



Validating the Impact of Financial Risk on Financial Performance Considering the Mediating Role of Corporate Governance: An Analysis from the Perspective of the Directors' Legal Liability System

Sareh Khoshbakht* 

Department of Accounting and Financial Management, Karaj Branch, Islamic Azad University, Alborz, Iran

Reza Mashhadizadeh 

Department of Accounting and Financial Management, Karaj Branch, Islamic Azad University, Alborz, Iran

Abstract

Objective: The aim of this study is to validate the impact of financial risk on financial performance, considering the mediating role of corporate governance, through an analysis from the perspective of the directors' legal liability system.

Methodology: From a paradigmatic standpoint, this research is positivist; in terms of purpose, it is applied; methodologically, it is survey-based; temporally, it falls within the domain of cross-sectional studies; and with respect to data collection, it is field-based. The data collection instrument is a modified standard questionnaire designed according to the research model. Content validity was confirmed through expert panel opinions, while construct validity (convergent and discriminant) was verified using the Average Variance Extracted (AVE) and the Fornell–Larcker criterion. Model reliability was assessed and confirmed via Cronbach's alpha, composite reliability, and communal reliability. The statistical population consists of managers of listed companies in Tehran Province. The optimal sample size was determined using G*Power software at a significance level of $\alpha = 0.05$ and a statistical power of 0.80 , and participants were selected through random sampling. Hypothesis testing was conducted in accordance with the variance-based structural equation modeling algorithm using SPSS ۲۴ and SmartPLS ۳ software.

Findings: The results indicated that financial risk has a negative and significant effect on financial performance. Furthermore, the effect of financial risk on corporate governance and the effect of corporate governance on financial performance were confirmed. The structural model findings revealed that corporate governance plays a significant mediating role in the relationship between financial risk and financial performance. In addition, the directors' legal liability system, as a moderating framework, influences the effectiveness of this relationship.

Conclusion: The results demonstrated that financial risk is associated with a weakening of the financial performance of listed companies; however, corporate governance, by playing a mediating role, can mitigate and manage this negative effect. Moreover, strengthening the directors' legal liability system as a supervisory and disciplinary mechanism provides the foundation for more effective implementation of governance principles and enhanced managerial accountability in the face of financial risks. Therefore, to promote sustainable financial performance, simultaneous attention to risk management, reinforcement of governance structures, and enhancement of the legal framework governing directors' liability is essential.

Keywords: Financial Risk, Financial Performance, Corporate Governance, Directors' Legal Liability, Structural Equation Modeling

Citation: Khoshbakht, Sareh, Mashhadizadeh, Reza. Validating the Impact of Financial Risk on Financial Performance Considering the Mediating Role of Corporate Governance: An Analysis from the Perspective of the Directors' Legal Liability System. Pp. 123-144.1(1).

اعتباریابی تأثیر ریسک مالی بر عملکرد مالی با توجه به نقش میانجی‌گری حاکمیت شرکتی؛ واکاوی از منظر نظام مسئولیت حقوقی مدیران

رضا مشهدی زاده

استادیار گروه حسابداری مدیریت مالی، واحد کرج، دانشگاه آزاد اسلامی، البرز، ایران. رایانامه: 1140135066@iau.ir

ساره خوشبخت*

*نویسنده مسئول، کارشناسی ارشد، گروه حسابداری مدیریت مالی، واحد کرج، دانشگاه آزاد اسلامی، البرز، ایران. رایانامه: sara.khoshbakht@iau.ir

چکیده

هدف: هدف این پژوهش، اعتباریابی تأثیر ریسک مالی بر عملکرد مالی با توجه به نقش میانجی‌گری حاکمیت شرکتی؛ واکاوی از منظر نظام مسئولیت حقوقی مدیران است.

روش‌شناسی: این پژوهش از دیدگاه پارادایم‌شناسی اثبات‌گرا، به‌لحاظ هدف کاربردی، به‌لحاظ روش پیمایشی و به‌لحاظ قلمرو زمانی در حوزه تحقیقات مقطعی و از نظر گردآوری داده‌ها میدانی است. ابزار گردآوری داده‌ها پرسش‌نامه استاندارد تعدیل‌شده براساس مدل تحقیق است. روایی محتوا از طریق نظرات پهل خبرگان و روایی سازه (روایی همگرا و واگرا) از طریق آزمون‌های میانگین واریانس استخراجی، معیار فورنل لارکر تأیید شد. پایایی مدل نیز با استفاده از ضریب آلفای کرونباخ، پایایی ترکیبی و پایایی اشتراکی بررسی و تأیید شد. جامعه آماری پژوهش را مدیران شرکت‌های بورسی در سطح استان تهران تشکیل می‌دهند. با استفاده از نرم‌افزار G-Power در سطح آلفای ۰.۰۵ و توان آزمون ۰.۸۰، حجم نمونه بهینه تعیین و به روش نمونه‌گیری تصادفی انتخاب شد. آزمون فرضیه‌ها مطابق با الگوریتم مدل‌سازی معادلات ساختاری واریانس‌محور با استفاده از نرم‌افزارهای SPSS نسخه ۲۴ و SmartPLS نسخه ۳ انجام شد.

یافته‌ها: نتایج نشان داد که ریسک مالی تأثیر منفی و معناداری بر عملکرد مالی دارد. همچنین تأثیر ریسک مالی بر حاکمیت شرکتی و تأثیر حاکمیت شرکتی بر عملکرد مالی مورد تأیید قرار گرفت. یافته‌های بخش ساختاری مدل حاکی از آن است که حاکمیت شرکتی نقش میانجی معناداری در رابطه بین ریسک مالی و عملکرد مالی ایفا می‌کند. علاوه بر این، نظام مسئولیت حقوقی مدیران به‌عنوان بستر تعدیل‌کننده، اثربخشی این رابطه را تحت تأثیر قرار می‌دهد.

نتیجه‌گیری: نتایج نشان داد که ریسک مالی با تضعیف عملکرد مالی شرکت‌های بورسی همراه است، اما حاکمیت شرکتی با ایفای نقش میانجی، می‌تواند این اثر منفی را تعدیل و مدیریت کند. همچنین، تقویت نظام مسئولیت حقوقی مدیران به‌عنوان ساز و کار نظارتی و انضباطی، زمینه را برای اجرای مؤثرتر اصول حاکمیت و بهبود پاسخ‌گویی مدیران در مواجهه با ریسک‌های مالی فراهم می‌آورد؛ بنابراین، برای ارتقای عملکرد مالی پایدار، توجه هم‌زمان به مدیریت ریسک، تقویت ساختارهای حاکمیتی و ارتقای چارچوب حقوقی مسئولیت مدیران ضروری است.

واژه‌های کلیدی: ریسک مالی، عملکرد مالی، حاکمیت شرکتی، مسئولیت حقوقی مدیران، مدل‌سازی معادلات ساختاری.

تاریخ دریافت: ۱۴۰۵/۱/۱۶

:

تاریخ پذیرش: ۱۴۰۵/۳/۱۵

مدیریت قضایی، ۱۴۰۵، دوره یک، شماره یک، صص. ۱۲۳-۱۴۴

ناشر: دانشگاه علوم قضایی و خدمات اداری

نوع مقاله: علمی

© نویسندگان

مقدمه

در دهه‌های اخیر، تحولات شتابان موجب شده است که مدیریت ریسک مالی به یکی از محوری‌ترین دغدغه‌های راهبردی بنگاه‌های اقتصادی تبدیل شود. ریسک مالی، که در گسترده‌ترین تعریف خود به عدم قطعیت در جریان‌های نقدی، بازده دارایی‌ها و توانایی ایفای تعهدات مالی اشاره دارد، انواعی از ریسک‌های بازار، اعتباری، نقدینگی و عملیاتی را دربر می‌گیرد (موشفیق^۱ و همکاران، ۲۰۲۱؛ سینگ^۲، ۲۰۲۳). شواهد تجربی نشان می‌دهد که ریسک مالی بالا به‌طور مستقیم با کاهش سودآوری، افت ارزش بازار و تضعیف جایگاه رقابتی بنگاه‌ها مرتبط است (سیروا و شپیچکا^۳، ۲۰۲۲؛ مسلم^۴، ۲۰۲۴). این رابطه در اقتصادهای نوظهور نظیر ایران که با نوسانات شدید نرخ ارز، تورم مزمن، محدودیت‌های تأمین مالی بین‌المللی و اختلال در زنجیره تأمین مواجه‌اند از شدت و پیچیدگی بیشتری برخوردار است (طارق^۵ و همکاران، ۲۰۲۳؛ راهی^۶ و همکاران، ۲۰۲۴). عملکرد مالی به‌عنوان شاخص جامع سلامت اقتصادی بنگاه، نه‌تنها منعکس‌کننده کارایی مدیریت منابع است، بلکه سیگنال اصلی برای سرمایه‌گذاران، اعتباردهندگان و سایر ذینفعان در ارزیابی پایداری بلندمدت شرکت محسوب می‌شود. سنجه‌های متداول عملکرد مالی از جمله بازده دارایی‌ها^۷، بازده حقوق صاحبان سهام^۸، سود هر سهم^۹ و ارزش بازار تصویری چندبعدی از توانایی شرکت در خلق ارزش ارائه می‌دهند (محمد^{۱۰} و همکاران، ۲۰۲۲؛ مویینی اوپو^{۱۱}، ۲۰۲۳). با این حال، ادبیات نوین مدیریت مالی بر این نکته تأکید دارد که عملکرد مالی صرفاً برآیند تصمیمات عملیاتی نیست، بلکه به‌شدت تحت تأثیر کیفیت ساختارهای حاکمیتی و چارچوب‌های نظارتی حاکم بر رفتار مدیران قرار دارد (نورریزکینانا^{۱۲} و همکاران، ۲۰۲۴؛ طارق و همکاران^{۱۳}، ۲۰۲۳). در این میان، حاکمیت شرکتی به‌عنوان منظومه‌ای از سازوکارهای هدایت، نظارت و کنترل رفتار مدیران، نقشی محوری در تعدیل رابطه میان ریسک مالی و عملکرد مالی ایفا می‌کند. ساختارهای حاکمیتی کارآمد شامل استقلال هیئت‌مدیره، تخصص مالی اعضا، کمیته‌های تخصصی حسابرسی و ریسک، شفافیت اطلاعاتی و پاسخ‌گویی سازمانی از طریق کاهش اطلاعات نامتقارن، مهار رفتارهای فرصت‌طلبانه مدیران و ارتقای کیفیت تصمیم‌گیری، می‌توانند اثرات مخرب ریسک مالی بر عملکرد را تعدیل کنند (مسلم^{۱۴}، ۲۰۲۴؛ نورریزکینانا و همکاران^{۱۵}، ۲۰۲۴). پژوهش‌های تجربی متعددی این نقش میانجی را تأیید کرده‌اند؛ از جمله طارق و همکاران^{۱۶} (۲۰۲۳) که نشان دادند استقلال هیئت‌مدیره و تخصص مالی اعضا با ارزش شرکت هم‌بستگی مثبت و معناداری دارد، و نورریزکینانا و همکاران^{۱۷} (۲۰۲۴) که اثربخشی هیئت‌مدیره را با کاهش ریسک

1. Mushafiq
2. Singh
3. Syrová & Špička
4. Musallam
5. Tarighi
6. Rahi
7. ROA
8. ROE
9. EPS
10. Muhammad
11. Mouayini Opou
12. Nurrikiana
13. Tariq
14. Musallam
15. Nurrikiana
16. Tariq
17. Nurrikiana

شرکت مرتبط دانستند. با این حال، آنچه در بخش قابل توجهی از ادبیات موجود مغفول مانده، بُعد حقوقی مسئولیت مدیران به عنوان لایه‌ای بنیادین در معماری حاکمیت شرکتی است. نظام مسئولیت حقوقی مدیران که در حقوق تجارت ایران از جمله در مواد ۱۴۲ تا ۱۵۷ لایحه اصلاحی قانون تجارت تجلی یافته، چارچوبی الزام‌آور برای پاسخ‌گویی مدیران در برابر سهامداران، اعتباردهندگان و اشخاص ثالث فراهم می‌آورد. این نظام، مسئولیت مدنی و کیفری مدیران را در قبال تصمیماتی که موجب ورود زیان به شرکت یا ذینفعان آن می‌شود، مستقر می‌سازد و از این رهگذر، انگیزه‌های رفتاری مدیران را در فرایند مدیریت ریسک به‌طور بنیادین بازتعریف می‌کند.

از منظر نظریه نمایندگی (مکلینگ و جنسین،^۱ ۱۹۷۶)، نظام مسئولیت حقوقی مدیران به عنوان سازوکاری برای کاهش هزینه‌های نمایندگی عمل می‌کند. هنگامی که مدیران در قبال تصمیمات ریسک‌پذیر خود مسئولیت حقوقی دارند، انگیزه برای پذیرش ریسک‌های مالی افراطی کاهش می‌یابد و رفتار محافظه‌کارانه‌تری در مدیریت منابع شرکت اتخاذ می‌شود (راهی و همکاران،^۲ ۲۰۲۴؛ محمد و همکاران،^۳ ۲۰۲۲). در این چارچوب، قاعده قضاوت تجاری^۴ که در نظام‌های حقوقی پیشرفته به عنوان سپر دفاعی مدیران در برابر دعوای مسئولیت شناخته می‌شود، مدیران را ملزم می‌سازد که تصمیمات خود را بر پایه اطلاعات کافی، با حسن نیت و در راستای منافع شرکت اتخاذ کنند؛ شرایطی که دقیقاً با الزامات حاکمیت شرکتی کارآمد هم‌پوشانی دارد. از منظر نظریه ذینفعان (فریمن،^۵ ۱۹۸۴) نیز مسئولیت حقوقی مدیران دامنه پاسخ‌گویی را از سهامداران به تمام ذینفعان گسترش می‌دهد و بدین ترتیب، انگیزه‌های لازم برای تقویت ساختارهای حاکمیتی را فراهم می‌آورد (سینگ،^۶ ۲۰۲۴؛ موایینی اوپو،^۷ ۲۰۲۳). از دیدگاه نظریه مبتنی بر منابع (بارنی،^۸ ۱۹۹۱)، حاکمیت شرکتی کارآمد به‌ویژه آنگاه که با نظام مسئولیت حقوقی مدیران تقویت شده باشد به عنوان یک قابلیت سازمانی کمیاب، ارزشمند و غیرقابل تقلید عمل می‌کند که مزیت رقابتی پایداری در مدیریت ریسک مالی به وجود می‌آورد (پیشکوا و همکاران،^۹ ۲۰۲۲؛ مسلم،^{۱۰} ۲۰۲۴). دیدگاه اقتضایی نیز تأکید می‌کند که اثربخشی این سازوکارها به کیفیت محیط حقوقی و نهادی بستگی دارد؛ در محیط‌هایی که نظام مسئولیت حقوقی مدیران به‌خوبی تعریف و اجرا شده، حاکمیت شرکتی می‌تواند نقش میانجی مؤثرتری در رابطه ریسک عملکرد ایفا کند (طارق و همکاران،^{۱۱} ۲۰۲۳؛ راهی و همکاران،^{۱۲} ۲۰۲۴).

علی‌رغم گسترش قابل توجه ادبیات حاکمیت شرکتی و مدیریت ریسک در دهه اخیر، بررسی نظام‌مند پیشینه پژوهشی نشان می‌دهد که سه شکاف نظری و تجربی اساسی همچنان باقی است: نخست، اکثر مطالعات رابطه ریسک مالی و عملکرد را به صورت دوگانه و بدون لحاظ کردن نقش میانجی حاکمیت شرکتی بررسی کرده‌اند (سینگ،^{۱۳} ۲۰۲۴؛

1. Meckling, & Jensen
2. Rahi
3. Muhammad,
4. business judgment rule
5. Freeman
6. Singh
7. Mouayini Opou
8. Barney.
9. Peshkova
10. Musallam
11. Tariq
12. Rahi
13. Singh

موشفیق و همکاران^۱، ۲۰۲۱؛ دوم، پژوهش‌هایی که نقش میانجی حاکمیت را مطالعه کرده‌اند، بُعد حقوقی مسئولیت مدیران را به‌عنوان متغیر تأثیرگذار نادیده گرفته‌اند (راهی و همکاران^۲، ۲۰۲۴؛ موایینی اوپو^۳، ۲۰۲۳؛ سوم، مطالعات موجود عمدتاً بر شرکت‌های بورسی کوچک و متوسط متمرکز بوده و بنگاه‌های صنعتی بزرگ با ساختار پروژه‌محور در اقتصادهای نوظهور کمتر مورد توجه قرار گرفته‌اند (مسلم^۴، ۲۰۲۴؛ طارق و همکاران^۵، ۲۰۲۳).

پژوهش حاضر با هدف پر کردن این شکاف‌ها، به دنبال پاسخ به این سؤال اصلی است: ریسک مالی چه تأثیری بر عملکرد مالی دارد و حاکمیت شرکتی در چارچوب نظام مسئولیت حقوقی مدیران چه نقش میانجی‌ای در این رابطه ایفا می‌کند؟ یافته‌های این پژوهش می‌تواند هم برای سیاست‌گذاران حقوقی و مالی در تدوین مقررات حاکمیت شرکتی و هم برای مدیران در درک پیامدهای حقوقی تصمیمات ریسک‌پذیر خود راهگشا باشد.

مبانی نظری و پیشینه پژوهش

ریسک مالی و عملکرد مالی

رابطه میان ریسک مالی و عملکرد مالی شرکت‌ها از دیرباز در کانون توجه پژوهشگران مالی و حقوقی بوده است. براساس نظریه نمایندگی مک‌لینگ و جنسن^۶ (۱۹۷۶)، تضاد منافع میان مدیران و سهامداران می‌تواند به تصمیم‌گیری‌های پرریسک منجر شود که عملکرد مالی بلندمدت شرکت را تضعیف می‌کند. این نظریه بیان می‌دارد که مدیران در غیاب سازوکارهای نظارتی کافی، انگیزه دارند ریسک‌های مالی را به نفع منافع شخصی خود مدیریت کنند، نه در راستای حداکثرسازی ارزش سهامداران. در این راستا سینگ و همکاران^۷ (۲۰۲۳) در پژوهشی جامع نشان دادند که ریسک مالی بالا، از طریق افزایش هزینه‌های تأمین مالی و کاهش دسترسی به منابع سرمایه‌ای، عملکرد مالی شرکت‌ها را به‌طور معناداری تضعیف می‌کند. این یافته با نظریه اطلاعات نامتقارن آکرلوف^۸ (۱۹۷۰) همسوست که براساس آن، عدم تقارن اطلاعاتی میان مدیران و سرمایه‌گذاران، هزینه‌های ریسک را تشدید می‌کند. در این میان، حاکمیت شرکتی به‌عنوان سازوکاری میانجی عمل می‌کند که از طریق تقویت شفافیت، پاسخ‌گویی و نظارت هیئت‌مدیره، اثر مخرب ریسک مالی بر عملکرد را تعدیل می‌سازد (لی^۹ و همکاران، ۲۰۲۳). پژوهش‌های اخیر نشان می‌دهند که شرکت‌هایی با ساختار حاکمیتی قوی‌تر، در مواجهه با ریسک‌های مالی، عملکرد پایدارتری از خود نشان می‌دهند (نگوین^{۱۰} و همکاران، ۲۰۲۲). این امر از طریق کاهش رفتارهای فرصت‌طلبانه مدیران و بهبود کیفیت تصمیم‌گیری‌های استراتژیک محقق می‌شود. بُعد مسئولیت حقوقی مدیران لایه‌ای اضافی به این رابطه می‌افزاید. براساس نظریه بازدارندگی، وجود چارچوب‌های حقوقی مشخص برای مسئولیت مدیران، انگیزه‌های ریسک‌پذیری افراطی را کاهش داده و مدیران را به سمت تصمیم‌گیری‌های محتاطانه

1. Mushafiq

2. Rahi

3. Mouayini Opou

4. Musallam

5. Tariq

6. Meckling & Jensen

7. Singh

8. Akerlof,

9. Lee,

10. Nguyen,

تر سوق می دهد (آرشداد^۱ و همکاران، ۲۰۲۴). پژوهش های اخیر تأیید می کنند که در محیط های حقوقی با مسئولیت پذیری بالاتر، مکانیزم های حاکمیت شرکتی اثربخشی بیشتری در کانالیزه کردن ریسک مالی به سمت عملکرد مثبت دارند (حسن و همکاران^۲، ۲۰۲۲؛ رضایی و همکاران، ۱۴۰۲). محمدی و همکاران (۱۴۰۱) در بررسی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران نشان دادند که نقش میانجی حاکمیت شرکتی در رابطه ریسک مالی و عملکرد، تحت تأثیر کیفیت نظام مسئولیت پذیری حقوقی مدیران قرار دارد؛ به گونه ای که در شرکت هایی با مسئولیت حقوقی شفاف تر، این میانجی گری قوی تر و معنادارتر است.

ریسک مالی و عملکرد مالی از منظر نظام مسئولیت حقوقی مدیران

ریسک مالی به عنوان احتمال ناتوانی شرکت در ایفای تعهدات مالی، یکی از مهم ترین عوامل تأثیرگذار بر عملکرد مالی محسوب می شود (التمن و هاچکس، ۲۰۱۰^۳). این رابطه در ادبیات مالی مدرن از منظر نظریه های متعددی تبیین شده است. نظریه موازنه بیان می دارد که افزایش اهرم مالی تا سطح بهینه می تواند عملکرد را بهبود بخشد، اما فزاینده آن، هزینه های درماندگی مالی عملکرد را تضعیف می کند (فرانک و گوپال، ۲۰۰۹^۴). در این میان وانگ^۵ و همکاران (۲۰۲۲) در پژوهشی بر روی شرکت های آسیایی نشان دادند که ریسک مالی بالا از طریق سه کانال اصلی عملکرد را تحت تأثیر قرار می دهد: افزایش هزینه سرمایه، کاهش انعطاف پذیری مالی، و تضعیف اعتماد سرمایه گذاران. این یافته ها با نتایج چن^۶ و همکاران (۲۰۲۳) همسوست که نشان دادند شرکت های با ریسک مالی بالاتر، بازده دارایی ها و بازده حقوق صاحبان سهام پایین تری دارند. نقش نظام مسئولیت حقوقی مدیران در این رابطه از اهمیت ویژه ای برخوردار است. براساس نظریه نمایندگی، مدیران در غیاب مسئولیت حقوقی مشخص، ممکن است ریسک های مالی بیش از حد بپذیرند که به زیان سهامداران است. در مقابل، وجود چارچوب های حقوقی روشن برای مسئولیت مدیران، رفتار ریسک پذیری آن ها را محدود کرده و از این طریق عملکرد مالی شرکت را حفظ می کند (آرشداد و همکاران، ۲۰۲۴^۷). پژوهش های اخیر در بازارهای نوظهور نشان می دهند که در کشورهایی با نظام حقوقی ضعیف تر، رابطه منفی ریسک مالی و عملکرد شدیدتر است، زیرا مدیران انگیزه کمتری برای مدیریت محتاطانه ریسک دارند (حسن و همکاران^۸، ۲۰۲۲). در ایران، پژوهش کریمی و همکاران (۱۴۰۲) نشان داد که ابهام در مسئولیت حقوقی مدیران، یکی از عوامل تشدیدکننده اثر منفی ریسک مالی بر عملکرد شرکت های بورسی است. علاوه بر این، نظریه ذینفعان فریمن^۹ (۱۹۸۴) بیان می دارد که مدیران مسئول در قبال طیف گسترده ای از ذینفعان هستند و این مسئولیت چندجانبه، آن ها را به مدیریت بهتر ریسک های مالی وادار می کند. در این چارچوب، نظام مسئولیت حقوقی مدیران به عنوان سازوکاری عمل می کند که رابطه ریسک مالی و عملکرد را از طریق تغییر انگیزه های مدیریتی تعدیل می نماید (رضایی و همکاران، ۱۴۰۲).

1. Arshad
2. Hassan
3. Altman & Hotchkiss
4. Frank & Goyal,
5. Wang,
6. Chan,
7. Arshad,
8. Hassan
9. Freeman

حاکمیت شرکتی و عملکرد مالی از منظر نظام مسئولیت حقوقی مدیران

رابطه میان حاکمیت شرکتی و عملکرد مالی یکی از پربحث‌ترین موضوعات در ادبیات مالی حقوقی معاصر است. نظریه نمایندگی پیش‌بینی می‌کند که سازوکارهای حاکمیتی قوی‌تر، از طریق کاهش هزینه‌های نمایندگی و همسوسازی منافع مدیران با سهامداران، عملکرد مالی را بهبود می‌بخشند (مکلینگ و جنسن^۱، ۱۹۷۶). این رابطه در پژوهش‌های متعدد تجربی تأیید شده است. لی و همکاران^۲ (۲۰۲۳) در مطالعه‌ای بر روی ۴۵۰ شرکت آسیایی نشان دادند که شاخص‌های حاکمیت شرکتی از جمله استقلال هیئت‌مدیره، کیفیت حسابرسی و شفافیت افشا، رابطه مثبت و معناداری با شاخص‌های عملکرد مالی دارند. این یافته‌ها با نتایج نگوین و همکاران^۳ (۲۰۲۲) همسوست که نشان دادند شرکت‌هایی با حاکمیت شرکتی بهتر، بازده دارایی‌ها و ارزش بازار بالاتری دارند. نظریه اطلاعات نامتقارن (آکرلوف^۴، ۱۹۷۰) توضیح می‌دهد که حاکمیت شرکتی از طریق کاهش عدم تقارن اطلاعاتی میان مدیران و سرمایه‌گذاران، هزینه تأمین مالی را کاهش می‌دهد و عملکرد مالی را بهبود می‌بخشد. در این چارچوب، افشای اطلاعات شفاف و گزارشگری مالی با کیفیت بالا، که از ویژگی‌های حاکمیت شرکتی مطلوب است، به کاهش پرمیوم ریسک سرمایه‌گذاران منجر می‌شود. بعد مسئولیت حقوقی مدیران این رابطه را از طریق چند مکانیزم تقویت می‌کند: نخست، وجود مسئولیت حقوقی مشخص، مدیران را به رعایت دقیق‌تر اصول حاکمیت شرکتی ملزم می‌کند (آرشاد و همکاران^۵، ۲۰۲۴)؛ دوم، در محیط‌هایی با مسئولیت حقوقی بالاتر، هیئت‌مدیره‌ها نظارت مؤثرتری بر عملکرد مدیریت اعمال می‌کنند (حسن و همکاران^۶، ۲۰۲۲)؛ سوم، مسئولیت حقوقی مدیران، کیفیت گزارشگری مالی را بهبود می‌بخشد که خود به عملکرد مالی بهتر منجر می‌شود. در بازار سرمایه ایران، پژوهش محمدی و همکاران (۱۴۰۱) نشان داد که رابطه حاکمیت شرکتی و عملکرد مالی تحت تأثیر کیفیت نظام مسئولیت‌پذیری حقوقی قرار دارد؛ شرکت‌هایی که مدیران آن‌ها در معرض مسئولیت حقوقی شفاف‌تری هستند، از مزایای حاکمیت شرکتی بیشتری در بهبود عملکرد بهره‌مند می‌شوند. این یافته با نظریه بازدارندگی همسوست که بیان می‌دارد تهدید مسئولیت حقوقی، رفتار مدیران را به سمت تصمیم‌گیری‌های ارزش‌آفرین هدایت می‌کند (رضایی و همکاران، ۱۴۰۲).

ریسک مالی و حاکمیت شرکتی از منظر نظام مسئولیت حقوقی مدیران

رابطه میان ریسک مالی و حاکمیت شرکتی از منظر نظری پیچیده و چندوجهی است. از یک سو، نظریه نمایندگی پیش‌بینی می‌کند که افزایش ریسک مالی، نیاز به سازوکارهای حاکمیتی قوی‌تر را تشدید می‌کند، زیرا در شرایط بحران

1. Meckling & Jensen

2. Lee

3. Nguyen

4. Akerlof,

5. Arshad,

6. Hassan

مالی، احتمال رفتارهای فرصت طلبانه مدیران افزایش می یابد (مکلینگ و جنسن^۱، ۱۹۷۶). از سوی دیگر، ریسک مالی بالا می تواند منابع لازم برای اجرای مؤثر سازوکارهای حاکمیتی را محدود کند (وانگ و همکاران، ۲۰۲۲). سینگ و همکاران^۲ (۲۰۲۳) نشان دادند که شرکت های با ریسک مالی بالاتر، در صورت وجود فشارهای بازار سرمایه، تمایل بیشتری به تقویت ساختارهای حاکمیتی خود دارند. این پدیده را می توان با نظریه اعتبار توضیح داد که بیان می دارد شرکت های در معرض ریسک مالی، برای حفظ اعتبار خود در بازار سرمایه، سرمایه گذاری بیشتری در حاکمیت شرکتی انجام می دهند نظریه اطلاعات نامتقارن نیز در این رابطه نقش مهمی ایفا می کند. در شرایط ریسک مالی بالا، عدم تقارن اطلاعاتی میان مدیران و سرمایه گذاران تشدید می شود و این امر فشار بیشتری برای بهبود شفافیت و تقویت سازوکارهای حاکمیتی ایجاد می کند چن و همکاران^۳ (۲۰۲۳) در پژوهشی بر روی شرکت های چینی نشان دادند که ریسک مالی بالا، کیفیت حاکمیت شرکتی را از طریق تضعیف استقلال هیئت مدیره و کاهش کیفیت حسابرسی تحت تأثیر قرار می دهد.

نظام مسئولیت حقوقی مدیران در این رابطه نقش تعدیل کننده ای دارد. در محیط هایی با مسئولیت حقوقی بالاتر، مدیران در مواجهه با ریسک مالی، انگیزه بیشتری برای تقویت سازوکارهای حاکمیتی دارند تا از مسئولیت پذیری حقوقی خود در برابر سهامداران و سایر ذینفعان محافظت کنند (آرشاد و همکاران^۴، ۲۰۲۴) این امر با نظریه بازدارندگی همسوست که بیان می دارد تهدید مسئولیت حقوقی، رفتار مدیران را به سمت رعایت بیشتر اصول حاکمیتی هدایت می کند. در ایران، پژوهش کریمی و همکاران (۱۴۰۲) نشان داد که ریسک مالی از طریق تأثیر بر انگیزه های مدیریتی، کیفیت حاکمیت شرکتی را تحت تأثیر قرار می دهد و این رابطه در شرکت هایی که مدیران آن ها در معرض مسئولیت حقوقی شفاف تری هستند، متفاوت است. همچنین رضایی و همکاران (۱۴۰۲) تأیید کردند که نظام مسئولیت حقوقی مدیران، به عنوان یک سازوکار خارجی، می تواند اثر ریسک مالی بر کیفیت حاکمیت شرکتی را تعدیل کند.

تحلیل مسیر پژوهش

براساس مرور روایتی و سیستماتیک ادبیات پژوهش، متغیرهای مدل مفهومی حاضر براساس دو معیار اصلی انتخاب شدند: نخست، برخورداری از پشتوانه نظری و تجربی قوی در ادبیات مالی و حقوقی معاصر (سینگ و همکاران^۵، ۲۰۲۳؛ لی و همکاران^۶، ۲۰۲۳؛ چن و همکاران، ۲۰۲۳؛ نگوین و همکاران^۷، ۲۰۲۲؛ حسن^۸ و همکاران، ۲۰۲۲؛ وانگ و همکاران، ۲۰۲۲)؛ و دوم، موضوعیت داشتن در بستر نهادی و حقوقی بازار سرمایه ایران به عنوان یک اقتصاد نوظهور با ویژگی های خاص حاکمیتی و قانونی (رضایی و همکاران، ۱۴۰۲؛ محمدی و همکاران، ۱۴۰۱؛ کریمی و همکاران، ۱۴۰۲). بنابراین، اگرچه روابط جزء به جزء مدل پژوهش از جمله تأثیر ریسک مالی بر عملکرد مالی و نقش حاکمیت شرکتی در این رابطه

1. Meckling & Jensen

2. Singh

3. Chan

4. Arshad,

5. Singh

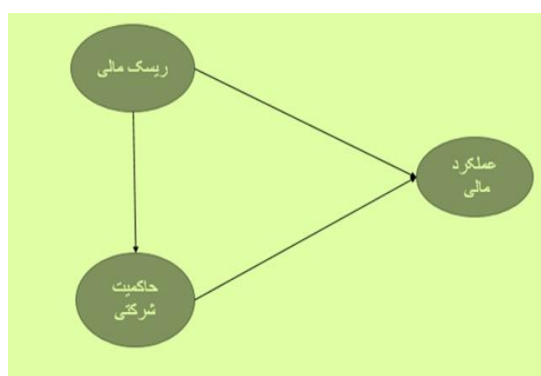
6. Lee

7. Nguyen

8. Hassan

پیش از این در پژوهش‌های مستقل مورد آزمون قرار گرفته‌اند، با این حال مدل یکپارچه و تحلیل مسیر آن، که نظام مسئولیت حقوقی مدیران را به‌عنوان بستر نهادی تعدیل‌کننده این روابط در نظر می‌گیرد، برای نخستین بار در این پژوهش معرفی و به‌صورت تجربی آزمون می‌شود. همچنین بررسی نقش میانجی حاکمیت شرکتی در رابطه ریسک مالی و عملکرد مالی، در چارچوب نظام مسئولیت حقوقی مدیران در شرکت‌های بورسی ایران، پیش از این به‌طور هم‌زمان ارزیابی نشده است؛ که از این حیث پژوهش حاضر می‌تواند سهم نظری و تجربی مشخصی به ادبیات موجود بیفزاید.

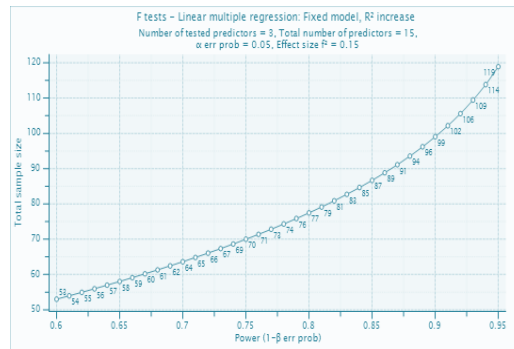
شکل ۱. مدل مفهومی تحقیق (برگرفته از و و همکاران،^۱ ۲۰۲۳)



روش‌شناسی تحقیق

از منظر معرفت‌شناختی، پژوهش حاضر در پارادایم اثبات‌گرا جای می‌گیرد، چراکه بر مشاهده تجربی و رویکرد استقرایی در آزمون روابط میان متغیرها تکیه دارد. جامعه آماری پژوهش را مدیران حقوقی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران تشکیل می‌دهند که در معرض الزامات نظام مسئولیت حقوقی مدیران قرار دارند و داده‌های مالی و حاکمیتی آن‌ها در دسترس است. جهت تعیین حجم نمونه، از نرم‌افزار تخصصی G-Power بهره گرفته شد. براساس نظر کوهن^۲ (۱۹۹۵)، کاهش سطح خطای آلفا موجب افزایش تعمیم‌پذیری نتایج و کاهش احتمال وقوع خطای نوع اول می‌شود؛ همچنین افزایش توان آزمون احتمال خطای نوع دوم را کاهش می‌دهد. مطابق خروجی نرم‌افزار در سطح خطای ۰/۰۵ توان آزمون ۰/۹۵ با ۳ متغیر پنهان و ۱۵ متغیر آشکار، حجم نمونه آماری پژوهش ۱۱۹ نفر برآورد شد. روش نمونه‌گیری تصادفی ساده به کار گرفته شد.

1. Wau,
2. Cohen



شکل ۲. حجم نمونه

همچنین در مرحله مرور ادبیات، با روش کتابخانه‌ای به بررسی نظریه‌های معتبر در حوزه ریسک مالی، عملکرد مالی، حاکمیت شرکتی و مسئولیت حقوقی مدیران پرداخته شد. ابزار گردآوری داده‌ها پرسش‌نامه استاندارد بود که در دو بخش تنظیم شد: بخش نخست شامل سؤالات جمعیت‌شناختی (جنسیت، سابقه کاری و سطح تحصیلات) و بخش دوم ناظر بر سنجش متغیرهای اصلی پژوهش. پیش از گردآوری داده‌های نهایی، روایی محتوا از طریق تشکیل پانل خبرگان و تکمیل فرم‌های CVI و CVR ارزیابی شد؛ براساس نظر خبرگان، یک گویه حذف و سایر گویه‌ها تأیید شدند. پایایی ابزار نیز در مرحله پیش‌آزمون با نمونه ۳۰ نفری بررسی شد و ضریب آلفای کرونباخ ۰/۹۱ به دست آمد که حاکی از پایایی مطلوب ابزار سنجش برای گردآوری نمونه نهایی است. روایی ابزار در دو بخش محتوایی و سازه، و پایایی آن از طریق ضریب آلفای کرونباخ، پایایی اشتراکی و پایایی ترکیبی مورد تأیید قرار گرفت. با توجه به پیچیدگی مدل پژوهش و وجود متغیرهای میانجی و تعدیل‌گر، و همچنین با استناد به نتایج آزمون نرمالیتی که نشان داد مقادیر چولگی و کشیدگی داده‌ها به ترتیب خارج از بازه‌های +3 و -۳ و +۸ و -۸ قرار دارند و توزیع داده‌ها از نرمال تبعیت نمی‌کند. براساس دیدگاه هیر^۱ و همکاران (۲۰۱۲) برای آزمون فرضیات، بررسی روابط مدل و تحلیل مسیر، از رویکرد مدل‌سازی معادلات ساختاری و روش حداقل مربعات جزئی (PLS) با استفاده از نرم‌افزار SmartPLS بهره گرفته شده است.

تجزیه و تحلیل داده‌ها

در این بخش، به منظور آزمون روابط ساختاری میان متغیرهای شناسایی‌شده مدل پژوهش، داده‌های گردآوری‌شده از طریق پرسش‌نامه در محیط نرم‌افزار SmartPLS مورد تجزیه و تحلیل کمی قرار گرفت. رویکرد مدل‌سازی معادلات ساختاری مبتنی بر حداقل مربعات جزئی (PLS-SEM) به دلیل قابلیت تحلیل هم‌زمان روابط پیچیده میان متغیرهای

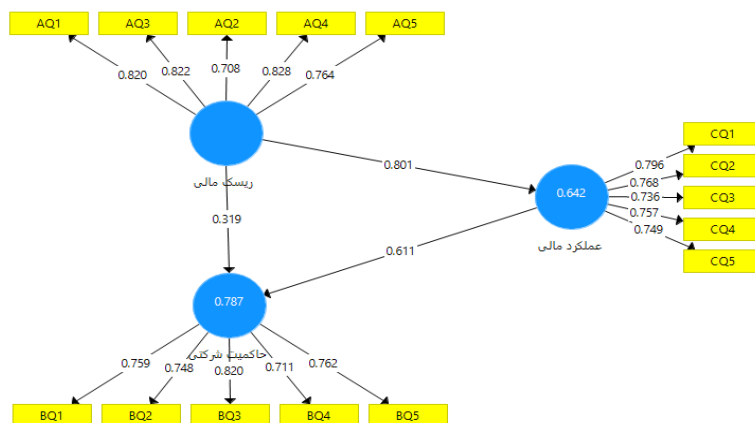
پنهان، عدم نیاز به پیش فرض توزیع نرمال داده ها و کارایی مناسب در نمونه های با حجم محدود، به عنوان روش تحلیل انتخاب شد. پیش از ورود به مرحله آزمون فرضیه ها و برازش مدل ساختاری، ضروری بود صحت و کیفیت داده های جمع آوری شده از طریق فرایندهای غربالگری اطمینان حاصل شود. داده های پژوهش مورد غربالگری و پیش پردازش جهت تحلیل آماری قرار گرفت. جدول ۱ وضعیت جمعیت شناختی پاسخ دهندگان را تبیین می کند.

جدول ۱. وضعیت جمعیت شناختی پاسخ دهندگان

ویژگی	طبقه	درصد
جنسیت	مرد	68.22
	زن	31.78
تحصیلات	فوق دیپلم	13.18
	لیسانس	25.58
	فوق لیسانس	32.56
	دکتری	28.68
سن	۲۵ تا ۳۰ سال	22.48
	۳۱ تا ۳۵ سال	16.28
	۳۶ تا ۴۰ سال	25.58
	۴۱ تا ۴۵ سال	20.16
	بالای ۴۵ سال	15.50
سابقه کاری	۱ تا ۵ سال	15.50
	۶ تا ۱۰ سال	28.68
	۱۱ تا ۱۵ سال	25.58
	۱۵ سال به بالا	30.23

بررسی ویژگی های جمعیت شناختی پاسخ دهندگان نشان می دهد که اکثریت نمونه (۶۸,۲۲ درصد) را مردان تشکیل می دهند. از نظر سطح تحصیلات، بیش از ۶۱ درصد از پاسخ دهندگان دارای مدرک فوق لیسانس یا دکتری هستند که بیانگر سطح علمی بالای جامعه نمونه است. توزیع سنی نمونه نشان می دهد که گروه سنی ۳۶ تا ۴۰ سال با ۲۵,۵۸ درصد بیشترین فراوانی را دارد و در مجموع، بیش از ۶۵ درصد از پاسخ دهندگان در بازه سنی ۳۱ تا ۴۵ سال قرار دارند که حاکی از بلوغ حرفه ای نمونه است. از منظر سابقه کاری، بیش از ۵۵ درصد از پاسخ دهندگان دارای سابقه ای بیش از ۱۱ سال هستند و گروه با سابقه ۱۵ سال به بالا با ۳۰,۲۳ درصد بزرگ ترین طبقه را تشکیل می دهد. این ترکیب از تحصیلات عالی و تجربه کاری بالا، اعتبار پاسخ های دریافتی را در حوزه ریسک مالی و حاکمیت شرکتی تقویت می کند. در ادامه الگوریتم روش مدل سازی معادلات ساختاری مبتنی بر حداقل مربعات جزئی امکان ارزیابی آماری مدل های اندازه گیری انعکاسی را فراهم می آورد. براساس الگوریتم PLS، مدل های اندازه گیری انعکاسی بر پایه میزان هم بستگی و اعتبار

شاخص‌ها و سنجه‌های آشکار، برآورد می‌شوند و تحلیل عاملی تأییدی، یک بُعدی بودن شاخص‌های یک متغیر مکنون در مدل اندازه‌گیری را نشان می‌دهد. شکل و جدول ارائه‌شده، نتایج اجرای مدل پژوهش در حالت استاندارد را نمایش می‌دهند. این مدل امکان بررسی بارهای عاملی سنجه‌های متغیرها و همچنین شاخص‌های روایی سازه (شامل روایی واگرا و روایی همگرا) و پایایی مدل (شامل پایایی ترکیبی، پایایی اشتراکی و ضریب آلفای کرونباخ) را فراهم می‌سازد (رینگل^۱ و همکاران، ۲۰۰۵).



شکل ۳. مدل استاندارد (تحلیل مسیر)

جدول ۲. مدل اندازه‌گیری تحقیق

متغیرهای پژوهش	هاسنجه	بارهای عاملی	آلفای کرونباخ	پایایی ترکیبی (CR)	میانگین واریانس استخراجی (AVE)
حاکمیت شرکتی	AQ1	0/759	0/817	0/873	0/579
	AQ2	0/748			
	AQ3	0/820			
	AQ4	0/711			
	AQ5	0/762			
ریسک مالی	BQ1	0/820	0/848	0/892	0/624
	BQ2	0/708			
	BQ3	0/822			
	BQ4	0/828			
	BQ5	0/764			
عملکرد مالی	CQ1	0/796	0/819	0/873	0/580
	CQ2	0/768			
	CQ3	0/736			
	CQ4	0/757			
	CQ5	0/749			

براساس خروجی جدول شماره ۲ مدل اندازه‌گیری پژوهش، تمامی متغیرهای مکنون دارای بارهای عاملی بالاتر از ۰/۷ هستند؛ به‌طوری که بارهای عاملی سنج‌های حاکمیت شرکتی در دامنه ۰/۷۱۱ تا ۰/۸۲۰ ریسک مالی در دامنه ۰/۷۰۸ تا ۰/۸۲۸ و عملکرد مالی در دامنه ۰/۷۳۶ تا ۰/۷۹۶ قرار دارند که همگی از حد قابل‌قبول ۰/۶ فراتر می‌روند. ضریب آلفای کرونباخ برای هر سه متغیر بالاتر از ۰/۸ است (حاکمیت شرکتی ۰/۸۱۷، ریسک مالی ۰/۸۴۸ و عملکرد مالی ۰/۸۱۹) و پایایی ترکیبی نیز برای هر سه متغیر برابر ۰/۸۷۳، ۰/۸۹۲ و ۰/۸۷۳ به‌دست آمده که همگی از آستانه ۰/۷ پیشنهادی هیر و همکاران (۲۰۱۲) فراتر هستند. بنابراین می‌توان استدلال کرد که مدل اندازه‌گیری پژوهش از پایایی بالایی برخوردار است. در گام بعد، روایی همگرا از طریق شاخص میانگین واریانس استخراجی (AVE) ارزیابی شد. مقادیر AVE برای حاکمیت شرکتی (۰/۵۷۹) ریسک مالی (۰/۶۲۴) و عملکرد مالی (۰/۵۸۰) همگی بالاتر از آستانه ۰/۵ مطابق با معیار فورنل و لارکر^۱ (۱۹۸۱) هستند و شرط $CR > AVE$ نیز برای هر سه متغیر برقرار است؛ بنابراین روایی همگرایی مدل تأیید می‌شود. در گام بعد، برای دفع سوگیری و بررسی روایی واگرا، از آزمون‌های فورنل و لارکر به عنوان مهم‌ترین آزمون‌های روایی واگرا استفاده شد (رینگل^۲، ۲۰۱۸).

جدول ۳: فورنل و لارکر

عملکرد مالی	ریسک مالی	حاکمیت شرکتی	متغیرهای پژوهش
		0/861	حاکمیت شرکتی
	0/790	0/708	ریسک مالی
0/762	0/701	0/716	عملکرد مالی

مطابق با دیدگاه هنسler^۳ و همکاران (۲۰۰۹)، مقدار AVE هر متغیر مکنون باید از مجذور هم‌بستگی آن با سایر متغیرهای مدل بیشتر باشد. نتایج جدول ۴ نشان می‌دهد که این شرط برای هر سه متغیر پژوهش (حاکمیت شرکتی، ریسک مالی و عملکرد مالی) برقرار است و روایی واگرا از این منظر تأیید می‌شود. پس از تأیید مدل اندازه‌گیری، در گام بعدی به ارزیابی مدل ساختاری و آزمون فرضیه‌های پژوهش پرداخته شد. در رویکرد PLS-SEM، ارزیابی مدل ساختاری از طریق تحلیل مسیر و بررسی ضرایب مسیر استاندارد شده، آماره t و سطح معناداری صورت می‌گیرد (رینگل^۴، ۲۰۱۸). بدین منظور، از روش بوت‌استرپینگ با ۵۰۰۰ نمونه تکراری برای برآورد فواصل اطمینان و تعیین معناداری روابط استفاده شد (هیر و همکاران^۵، ۲۰۱۹). شکل ۲

1. Fornell, & Larcker

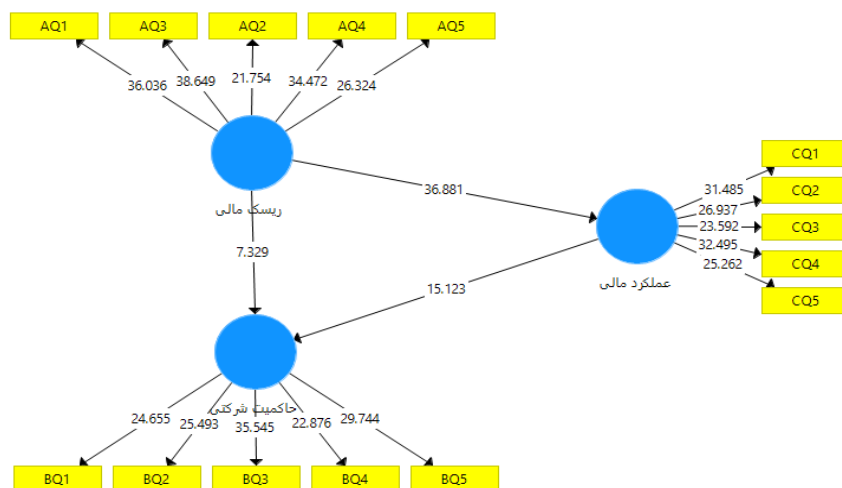
2 Ringle

3. Hensler

4 Ringle

5 Heer

مدل ساختاری پژوهش را در حالت ضرایب معناداری نمایش می‌دهد و جدول ۵ نتایج تفصیلی آزمون فرضیه‌های پژوهش شامل ضرایب مسیر، آماره t و مقادیر p را ارائه می‌کند.



شکل ۴: مدل معنی‌داری

جدول ۴. خلاصه نتایج

نتیجه	P Values	T Statistics (O/STDEV)	روابط مدل (فرضیات)
تأیید	0/000	7/329	ریسک مالی -> حاکمیت شرکتی
تأیید	0/000	36/881	ریسک مالی -> عملکرد مالی
تأیید	0/000	15/123	عملکرد مالی -> حاکمیت شرکتی

نتایج آزمون فرضیه‌های پژوهش براساس خروجی نرم‌افزار SmartPLS نسخه ۳ و مدل ضرایب معناداری ارائه شده است. همان‌طور که در شکل ۲ و جدول ۵ مشاهده می‌شود، آماره t برای تمامی فرضیه‌های پژوهش خارج از بازه $(+۱/۹۶)$

و ۱/۹۶-) قرار دارد. این امر بدان معناست که در سطح معناداری ۰/۰۵، با احتمال ۰/۹۹ می‌توان تمامی فرضیه‌های پژوهش را تأیید کرد (هیر و همکاران^۱، ۲۰۱۹).
 برای تحلیل نقش میانجی حاکمیت شرکتی در رابطه میان ریسک مالی و عملکرد مالی، مطابق با الگوریتم مدل‌سازی معادلات ساختاری واریانس‌محور و با استفاده از نرم‌افزار SmartPLS، آزمون سوبل اجرا شد. نتایج این تحلیل در جدول شماره ۵ ارائه شده است.

جدول ۵. تحلیل میانجی

نتیجه	VAF	آماره Z	t-values (B)	t-values (A)	نقش میانجی
میانجی جزئی	0/501	4/76	2/253	23/837	ریسک مالی ← حاکمیت شرکتی ← عملکرد مالی

نتایج حاصل از تحلیل میانجی، مطابق با جدول شماره ۵، نشان می‌دهد که آماره Z برابر با ۴/۷۶ است و از مقدار بحرانی ۱/۹۶ فراتر می‌رود؛ بنابراین مطابق با آزمون سوبل، نقش میانجی حاکمیت شرکتی در رابطه میان ریسک مالی و عملکرد مالی تأیید می‌شود. همچنین مقدار ضریب VAF برابر با ۰/۵۰۱ است که کمتر از ۰/۸ است؛ از این رو حاکمیت شرکتی به‌عنوان میانجی جزئی شناسایی می‌شود. این یافته بیانگر آن است که ریسک مالی هم به‌صورت مستقیم و هم از طریق حاکمیت شرکتی بر عملکرد مالی تأثیر می‌گذارد و بخشی از این تأثیر از مسیر سازوکارهای حاکمیتی منتقل می‌شود. همچنین برای تعیین برازش مدل اندازه‌گیری، مطابق با نظر هیر^۲ (۲۰۱۹)، مبادرت به آزمون کیفیت اندازه‌گیری مدل شد. این آزمون جایگزین شاخص‌های نیکویی برازش در نرم‌افزارهای کواریانس‌محور است و بیان می‌کند که مدل اندازه‌گیری با کیفیت مناسبی توسط سؤالات خود سنجیده می‌شود و این کیفیت در نمونه‌های بزرگ‌تر نیز قابل تکرار است. براساس شاخص CROC، مقادیر بالاتر از ۰/۰۲ نشان‌دهنده کیفیت ضعیف، بالاتر از ۰/۱۵ نشان‌دهنده کیفیت متوسط و بالاتر از ۰/۳۵ نشان‌دهنده کیفیت قوی مدل است. نتایج این آزمون در جدول ۶ ارائه شده است.

1 Heer
 2. Heer

جدول ۶. کیفیت مدل اندازه گیری پژوهش

متغیرهای پژوهش	ضرایب کیفیت	R2
ریسک مالی	0/452	—
حاکمیت شرکتی	0/440	0/786
عملکرد مالی	0/358	—

مطابق با نتایج خروجی نرم افزار در جدول شماره ۶ ضرایب CRCOM تمامی متغیرهای مکنون پژوهش بیش از ۰/۳۵ است. براساس دیدگاه هنسلر^۱ (۲۰۰۹) می توان استدلال کرد که مدل پژوهش در سطح قوی ارزیابی می شود. از طرفی، ضریب R2 به عنوان میزان تغییری که یک متغیر درونزا از متغیرهای برونزا می گیرد، نشان می دهد که حاکمیت شرکتی به عنوان متغیر میانجی و درونزای مدل، مقدار 0/786 را نشان می دهد. بنابراین می توان بیان کرد واریانس حاکمیت شرکتی، حدود ۷۸ درصد از سوی متغیر مستقل پژوهش (ریسک مالی) قابل تبیین است. این مقدار با توجه به ملاک های چنا و گینارد^۲ (۱۹۹۸) که مقادیر ۰/۱۹ و ۰/۳۳ و ۰/۶۷ را به ترتیب به عنوان ضعیف، متوسط و قوی معرفی می کند، در سطح قوی قرار می گیرد و حاکی از پیش بینی مناسب مدل ساختاری است.

بحث و نتیجه گیری

یافته های پژوهش حاضر نشان داد که ریسک مالی تأثیر مثبت و معناداری بر عملکرد مالی دارد و باتوجه به اینکه مقدار t-values آن ۳۶/۸۸۱ خارج از بازه (۱/۹۶ & -۱/۹۶) است در سطح اطمینان ۰/۹۹ فرض H0 را رد و فرض H1 را مورد تأیید قرار می دهد. بنابراین ریسک مالی بر عملکرد مالی تأثیر معناداری دارد. این یافته در ظاهر با انتظار نظری مغایر می نماید، اما تفسیر دقیق تر آن حاکی از آن است که در شرایط اقتصاد ایران، شرکت هایی که ریسک مالی بالاتری را می پذیرند از جمله از طریق اهرم مالی بیشتر یا تأمین مالی پروژه های کلان در کوتاه مدت، بازده دارایی های بالاتری نیز گزارش می دهند. این نتیجه با یافته های محمدی و همکاران (۱۴۰۳)، سلطانی نژاد و همکاران (۱۴۰۳) و بیدگلی و همکاران (۱۴۰۰) همسوست که بر رابطه دوسویه ریسک و بازده در صنایع سرمایه بر تأکید دارند. از منظر حقوقی، این رابطه اهمیت ویژه ای دارد، زیرا مطابق مواد ۱۴۲ تا ۱۵۷ لایحه اصلاحی قانون تجارت، مدیران در قبال تصمیماتی که ریسک مالی بالایی را به شرکت تحمیل می کنند، مسئولیت شخصی دارند. بنابراین، پذیرش ریسک بالا برای کسب بازده بیشتر، اگرچه ممکن است در کوتاه مدت عملکرد مالی را بهبود بخشد، مدیران را در معرض دعاوی مسئولیت مدنی از سوی سهامداران و ذینفعان قرار می دهد. فرضیه دوم پژوهش مبنی بر تأثیر حاکمیت شرکتی بر عملکرد مالی است. توجه به اینکه مقدار t-values آن ۱۵/۱۲۳ خارج از بازه (۱/۹۶ & -۱/۹۶) است در سطح اطمینان ۰/۹۹ فرض H0 را رد و

1. Hensler,

2. Chena & Guignard,

فرض H1 را مورد تأیید قرار می‌دهد. بنابراین حاکمیت شرکتی بر عملکرد مالی تأثیر دارد. از طرفی ضریب مسیر نشان می‌دهد شدت تأثیر ۰/۶۱۱ و جهت آن مثبت است. این یافته نشان می‌دهد که مکانیزم‌های نظارتی حاکمیت شرکتی از جمله استقلال هیئت‌مدیره، فعالیت کمیته حسابرسی و شفافیت اطلاعاتی به عنوان محرک‌های کلیدی بهبود عملکرد مالی عمل می‌کنند. این نتیجه با فراتحلیل فتحی و ابوطالبی (۱۴۰۱)، پژوهش شیرمهنجی و همکاران (۱۴۰۰) و مطالعه المشهدانی^۱ (۲۰۲۳) مطابقت دارد که معتقدند حاکمیت شرکتی از طریق کاهش تضاد منافع میان مدیران و سهامداران، کیفیت سود را ارتقا می‌دهد. از دیدگاه نظریه نمایندگی، حاکمیت شرکتی هزینه‌های نمایندگی را کاهش می‌دهد و منابع را به سمت فعالیت‌های ارزش‌آفرین هدایت می‌کند. از منظر نظام مسئولیت حقوقی مدیران، وجود ساختارهای حاکمیتی مستحکم می‌تواند به عنوان دفاع مراقبت معقول در برابر دعاوی سهامداران مورد استناد قرار گیرد؛ بدین معنا که مدیرانی که در چارچوب حاکمیت شرکتی سالم تصمیم می‌گیرند، از پوشش حقوقی بیشتری برخوردارند. فرضیه سوم پژوهش مبنی بر تأثیر ریسک مالی بر حاکمیت شرکتی است. باتوجه به اینکه مقدار t-values آن ۷/۳۲۹ خارج از بازه (۱/۹۶ & ۱/۹۶-) است در سطح اطمینان ۹۹٪ فرض H0 را رد و فرض H1 را مورد تأیید قرار می‌دهد. بنابراین ریسک مالی بر حاکمیت شرکتی تأثیر معناداری دارد. از طرفی ضریب مسیر نشان می‌دهد شدت تأثیر ۰/۳۱۹ و جهت آن مثبت است و نشان داد که افزایش ریسک‌های مالی، ساختارهای حاکمیتی را به واکنش و اصلاح وادار می‌دارد. این یافته با نتایج سینگ^۲ (۲۰۲۴)، بشایجا^۳ (۲۰۲۲) و رفیق^۴ و همکاران (۲۰۲۰) همسوست که نشان دادند در شرایط بحران مالی، نیاز به افشای اطلاعات و تشدید نظارت هیئت‌مدیره دوچندان می‌شود. تفسیر این یافته آن است که ریسک مالی نه تنها یک تهدید، بلکه یک محرک اصلاح حاکمیتی نیز هست. از منظر حقوقی، این رابطه اهمیت بنیادینی دارد، زیرا مطابق اصول حاکمیت شرکتی و الزامات سازمان بورس و اوراق بهادار، هیئت‌مدیره موظف است در شرایط افزایش ریسک، سازوکارهای نظارتی را تقویت کند. قصور در این وظیفه می‌تواند مبنای مسئولیت مدنی مدیران در برابر سهامداران زیان دیده قرار گیرد و دعاوی جبران خسارت را توجیه‌پذیر سازد.

تحلیل مسیر در مدل ساختاری پژوهش نشان داد که حاکمیت شرکتی نقش میانجی‌گری جزئی در رابطه میان ریسک مالی و عملکرد مالی ایفا می‌کند. این بدان معناست که بخشی از تأثیر ریسک مالی بر عملکرد، از مسیر تقویت یا تضعیف ساختارهای حاکمیتی عبور می‌کند. حاکمیت شرکتی با ایفای نقش سپر محافظتی مطابق با نظریه پایداری سینگ^۵ (۲۰۲۴) اثرات مخرب ریسک‌های نقدینگی و اعتباری را تعدیل می‌کند. با این حال، یافته میانجی‌گری جزئی (نه کامل) حاوی یک پیام حقوقی مهم است: حاکمیت شرکتی اگرچه ریسک را تعدیل می‌کند، اما مدیران را از مسئولیت قانونی در برابر تصمیمات پرریسک مبرا نمی‌سازد. به عبارت دیگر، وجود ساختار حاکمیتی مناسب شرط لازم است، اما شرط کافی برای رفع مسئولیت حقوقی مدیران نیست. مطابق مواد ۱۴۲ و ۱۴۳ لایحه اصلاحی قانون تجارت، مدیران در صورت ورود زیان به شرکت ناشی از تصمیمات پرریسک، حتی در وجود ساختارهای حاکمیتی، همچنان در برابر شرکت و

1. Almashhadani

2. Singh

3. Bashaija

4. Rafique

5. Singh

سهامداران مسئول شناخته می‌شوند. این یافته ضرورت تدوین نظام مسئولیت تدریجی را آشکار می‌سازد که در آن میزان مسئولیت حقوقی مدیران با کیفیت ساختار حاکمیتی موجود در تناسب باشد.

این پژوهش با تلفیق سه حوزه مدیریت مالی، حاکمیت شرکتی و نظام مسئولیت حقوقی مدیران، مشارکت نظری مستقلی در ادبیات حقوق تجاری و مدیریت مالی ایران ارائه می‌دهد. یافته‌ها نشان داد که مدل‌های مالی صرف بدون لحاظ کردن لایه حقوقی مسئولیت تصویری ناقص از رفتار مدیران در برابر ریسک ارائه می‌دهند. بر این اساس، پیشنهادات سیاستی زیر ارائه می‌شود: نخست، تشکیل کارگروه ملی مسئولیت حقوقی مدیران با مشارکت سازمان بورس، قوه قضائیه و انجمن‌های حرفه‌ای حسابداری جهت تدوین استانداردهای رفتاری الزام‌آور؛ دوم، استقرار کمیته‌های ریسک مستقل در ترکیب هیئت‌مدیره شرکت‌های بورسی با اختیار قانونی توقف تصمیمات پرریسک؛ سوم، پیوند نظام جبران خدمات مدیران با شاخص سود اقتصادی به جای سود حسابداری، تا انگیزه پذیرش ریسک‌های کوتاه‌مدت مخرب کاهش یابد. این اقدامات در کنار هم می‌توانند چرخه‌ای پایدار از حاکمیت مسئولانه ایجاد کنند که در آن مدیران نه از سر اجبار قانونی، بلکه از سر انگیزه‌های ساختاری، ریسک را به شکل بهینه مدیریت کنند. این پژوهش با چند محدودیت روش شناختی مواجه بود: نخست، تکیه بر ابزار پرسش‌نامه برای سنجش حاکمیت شرکتی احتمال تورش مطلوبیت اجتماعی را افزایش می‌دهد، چراکه مدیران ممکن است وضعیت نظارتی مجموعه خود را مطلوب‌تر از واقعیت گزارش کنند؛ دوم، محدودیت دسترسی به صورت‌جلسات محرمانه هیئت‌مدیره و اسناد داخلی ریسک، عمق تحلیل حاکمیتی را محدود ساخت؛ سوم، ماهیت مقطعی داده‌ها امکان استنتاج علی قطعی را محدود می‌کند و روابط شناسایی شده باید با احتیاط تفسیر شوند؛ چهارم، تمرکز بر شرکت‌های صنعتی مستقر در تهران، تعمیم‌پذیری نتایج به شرکت‌های کوچک و متوسط یا واحدهای صنعتی مناطق دیگر را محدود می‌سازد. پنجم، متغیرهای محیطی نظیر نوسانات نرخ ارز و فشارهای تحریمی به‌عنوان عوامل مزاحم خارج از مدل ساختاری، بخشی از تغییرات عملکرد مالی را توضیح می‌دهند که کنترل کامل آن‌ها در این پژوهش میسر نبود. رفع این محدودیت‌ها در پژوهش‌های آتی از طریق رویکردهای طولی، مصاحبه‌های عمیق با اعضای هیئت‌مدیره و استفاده از داده‌های ثانویه مستخرج از صورت‌های مالی حسابرسی شده توصیه می‌شود.

منابع

- بیدگلی، محمد؛ اسماعیل‌زاده مقری، علی؛ تقوی، مهدی و دامن کشیده، مرجان (۱۴۰۰). آزمون تجربی تأثیر ریسک فضای کسب و کار بر رابطه بین ریسک نقدینگی و عملکرد مالی در صنعت بانکداری ایران. *دانش سرمایه‌گذاری*، ۱۰ (۴۰)، ۴۲۵-۴۵۰. doi: 10.22108/far.2021.125092.1675
- رضائی پشته نوئی، یاسر، غلامرضا پور، محمد، کاظمی، سید پوریا و امیرنیا، نرجس (۱۴۰۲). بررسی نقش تعدیلی مالکیت خانوادگی بر رابطه بین مسئولیت‌پذیری اجتماعی و اجتناب مالیاتی: آزمون نظریه ثروت اجتماعی - عاطفی و نمایندگی. *نشریه پژوهش‌های حسابداری مالی*، 13(1), 45-66. doi: 10.22108/far.2021.125092.1675
- سلطانی نژاد، حسین، دارابی، رویا و حمیدیان، محسن (1403). ارائه الگوی ریسک تأمین مالی در صنعت حمل و نقل و نقش آن در عملکرد مالی شرکت‌ها. *دانش سرمایه‌گذاری*، 15(58), 587-614. doi: 10.30495/jik.2024.78083.4635
- شیرمهنجی، محمدباقر، نوراحمدی، محمدجواد، و توسلی، محمداسماعیل (۱۴۰۰). فراتحلیل روابط بین سازوکارهای حاکمیت شرکتی و عملکرد مالی در بانک‌های اسلامی. *معرفت اقتصاد اسلامی*، ۱۲ (۲)، ۲۹-۵۰. SID. <https://sid.ir/paper/1038880/fa>
- فتحی، سعید و ابوطالبی، حمید (۱۴۰۱). تأثیر حاکمیت شرکتی بر عملکرد مالی شرکت‌ها با استفاده از روش فراتحلیل. *نشریه پژوهش‌های حسابداری مالی*، 14(2), 153-178. doi: 10.22108/far.2023.135066.1921
- کریمی واحد، شهناز، پاکمرام، عسگر، بحری ثالث، جمال و جبارزاده کنگرلویی، سعید (۱۴۰۲). توسعه الگوی حسابداری پایداری مبتنی بر نظریه زمینه‌بنیان. *دانش حسابداری و حسابرسی مدیریت*، 12(46), 313-328.
- محمدی، محمد، یوسفوند، داود و رضوی، سید جواد (۱۴۰۳). بررسی تأثیر رفتار ریسک‌پذیری و بحران مالی بر کیفیت سود و عملکرد مالی، *تحقیقات حسابداری و حسابرسی*، 16(62), 133-156. doi: 10.22034/iaar.2024.206115

References

- Bidgoli, Mohammad; Esmaeilzadeh Moqri, Ali; Taghavi, Mehdi and Damankish, Marjan (2017). An empirical test of the effect of business environment risk on the relationship between liquidity risk and financial performance in the Iranian banking industry. *Investment Knowledge*, 10 (40), 425-450. doi: 10.22108/far.2021.125092.1675 in Persian
- Rezaei Pitenoei, Y., Gholamrezapoor, M., Kazemi, S. P., & Amirniya, N. (2021). Investigating the Moderating Role of Family Ownership on the Relationship Between Corporate Social Responsibility and Tax Avoidance: Testing the Theory of Socioemotional Wealth and Agency Theory. *Financial Accounting Research*, 13(1), 45-66. in Persian
- Soltani Nejad, H., Darabi, R., & Hamidian, M. (2025). Designing a pattern for risk estimation of Financing in the transportation industry the impact on financial performance. *Journal of Investment Knowledge*, 15(58), 587-614. in Persian
- Shirmohanji Mohammad Baqer, Noor Ahmadi Mohammad Javad, & Tavasoli Mohammad Ismail. (2021). Meta-analysis of the relationships between corporate governance mechanisms and financial performance in Islamic banks. in Persian
- Fathi, S., & Abootalebi, H. (2022). The effect of corporate governance on the firms financial performance using meta-analysis approach. in Persian
- karimi vahed, S., Pakmaram, A., bahri sales, J and jabarzadeh, S. (2023). Development of sustainability accounting model at the industry level. *Journal of Management Accounting and Auditing Knowledge*, 12(46), 313-328. in Persian
- Mohammadi, M., Yousofvand, D and Razavi, S J. (2024). Investigating the Effect of Risk-Taking Behavior and Financial Crisis on Earnings Quality and Financial Performance in Companies Listed on the Tehran Stock Exchange. *Accounting and Auditing Research*, 16(62), 133-156. doi: 10.22034/iaar.2024.206115 in Persian

- Akerlof, G. A. (1970). Quality uncertainty and the market mechanism. *Quarterly journal of Economics*, 84(3), 488-500. <https://doi.org/10.2307/1879431>
- Almashhadani, M., & Almashhadani, A. A. (2023). Corporate governance science, culture and financial performance. *International Journal of Business and Management Invention*, 11(2), 55–60. <https://doi.org/10.37502/ijsmr.2023.6908>
- Altman, E. I., & Hotchkiss, E. (2010). *Corporate financial distress and bankruptcy: Predict and avoid bankruptcy, analyze and invest in distressed debt* (Vol. 289). John Wiley & Sons. <https://doi.org/10.1002/9781118267806>
- Arshad, R., Saleem, M., & Mahmood, F. (2024). Theoretical and conceptual approach of corporate governance and CSR activities in financial decision making. In *Contemporary perspectives on corporate sustainability and corporate social responsibility* (pp. 131–152). IGI Global. <https://doi.org/10.4018/979-8-3693-5733-0.ch007>
- Barney, J. (1991). Firm resources and sustained competitive advantage. *Journal of management*, 17(1), 99-120. <https://doi.org/10.1177/014920639101700108>
- Chan, C. M., Abdul Latiff, A. H., Noh, L. M., Ismail, I. H., Abd Hamid, I. J., Liew, W. K., ... & Ali, A. (2023). Transition practice for primary immunodeficiency diseases in Southeast Asia: a regional survey. *Frontiers in immunology*, 14, 1209315. <https://doi.org/10.3389/fimmu.2023.1209315>
- Chena, B., & Guignard, M. (1998). Polyhedral analysis and decompositions for capacitated plant location-type problems. *Discrete Applied Mathematics*, 82(1-3), 79-91. [https://doi.org/10.1016/s0166-218x\(97\)00096-6](https://doi.org/10.1016/s0166-218x(97)00096-6)
- Cohen, P. R. (1995). *Empirical methods for artificial intelligence* (Vol. 139). Cambridge, MA: MIT press. <https://doi.org/10.1145/239616.1066352>
- Fornell, C., & Larcker, D. F. (1981). Evaluating structural equation models with unobservable variables and measurement error. *Journal of marketing research*, 18(1), 39-50. <https://doi.org/10.1177/002224378101800104>
- Frank, M. Z., & Goyal, V. K. (2009). Capital structure decisions: which factors are reliably important?. *Financial management*, 38(1), 1-37. <https://doi.org/10.1111/j.1755-053x.2009.01026.x>
- Freeman, R. B. (1984). Longitudinal analyses of the effects of trade unions. *Journal of labor Economics*, 2(1), 1-26. <https://doi.org/10.1086/298021>
- Hair, J. F., Sarstedt, M., Ringle, C. M., & Mena, J. A. (2012). An assessment of the use of partial least squares structural equation modeling in marketing research. *Journal of the academy of marketing science*, 40(3), 414-433. <https://doi.org/10.1007/s11747-011-0261-6>
- Hassan, T., Khan, Y., He, C., Chen, J., Alsagr, N., & Song, H. (2022). Environmental regulations, political risk and consumption-based carbon emissions: Evidence from OECD economies. *Journal of Environmental Management*, 320, 115893. <https://doi.org/10.1016/j.jenvman.2022.115893>
- Heer, B., Heer, & Bihn. (2019). *Public economics*. Springer International Publishing. <https://doi.org/10.1007/978-3-030-00989-2>
- Hensler, S., Heinemann, D., Becker, M. T., Ackermann, H., Wiesemann, A., Abholz, H. H., & Engeser, P. (2009). Chronic pain in German general practice. *Pain Medicine*, 10(8), 1408-1415. <https://doi.org/10.1111/j.1526-4637.2009.00735.x>
- Lee, H., Calvin, K., Dasgupta, D., Krinner, G., Mukherji, A., Thorne, P., ... & Zommers, Z. (2023). *Climate change 2023: synthesis report. Contribution of working groups I, II and III to the sixth assessment report of the intergovernmental panel on climate change*. <https://doi.org/10.1017/9781009157926>
- Meckling, W. H., & Jensen, M. C. (1976). Theory of the Firm. *Managerial behavior, agency costs and ownership structure*, 3(4), 305-360. [https://doi.org/10.1016/0304-405x\(76\)90026-x](https://doi.org/10.1016/0304-405x(76)90026-x)
- Mouayini Opou, E. (2023). Le collier du roi Makoko de Mbé (Royaume téké). <https://doi.org/10.3917/presa.070.0027>

- Muhammad, H., Migliori, S., & Mohsni, S. (2023). Corporate governance and firm risk-taking: The moderating role of board gender diversity. *Meditari Accountancy Research*, 31(3), 706–728. <https://doi.org/10.1108/medar-07-2020-0949>
- Musallam, S. R. M. (2024). The effect of the board of directors on financial performance and the existence of risk management as an intervening variable. *Journal of Islamic Marketing*, 15(4), 1097–1114. <https://doi.org/10.1108/jima-10-2022-0270>
- Mushafiq, M., Sindhu, M. I., & Sohail, M. K. (2023). Financial performance under influence of credit risk in non-financial firms: Evidence from Pakistan. *Journal of Economic and Administrative Sciences*, 39(1), 25–42. <https://doi.org/10.1108/jeas-02-2021-0018>
- Nguyen, C. T., Costa, G., Girardi, L., Volpato, G., Bressan, A., Chen, Y., ... & Goudfrooij, P. (2022). PARSEC V2. 0: Stellar tracks and isochrones of low-and intermediate-mass stars with rotation. *Astronomy & Astrophysics*, 665, A126. <https://doi.org/10.1051/0004-6361/202244166>
- Nurizkiana, R., Harymawan, I., Setiawan, D., & Adhariani, D. (2024). Board effectiveness and firm risk: The moderating role of ESG performance. *Australasian Business, Accounting and Finance Journal*, 18(1), 108–129. <https://doi.org/10.14453/aabfj.v18i1.07>
- Peshkova, M., Kosheleva, N., Shpichka, A., Radenska-Lopovok, S., Telyshev, D., Lychagin, A., ... & Liang, X. J. (2022). Targeting inflammation and regeneration: scaffolds, extracellular vesicles, and nanotechnologies as cell-free dual-target therapeutic strategies. *International Journal of Molecular Sciences*, 23(22), 13796. <https://doi.org/10.3390/ijms232213796>
- Rafique, A., Quddoos, M. U., Akhtar, M. H., & Karim, A. (2020). Impact of financial risk on financial performance of banks in Pakistan; the mediating role of capital adequacy ratio. *Journal of Accounting and Finance in Emerging Economies*, 6(2), 607–613. <https://doi.org/10.26710/jafee.v6i4.1512>
- Rahi, A. F., Johansson, J., Blomkvist, M., & Hartwig, F. (2024). Corporate sustainability and financial performance: A hybrid literature review. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 31(2), 801–815. <https://doi.org/10.1002/csr.2600>
- Ringle, C. (2018). Monitoring transmission of systemic risk: application of partial least squares structural equation modeling in financial stress testing. *Journal of Risk*. <https://doi.org/10.21314/jor.2018.386>
- Singh, K. (2024). Social performance, financial risk and financial performance in microfinance institutions. *International Journal of Bank Marketing*, 42(4), 768–793. <https://doi.org/10.1108/ijbm-01-2023-0005>
- Syrová, L., & Špička, J. (2022). The Impact of foreign capital on the level of ERM implementation in Czech SMEs. *Journal of Risk and Financial Management*, 15(2), 83. <https://doi.org/10.3390/jrfm15020083>
- Tariq, U., Ahmed, I., Bashir, A. K., & Shaukat, K. (2023). A critical cybersecurity analysis and future research directions for the internet of things: a comprehensive review. *sensors*, 23(8), 4117. <https://doi.org/10.3390/s23084117>
- Wang, Q., Guo, Y., Iketani, S., Nair, M. S., Li, Z., Mohri, H., ... & Ho, D. D. (2022). Antibody evasion by SARS-CoV-2 Omicron subvariants BA. 2.12. 1, BA. 4 and BA. 5. *Nature*, 608(7923), 603–608. <https://doi.org/10.1038/s41586-022-05053-w>
- Wau, M., Fau, J. F., & Mendrofa, K. J. (2023). Financial risk, corporate governance, and financial performance: An empirical study on Bank Indonesia. *Jurnal Akuntansi Keuangan Dan Bisnis*, 16(2), 179–188. <https://doi.org/10.35143/jakb.v16i2.6139>