابد (Ahmed, 2016; Brustbauer, 2016; #322764). به همین دلیل، رابطه منفی به‌دست‌آمده بین ARES و عملکرد در این پژوهش دقیقاً در راستای همین تئوری است.

هم‌چنین تفسیر یافته‌ها را می‌توان در پرتو پژوهش‌هایی انجام داد که بر اهمیت کیفیت کنترل داخلی تأکید دارند. برخی پژوهش‌های معتبر نشان داده‌اند که وجود سیستم‌های قوی کنترل داخلی منجر به مدیریت سود کمتر، کاهش تخلفات مالی و افزایش ثبات عملکرد می‌شود (Cheng et al., 2018). بنابراین افزایش ARES می‌تواند نشان‌دهنده ضعف در کنترل داخلی باشد که نهایتاً عملکرد را کاهش می‌دهد.

مطالعاتی نیز نشان می‌دهند که شرکت‌ها در صورت ناتوانی در یکپارچه‌سازی مدیریت ریسک با تصمیم‌گیری مالی، بیشتر در معرض تصمیمات اشتباه و تخصیص ناکارآمد سرمایه قرار می‌گیرند (Wang et al., 2018). یافته‌های پژوهش حاضر نیز دقیقاً نشان می‌دهد که این ناکارآمدی چگونه عملکرد تعدیل‌شده شرکت‌ها را کاهش می‌دهد.

هم‌چنین نتایج پژوهش با یافته‌هایی هم‌پوشانی دارد که نشان می‌دهد مدیریت ریسک نقش مهمی در کاهش ریسک سرمایه‌گذاری و افزایش کارایی پرتفوی ایفا می‌کند. در مطالعه‌ای درباره مدیریت پرتفوی در ایران مشخص شد که مدل‌های مدیریت ریسک پیشرفته می‌توانند ریسک تعدیل‌شده را به‌طور قابل‌ملاحظه‌ای کاهش دهند (Mousizadeh et al., 2024). بنابراین یافته منفی پژوهش حاضر به معنای آن است که هرچه مدیریت ریسک از استانداردهای پیشرفته دورتر باشد، عملکرد مالی نیز زیان بیشتری را متحمل می‌شود.

در مجموع، نخستین پیام این پژوهش آن است که مدیریت ریسک سازمانی، تنها زمانی بر عملکرد اثر مثبت دارد که از انسجام، کیفیت اطلاعاتی و هماهنگی راهبردی لازم برخوردار باشد. دومین پیام آن است که انحراف در مدیریت ریسک—که از طریق ARES

اندازه‌گیری شده—می‌تواند به‌عنوان شاخص هشداردهنده مدیریت مالی عمل کند. یافته‌های پژوهش تأکید می‌کند که مدیران مالی و هیئت‌مدیره باید به‌صورت فعال بر اجرای دقیق چارچوب‌های مدیریت ریسک نظارت داشته باشند، زیرا هرگونه ضعف در این حوزه پیامد مستقیمی بر عملکرد دارد. و در نهایت، این پژوهش به مجموعه شواهدی می‌پیوندد که تأکید می‌کنند مدیریت ریسک یک فرآیند صرفاً کنترلی نیست، بلکه یک عنصر راهبردی برای پایداری و ارزش‌آفرینی سازمانی است.

این پژوهش با وجود ارائه نتایج ارزشمند، با محدودیت‌هایی همراه بوده است. نخست آنکه اطلاعات پژوهش صرفاً به شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران محدود بوده و بنابراین نتایج آن قابل تعمیم به شرکت‌های خارج از بازار سرمایه یا صنایع دولتی نیست. دوم، پژوهش بر داده‌های تاریخی شرکت‌ها اتکا دارد و رفتار ریسک در شرایط بحرانی ناگهانی یا تغییرات ناگهانی اقتصاد کلان را به‌طور کامل منعکس نمی‌کند. سوم، پژوهش از شاخص ARES برای اندازه‌گیری انحراف مدیریت ریسک استفاده کرده که اگرچه شاخصی معتبر است، اما ممکن است تمام ابعاد کیفی مدیریت ریسک، مانند فرهنگ سازمانی یا کیفیت قضاوت مدیریتی، در آن منعکس نشده باشد. چهارم، نبود دسترسی به اطلاعات مدیریت ریسک در سطح خرد (مانند مستندات داخلی، ساختار تصمیم‌گیری، و گزارش‌های تفصیلی کمیته ریسک) می‌تواند دقت تحلیل را تحت تأثیر قرار داده باشد. همچنین، متغیرهای محیطی مانند وضعیت سیاسی، نوسان‌های مالی کلان و قوانین نظارتی نیز در مدل لحاظ نشده‌اند و این امر ممکن است بر نتایج اثر گذاشته باشد.

پیشنهاد می‌شود پژوهش‌های آینده با گسترش دامنه نمونه به صنایع غیربورسی، بخش دولتی، شرکت‌های کوچک و متوسط و همچنین مقایسه کشورهای مختلف انجام شوند تا امکان تحلیل تطبیقی فراهم شود. استفاده از مدل‌های پیشرفته اقتصادسنجی پانل پویا، هوش مصنوعی، شبکه‌های عصبی عمیق و الگوریتم‌های تصمیم‌گیری چندلایه می‌تواند به تحلیل‌های دقیق‌تر کمک کند. همچنین پیشنهاد می‌شود پژوهشگران شاخص‌های کیفی مدیریت ریسک را، مانند فرهنگ ریسک‌پذیری، کیفیت ارتباطات داخلی، و سطح بلوغ کمیته ریسک، وارد مدل‌های کمی کنند. علاوه بر این، بررسی نقش عوامل کلان اقتصادی مانند تورم، نرخ بهره، یا نوسانات بازار جهانی می‌تواند در تحلیل اثرات مدیریت ریسک مفید باشد. پژوهش‌های آینده همچنین می‌توانند تأثیر آموزش مدیران، ساختار مالکیت، یا ویژگی‌های شخصیتی تصمیم‌گیران را بر عملکرد مدیریت ریسک تحلیل کنند.

مدیران شرکت‌ها باید بر یکپارچه‌سازی مدیریت ریسک با سیاست‌های راهبردی، مالی و عملیاتی تمرکز کنند و گزارش‌های ریسک را به‌طور مستمر پایش کنند. ایجاد کمیته‌های ریسک مستقل، تقویت کنترل‌های داخلی، و توسعه سیستم‌های اطلاعاتی یکپارچه، از گام‌های ضروری برای پیاده‌سازی مدیریت ریسک مؤثر است. همچنین شرکت‌ها باید برنامه‌های آموزشی مستمر برای مدیران و کارکنان مرتبط ارائه دهند تا توانایی تحلیل ریسک افزایش یابد. استقرار سیستم‌های تحلیلی پیشرفته، شبیه‌سازی سناریوهای ریسک و استفاده از ابزارهای نوین پیش‌بینی می‌تواند راهنمای مهمی برای کاهش انحراف ریسک و افزایش عملکرد باشد. شرکت‌ها همچنین باید ارزیابی مدیریت ریسک را در دستورکار دوره‌ای خود قرار دهند تا بتوانند انحرافات را سریع‌تر شناسایی و اصلاح کنند.

تعارض منافع

در انجام مطالعه حاضر، هیچ‌گونه تضاد منافی وجود ندارد.

مشارکت نویسندگان

در نگارش این مقاله تمامی نویسندگان نقش یکسانی ایفا کردند.

موازن اخلاقی

در انجام این پژوهش تمامی موازن و اصول اخلاقی رعایت گردیده است.

شفافیت داده‌ها

داده‌ها و مآخذ پژوهش حاضر در صورت درخواست از نویسنده مسئول و ضمن رعایت اصول کپی رایت ارسال خواهد شد.

حامی مالی

این پژوهش حامی مالی نداشته است.

References

- Alqahtani, A., Bouri, E., & Vo, X. V. (2020). Predictability of GCC stock returns: The role of geopolitical risk and crude oil returns. *Economic Analysis and Policy*, 68, 239-249. <https://doi.org/10.1016/j.eap.2020.09.017>
- Anton, S. G. (2018). The impact of enterprise risk management on firm value: Empirical evidence from Romanian non-financial firms. *Engineering Economics*, 29, 151-157. <https://doi.org/10.5755/j01.ee.29.2.16426>
- Arefmanesh, Z., Ramsheh, M., & Shokouhi, H. (2022). The relationship between organizational risk management and company performance with the role of competitive advantage and financial literacy. *Financial Accounting and Auditing Research*, 14(54), 79-100. <https://www.noormags.ir/view/en/articlepage/1909212/>
- Bohnert, N., Gatzert, R. E., Hoyt, P., & Lechner, P. (2019). The drivers and value of enterprise risk management: Evidence from ERM ratings. *The European Journal of Finance*, 29(5), 234-255. <https://doi.org/10.1080/1351847X.2018.1514314>
- Bracci, E., Bruno, A., & D'Amore, G. (2024). The integration of performance management and risk management in the public sector: an empirical case. *Journal of Management Control*, 35, 137-163. <https://doi.org/10.1007/s00187-024-00369-2>
- Brown, I., Steen, A., & Foreman, J. (2009). Risk management in corporate governance: A review and proposal. *Corporate Governance: An International Review*, 17, 546-558. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8683.2009.00763.x>
- Brustbauer, J. (2016). Enterprise Risk Management in SMEs: Towards a Structural Model. *International Small Business Journal*, 34(1), 70-85. <https://doi.org/10.1177/0266242614542853>
- Callahan, C., & Soileau, J. (2017). Does Enterprise risk management enhance Operating Performance? *Advances in Accounting*, 37, 39-122. <https://doi.org/10.1016/j.adiac.2017.01.001>
- Chang, C. S., Shang, W. Y., & Cheng, H. H. (2015). Firm Risk and Performance: the Role of Corporate Governance. *Review of managerial science*, 9, 73-141. <https://doi.org/10.1007/s11846-014-0132-x>
- Cheng, Q., Goh, B. W., & Kim, J. B. (2018). Internal Control and Operational Efficiency. *Contemporary Accounting Research*, 35, 1102-1139. <https://doi.org/10.1111/1911-3846.12409>
- Coso. (2019). *Welcome to COSO*. Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission. https://www.researchgate.net/profile/Miguel_Perez_Benedito/post/Labour_Productivity_what_theories_and_methods_for_increasing_do_you_know/attachment/5ce9acaacf4a7968da3b04f/AS%3A762551956668422%401558817962180/download/Welcome+to+COSO.pdf
- Coso, E. R. M. (2017). *Enterprise Risk Management Integrating with Strategy and Performance*. Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission. <https://static.poder360.com.br/2023/09/Diretriz-Enterprise-Risk-Management-Coso-2017.pdf>
- Cull, R., Li, W., Sun, B., & Xu, L. C. (2015). Government connections and financial constraints: Evidence from a large representative sample of Chinese firms. *Journal of Corporate Finance*, 32, 271-294. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2014.10.012>
- Deni, A., & Riswanto, A. (2019). Analysis of Factors That Influence The Disclosure Of Enterprise Risk Management in SMEs. *Jurnal Konsep Bisnis Dan Manajemen*, 6, 1. <https://ojs.uma.ac.id/index.php/bisman/article/view/2475>
- Elahi. (2013). Risk Management: The Next Source of Competitive Advantage. *foresight*, 15, 117-131. <https://doi.org/10.1108/14636681311321121>
- Ellul, A., & Yerramilli, V. (2012). Stronger risk controls, Lower risk: Evidence from U.S. Bank holding companies. *Journal of Finance*, 68(5), 1757-1803. <https://doi.org/10.1111/jofi.12057>



- Esrami, M., Jalali, F., & Kazemi Haji, F. (2023). The effect of CEO financial power and knowledge on the relationship between organizational risk and company performance. *Judgment and Decision Making in Accounting*, 2(7), 67-86. https://jdaa.ctb.iau.ir/article_705527.html
- Farrell, M., & Gallagher, R. (2019). Moderating influences on the ERM maturity-performance relationship. *Research in International Business and Finance*, 47, 616-628. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2018.10.005>
- González, L. O., Santomil, P. D., & Herrera, A. T. (2020). The effect of Enterprise Risk Management on the risk and the performance of Spanish listed companies. *European Research on Management and Business Economics*, 26(3), 111-120. <https://doi.org/10.1016/j.iemeen.2020.08.002>
- Gordon, L. A., Loeb, M. P., & Tseng, C. Y. (2009). Enterprise risk management and firm performance: A contingency perspective. *Journal of Accounting and Public Policy*, 28(4), 301-327. <https://doi.org/10.1016/j.jaccpubpol.2009.06.006>
- Harb, E., El Khoury, R., Mansour, N., & Daou, R. (2023). Risk management and bank performance: evidence from the MENA region. *Journal of Financial Reporting and Accounting*, 21(5), 974-998. <https://doi.org/10.1108/JFRA-07-2021-0189>
- Havierníková, K., & Okręglicka, M. (2019). The Difference in Organization of Risk Management between Slovak and Polish SMEs. *Social & Economic Review*, 17, 60-69. <https://fsev.tnuni.sk/revue/papers/233.pdf>
- Hoyt, R. E., & Liebenberg, A. P. (2011). The value of Enterprise risk management. *The Journal of Risk and Insurance*, 78, 795-822. <https://doi.org/10.1111/j.1539-6975.2011.01413.x>
- Ibiwoye, A., Mojekwu, J., & Dansu, F. (2020). Enterprise Risk Management Practices and Survival of Small and Medium Scale Enterprises in Nigeria. *Studies in Business and Economics*, 15, 68-82. <https://doi.org/10.2478/sbe-2020-0007>
- Kraus, V., & Lehner, O. M. (2017). The nexus of Enterprise risk management and value creation: A systematic literature review. *ACRN Journal of Finance and Risk Perspectives*, 1(1), 91-163. https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3286663
- Lin, Y., Wen, M. M., & Yu, J. (2012). Enterprise risk management: Strategic antecedents, risk integration, and performance. *North American Actuarial Journal*, 16, 1-12. <https://doi.org/10.2139/ssrn.1629341>
- Malik, M. F., Zaman, M., & Buckby, S. (2020). Enterprise risk management and firm performance: Role of the risk committee. *Journal of Contemporary Accounting and Economics*, 16. <https://doi.org/10.1016/j.jcae.2019.100178>
- McShane, M. (2018). Enterprise risk management: History and a design science proposal. *The Journal of Risk Finance*, 19(2), 137-153. <https://doi.org/10.1108/JRF-03-2017-0048>
- McShane, M. K., Nair, A., & Rustambekov, E. (2011). Does Enterprise Risk Management Increase Firm Value? *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 16(4), 641-658. <https://doi.org/10.1177/0148558X11409160>
- Mohammad Sharifi, N., Nabavi Chashmi, S. A., & Yadollahzadeh Tabari, N. A. (2021). The role of organizational risk management on company performance in the merger and acquisition process using a two-stage Heckman model. *Financial Engineering and Securities Management*, 12(46), 435-448. https://journals.iau.ir/article_681182.html
- Mohammadi Birgani, S., Aghaei Chadgani, A., & Kamali, E. (2022). Investigating the relationship between organizational risk management and business performance measured through economic value added analysis. *Monthly Journal of Iranian Political Sociology*, 5(11), 3647-3667. https://jou.spsiran.ir/article_157288.html?lang=en
- Mousizadeh, A., Ramazani, J., Ali Akbari, M., Safarigrayeli, M., & Rezaian, R. (2024). Portfolio optimization with adjusted risk degree of stocks based on performance measurement model. *Investment Knowledge*, 15(58), 23-42. <https://doi.org/10.30495/jik.2025.23818>
- Pagach, D., & Wiczorek-Kosmala, M. (2020). The Challenges and Opportunities for ERM Post-COVID-19: Agendas for Future Research. *Journal of Risk and Financial Management*, 13(12), 323. <https://doi.org/10.3390/jrfm13120323>
- Sunaryo, D., Adiyanto, Y., & Nabila, F. (2025). Risk Management and Its Influence on Corporate Performance: A Systematic Literature Review Approach. <https://doi.org/10.70062/globalmanagement.v2i1.63>
- Temba, G. I., Kasoga, P. S., & Keregero, C. M. (2024). Impact of the quality of credit risk management practices on financial performance of commercial banks in Tanzania. *SN Business Economics*, 4, 38. <https://doi.org/10.1007/s43546-024-00636-3>
- Wang, T. S., Lin, Y. M., Werner, E. M., & Chang, H. (2018). The Relationship between External Financing Activities and Earnings Management: Evidence from Enterprise Risk Management. *International Review of Economics Finance*, 58, 312-329. <https://doi.org/10.1016/j.iref.2018.04.003>