

نقش تعدیل گر مدیریت ریسک مالی در کاهش حساسیت ثبات عملکرد سازمانی به نوسانات اقتصاد جهانی در شرکتهای بورسی ایران

فرناز رمضانی

دانشجوی کارشناسی ارشد علوم مالی - حقوق مالی، موسسه آموزش عالی الکترونیکی ایرانیان، تهران، ایران.
(نویسنده مسئول)

farnaz.ramazani.14031@gmail.com

وحید احمدی

دانشجوی کارشناسی ارشد علوم مالی - حقوق مالی، موسسه آموزش عالی الکترونیکی ایرانیان، تهران، ایران.
vahid.ahmari.14031@gmail.com

چکیده

نوسانات مستمر در فضای کلان-مالی جهانی، از طریق کریدورهای هزینه سرمایه، تلاطمهای ارزی و اختلال در جریانهای نقدی، مستقیماً به نتایج عملیاتی بنگاهها تزیق می‌شوند؛ پدیده‌ای که در اقتصادهای نوظهور به دلیل وجود اصطکاکهای نهادی و محدودیت‌های برون‌زا، از شدت و حساسیت بالاتری برخوردار است. این پژوهش با تمرکز بر بورس اوراق بهادار تهران، به دنبال پاسخ به این پرسش استراتژیک است که آیا مدیریت ریسک مالی (FRM) می‌تواند به مثابه یک جاذب شوک عمل کرده و از حساسیت ثبات عملکرد در برابر تکان‌های بیرونی بکاهد. برای دستیابی به این هدف، داده‌های پژوهش از طریق یک ابزار ساختاریافته ۳۲ گویه‌ای و با تکیه بر دیدگاه‌های ۲۸۶ مطلع کلیدی (مدیران ارشد مالی و مدیران ریسک) گردآوری شد. استفاده از افق ارجاع سه‌ساله در پاسخ‌ها، به منظور تفکیک روال‌های نهادینه سازمانی از رخدادهای مقطعی صورت گرفت. اعتبار ساختاری این ابزار با بهره‌گیری از تحلیل عاملی تأییدی ترتیبی (WLSMV) احراز گردید که مؤید ساختار چهارعاملی شامل مراحل حساس‌سازی، ارزیابی، اجرا و پایش-حکمرانی بود. در مرحله آزمون فرضیات، از رگرسیون‌های تعدیل‌گری استاندارد شده با استنباط مقاوم (HC3) استفاده شد. نتایج تحلیل نشان می‌دهد که اگرچه تشدید شوک‌های بیرونی به طور سیستماتیک با افت ثبات عملکرد همراه است، اما قابلیت‌های FRM پیوندی مثبت با ثبات داشته و فراتر از آن، یک اثر تعاملی معنادار را به نمایش می‌گذارد. به بیان دقیق‌تر، با ارتقای سطح مدیریت ریسک مالی، شیب رابطه منفی میان شوک و ثبات مسطح‌تر می‌شود که این امر نشان‌دهنده کاهش حساسیت عملکردی بنگاه به تلاطم‌های محیطی است. یافته‌های تکمیلی با استفاده از رویه جانسون-نیمن و آزمون‌های پایداری (مانند حذف گویه‌های نزدیک به پیامد)، بر استحکام این نقش تعدیل‌گری صحنه گذاشتند. همچنین، واکاوی ناهمگنی اثرات فاش ساخت که این قدرت ضربه‌گیری عمدتاً در شرکت‌های با مواجهه ارزی بالا متمرکز است؛ موضوعی که با منطق انتقال مالی شوک‌ها در بازارهای تحت تحریم کاملاً هم‌خوانی دارد. این نتایج به مدیران مالی یادآور می‌شود که در محیط‌های پرنوسان، انضباط نقدینگی و معماری ترانزنامه نه یک انتخاب، بلکه ضرورتی برای بقا و ثبات عملکردی است.

کلمات کلیدی: مدیریت ریسک مالی؛ شوک‌های بیرونی؛ ثبات عملکرد؛ تحلیل تعدیل‌گری؛ نوسانات اقتصادی جهانی.

مقدمه

تلاطم‌های اقتصاد جهانی دیگر صرفاً در قالب بحران‌های گذرا و مقطعی بر سرنوشت بنگاه‌ها سایه نمی‌اندازد، بلکه به مثابه جریانی مستمر، ساختار ریسک حاکم بر فضای کسب‌وکار را بازتعریف می‌کند. نوسانات مداوم در تقاضای بین‌المللی، نرخ کالاهای استراتژیک و دگرگونی در الزامات مالی بین‌المللی، فرآیندهای سودآوری، ظرفیت‌های تأمین مالی و الگوهای تخصیص سرمایه را عمیقاً تحت تأثیر قرار داده است. با تقویت پیوندهای مالی و زنجیره‌های تأمین فرامرزی، عملکرد بنگاه‌ها به شکلی فزاینده با نیروهای سیستماتیک برون‌زایی گره خورده است که از طریق چرخش جریان سرمایه و تکان‌های سیاستی بین‌المللی به بدنه اقتصاد ملی رسوخ می‌کنند (کالومیریس، عشق، و پریا، ۲۰۱۲). این اثرپذیری در بازارهای نوظهور به دلیل وجود اصطکاک‌های نهادی و عدم تقارن‌های اطلاعاتی، شدت بیشتری می‌یابد؛ چرا که نارسایی‌های ساختاری، توانایی شرکت‌ها را در جذب شوک‌های بیرونی تحلیل برده و بی‌ثباتی‌های جهانی را مستقیماً به نوسانات جریان نقدی و تضییق شرایط اعتباری پیوند می‌زند (پیکانی، سرگلزایی، و اوپرین-استن، ۲۰۲۵). در چنین بستری، پرسش محوری تحقیق بر میزان اهمیت این نوسانات متمرکز نیست، بلکه بر شناسایی و تحلیل قابلیت‌های مالی درون‌سازمانی استوار است که می‌توانند به عنوان سپری دفاعی، از تبدیل تلاطم‌های محیطی به اختلالات عملکردی جلوگیری کنند. در این چارچوب، مدیریت ریسک مالی (FRM) کلیدی‌ترین سازوکاری است که انتظار می‌رود نقش ضربه‌گیر را در برابر نوسانات ایفا نماید. مدیریت ریسک مالی را نباید صرفاً به عنوان یک واحد اجرایی در ساختار خزانه‌داری نگریست، بلکه باید آن را به مثابه یک نظام حکمرانی یکپارچه درک کرد که وظیفه شناسایی، سنجش و تعدیل مواجهه‌های مخاطره‌آمیز در حوزه‌های نقدینگی، بازار و اعتبار را بر عهده دارد (طریقی، زیمن، شیخ، و صایرانی، ۲۰۲۴). از منظر تئوریک، استقرار یک نظام کارآمد مدیریت ریسک می‌تواند با تثبیت جریان‌های نقدی و صیانت از سطح نقدشوندگی، احتمال وقوع تنگناهای مالی و پدیده کم‌سرمایه‌گذاری ناشی از شوک‌های بیرونی را به حداقل برساند. با این وجود، اثربخشی مدیریت ریسک مالی پدیده‌های خودکار یا تضمین‌شده نیست؛ بلکه ارزش‌افزوده این کارکرد به شدت تحت تأثیر بافت نهادی، هزینه ابزارهای پوشش ریسک و میزان نفوذ استراتژیک این نظام در فرآیندهای تصمیم‌گیری سازمان است. به عبارت دیگر، مدیریت ریسک تنها زمانی می‌تواند حافظ عملکرد بنگاه باشد که از سطح یک اقدام تشریفاتی فراتر رفته و به بخشی جدایی‌ناپذیر از فرهنگ سازمانی و ساختار حکمرانی بدل شود. بستر اقتصادی ایران، اتمسفری چالش‌برانگیز و در عین حال غنی برای واکاوی فرضیه نقش ضربه‌گیر در مدیریت مالی فراهم می‌آورد. به عنوان یک اقتصاد نوظهور وابسته به درآمدهای نفتی، ایران نه تنها تحت تأثیر نوسانات ادواری بازارهای جهانی کالا و ناترازی‌های مالی بین‌المللی قرار دارد، بلکه به‌طور مستمر با تلاطم‌های کلان-مالی برآمده از محدودیت‌های تحریمی و بی‌ثباتی‌های لجام‌گسیخته در بازار ارز دست و پنجه نرم می‌کند (عبدالشاه، مشیری، و ورثینگتون، ۲۰۲۱، شکوری، عباسی، و پیکارجو، ۲۰۲۵). برای شرکت‌های بورسی، این عدم قطعیت‌ها از مجاری کاملاً ملموس نظیر نوسان در جریان درآمدهای عملیاتی، بهای تمام‌شده نهاده‌ها تحت تأثیر نرخ ارز، و تغییر در سطح نقدشوندگی و دسترسی به منابع مالی، عملکرد بنگاه را تحت‌الشعاع قرار داده و کارایی پروژه‌های سرمایه‌گذاری را با تردید مواجه می‌سازد. از منظر تحلیلی، آنچه بازار ایران را متمایز می‌کند، درهم‌تنیدگی شوک‌های جهانی با محدودیت‌های ساختاری داخلی است که می‌تواند اثرات برون‌زا را تشدید یا دچار دگردیسی نماید. این تعاملات پیچیده، آزمایشگاهی ایده‌آل برای آزمون این مسئله است که آیا نظام‌های مدیریت ریسک مالی (FRM) در سطح خرد، توانایی کاهش حساسیت عملکرد بنگاه به تکان‌های محیطی را دارند یا خیر؛ آن هم در فضایی که بی‌ثباتی نه یک پدیده گذرا، بلکه مؤلفه‌ای پایدار در پارادایم اقتصادی کشور محسوب می‌شود. پیشینه پژوهش مؤید این دیدگاه است که استقرار سازوکارهای FRM در شرایط عدم قطعیت بالا، می‌تواند به عنوان یک قابلیت استراتژیک برای تثبیت وضعیت مالی بنگاه عمل کند. شواهد تجربی نشان می‌دهند شرکت‌هایی که از

ساختارهای بلوغ یافته مدیریت ریسک بهره می‌برند، نوسان‌پذیری کمتری در سودآوری تجربه کرده و در برابر شوک‌های کلان-مالی تاب‌آوری بیشتری از خود نشان می‌دهند (بوتا، شیخ، و منیر، ۲۰۲۱). در واقع، مدیریت ریسک مالی را می‌توان نوعی ظرفیت انطباقی قلمداد کرد که به مدیران اجازه می‌دهد در دوره‌های رکود یا بحران، سیاست‌های مالی را به گونه‌ای تنظیم کنند که تداوم راهبردی سازمان حفظ شود (امیری، تربتی، و عباس زاده، ۲۰۲۵). با این حال، در بازارهای نوظهور نباید در تعمیم این نتایج دچار خوش‌بینی مفرط شد. در فضایی که ابزارهای مشتقه و نوآوری‌های مالی محدود بوده و ساختار سرمایه تحت فشار تنگناهای نهادی است، مدیریت ریسک بیش از آنکه بر ابزارهای پوشش ریسک خارجی استوار باشد، به طراحی ترازنامه و ایجاد سپرده‌های نقدینگی داخلی وابسته است؛ موضوعی که اثربخشی این نظام را به شدت تحت تأثیر کیفیت حکمرانی شرکتی و دسترسی به منابع مالی قرار می‌دهد (مرادی، آپولونی، زیمون، طریقی، و کمالی، ۲۰۲۱). این مسئله صرفاً یک نکته فنی نیست، بلکه تعیین‌کننده این واقعیت است که آیا FRM می‌تواند به طور واقعی انتقال شوک‌های بیرونی را سد کند یا خود در بن‌بست‌های معماری مالی کشور محدود می‌ماند. برای اعتبارسنجی نقش ضربه‌گیر در مدیریت ریسک مالی، مواجهه با یک واقعیت تجربی گریزناپذیر است: اثرگذاری تلاطم‌های جهانی بر عملکرد بنگاه‌ها به ندرت به صورت خطی و مستقیم رخ می‌دهد. این فرآیند از یک سو تحت تأثیر متغیرهای کلان اقتصادی داخلی، نظیر نرخ تورم و سیاست‌های پولی، و از سوی دیگر متأثر از ویژگی‌های بنیادین بنگاه همچون اندازه، ساختار سرمایه و کیفیت حکمرانی شرکتی است (طریقی، حسینی، و اکبری، ۲۰۲۳، دلار و هالوارد-دریمیر، ۲۰۰۵). از این منظر، هرگونه استنباط علمی مستلزم رعایت دو پیش‌شرط کلیدی است؛ نخست آنکه تحلیل حساسیت عملکرد نسبت به شوک‌های بیرونی باید با در نظر گرفتن متغیرهای کنترلی کلان و ناهمگنی‌های ذاتی شرکت‌ها انجام پذیرد. دوم، نباید از پدیده درون‌زایی غافل شد؛ چرا که شرکت‌های مجهز به نظام‌های FRM پیشرفته ممکن است از نظر ویژگی‌های ساختاری تسهیل‌کننده تاب‌آوری، تفاوت‌های سیستماتیک با سایر بنگاه‌ها داشته باشند. بنابراین، چالش تجربی اصلی این است که اثبات شود آیا FRM واقعاً قادر است مکانیسم انتقال شوک بیرونی به پیامد عملکردی را دگرگون سازد یا صرفاً با سطوح بالاتری از عملکرد همبستگی دارد. در چنین چارچوب تحلیلی، پرسش محوری این پژوهش بر یک هدف آزمون‌پذیر متمرکز شده است: آیا مدیریت ریسک مالی مستحکم، با لحاظ کردن شرایط محیطی اقتصاد ایران و ویژگی‌های اختصاصی هر شرکت، می‌تواند حساسیت عملکرد بنگاه‌های بورسی را نسبت به نوسانات اقتصاد جهانی به طور معناداری تقلیل دهد؟ تمرکز بر این نقش تعدیل‌گر، یعنی نگرستن به FRM در مقام یک ضربه‌گیر استراتژیک، از آن رو برگزیده شده که هم با مبانی نظری همخوانی دارد و هم برای اتخاذ تصمیمات مدیریتی در بازارهای پریسک، از بیشترین اهمیت کاربردی برخوردار است. از نظر متدولوژی، این مطالعه از دستاوردهای نوین در مدل‌سازی پویای ریسک و رویکردهای تحلیل حساسیت بهره می‌گیرد تا پیوند میان مواجهه‌های ریسکی، واکنش‌های مدیریتی و پیامدهای نهایی را در بستری از عدم قطعیت‌های زمانی تبیین کند (ایرانی، الحدود، و گوکمنوغلو، ۲۰۲۵، الدیمات و بین، ۲۰۲۵). هدف نهایی ما سنجش این واقعیت است که آیا در شرکت‌هایی با مدیریت ریسک قوی‌تر، واکنش‌های عملکردی به تکانه‌های نامطلوب بین‌المللی به‌طور سیستماتیک تعدیل می‌شود یا خیر.

مرور ادبیات

نوسانات اقتصاد جهانی از منظر تحلیل‌های سطح بنگاه، متغیرهای برون‌زای پویایی هستند که از مجرای قیمت‌های فرامرزی، نقدشوندگی بین‌المللی و زنجیره‌های تجاری، ساختار مالی شرکت‌ها را بازتعریف می‌کنند. در ادبیات مدرن، این تحولات در قالب تغییرات کلان-مالی طبقه‌بندی می‌شوند که از طریق وابستگی‌های تجاری و جهش‌های ارزی به پیکره اقتصادهای نوظهور تزریق می‌گردند (السدان و همکاران، ۲۰۲۵، الوادی و همکاران، ۲۰۲۴). در بستر ایران، علاوه بر

بی‌ثباتی درآمدهای نفتی و نرخ ارز، اختلالات ناشی از تحریم‌ها متغیری میانجی و حیاتی است که با مسدودسازی مسیرهای تسویه مالی و محدودیت در ابزارهای تأمین مالی تجارت، فضای مانور مدیریتی را به شدت محدود کرده است (محمودی و عربی، ۲۰۲۵؛ ابستفد، ۲۰۱۹؛ علی اصغر و رز، ۲۰۲۳). تمایز متدولوژیک میان محرک‌های جهانی (مانند قیمت نفت) و قیدهای ساختاری (تحریم‌ها) برای تدوین مدل‌های تجربی ضروری است؛ چرا که تحریم‌ها نه بخشی از چرخه تجاری، بلکه بستری تشدیدکننده هستند که فرآیند انتقال ریسک به بدنه مالی شرکت‌ها را دگرگون می‌کنند (علی اصغر و رز، ۲۰۲۳؛ الوادی و همکاران، ۲۰۲۴). ادبیات مالی، انتقال تکانه‌های بیرونی به نوسانات عملکردی را در سه مجرا تبیین می‌کند: کانال مالی (مواجهه ارزی و هزینه سرمایه)، کانال واقعی (تقاضا و بهای نهاده‌ها) و کانال رفتاری (ادراک ریسک و تمایلات سرمایه‌گذاری) (ریاد و همکاران، ۲۰۲۲؛ نصیریانی، ۲۰۲۴؛ محمدی و عربی، ۲۰۲۵؛ ایرانی و همکاران، ۲۰۲۵). در بازارهای نوظهور، وابستگی متقابل بازارهای سرمایه و ارز این اثرات را تشدید کرده و تفکیک میان محرک‌های برون‌زا و مکانیسم‌های انتشار داخلی را به ضرورتی متدولوژیک تبدیل می‌کند (احمدیان‌یزدی و همکاران، ۲۰۲۵). در این راستا، آزمون نقش تعدیل‌گر مدیریت ریسک مستلزم تمرکز بر ثبات عملکرد فراتر از سودآوری صرف است. با توجه به محدودیت‌های ساختاری در بازارهای نوظهور، پایداری در محیط‌های متلاطم اهمیتی دوچندان می‌یابد (پیکانی و همکاران، ۲۰۲۵). در دوران آشفتگی، استراتژی‌های تداوم بر توسعه ارجحیت یافته و شاخص‌های پایداری جریان نقدی با مفهوم تاب‌آوری سازگارترند (خان و همکاران، ۲۰۲۵). شواهد در محیط‌های تحت تحریم نیز مؤید آن است که مدیریت منضبط نقدینگی، پیامدهای مطلوب‌تری در دوره‌های فشار سیستماتیک به همراه دارد (احمدیان و ولی‌پورپاشا، ۲۰۲۵). بر این اساس، عملکرد در این پژوهش در دو بُعد سطح و ثبات عملیاتی می‌شود تا کارآمدی مدیریت ریسک مالی به مثابه سازوکاری درونی در بازتنظیم رابطه میان تکانه‌های برون‌زا و پیامدهای عملکردی سنجیده شود. آل‌اصغر و رز (علی اصغر و رز، ۲۰۲۳) مدیریت ریسک مالی را فراتر از انتخاب ابزارهای مالی ساده، یک نظام سازمانی منسجم شامل سیاست‌ها و کنترل‌های نهادینه می‌دانند که اهمیت آن در زمان بروز چالش در مجاری تجارت و تأمین مالی دوچندان می‌شود. ریاد و همکاران (ریاد و همکاران، ۲۰۲۲) نیز این مفهوم را طیفی از اقدامات استراتژیک، از به‌کارگیری مشتقات تا مدیریت فعالانه ترانزنامه، تعریف می‌کنند که هدف غایی آن تثبیت جریان‌های نقدی و صیانت از سرمایه در گردش است. در محیط‌های متلاطم، سطح بلوغ این نظام، تعیین‌کننده توانایی بنگاه در حفظ ظرفیت‌های تأمین مالی داخلی و پرهیز از واکنش‌های هزینه‌زا است (طریقی و همکاران، ۲۰۲۴). این نگاه قابلیت‌محور، ضرورت استفاده از ابزار پرسشنامه را تبیین می‌کند؛ چرا که انضباط در شناسایی ریسک و پویایی پایش، لزوماً از داده‌های خام مالی قابل استخراج نیستند (ریاد و همکاران، ۲۰۲۲؛ طریقی و همکاران، ۲۰۲۴). منطلق ضربه‌گیری این ارکان در قالب فرضیه تعدیل‌گری تبلور می‌یابد. الودعی و همکاران (الوادی و همکاران، ۲۰۲۵)، استدلال می‌کنند که یک نظام مدیریت ریسک مالی قدرتمند، از طریق ارتقای انعطاف‌پذیری مالی، اثرات مخرب شوک‌های بیرونی را به حداقل می‌رساند. ریاد و همکاران (ریاد و همکاران، ۲۰۲۲)، و نصرانی (نصریانی، ۲۰۲۴)، نشان داده‌اند که پوشش ریسک نظام‌مند، همبستگی میان ریسک ارزی و نوسانات عملکردی را تضعیف کرده و به پایداری درآمدها در دوره‌های آشفتگی منجر می‌شود. با این حال، در بازارهایی با زیرساخت‌های ناقص، مدیریت ریسک باید به جای ابزارهای مشتقه خارجی، بر جایگزین‌های درونی نظیر ذخایر استراتژیک نقدینگی تمرکز کند (الوادی و همکاران، ۲۰۲۴). این موضوع در پژوهش بوساری (بوساری، ۲۰۲۵)، نیز منعکس شده است، جایی که سازوکارهای هموارسازی داخلی، تعیین‌کننده‌ترین عامل بقای بنگاه در زمان انقباض نقدینگی بین‌المللی محسوب می‌شوند. در این مطالعه، اقتصاد ایران به عنوان یک شرط مرزی (Boundary Condition) عمل می‌کند. مطالعات متمرکز بر وابستگی نفتی، اهمیت کانال‌های انتقال ریسک کالا را برجسته می‌کنند (محمودی و عربی، ۲۰۲۵)، در حالی که پژوهش‌های مربوط به تحریم، نشان می‌دهند چگونه تنگناهای بانکی با

محدودسازی پاسخ‌های مالی استاندارد، مدیریت مواجهه را دچار چالش می‌کنند (علی اصغر و رز، ۲۰۲۳). بر این اساس، مدیریت ریسک درونی از طریق انضباط در تطابق منابع و مصارف، نقشی حیاتی در تاب‌آوری ایفا می‌نماید (الوادی و همکاران، ۲۰۲۴). با توجه به تبیین وقیا (۲۰۱۹)، و احمدیان‌یزدی و همکاران (۲۰۲۵)، درباره پیچیدگی انتقال نرخ ارز، شرایط کلان داخلی نظیر تورم و سیاست‌های پولی باید به طور صریح کنترل شوند تا برآورد اثرات برون‌زا دچار تورش نشود (احمدیان و ولی‌پورپاشا، ۲۰۲۵). در نهایت، کنترل ویژگی‌های ساختاری بنگاه مانند اندازه، اهرم مالی و کیفیت حکمرانی برای اطمینان از اینکه اثر ضربه‌گیری به اشتباه ناشی از تفاوت‌های ذاتی در آسیب‌پذیری شرکت‌ها تلقی نشود، یک ضرورت متدولوژیک است (ریاد و همکاران، ۲۰۲۲، پیکانی و همکاران، ۲۰۲۵). بر این اساس، می‌توان در جدول چارچوب مفهومی، ساختاری فشرده و در عین حال روشن‌گر را برای هدایت مقاله صورت‌بندی کرد. در این مدل، متغیر مستقل تحت عنوان شرایط کلان-مالی جهانی و با تأکید بر الگوهای مواجهه خاص اقتصاد ایران (شامل مؤلفه‌های کالامحور و شاخص‌های نقدینگی بین‌المللی) تعریف می‌شود. در این میان، تحریم‌ها نه به عنوان بخشی از نوسانات عمومی، بلکه در مقام قیود تحمیلی برون‌زا لحاظ می‌گردند که اتمسفر انتقال ریسک را به طور بنیادین دگرگون می‌سازند (آلسادان و همکاران، ۲۰۲۵، الوادی و همکاران، ۲۰۲۴، علی اصغر و رز، ۲۰۲۳، محمودی و عربی، ۲۰۲۵). متغیر وابسته نیز عملکرد سازمانی است که با تکیه بر منطق تاب‌آوری، در دو بعد «سطح» و «ثبات» عملیاتی می‌شود تا بازتاب‌دهنده پایداری بنگاه در مواجهه با تلاطم‌ها باشد. نقش تعدیل‌گر محوری در این مدل بر عهده مدیریت ریسک مالی (FRM) است؛ سازه‌ای که به مثابه یک قابلیت یکپارچه در حوزه‌های ریسک نقدینگی، بازار و اعتبار مفهوم‌سازی شده است. در کنار این ارکان، شرایط کلان داخلی و ویژگی‌های بنیادین بنگاه نظیر اندازه، اهرم مالی و کیفیت حکمرانی به عنوان متغیرهای کنترلی وارد مدل می‌شوند تا برآورد حساسیت عملکرد، فارغ از سوگیری‌های ناشی از تفاوت‌های ساختاری، قابل تفسیر باشد. این ساختار، حلقه اتصال میان نظریه و سنجش تجربی است و مشخص می‌کند که کدام ابعاد مدیریت ریسک (به ویژه مواردی که در داده‌های صورت‌های مالی مکتوم می‌مانند) باید از طریق پرسشنامه استخراج شوند.

جدول (۱): تبیین ابعاد مفهومی، مبانی نظری و چارچوب عملیاتی‌سازی سازه‌های پژوهش

مؤلفه در چارچوب	سازه پژوهش	تعریف مفهومی و عملیاتی	پشتوانه نظری	دلالت در پیوند با پرسشنامه
محرك برون‌زا	شرایط کلان-مالی جهانی (سازه مستقل)	متغیرهای سیستمی فرامرزی شامل نوسانات بازارهای جهانی کالا و نقدینگی بین‌المللی که اتمسفر سودآوری و تأمین مالی بنگاه را باز تعریف می‌کنند.	Alsadan et al. (2025); Alwadeai et al. (2024); & Mahmoudi Arabi (۲۰۲۵)	فاقد سنجش پرسشنامه‌ای؛ مبانی برآورد حساسیت عملکرد در مدل‌های اقتصادسنجی.
قید ساختاری انتقال	اختلالات ناشی از تحریم (قید محیطی)	محدودیت‌های تحمیلی بر سازوکارهای تجارت و مالی بین‌المللی که با مسدود کردن مسیرهای تسویه، شدت و جهت سرریز شوک‌ها را تغییر می‌دهند.	Rose & Aliasghar (2023); Wqya (2019); Alwadeai et al. (۲۰۲۴)	تبیین‌گر بستر مقید تحقیق و ضرورت اتکا به قابلیت‌های ضربه‌گیر درونی (FRM).

معماری انتقال	مجاری سرریز شوک (سازوکارها)	سه مسیر انتقال شامل مجرای مالی (نقدینگی و اعتبار)، واقعی (تقاضا و بهای نهاده) و رفتاری (ادراک ریسک و احساسات بازار).	Reyad et al. (2022); Nasriani (2024); Irani et al. (۲۰۲۵)	راهنمای غیرمستقیم در طراحی گویه‌ها جهت پوشش حوزه‌های ریسک متناظر با این مجاری.
پیامد استراتژیک	عملکرد سازمانی (سازه وابسته)	خروجی‌های مالی بنگاه در دو بُعد سطح (سودآوری) و «ثبات» (پایداری جریان نقدی و تاب‌آوری تحت ناطمینانی).	Peykani et al. (2025); Khan et al. (2025); & Ahmadyan Valipourpasha (۲۰۲۵)	سنجش از طریق داده‌های آرشیوی بورس؛ پرسشنامه می‌تواند ادراک مدیران از ثبات را رصد کند.
سازوکار ضربه‌گیر	مدیریت ریسک مالی (متغیر تعدیل‌گر)	نظام یکپارچه رویه‌ها و کنترل‌های نهادینه در حوزه‌های نقدینگی، بازار و اعتبار که با هدف تعدیل حساسیت عملکرد به شوک‌های بیرونی مستقر می‌شود.	Rose & Aliasghar (2023); Reyad et al. (2022); Tarighi et al. (2024); Nasriani (۲۰۲۴)	سازه اصلی پرسشنامه؛ گویه‌ها بر انضباط شناسایی، پایش مستمر و استقرار سیاست‌های پوشش ریسک متمرکزند.
محیط شرط‌گذار داخلی	شرایط کلان اقتصادی داخلی (متغیر کنترل)	متغیرهای تورمی و پولی ملی که شدت انتقال نوسانات جهانی به فشارهای نقدینگی و عملیاتی بنگاه را تعیین می‌کنند.	& Ahmadyan Valipourpasha (2025); Alwadeai et al. (2024); Wqya (۲۰۱۹)	فاقد سنجش پرسشنامه‌ای؛ متغیرهای کنترلی جهت تفکیک اثر شوک بیرونی از پویایی‌های داخلی.
ناهمگنی ساختاری	ویژگی‌های بنگاه (متغیر کنترل)	عوامل ذاتی شرکت نظیر اندازه، اهرم مالی و کیفیت حکمرانی که بر میزان مواجهه با ریسک و ظرفیت استقرار FRM اثرگذارند.	Reyad et al. (2022); Peykani et al. (۲۰۲۵)	در قالب متغیرهای کنترل در مدل لحاظ می‌شوند تا اثر تعدیل‌گری مدیریت ریسک خالص‌سازی شود.

روش تحقیق

این پژوهش با کاربردی یک طرح مقطعی در سطح بنگاه، به دنبال واکاوی این مسئله راهبردی است که آیا قابلیت‌های مدیریت ریسک مالی (FRM) می‌تواند حساسیت ثبات عملکرد را در مواجهه با تکانه‌های کلان‌مالی برون‌زا تعدیل نماید یا خیر. جامعه آماری مطالعه شامل شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران است؛ انتخاب این بستر از آن جهت حائز اهمیت است که این بنگاه‌ها تحت الزامات گزارشگری و حاکمیت شرکتی همسانی فعالیت کرده و به شکلی نظام‌مند از مجاری تأمین مالی، نوسانات نرخ ارز و تحولات بهای نهاده‌ها در معرض تلاطم‌های محیطی قرار دارند. این ویژگی، بستر تجربی منسجمی را برای مقایسه ظرفیت‌های مدیریت ریسک میان بنگاه‌های مختلف فراهم می‌سازد. در

فرایند نمونه‌گیری، واحد مشاهده شرکت تعریف شده و برای تضمین اعتبار داده‌ها، جمع‌آوری اطلاعات منحصرأ از مطلعین کلیدی واجد صلاحیت در بدنه مالی سازمان صورت گرفته است. پاسخ‌دهندگان به طور هدفمند از میان مدیران ارشد مالی (CFO)، مدیران امور مالی، رؤسای خزانه‌داری یا مدیران ریسک انتخاب شدند؛ چرا که سنجش رویه‌ها و انضباط‌های اجرایی نظیر الگوهای پیش‌بینی جریان نقدی، آزمون‌های فشار، مدیریت سقف‌های مواجهه و پروتکل‌های تأمین مالی اضطراری، فراتر از داده‌های ثانویه بوده و تنها از طریق ارزیابی عمیق درونی کارکرد مالی امکان‌پذیر است. گردآوری داده‌ها با رویکردی ترکیبی (حضور و مکاتبه‌ای) انجام شد که در نهایت منجر به تشکیل یک نمونه تحلیلی شامل ۲۸۶ پرسشنامه کامل گردید. این حجم نمونه، توان آماری لازم را برای اجرای تحلیل عاملی تأییدی ترتیبی با ۳۲ نشانگر و برآورد رگرسیون‌های تعاملی با استفاده از استنباط مقاوم فراهم می‌آورد. سازه مدیریت ریسک مالی در این مطالعه با استفاده از یک ابزار ساختاریافته ۳۲ گویه‌ای عملیاتی شده است که FRM را به مثابه یک قابلیت یکپارچه در چهار مرحله تکاملی بازنمایی می‌کند: نخست، حساس‌سازی و چارچوب‌بندی شرایط بیرونی (Q1-Q8)؛ دوم، ارزیابی و کمی‌سازی مواجهه (Q9-Q16)؛ سوم، تصمیم‌گیری و اجرای اقدامات واکنشی (Q17-Q24)؛ و در نهایت، پیش‌یادگیری و نهادینه‌سازی در ساختار حکمرانی (Q25-Q32). سنجش هر گویه بر مبنای مقیاس پنج‌درجه‌ای لیکرت تنظیم شد، با این ملاحظه کلیدی که پاسخ‌ها به رویه‌های معمول در سه سال اخیر ارجاع داده شوند؛ این رویکرد کمک می‌کند تا ارزیابی‌ها از رخدادهای مقطعی فاصله گرفته و بر انضباط ساختاریافته سازمانی متمرکز شود. جهت ارتقای دقت ابزار، سه گویه (Q8، Q16 و Q31) به‌طور معکوس تدوین و بازکدگذاری شدند تا نمرات بالاتر به‌طور سازگاری منعکس‌کننده قابلیت‌های قوی‌تر در مدیریت ریسک باشند. متغیرهای هسته‌ای پژوهش شامل شاخص پیوسته شدت شوک بیرونی (Shock) و سنجه ثبات عملکرد (PerfStab) است که در کنار متغیرهای کنترلی اندازه، اهرم مالی و کیفیت حکمرانی (Size, Leverage, Governance) وارد مدل شدند. تمامی این متغیرها پیش از ورود به معادلات رگرسیونی استانداردسازی شدند تا امکان تفسیر جملات تعاملی بر حسب تغییرات در واحدهای انحراف معیار فراهم گردد. تمامی مراحل تحلیل در محیط نرم‌افزار R انجام شد. پایایی ابزار در دو سطح ابعاد چهارگانه و کل مقیاس با استفاده از آلفای کرونباخ و برآوردگرهای مکمل ترتیبی در جدول ۳ تأیید شد. جهت اعتبارسنجی ساختار، تحلیل عاملی تأییدی (CFA) با بهره‌گیری از برآوردگر WLSMV اجرا گردید تا تطابق چهار عامل نهفته با مراحل نظری ابزار احراز شود. همچنین برای پیش‌سوگیری روش مشترک (CMB)، برازش مدل چهارعاملی در برابر جایگزین تک‌عاملی مقایسه شد که نتایج برتری قاطع مدل تفکیک‌شده را نشان داد. در نهایت، برای آزمون فرضیات، نمره اصلی FRM بر پایه نمره‌های عاملی استخراج شد. به منظور سنجش پایداری یافته‌ها، دو شیوه عملیاتی‌سازی جایگزین (شامل حذف گویه Q32 مربوط به تاب‌آوری) نیز طراحی گردید تا از عدم وابستگی نتایج به شیوه نمره‌گذاری و سلامت توزیع داده‌ها اطمینان کامل حاصل شود.

آزمون تجربی اصلی در این پژوهش بر این پرسش بنیادین استوار است که آیا مدیریت ریسک مالی (FRM) می‌تواند رابطه میان تکانه‌های بیرونی و ثبات عملکرد بنگاه را تعدیل نماید یا خیر. بدین منظور، مدل رگرسیونی ثبات عملکرد بر شدت شوک، قابلیت‌های FRM، اثر متقابل این دو و متغیرهای کنترلی استانداردشده (شامل اندازه، اهرم مالی و کیفیت حکمرانی) برازش شد. در فرآیند استنباط آماری، جهت مواجهه با چالش ناهمسانی واریانس، از خطاهای معیار مقاوم نوع HC3 استفاده گردید. تحلیل با برآورد مدل پایه آغاز و در گام بعد با مدل واجد جمله تعاملی مقایسه شد تا سهم افزایشی این تعامل در توان تبیین مدل (ΔR^2) مشخص گردد. برای درک دقیق‌تر مکانیسم تعدیل‌گری، اثرات حاشیه‌ای شوک بر ثبات عملکرد در سه سطح مدیریت ریسک (یک انحراف معیار پایین‌تر از میانگین، میانگین و یک انحراف معیار بالاتر) محاسبه شد. افزون بر این، با به‌کارگیری روش جانسون-نیمن، محدوده‌ای از FRM که در آن اثر شرطی شوک

بر عملکرد از منظر آماری معنادار باقی می‌ماند، شناسایی و در قالب جداول و نمودارهای تفسیری ارائه گردید. استحکام یافته‌های پژوهش از طریق بازبرآورد مدل تعدیل‌گری با دو تعریف جایگزین از سازه FRM مورد ارزیابی قرار گرفت و ثبات ضرایب تعامل و بازه‌های اطمینان در این سناریوها با یکدیگر مقایسه شد. در نهایت، سازوکار ضربه‌گیری تحت یک شرط مرزی تئوریک، یعنی میزان مواجهه ارزی بنگاه، مورد واکاوی قرار گرفت. مواجهه ارزی در سه سطح (کم، متوسط و زیاد) طبقه‌بندی و ناهمگنی اثرات با دو رویکرد آزمون شد: نخست، برآورد مجزای مدل برای زیرنمونه‌های با مواجهه بالا و پایین؛ و دوم، برازش یک مدل تجمیعی با تعامل سه‌گانه ($\text{Shock} \times \text{FRM} \times \text{FX_high}$) جهت آزمون مستقیم تفاوت معنادار در قدرت ضربه‌گیری مدیریت ریسک در مرزهای مختلف مواجهه ارزی. نتایج این واکاوی ناهمگنی در بخش یافته‌ها مستند شده است. تحلیل داده‌ها در محیط R با بازبینی دامنه پاسخ‌ها و کدگذاری ترتیبی ۳۲ گویه مدیریت ریسک مالی (FRM) آغاز شد. برای مستندسازی ویژگی‌های ساختاری نمونه و ارزیابی ریسک هم‌خطی، آمار توصیفی و ماتریس هم‌بستگی متغیرهای اصلی (شوک، ثبات عملکرد و متغیرهای کنترلی) استخراج گردید. پایایی ابزار در دو سطح ابعاد چهارگانه و کل مقیاس با استفاده از آلفای کرونباخ و برآوردگرهای ترتیبی تأیید شد. جهت اعتبارسنجی ساختار سنجش، تحلیل عاملی تأییدی (CFA) با برآوردگر WLSMV اجرا گردید که برازش مناسب مدل چهارعاملی و روایی همگرایی ابعاد را احراز کرد. همچنین، برای پایش سوگیری روش مشترک (CMB)، مدل چهارعاملی در برابر جایگزین تک‌عاملی آزمون شد که نتایج، برتری قاطع مدل تفکیک‌شده و روایی متمایز سازه‌ها را نشان داد. آزمون فرضیه اصلی بر پایه مدل رگرسیونی با خطاهای معیار مقاوم (HC3) بنا شد تا نقش تعدیل‌گر FRM در رابطه میان شوک بیرونی و ثبات عملکرد سنجیده شود. در این راستا، اثرات حاشیه‌ای شوک در سه سطح مدیریت ریسک محاسبه و با استفاده از روش جانسون-نیمن، آستانه معناداری اثر شرطی شوک تعیین گردید. برای تضمین استحکام یافته‌ها، مدل با تعریف‌های جایگزین از سازه FRM (شامل حذف گویه تاب‌آوری و استفاده از میانگین زیرمقیاس‌ها) بازبرآورد شد. در نهایت، ناهمگنی اثر ضربه‌گیری تحت شرط مرزی مواجهه ارزی واکاوی گردید. این تحلیل از طریق برآورد مدل در زیرنمونه‌های مواجهه بالا و پایین و اجرای رگرسیون با تعامل سه‌گانه ($\text{Shock} \times \text{FRM} \times \text{FX_high}$) انجام شد تا تفاوت معنادار کارکرد FRM در مرزهای مختلف ریسک ارزی مشخص شود. این رویکرد سیستماتیک، بستری صلب برای تفسیر مدیریت ریسک مالی به عنوان یک مکانیسم ضربه‌گیر در برابر تلاطم‌های جهانی فراهم آورد.

نتایج

تحلیل توصیفی گویه‌های مربوط به سازه مدیریت ریسک مالی (FRM) نشان می‌دهد که تمامی ۳۲ شاخص در محدوده استاندارد مقیاس لیکرت (۱ تا ۵) قرار داشته و هیچ‌گونه داده‌پرت یا خارج از دامنه‌ای در این بخش مشاهده نشده است. مطابق با پروتکل‌های روش‌شناختی، گویه‌های هشتم، شانزدهم و سی‌ودوم که ماهیتی معکوس داشتند، با استفاده از فرمول ($X - 6$) بازکدگذاری شدند تا جهت‌گیری آن‌ها با سایر مؤلفه‌ها همسو شود. بررسی ضرایب همبستگی پس از این انتقال، صحت فرآیند را تأیید کرد؛ به طوری که گویه هشتم اصلاح‌شده با بلوک نخست (ضریب ۲۶۷.۰ تا ۳۲۹.۰)، گویه شانزدهم با بلوک دوم (ضریب ۱۵۰.۰ تا ۳۳۸.۰) و گویه سی‌ودوم با بلوک نهایی (ضریب ۲۲۳.۰ تا ۳۵۵.۰) همبستگی مثبت و معناداری نشان دادند. عدم بروز ناسازگاری در علامت ضرایب پس از بازکدگذاری، گویای دقت در کدگذاری داده‌ها و انسجام درونی ابزار سنجش است. ساختار نمونه آماری که در شکل ۱ ترسیم شده است، حکایت از غلبه پاسخ‌دهندگانی دارد که به طور مستقیم در کانون‌های تصمیم‌گیری مالی و مدیریت ریسک قرار دارند. مدیران ارشد مالی (CFO) و مدیران امور مالی با سهمی ۷۲.۱ درصدی، بدنه اصلی نمونه را تشکیل می‌دهند و مابقی ظرفیت نمونه به مدیران ریسک، رؤسای خزانه‌داری و سایر پست‌های راهبردی اختصاص یافته است. از منظر تجربه حرفه‌ای، توزیع سابقه تصدی در بازه‌های مختلف (به‌ویژه تمرکز ۳۷.۸ درصدی در بازه ۲ تا ۵ سال) نشان‌دهنده پویایی نمونه در مواجهه با

چرخه‌های اخیر بازار است. همچنین، تنوع بخشی بنگاه‌ها شامل بخش‌های تولیدی، معدنی، پتروشیمی و خدماتی، امکان تعمیم‌پذیری یافته‌ها را افزایش داده است. نکته حایز اهمیت در این بخش، ناهمگنی مشهود در میزان مواجهه ارزی صنایع مختلف است؛ به طوری که بخش پتروشیمی و انرژی با ۴۱.۴ درصد مواجهه بالا در صدر قرار دارد، در حالی که بخش خدمات کمترین حساسیت ارزی را گزارش کرده است. این تفاوت در ساختار مواجهه، بستری غنی برای آزمون‌های تعدیل‌گری و تحلیل‌های حساسیت فراهم می‌آورد، چرا که نشان می‌دهد اثرگذاری شوک‌های بیرونی بر تمامی صنایع به یک میزان و از کانال‌های یکسان عبور نمی‌کند. نتایج آمار توصیفی و ماتریس همبستگی متغیرهای پیوسته در جدول ۲، پیش‌نیازهای لازم برای ورود به مدل‌سازی علی را تأیید می‌کند. متغیرهای شوک و ثبات عملکرد پراکندگی مناسبی برای تحلیل‌های رگرسیونی نشان می‌دهند. جهت‌گیری همبستگی‌ها نیز با مبانی نظری همسو است؛ به طوری که شوک‌های بیرونی با ثبات عملکرد رابطه منفی (-۰.۴۰۰) برقرار کرده‌اند. همچنین، ثبات عملکرد با اهرم مالی رابطه معکوس و با کیفیت حکمرانی رابطه مثبت نشان می‌دهد، در حالی که همبستگی ضعیف میان متغیرهای کنترلی (نظیر اندازه، اهرم و حکمرانی) احتمال بروز پدیده هم‌خطی را منتفی می‌سازد. این ساختار داده‌ای اطمینان می‌دهد که برآوردهای مربوط به نقش تعدیل‌گر مدیریت ریسک مالی در مراحل بعدی، ناشی از تعاملات واقعی میان متغیرهاست و تحت تأثیر تداخل‌های مکانیکی متغیرهای کنترلی قرار ندارد.

جدول (۲): آمار توصیفی و همبستگی متغیرهای پیوسته (N = 286)

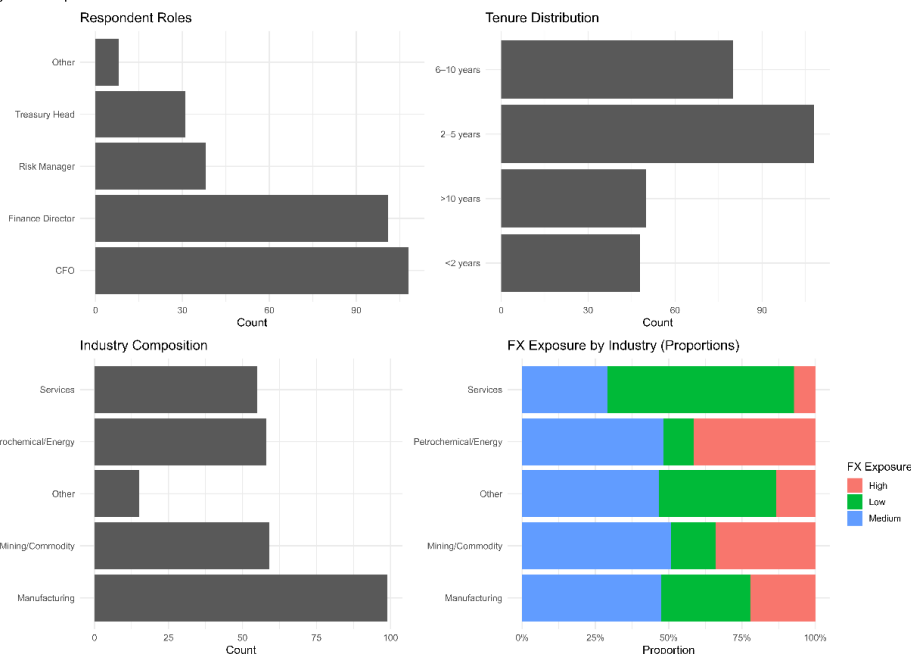
پنل A آمار توصیفی

متغیر	میانگین	انحراف معیار	کمینه	بیشینه	ضریب چولگی	ضریب کشیدگی
شوک (Shock)	-۰.۰۰۷	۰.۹۹۷	-۲.۸۱۱	۲.۸۰۱	۰.۱۵۴	-۰.۱۴۷
ثبات عملکرد (PerfStab)	-۰.۰۵۵	۰.۹۷۹	-۳.۳۴۵	۲.۷۲۸	-۰.۱۴۹	۰.۱۷۲
اندازه شرکت (Size)	-۰.۰۷۰	۰.۹۷۷	-۳.۲۳۳	۲.۱۴۹	-۰.۱۲۵	-۰.۱۲۴
اهرم مالی (Leverage)	-۰.۰۵۹	۰.۹۳۹	-۲.۹۷۳	۲.۲۳۳	-۰.۲۳۶	-۰.۱۱۷
حکمرانی (Governance)	-۰.۰۱۶	۰.۹۹۴	-۳.۳۷۶	۳.۳۷۸	-۰.۱۲۱	۰.۸۰۸

پنل B همبستگی‌ها (پیرسون)

شوک	ثبات عملکرد	اندازه شرکت	اهرم مالی	حکمرانی
شوک (Shock)	۱.۰۰۰	-۰.۴۰۴	۰.۰۲۷	۰.۰۴۵
ثبات عملکرد (PerfStab)	-۰.۴۰۴	۱.۰۰۰	-۰.۲۶۴	۰.۱۵۵
اندازه شرکت (Size)	۰.۰۵۸	۰.۰۵۵	۱.۰۰۰	-۰.۰۲۱
اهرم مالی (Leverage)	۰.۰۲۷	-۰.۲۶۴	-۰.۰۳۸	۱.۰۰۰
حکمرانی (Governance)	۰.۰۴۵	۰.۱۵۵	-۰.۰۲۱	-۰.۰۱۸

Figure 1. Sample Structure Overview



شکل (۱): نمای کلی ساختار نمونه (N = 286). توزیع نقش و سابقه پاسخ دهندگان؛ ترکیب صنعتی شرکت‌ها؛ و نسبت‌های مواجهه ارزی به تفکیک صنعت.

کیفیت سنجش و کفایت اندازه‌گیری سازه مدیریت ریسک مالی (FRM)

آزمون فرضیه کارکرد ضربه‌گیر مستلزم اطمینان از کفایت ابزار ۳۲ گویه‌ای مدیریت ریسک مالی (FRM) در بازنمایی تفکیک‌پذیر ساحت‌های چهارگانه نظری است. یافته‌های جدول ۳ مؤید انسجام درونی مطلوب ابزار است؛ به طوری که آلفای کرونباخ ابعاد (۰.۷۷۴ تا ۰.۸۱۳) و آلفای کل مقیاس (۰.۹۰۴) در کنار ثبات رتبه‌بندی برآوردهای اُمگا و آلفای ترتیبی، نشان‌دهنده ساختار هم‌نوسانی واقعی گویه‌ها در محیط مدیریت مالی است. همچنین، نتایج تحلیل عاملی تأییدی با برآوردگر WLSMV (جدول ۴) و شاخص SRMR معادل ۰.۰۴۸۲، علی‌رغم میل شاخص‌های CFI و TLI به مقادیر حدی، حاکی از برازش مناسب مدل و کمینه بودن خطاهای باقیمانده است که بازنمایی صادقانه ساختار چهارعاملی را تضمین می‌کند. واکاوی بارهای عاملی در سطح گویه (شکل ۲) نشان می‌دهد بعد حساس‌سازی بر پایه مؤلفه‌های Q1 و Q2 و بعد ارزیابی بر گویه‌های Q12 و Q15 استوار است. در لایه اجرا، پیش‌بینی غلتان جریان نقدی و مدیریت تحلیلی ذخایر نقدینگی بیشترین سهم تبیین‌کنندگی را دارند، در حالی که در حوزه پایش و حکمرانی، تمرکز بر گزارش‌دهی به هیئت‌مدیره و نفوذ عملیاتی نقش‌های حکمرانی است؛ الگویی که غلبه شفافیت گزارش‌دهی بر مکانیسم‌های انضباطی تشدیدکننده را در نمونه آماری فاش می‌کند. از منظر روایی همگرا، ترکیب پایایی مرکب (CR) مطلوب (بیش از ۰.۸۰) و AVE متوسط (۰.۳۴ تا ۰.۳۹) در جدول ۳، ماهیت قابلیت‌محور و متکثر سازه FRM را تأیید می‌کند؛ به این معنا که ابعاد مدل به جای تمرکز بر روتین‌های تک‌بعدی، مجموعه‌ای از انضباط‌های مدیریتی هم‌گرا را پوشش می‌دهند. همبستگی معنادار میان عوامل نهفته در پنل B جدول ۴ (۰.۵۸ تا ۰.۷۳)، به‌ویژه پیوند وثیق میان اجرا و حکمرانی، نشان‌دهنده توسعه هم‌افزای توانمندی‌های اجرایی و ساختارهای نظارتی در شرکت‌های مورد بررسی است. با این حال، حفظ تمایز تجربی ابعاد، امکان تحلیل‌های مرحله‌ای و در عین حال استفاده از نمره تجمیعی FRM در مدل‌های رگرسیونی را فراهم می‌سازد، بی‌آنکه مدل اندازه‌گیری دچار خطای فروکاست‌گرایی شود. این انسجام ساختاری، بستری صلب برای ورود به فاز نهایی و آزمون قدرت ضربه‌گیری مدیریت ریسک در برابر شوک‌های جهانی ایجاد کرده است.

جدول (۳): پایایی و روایی همگرایی ابعاد FRM (N = 286)

AVE	پایایی مرکب (CR)	آمگا (ω)	آلفای ترتیبی (α_ord)	آلفا (α)	تعداد گویه	بُعد FRM
۰.۳۹۳	۰.۸۳۵	۰.۸۱۱	۰.۸۳۶	۰.۸۱۳	۸	حساس سازی (Sensing)
۰.۳۶۰	۰.۸۱۷	۰.۷۹۱	۰.۸۱۵	۰.۷۸۸	۸	ارزیابی (Assessment)
۰.۳۴۰	۰.۸۰۳	۰.۷۷۶	۰.۸۰۲	۰.۷۷۴	۸	اجرا (Execution)
۰.۳۴۸	۰.۸۰۸	۰.۷۸۲	۰.۸۰۷	۰.۷۸۱	۸	پایش-حکمرانی (Monitoring)

جدول (۴): برازش CFA ترتیبی و همبستگی عوامل نهفته (N = 286; WLSMV)

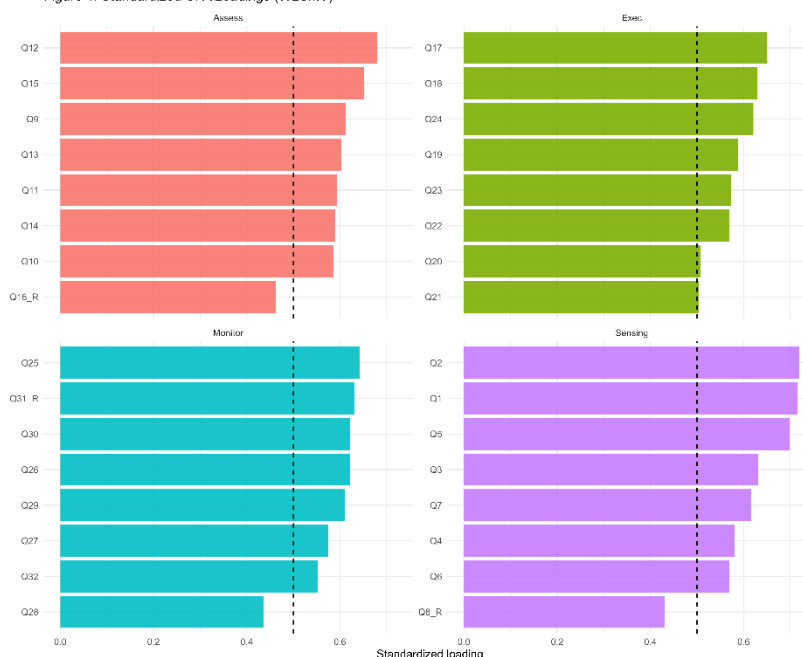
پنل A شاخص‌های برازش

df	χ^2	SRMR	RMSEA	TLI	CFI
۴۵۸	۳۲۹.۳۳۱۵	۰.۰۴۸۲	۰.۰۰۰	۱.۰۱۴۲	۱.۰۰۰

پنل B همبستگی عوامل نهفته

پایش-حکمرانی	اجرا	ارزیابی	حساس سازی	
۰.۵۸۵	۰.۶۱۴	۰.۶۶۳	۱.۰۰۰	حساس سازی
۰.۵۸۹	۰.۷۰۵	۱.۰۰۰	۰.۶۶۳	ارزیابی
۰.۷۳۷	۱.۰۰۰	۰.۷۰۵	۰.۶۱۴	اجرا
۱.۰۰۰	۰.۷۳۷	۰.۵۸۹	۰.۵۸۵	پایش-حکمرانی

Figure 4. Standardized CFA Loadings (WLSMV)



شکل (۲): بارهای عاملی استاندارد شده در مدل اندازه‌گیری چهار عاملی FRM (CFA ترتیبی؛ WLSMV).
خط چین مرجع: بار عاملی استاندارد شده = ۰.۵۰

بررسی سوگیری روش مشترک و شیوه ساخت نمره FRM

با توجه به اشتراک منبع پاسخدهی برای متغیرهای رویه‌های مدیریت ریسک مالی و ثبات عملکرد، ارزیابی سوگیری روش مشترک (CMB) از طریق مقایسه مدل‌های عاملی در اولویت قرار گرفت. نتایج تطبیقی در شکل ۳ و جدول ۴ نشان می‌دهد که مدل تک‌عاملی با افت فاحش شاخص‌های برازش (CFI=0.9679 و SRMR=0.0725) در برابر ساختار تفکیک‌شده چهارعاملی (CFI=1.000 و SRMR=0.0482)، فاقد قدرت تبیین لازم است. این شکاف آماری و وجود هم‌بستگی‌های توضیح‌ن داده در مدل تک‌عاملی، فرضیه غلبه «عامل روش» واحد را رد کرده و بر روایی متمایز سازه‌ها صحت می‌گذارد. در ادامه، متغیر FRM به صورت نمره ترکیبی استانداردسازی شد که توزیع متقارن آن (دامنه ۲.۶۲- تا ۲.۶۶) و هم‌بستگی بسیار بالای آن ($r=0.995$) با میانگین زیرمقیاس‌ها، حاکی از استحکام مدل و عدم حساسیت استنتاج‌ها به شیوه نمره‌گذاری است. تحلیل هم‌بستگی‌های دومتغیره در پنل B جدول ۴، پیش‌نیازهای آزمون تعدیل‌گری را تثبیت می‌کند. پیوند منفی ثبات عملکرد با شدت شوک ($r=-0.404$) در کنار استقلال آماری نمرات FRM از میزان شوک ($r=0.050$)، اطمینان می‌دهد که اثر ضربه‌گیری مشاهده‌شده ناشی از هم‌سویی مکانیکی متغیرها نیست. شکل ۴ (پنل بالا) به وضوح نشان می‌دهد که با تشدید تکانه‌ها، افت ثبات عملکرد در گروه‌های با FRM پایین بسیار شتابان‌تر از گروه‌های با FRM بالاست. این یافته‌ها در مجموع دو رکن اساسی را برای ورود به مدل‌سازی رگرسیونی محرز می‌کند: نخست، خروج ساختار سنجش از سلطه مدل تک‌عاملی (شکل ۳)؛ و دوم، پیوستگی نمره FRM و پیوند تئوریک آن با ثبات عملکرد، مستقل از شدت شوک بیرونی (شکل ۴).

جدول (۴): واریس سوگیری روشی مشترک و آمار توصیفی نمره FRM (N = 286)

پنل A مقایسه برازش مدل‌ها (آزمون CMB)

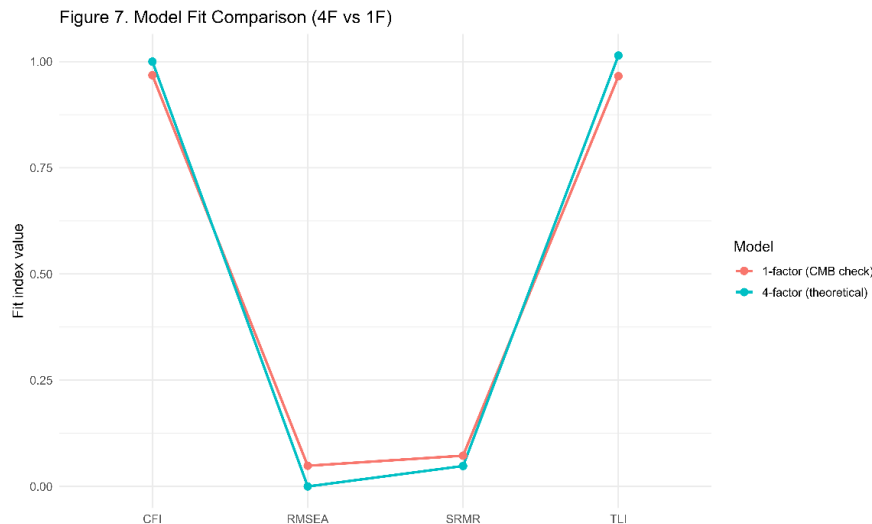
مدل	CFI	TLI	RMSEA	SRMR	χ^2	df	(ΔCFI ۴عاملی-۱عاملی)
چهارعاملی (بر مبنای نظریه)	۱.۰۰۰۰	۱.۰۱۴۲	۰.۰۰۰۰	۰.۰۴۸۲	۳۲۹.۳۳	۴۵۸	۰.۰۳۲۱
تک‌عاملی (کنترل CMB)	۰.۹۶۷۹	۰.۹۶۵۷	۰.۰۴۸۷	۰.۰۷۲۵	۷۷۸.۲۳	۴۶۴	—

پنل B. توزیع نمره FRM و هم‌بستگی‌های کلیدی

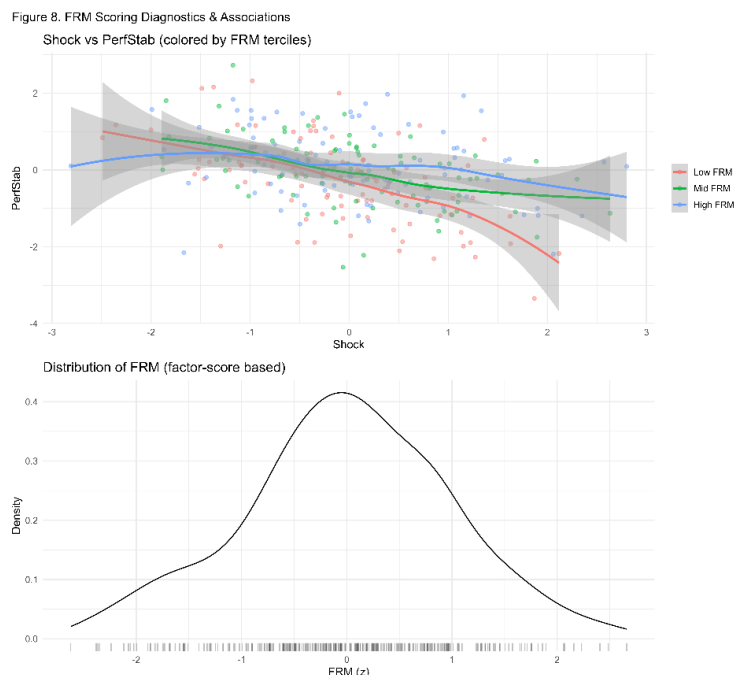
متغیر	میانگین	انحراف معیار	کمینه	بیشینه	چولگی	کشیدگی
FRM (نمره عاملی؛ Z)	۰.۰۰۰	۱.۰۰۰	-۲.۶۲۲	۲.۶۶۱	-۰.۰۹۲	-۰.۱۰۵
FRM_mean (نمره جایگزین؛ Z)	۰.۰۰۰	۱.۰۰۰	-۲.۲۷۲	۲.۲۴۸	-۰.۰۸۱	-۰.۵۰۶

هم‌بستگی‌های کلیدی

$r(\text{FRM}, \text{FRM_mean}) = 0.995$ ؛ $r(\text{Shock}, \text{PerfStab}) = -0.404$ ؛ $r(\text{FRM}, \text{PerfStab}) = 0.174$ ؛ $r(\text{FRM}, \text{Shock}) = 0.050$.



شکل (۳): مقایسه برازش مدل‌ها برای واریس سوگیری روش مشترک (مدل چهارعاملی FRM در برابر مدل تک‌عاملی). شاخص‌های برازش (CFI، TLI، RMSEA، SRMR) برای هر دو مشخصه گزارش شده است؛ مقادیر عددی در جدول ۴ (پنل A) آمده است.



شکل (۴): واریس‌های نمره‌سازی FRM و ارتباطات توصیفی. پنل بالا: رابطه Shock-PerfStab همراه با روندهای برآوردی به تفکیک سه‌گانه FRM. پنل پایین: توزیع نمره‌های عاملی استاندارد شده FRM.

آزمون تعدیل‌گری، کاهش شیب رابطه شوک و ثبات عملکرد در پرتو تقویت FRM

پرسش کلیدی این مطالعه بر این محور استوار است که آیا مدیریت ریسک مالی (FRM) قادر است زیان حاشیه‌ای ناشی از شوک‌های برون‌زا بر ثبات عملکرد بنگاه را تعدیل کند یا خیر. نتایج مندرج در جدول ۵، که برآوردهای رگرسیونی استاندارد شده با خطاهای معیار مقاوم (HC3) را ارائه می‌دهد، دو مشخصه آماری را با یکدیگر مقایسه می‌کند: مدل پایه (m0) و مدل تعدیل‌گری شامل جمله تعاملی (m1). در مدل پایه، شدت تکانه با افت معنادار ثبات عملکرد پیوند دارد (beta = -0.409)، در حالی که FRM همبستگی مثبتی با پایداری عملکرد نشان می‌دهد (beta = 0.180). با ورود

جمله تعاملی (Shock×FRM)، اگرچه اثر شرطی شوک در سطح میانگین مدیریت ریسک همچنان منفی باقی می ماند، اما ضریب مثبت و معنادار تعامل (beta = 0.179) پیام مهمی به همراه دارد؛ با ارتقای سطح FRM، شیب منفی اثر شوک بر ثبات عملکرد به شکل معناداری تعدیل شده و از شدت افت ثبات کاسته می شود. علاوه بر این، گنجاندن این جمله تعاملی، توان تبیین مدل (R^2) را از ۲۹.۴ درصد به ۳۲.۵ درصد ارتقا می دهد، بدون آنکه جهت اثر متغیرهای کنترلی نظیر اهرم مالی (منفی) و حکمرانی (مثبت) دستخوش تغییر شود. شکل ۵ این برهم کنش را در سه سطح مدیریت ریسک (یک انحراف معیار پایین تر از میانگین، سطح میانگین و یک انحراف معیار بالاتر) به تصویر می کشد. تحلیل شیبها نشان می دهد که با حرکت از سطح پایین FRM به سطح بالا، ضریب منفی شوک از -۰.۶۱۵ به -۰.۲۵۷ تغییر یافته است. به بیانی ساده تر، ارتقای ظرفیت مدیریت ریسک مالی توانسته است حدود ۵۸ درصد از شدت اثر تخریبی شوک بر ثبات عملکرد بکاهد. این یافته، دلالت بر آن دارد که مدیریت ریسک تنها یک ابزار تشریفاتی نیست، بلکه مستقیماً بر حساسیت عملکردی بنگاه در برابر تلاطمهای محیطی اثر می گذارد. با بهره گیری از روش جانسون-نیمن در شکل ۶ و جدول ۵، نقطه گذار اثر شوک شناسایی شده است. یافته ها حاکی از آن است که در سطح $FRM = 1.52$ (واحد استاندارد)، اثر شوک دیگر از لحاظ آماری معنادار نیست. با توجه به دامنه توزیع داده ها، این آستانه نشان می دهد که برای بنگاه های با مدیریت ریسک مالی بسیار قوی (تقریباً ۱.۵ انحراف معیار بالاتر از میانگین)، پیوند میان شوک و تزلزل عملکردی به قدری سست می شود که دیگر نمی توان افت ثبات را به شوک های بیرونی منتسب کرد. کانون توجه این تحلیل، نه صرفاً بهبود انتزاعی عملکرد، بلکه اثبات این واقعیت است که با تقویت رویه های FRM، رابطه حاشیه ای میان شوک و ثبات عملکرد به شکلی ملموس منقبض شده و در سطوح بالای مدیریتی، این حساسیت به حداقل ممکن می رسد.

جدول (۵): نتایج آزمون تعدیل گری (خطاهای معیار مقاوم HC3)، شیب های ساده و آستانه جانسون-نیمن (N = 286)

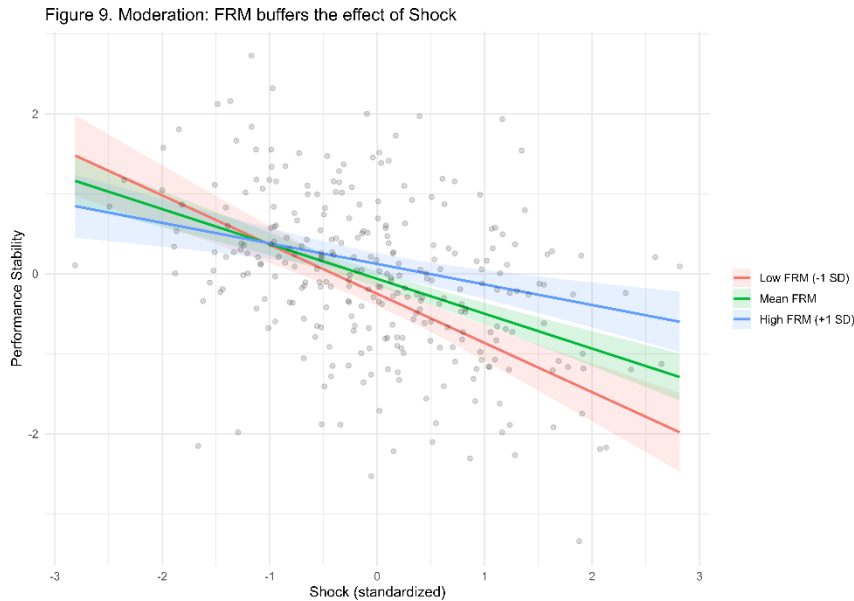
پنل A برآوردهای رگرسیونی

پیش بین	m0 بدون تعامل (p, SE, β)	m1 با Shock×FRM (p, SE, β)
شوک (z)	-0.409, 0.051, 3.56×10^{-14}	-0.436, 0.051, 9.18×10^{-16}
FRM (z)	0.180, 0.057, 0.000190	0.187, 0.055, 0.000792
شوک×FRM	—	0.179, 0.057, 0.000177
اندازه (z)	0.078, 0.043, 0.00710	0.075, 0.043, 0.00836
اهرم مالی (z)	-0.242, 0.050, 1.80×10^{-6}	-0.240, 0.048, 9.04×10^{-7}
حکمرانی (z)	0.150, 0.049, 0.000229	0.144, 0.048, 0.000259
عرض از مبدأ	-0.055, 0.050, 0.268	-0.064, 0.049, 0.190
$R^2 - R^2$ تعدیل شده	0.2814 - 0.2940	0.3108 - 0.3253
$\Delta R^2 (m1 - m0)$	—	0.0313

پنل B اثر شرطی شوک (شیب های ساده؛ m1)

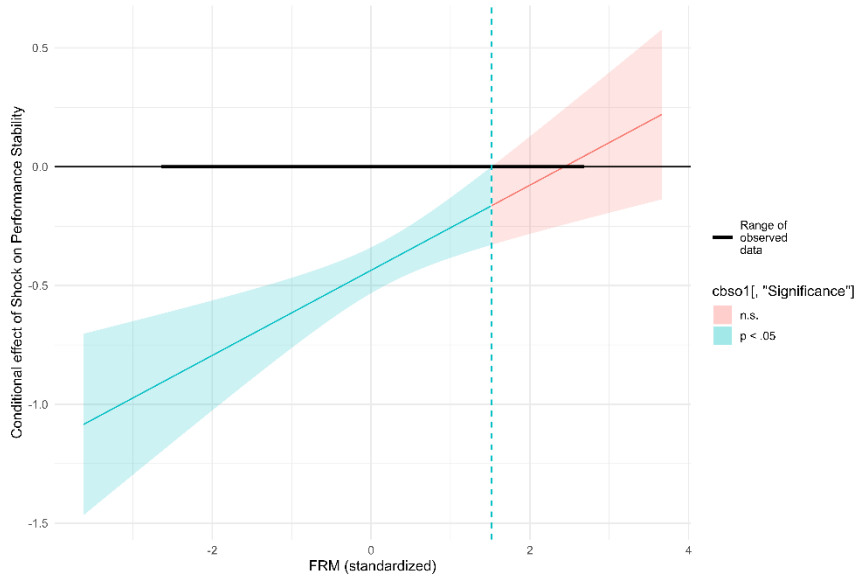
سطح FRM	شیب شوک (β)	SE	p	بازه اطمینان ۹۵٪
SD۱-	-۰.۶۱۵	۰.۰۸۶	< ۰.۰۰۱	[-0.784, -0.447]
میانگین (0)	-۰.۴۳۶	۰.۰۵۱	< ۰.۰۰۱	[-0.536, -0.336]
SD۱+	-۰.۲۵۷	۰.۰۶۵	< ۰.۰۰۰۱	[-0.385, -0.129]

حد جانسون-نیمن (در دامنه مشاهده شده FRM) اثر شوک از سطح $FRM \geq 1.52$ (واحد استاندارد) به بعد از حیث آماری نامعنا می شود.



شکل (۵): تعدیل رابطه شوک و ثبات عملکرد توسط FRM (متغیرهای استاندارد شده). ثبات عملکرد پیش بینی شده بر حسب شوک، در سه سطح FRM (SD⁺، میانگین، SD⁻) با باندهای اطمینان ۹۵ درصد.

Figure 10b. Johnson–Neyman: Conditional Effect of Shock across FRM



شکل (۶): نمودار جانسون-نیمن برای اثر شرطی شوک در سطوح مختلف FRM (استاندارد شده). نواحی سایه خورده محدوده‌هایی را نشان می‌دهد که در آن اثر شرطی شوک از حیث آماری معنادار ($p < 0.05$) یا نامعنا است، در چارچوب دامنه مشاهده شده FRM.

پایداری برآورد ضربه‌گیری و شرط مرزی ناشی از میزان مواجهه ارزی (FX)

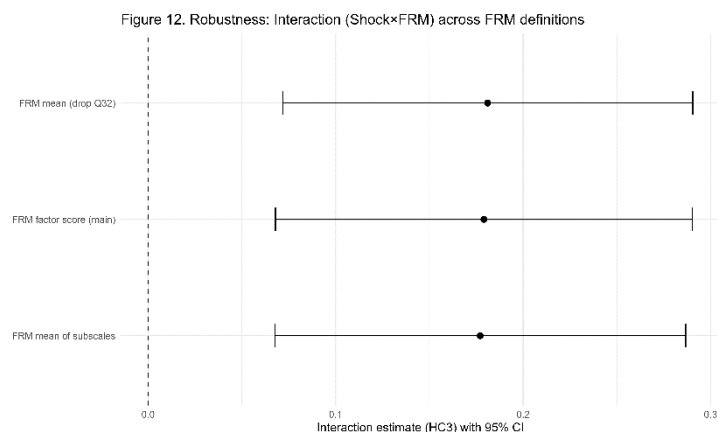
یافته‌های مرتبط با نقش ضربه‌گیر مدیریت ریسک مالی (FRM)، تحت تأثیر مفروضات مربوط به نحوه نمره‌سازی قرار ندارد و از استحکام بالایی برخوردار است. شکل ۷ ضریب تعامل $Shock \times FRM$ را در سه سناریوی مختلف عملیاتی‌سازی سازه FRM و با استفاده از خطاهای معیار مقاوم HC3 با یکدیگر مقایسه می‌کند. در مدل اصلی که FRM بر اساس نمرات عاملی مستخرج از تحلیل عاملی تأییدی (CFA) تعریف شده، ضریب تعامل برابر با ۰.۱۷۹ به دست آمده است. جالب اینجاست که با جایگزینی نمرات عاملی با میانگین استاندارد شده چهار زیرمقیاس، این ضریب

بدون تغییر معناداری به ۰.۱۷۷ می‌رسد. حتی با حذف گویه Q32 (تنها گویه‌ای که به طور مستقیم بر مفهوم تاب‌آوری تأکید دارد) به منظور احتراز از خطای خودهمبستگی مفهومی، ضریب تعامل همچنان در سطح ۰.۱۸۱ پایدار می‌ماند. هم‌پوشانی فشرده باندهای اطمینان در شکل ۷ و نوسان ناچیز برآوردهای نقطه‌ای (کمتر از ۰.۰۰۴)، به وضوح نشان می‌دهد که اثر تعدیل‌گری مشاهده‌شده، مستقل از شیوه نمره‌گذاری بوده و یک پیامد مکانیکی ناشی از حضور گویه‌هایی با مفاهیم مشابه متغیر وابسته نیست. با این وجود، اثر تعدیل‌گری FRM در میان تمامی بنگاه‌ها به شکلی یکسان توزیع نشده و به شدت تابع الگوی مواجهه ارزی (FX Exposure) آن‌هاست. واکاوی ناهمگنی در شکل ۸ نشان می‌دهد که شکاف میان شیب‌های برازش‌شده در سطوح بالا و پایین FRM، عمدتاً در شرکت‌های با مواجهه ارزی بالا متمرکز است. در زیرنمونه با مواجهه ارزی بالا، ضریب تعامل به ۰.۲۷۴ افزایش می‌یابد که نشان‌دهنده قدرت فشرده‌سازی بیشتر شیب منفی شوک توسط مدیریت ریسک مالی است. در مقابل، در گروه‌های با مواجهه ارزی پایین، این ضریب (۰.۰۴۸-) به لحاظ آماری معنادار نیست و خطوط برازش‌شده در شکل ۸ جدایی روشنی را نشان نمی‌دهند. نتایج حاصل از مدل تجمیعی سه‌راهه نیز با ضریب ۰.۳۲۳ برای جمله تعاملی Shock×FRM×FX_high، تأیید می‌کند که کارکرد ضربه‌گیری مدیریت ریسک در شرکت‌های با ریسک ارزی بالا، به طور معناداری قوی‌تر از گروه‌های مرجع با مواجهه ارزی پایین است. تحلیل پایداری و واکاوی ناهمگنی‌ها، تبیین ما از مدیریت ریسک مالی به عنوان یک جاذب شوک را تدقیق می‌کند. این یافته‌ها دو نتیجه راهبردی به همراه دارد: نخست اینکه برآورد اثر ضربه‌گیری نسبت به تکنیک‌های سنجش و نمره‌سازی (حتی با پالایش گویه‌های حساس) کاملاً پایدار است؛ و دوم اینکه اثربخشی تجربی این سازوکار حفاظتی دقیقاً در نقاطی برجسته می‌شود که کانال‌های انتقال نوسانات جهانی، به‌ویژه مجرای ارزی از منظر ساختاری برای بنگاه‌ها حیاتی و تعیین‌کننده هستند. این مسئله نشان می‌دهد که مدیریت ریسک مالی در اقتصاد ایران، بیش از آنکه یک ابزار عمومی باشد، یک مکانیسم دفاعی تخصصی برای مهار تکانه‌های انتقالی از بازارهای بین‌المللی است.

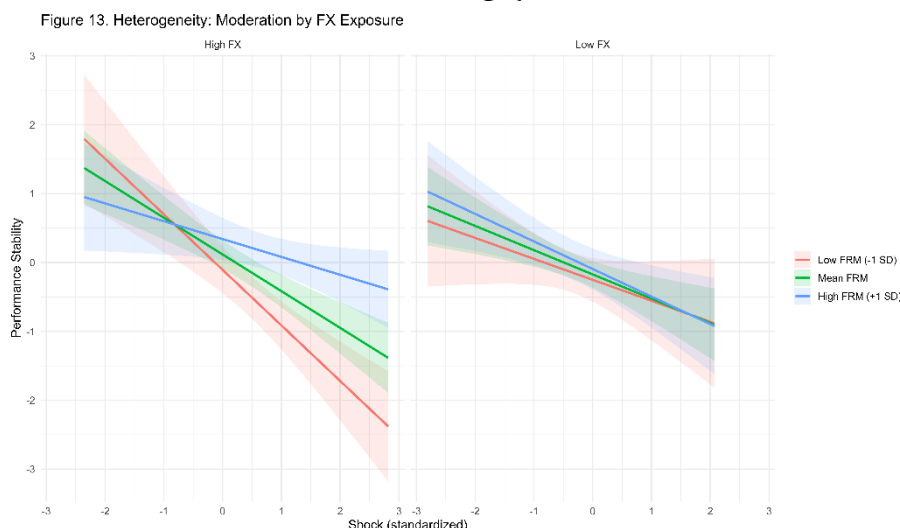
جدول (۷): اندازه اثر مدل اصلی و آزمون‌های پایداری-ناهمگنی برای تعامل Shock×FRM (استانداردشده؛

(HC3)

پنل	مشخصه - جمله	برآورد	بازه اطمینان ۹۵%	p
A	شوک (مدل اصلی)	-۰.۴۳۶	[-0.536, -0.336]	<۰.۰۰۱
	FRM (مدل اصلی)	۰.۱۸۷	[0.079, 0.295]	۰.۰۰۰۸
	FRM (مدل اصلی)×شوک	۰.۱۷۹	[0.068, 0.290]	۰.۰۰۱۸
B	FRM (اصلی) با نمره عاملی FRM×شوک	۰.۱۷۹	[0.068, 0.290]	۰.۰۰۱۸
	FRM با میانگین زیرمقیاس‌های FRM×شوک	۰.۱۷۷	[0.068, 0.287]	۰.۰۰۱۷
	FRM (حذف Q32) با میانگین FRM×شوک	۰.۱۸۱	[0.072, 0.291]	۰.۰۰۱۳
C	High-FX) در زیرنمونه مواجهه ارزی بالا FRM×شوک	۰.۲۷۴	[0.067, 0.480]	۰.۰۱۱۵
	Low-FX) در زیرنمونه مواجهه ارزی پایین FRM×شوک	-۰.۰۴۸	[-0.291, 0.196]	۰.۷۰۱۵
	مدل سه‌راهه تجمیعی) Shock×FRM×FX_high	۰.۳۲۳	[0.010, 0.635]	۰.۰۴۴۶



شکل (۷): آزمون پایداری ضریب Shock×FRM در تعریف‌های متفاوت FRM (HC3؛ بازه اطمینان ۹۵٪). برآورد نقطه‌ای و بازه‌های اطمینان ۹۵ درصد برای جمله تعاملی، تحت عملیاتی‌سازی‌های جایگزین FRM (از جمله نمره‌ای که Q32 در آن حذف شده است).



شکل (۸): ناهمگنی اثر ضربه‌گیری بر حسب مواجهه ارزی. ثبات عملکرد پیش‌بینی شده بر حسب شوک، در FRM $SD1 = -$ ، میانگین و $SD1 +$ ، به تفکیک زیرنمونه‌های High-FX و Low-FX (با باندهای اطمینان ۹۵٪).

بحث

این گفتمان بر یک پرسش محوری و عملیاتی استوار است: آیا در منظومه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، ارتقای قابلیت مدیریت ریسک مالی می‌تواند فراتر از ویژگی‌های بنیادی بنگاه، از حساسیت ثبات عملکرد در برابر شوک‌های برون‌زای اقتصادی بکاهد؟ یافته‌های حاصل از نمونه مورد بررسی، نه تنها پاسخی مثبت به این پرسش می‌دهند، بلکه سازوکار این اثرگذاری را نیز تبیین می‌کنند. در سطح توصیفی، وجود همبستگی منفی میان شدت شوک و ثبات عملکرد (جدول ۲) مؤید این واقعیت است که آشفتگی‌های کلان‌مالی در اقتصاد ایران، فراتر از نوسانات گذرا، از مجاری کلیدی تأمین مالی و نقدشوندگی به فشارهای ساختاری در سطح بنگاه بدل می‌شوند. با این حال، ارزش افزوده این مطالعه در اثبات بدیهی بودن زیان‌باری شوک‌ها نیست، بلکه در نشان دادن این واقعیت است که شدت این تخریب به شکلی نظام‌مند و از نظر اقتصادی معنادار، تابع سطح قابلیت‌های FRM شرکت است. نکته حائز اهمیت در تحلیل نهایی این است که نتایج، حکایت از یک بهبود یکنواخت و همگانی در پیامدها ندارند، بلکه از تغییر معنادار در شیب رابطه شوک-ثبات در سطوح مختلف مدیریت ریسک پرده برمی‌دارند. مطابق با مدل تعاملی (جدول ۵)، اگرچه اثر شرطی شوک

در سطح میانگین FRM همچنان منفی باقی می ماند، اما ضریب مثبت و معنادار جمله تعاملی نشان دهنده تعدیل حساسیت عملکردی است؛ به این معنا که با تقویت رویه های مدیریت ریسک، منحنی افت عملکرد در مواجهه با تلاطم های محیطی از تندی به ملایمت می گراید. برآوردهای شیب ساده این سازوکار را به زبان آمار مستند می کنند: حرکت از سطح پایین به سطح بالای FRM، اندازه شیب منفی شوک را از -0.615 به -0.257 تقلیل می دهد. این کاهش چشمگیر در حساسیت، نشان می دهد که مدیریت ریسک مالی در بستر بازارهای نوظهور، دقیقاً مطابق با مبانی نظری انتقال و انتشار شوک (کالومیریس و همکاران، ۲۰۱۲؛ پیکانی و همکاران، ۲۰۲۵)، نقش یک تعدیل گر استراتژیک را ایفا می کند و فراتر از یک همبستگی ساده، مکانیسم پاسخ بنگاه به بحران را بازتنظیم می نماید. تحلیل های مبتنی بر روش جانسون-نیمن، درک ما از مکانیسم ضربه گیری مدیریت ریسک مالی (FRM) را ارتقا داده و نشان می دهد که این اثر صرفاً یک کاهش تدریجی نیست، بلکه واجد نوعی خصلت آستانه ای است. مطابق با شکل ۶ و جدول ۵، با عبور نمره FRM از سطح 1.52 انحراف معیار بالاتر از میانگین، اثر شرطی شوک بر ثبات عملکرد (در محدوده داده های مشاهده شده) دیگر از لحاظ آماری معنادار نخواهد بود. این یافته به معنای مصونیت مطلق بنگاه های با FRM بالا نیست، بلکه حاکی از آن است که در این سطح از قابلیت مدیریتی، شیب منفی شوک چنان فشرده می شود که در برابر عدم قطعیت های برآورد، از صفر متمایز نمی ماند. این نتیجه، تبلور تجربی این مدعای نظری است که مدیریت ریسک تنها زمانی ارزش استراتژیک می یابد که به مثابه یک سامانه تصمیم ساز بر انضباط نقدینگی و مدیریت مواجهه اثر بگذارد، نه آنکه صرفاً به مجموعه ای از آیین نامه های صوری محدود شود. در واقع، نفوذ عملیاتی FRM در لحظه تغییر شرایط، مرز میان اثربخشی واقعی و اقدامات تشریفاتی را ترسیم می کند. واکاوی مؤلفه های عملیاتی FRM در این نمونه نیز نشان می دهد که این سازه بر ستون های تحلیلی مشخصی استوار است. برتری مدل چهارعاملی در تحلیل عاملی تأییدی (CFA) نسبت به مدل تک عاملی، ضمن تضعیف فرضیه سوگیری روش مشترک (جدول ۴؛ شکل ۳)، تصویر از اولویت های مدیریتی بنگاه های ایرانی ارائه می دهد. بارهای عاملی حاکی از آن است که در بُعد اجرا، وزن اصلی بر عهده پیش بینی های غلتان جریان نقدی و منطق نگهداشت ذخایر نقدینگی است، در حالی که گویه های مرتبط با سقف های رسمی مواجهه ارزی همسویی ضعیف تری نشان می دهند. در لایه حکمرانی نیز، گزارش دهی فعال به هیئت مدیره بر رویه های مکانیکی تشدید برتری دارد. این الگو کاملاً با ادبیات قیود بازارهای نوظهور هم خوان است؛ در محیط هایی که ابزارهای پوشش ریسک بیرونی (نظیر مشتقات) پرهزینه یا محدودند، بنگاه ها ناگزیر به جای رویکردهای بازارمحور، بر معماری ترازنامه و انضباط نقدینگی تکیه می کنند (مرادی و همکاران، ۲۰۲۱، الوادی و همکاران، ۲۰۲۴، بوساری، ۲۰۲۵). آزمون های شرط مرزی، دقت این تفسیر را دوچندان می کند. اثر تعدیل گری FRM عمدتاً در زیر نمونه شرکت های با مواجهه ارزی بالا متمرکز است و در شرکت های با مواجهه پایین، شواهدی از ضربه گیری مشابه به دست نمی آید (جدول ۷؛ شکل ۸). این ناهمگنی دقیقاً با منطق کانال های انتقال در بازارهای نوظهور سازگار است؛ جایی که کانال مالی و ارزی برجستگی ساختاری دارد، توانمندی شرکت در تنظیم به موقع سیاست های مالی درونی، تعیین کننده میزان ثبات عملکرد خواهد بود. بنابراین، یافته های این پژوهش نه یک حکم کلی، بلکه تبیینی از مسیر انتقالی است که در آن FRM با تمرکز بر نقدینگی و حکمرانی، اثرات تخریبی نوسانات جهانی را در حساس ترین گلوگاه های مالی بنگاه سد می کند.

در تبیین سهم علمی این مطالعه، دو ملاحظه روش شناختی تعیین کننده وجود دارد که مانع از تفسیرهای ساده انگارانه می شود. نخست آنکه مدیریت ریسک مالی (FRM) همبستگی ناچیزی با شدت شوک (Shock) نشان می دهد (جدول ۷)؛ این یافته، فرضیه رقیبی را که مدعی است شرکت های با مدیریت ریسک قوی صرفاً با شوک های خفیف تری مواجه بوده اند، به چالش می کشد. در واقع، اثر ضربه گیری در قالب تغییر در شیب شرطی تجلی یافته است، نه ناشی از تفاوت در

سطح مواجهه اولیه. دوم، استحکام ضریب تعامل در برابر شیوه‌های متنوع نمره‌گذاری و حتی پس از حذف گویه Q32 (که به دلیل نزدیکی مفهومی به پیامد، پتانسیل ایجاد تورش داشت)، بر اعتبار یافته‌ها می‌افزاید. پایداری این اثر تعدیل‌گری نشان می‌دهد که FRM فراتر از یک برداشت ذهنی از تاب‌آوری، در قالب رویه‌های منسجم حساس‌سازی، ارزیابی و حکمرانی، به طور واقعی پیوند میان تکانه و عملکرد را بازتنظیم می‌کند. الگوی متغیرهای کنترلی نیز با چارچوب نظری قیود مالی در شرایط تلاطم کاملاً هم‌راستا است. رابطه منفی اهرم مالی با ثبات عملکرد (جدول ۵) تأیید می‌کند که شکنندگی ترانزنامه، خود محرکی برای تشدید بحران است؛ در حالی که حکمرانی مطلوب نقشی حیاتی ایفا می‌کند. این الگو بر ضرورت کنترل ویژگی‌های بنیادین بنگاه تأکید دارد تا تاب‌آوری ساختاری به اشتباه به حساب مدیریت ریسک نوشته نشود. نکته محوری اینجاست که حتی با لحاظ کردن این کنترل‌ها، جمله تعاملی $Shock \times FRM$ همچنان معنادار باقی می‌ماند؛ این یعنی مدیریت ریسک مالی صرفاً پوششی برای متغیرهایی نظیر اندازه یا اهرم نیست، بلکه واجد توان توضیحی مستقلی در تبیین پایداری بنگاه است. با این حال، باید مرزهای تفسیری این مطالعه را با صراحت ترسیم کرد. ماهیت مقطعی داده‌ها و اتکا به گزارش‌های مطلعین کلیدی به این معناست که ما با روابط شرطی منظم مواجهیم، نه لزوماً یک انتساب علی محض. اگرچه آزمون‌های تشخیص سوگیری روش مشترک تا حدی از نگرانی‌ها کاسته است، اما چالش درون‌زایی کماکان برقرار است؛ بدین معنا که شاید شرکت‌های مجهز به نظام‌های FRM پیشرفته، واجد ویژگی‌های نادیدنی دیگری باشند که ثبات آن‌ها را تقویت می‌کند. با این وجود، آنچه این نتایج را از روایت سنتی شرکت‌های برتر در همه ابعاد موفق‌ترند متمایز می‌سازد، امضای تجربی خاصی است که در کاهش حساسیت به شوک، وجود آستانه‌های آماری و شرط مرزی مواجهه ارزی نهفته است. برای عبور از این هم‌بستگی‌های شرطی به سمت استنباط علی، مسیر آینده پژوهش باید به سوی استفاده از داده‌های پانلی و شوک‌های سیاستی برون‌زا متمایل شود. در مقام جمع‌بندی، یافته‌های ما پاسخی مقید به شواهد ارائه می‌دهد: در میان شرکت‌های بورسی مورد مطالعه، با ارتقای قابلیت‌های مدیریت ریسک مالی، رابطه میان تکانه‌های بیرونی و ثبات عملکرد به شکلی نظام‌مند مسطح می‌شود. این تعدیل در سطوح بالای FRM چنان نیرومند است که اثر تخریبی شوک را از نظر آماری به مرز بی‌معنایی می‌رساند. این مکانیسم ضربه‌گیری، که نسبت به تغییرات متدولوژیک سنجش پایدار است، بیش از همه در بنگاه‌هایی متبلور می‌شود که به واسطه مواجهه ارزی بالا، در گلوگاه انتقال شوک‌های جهانی قرار دارند. بدین ترتیب، نقش جاذب شوک برای مدیریت ریسک مالی نه به عنوان یک برچسب کلی، بلکه به مثابه یک قابلیت نهادینه و عملیاتی در نقاط حساس انتقال ریسک، احراز می‌گردد.

نتیجه‌گیری

این پژوهش با هدف آزمون یک گزاره محدود اما تأمل‌برانگیز در بستری تجربی و پرچالش طراحی شد تا مشخص گردد آیا مدیریت ریسک مالی (FRM) در سطح بنگاه، رابطه حاشیه‌ای میان تکانه‌های کلان‌مالی بیرونی و ثبات عملکرد را دگرگون می‌سازد، یا صرفاً متغیری است که در کنار عملکرد مطلوب حضور دارد و هم‌زمانی آن با نتایج بهتر، به اشتباه به عنوان یک سازوکار ضربه‌گیر تفسیر می‌شود. شواهد مستخرج از نمونه شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، از گزاره نخست پشتیبانی می‌کند؛ بدین معنا که اگرچه تشدید شوک‌ها با کاهش ثبات عملکرد همراه است، اما شیب این رابطه خطی و ثابت نبوده و با ارتقای سطح قابلیت‌های FRM مسطح‌تر می‌شود. بر این اساس، یافته‌ها ماهیتی شرطی دارند و مؤید این واقعیت‌اند که مدیریت ریسک مالی فراتر از یک برچسب صوری برای شرکت‌های موفق، در عمل همچون یک عایق ساختاری از حساسیت عملکرد نسبت به تلاطم‌های محیطی می‌کاهد. اعتبار این استنتاج با دو قید تجربی تقویت می‌شود که دامنه تفسیرهای جایگزین را به شدت محدود می‌سازد. نخست، پایداری اثر تعدیل‌گری در

مواجهه با شیوه‌های متنوع عملیاتی‌سازی FRM است؛ حتی زمانی که گویه‌هایی با ماهیت خودارزیابی پیامد حذف می‌شوند، اثر مذکور کماکان پابرجاست که این امر احتمال مدور بودن یا مکانیکی بودن رابطه سنجش را تضعیف می‌کند. دوم، رفتار داده‌ها نشان می‌دهد که FRM به مثابه یک قابلیت ساخت یافته و چندبعدی عمل کرده و به یک عامل واحد و نامتمایز فرو نمی‌کاهد؛ این ویژگی ساختاری، نگرانی‌ها پیرامون غلبه سوگیری‌های ذهنی یا الگوهای ثابت پاسخ‌دهی را تا حد زیادی مرتفع می‌سازد. الگوی ناهمگنی یافته‌ها نیز حاوی پیام‌های اقتصادی روشنی است؛ به طوری که اثر ضربه‌گیری عمدتاً در شرکت‌های با مواجهه ارزی بالا متمرکز شده و در شرکت‌های با مواجهه پایین نمود معناداری ندارد. این یافته با چارچوب نظری پژوهش کاملاً هم‌سو است؛ چرا که در محیط‌های متلاطم، الزام‌آورترین مسیر انتقال شوک، کانال مالی و برهم‌کنش مواجهه ارزی با قیود نقدینگی است. در نتیجه، مدیریت ریسک مالی دقیقاً در جایی کارکرد حیاتی خود را آشکار می‌کند که این مجاری انتقال از نظر ساختاری برجسته‌تر باشند. به بیان کاربردی، FRM زمانی به پیامدهای ملموس منجر می‌شود که با مدیریت عملیاتی مواجهه و معماری نقدینگی گره بخورد، نه آنکه صرفاً به پروتکل‌های گزارش‌دهی محدود بماند. تحلیل این یافته‌ها در بستر اقتصاد ایران نیازمند نگاهی واقع‌بینانه است. نوسانات پایدار نرخ ارز و محدودیت‌های جدی در دسترسی به نقدینگی بین‌المللی، فضایی را ترسیم کرده که در آن بی‌ثباتی عملکرد بیش از آنکه ناشی از نوسانات گذرا در تقاضا باشد، از مسیر ترازنامه‌ای و جریان نقدی تغذیه می‌شود. الگوی تجربی حاضر نشان می‌دهد که قابلیت‌های درونی ریسک‌مدار نظیر انضباط در پیش‌بینی، ذخایر نقدینگی اقتضایی و قواعد تصمیم‌گیری نهادینه در حکمرانی، به شکلی معنادار با کاهش آسیب‌پذیری در برابر اختلالات بیرونی همراه است. البته این نتایج به معنای خنثی‌سازی کامل قیود سیستمیک توسط بنگاه نیست، بلکه تأکیدی است بر این واقعیت که در چارچوب همین محدودیت‌های ساختاری، تفاوت در معماری مالی درون‌سازمانی می‌تواند درجات متفاوتی از تاب‌آوری را در برابر تکانه‌های جهانی رقم بزند.

منابع

- ✓ Abdolshah, F., Moshiri, S., & Worthington, A. (2021). Macroeconomic shocks and credit risk stress testing the Iranian banking sector. *Journal of Economic Studies*, 48(6), 1109–1128. <https://doi.org/10.1108-JES-11-2019-0498>
- ✓ Ahmadian-Yazdi, F., Sokhanvar, A., & Roudari, S. (2025). Dynamics of the Relationship between Stock Markets and Exchange Rates during Quantitative Easing and Tightening. *Financial Innovation*, 11(3), 1–22. <https://doi.org/10.1186-s40854-024-00694-4>.
- ✓ Ahmadyan, A., & Valipourpasha, M. (2025). Linear and Non-Linear Effect of Exchange Rate on Iranian Banks' Financial Soundness. *Iranian Journal of Economic Studies*, 10(2), 1–17.
- ✓ Aledeimat, S. R. M., & Bein, M. A. (2025). Assessing US and global economic policy uncertainty effects on non-performing loans in MENA's Islamic and conventional banks. *International Journal of Finance & Economics*. <https://doi.org/10.1002-ijfe.3121>
- ✓ Aliasghar, O., & Rose, E. L. (2023). Adjustment Strategies for Firms Affected by International Sanctions. *Multinational Business Review*, 31(4), 501–524.
- ✓ Alsdan, A., Alalmaee, H., & Zehri, C. (2025). Global Financial Fragmentation under Raised Geopolitical Risk. *International Economics and Economic Policy*, 22(1), 12–34.
- ✓ Alwadeai, A., Vlasova, N., & Mareeh, H. (2024). Beyond Traditional Defenses: Dynamics of Reserves and Exchange Rate Volatility in the Face of Economic Sanctions. *Russian Journal of Economics*, 10(2), 145–168.
- ✓ Alwadeai, A., Vlasova, N., Mareeh, H., & Aljonaid, N. (2024). Stock Market Responses to Economic Sanctions: Evaluating the Roles of National Reserves and Financial Market Access. *Borsa Istanbul Review*, 34(1), 25–47.

- ✓ Alwadeai, A., Xiangli, L., & Vlasova, N. (2025). The Role of Reserves in Mitigating Sanctions' Impact on Economic Growth. *Defence and Peace Economics*, 36(2), 207–228.
- ✓ Amiri, R. A., Torbati, H. R. B., & Abbaszadeh, M. R. (2025). The impact of economic policy uncertainty on stock liquidity with a focus on the role of financial disclosure. *Journal of Accounting, Auditing, and Finance*, University of Mashhad. http://jm.um.ac.ir/article_46686
- ✓ Bhutta, A. I., Sheikh, M. F., & Munir, A. (2021). Managerial ability and firm performance: Evidence from an emerging market. *Cogent Economics & Finance*, 9(1), 1879449. <https://doi.org-10.1080-23311975.2021.1879449>
- ✓ Busari, M. (2025). Cross-Border Capital Flows and Liquidity Risk in Emerging Market Banking Systems Post-QE. *Journal of Banking and Finance*, 141, 106787.
- ✓ Calomiris, C. W., Love, I., & Pería, M. S. M. (2012). Stock returns' sensitivities to crisis shocks: Evidence from developed and emerging markets. *Journal of International Money and Finance*, 31(8), 1973–1995. <https://doi.org-10.1016-j.jimonfin.2012.05.003>
- ✓ Dollar, D., & Hallward-Driemeier, M. (2005). Investment climate and firm performance in developing economies. *Economic Development and Cultural Change*, 54(1), 1–31. <https://doi.org-10.1086-431262>
- ✓ Ebrahimi Salari, T. (2025). Macroeconomic shocks and stock market efficiency: A panel VAR study of Islamic and conventional stocks in Iran. *Middle East Review of Economics and Finance*, 21(3), 145–162. <https://doi.org-10.1080-17938120.2025.2479408>
- ✓ Fathi, M., Yousefi, N., & Vatanpour, H. (2021). The effect of organizational resilience and strategic foresight on firm performance: Competitive advantage as mediating variable. *Iranian Journal of Pharmaceutical Research*, 20(2), 497–509. <https://doi.org-10.22037-ijpr.2021.114706.15018>
- ✓ Irani, F., Al-Hadood, A. A., & Gökmenoğlu, K. K. (2025). Impact of Financial Market Uncertainty and Crises on Dynamic Stock–FX Market Correlations. *SAGE Open*, 15(1), 1–15.
- ✓ Irani, F., Al-Hadood, A. A., & Gökmenoğlu, K. K. (2025). Impact of financial market uncertainty and financial crises on dynamic stock–foreign exchange market correlations: A new perspective. *SAGE Open*, 15(1), 1314719. <https://doi.org-10.1177-21582440251314719>
- ✓ Khan, C. M. (2025). Exploring the Dynamic Connectedness of Currencies among BRICS+ Nations: Implications for Financial Stability. *Foresight*, 27(5), 1028–1047.
- ✓ Khan, K. H., Bastanifar, I., & Mohammadi, Z. (2025). Sanctioned and Speculated: The Currency Crisis Dilemma in BRICS Nations. *Global Change, Peace & Security*, 37(1), 67–88.
- ✓ Mahmoudi, V., & Arabi, H. (2025). Crude Oil Price Hikes and Exchange Rate Volatility in Iran: Evidence from GARCH Models. *Petroleum Business Review*, 9(3), 45–63.
- ✓ Malynovska, Y., & Bilonizhka, V. (2025). Global economic shocks and business risk management. *Global Business and Digital Economy Journal*, 3(2), 95–113. <http://www.baltijapublishing.lv/index.php-gbdej-article-view-2736>
- ✓ Mazaheri, F., Karimi, F., & Aghasi, S. (2025). Investigating the effect of supply chain risks on the economic resilience index in Iran's oil industries based on linear Bayesian approaches. *Environmental Energy and Economic Research*, 9(4), 199–216. https://www.eeer.ir-article_225533.html
- ✓ Moradi, M., Appolloni, A., Zimon, G., Tarighi, H., & Kamali, M. (2021). Macroeconomic factors and stock price crash risk: Do managers withhold bad news in the crisis-ridden Iran market? *Sustainability*, 13(7), 3688. <https://doi.org-10.3390-su13073688>

- ✓ Nasriani, I. (2024). Foreign Exchange Volatility and Corporate Risk Mitigation Approaches: Evidence from Indonesian SMEs. *Sinergi International Journal of Accounting and Taxation*, 2(2), 89–102.
- ✓ Peykani, P., Sargolzaei, M., & Oprean-Stan, C. (2025). The effect of macroeconomic shocks on non-performing loans and credit risk in the Iranian banking system using time-varying parameter vector autoregressions. *PLOS ONE*, 20(2), e0329587. <https://doi.org/10.1371-journal.pone.0329587>
- ✓ Peykani, P., Sargolzaei, M., Tanasescu, C., & Shojaie, S. (2025). Liquidity, Credit, and Solvency Risk Interactions in Iranian Banks. *Economies*, 13(5), 139.
- ✓ Reyad, H. M., Zariyawati, M. A., Ong, T. S., & Muhamad, H. (2022). Macroeconomic Risk Factors and Financial Derivatives on Firm Performance. *Sustainability*, 14(21), 14447.
- ✓ Roudari, S., Ahmadian-Yazdi, F., Chenarani, H., & Mensi, W. (2025). Portfolio Management in Selected Middle East Countries: New Evidence from Iran-Israel War. *Munich Personal RePEc Archive*, Paper No. 126960.
- ✓ Sanyinna, S., & Ghorbanpour, P. (2025). The Impact of Economic Sanctions on Monetary and Financial Sectors: A Systematic Review with Focus on Iran. *CRISES Journal*, 4(1), 150–170.
- ✓ Shakouri, A., Abbasi, G., & Peykarjou, K. (2025). Examining the threshold effects of financial stress on the behavior of oil and stock markets in selected OPEC member countries. *Business, Marketing and Finance Open Journal*, 2(4), 125–141. <https://www.bmfopen.com-index.php-bmfopen-article-view-311>
- ✓ Tarighi, H., Hosseiny, Z. N., & Akbari, M. (2023). The moderating effect of the COVID-19 pandemic on the relation between corporate governance and firm performance. *Journal of Risk and Financial Management*, 16(7), 306. <https://doi.org/10.3390-jrfm16070306>
- ✓ Tarighi, H., Zimon, G., Sheikh, M. J., & Sayrani, M. (2024). Firm Risk and the COVID-19 Crisis: Working Capital Management Strategies in Uncertain Markets. *Risks*, 12(4), 72.
- ✓ Tarighi, H., Zimon, G., Sheikh, M. J., & Sayrani, M. (2024). The impact of firm risk and the COVID-19 crisis on working capital management strategies: Evidence from a market affected by economic uncertainty. *Risks*, 12(4), 72. <https://doi.org/10.3390-risk12040072>
- ✓ Wqya, M. (2019). Dimensions of U.S. Global Financial Power: Essays on Financial Sanctions and Sovereign Default. *University of Massachusetts Working Papers*, 11(3), 1–120.
- ✓ Zaman, A. (2025). Managing financial performance in volatile global markets. *Liberal Journal of Management and Social Science*, 12(1), 45–62.