



The Impact of Environmental, Social and Governance (ESG) Controversies on Firm Value: The Prominent Role of Corporate Governance

Haniyeh Alizadeh Pournia¹, Seyed Abbas Borhani^{*2}

1- Department of Accounting, Qom Branch, Islamic Azad University, Qom, Iran.

E-mail: haneializadeh@gmail.com

2- Department of Accounting, Qom Branch, Islamic Azad University, Qom, Iran.

(Corresponding Author) E-mail: sa.sborhani1352@iau.ac.ir

Article Info	Extended Abstract
Article type: Research Article	Introduction In contemporary capital markets, ESG factors are central to assessing corporate sustainability and ethical conduct. However, the rise in ESG-related controversies—such as environmental damage, social misconduct, and governance failures—poses significant reputational and financial risks to firms. These controversies can detrimentally affect firm value by eroding stakeholder trust, increasing capital costs, and triggering regulatory scrutiny. Concurrently, robust corporate governance mechanisms are posited as critical tools for mitigating such adverse effects and safeguarding long-term value.
Article history: Received: 20 November 2024 Received in revised form: 13 April 2025 Acceptance: 14 April 2025 Published online: 1 January 2026	Literature Review Grounding the analysis in agency theory and resource dependence theory, the literature suggests that ESG controversies negatively impact firm value by signaling managerial failure and increasing operational and financial risks. Prior international studies (e.g., Godfrey et al., 2009; Nirino et al., 2021) confirm this negative linkage. Conversely, effective corporate governance, characterized by board independence, transparency, and stakeholder engagement, is theorized to enhance oversight, improve decision-making, and restore stakeholder confidence, thereby potentially attenuating the negative consequences of ESG controversies.
Key words: Environmental, Social, and Governance Controversies, Corporate Value, Corporate Governance.	Methodology The research employs a quantitative, ex-post facto correlational design. The statistical population comprises companies listed on the Tehran Stock Exchange (TSE) from 2015 to 2022. Using systematic elimination sampling, a final panel of 128 firms over 8 years (1024 firm-year observations) was analyzed. Firm value is measured by Tobin's Q. ESG controversy scores are derived from a content analysis of corporate reports, capturing negative disclosures across environmental, social, and governance dimensions. Corporate governance is operationalized through three moderating variables: the proportion of independent directors, the presence of sustainability reporting, and product market competition. Fixed-effects panel data regression models, controlled for firm size, leverage, liquidity, age, and state ownership, were estimated using EViews software.
	Findings The results confirm that ESG controversies exert a significant negative impact on

firm value ($\beta = 0.467$, $p < 0.01$). More critically, corporate governance mechanisms play a pivotal moderating role. Both the proportion of independent directors (Interaction $\beta = 0.326$, $p < 0.05$) and the practice of sustainability reporting (Interaction $\beta = 0.579$, $p < 0.01$) significantly weaken the negative relationship between ESG controversies and firm value. This indicates that governance structures enhance resilience against ESG-related reputational damage. However, product market competition did not show a significant moderating effect.

Conclusion and Recommendations

The study concludes that while ESG controversies are value-destructive, strong corporate governance—particularly board independence and sustainability transparency—serves as a vital mitigating buffer. For practitioners, the findings underscore the strategic imperative for firms to strengthen governance frameworks, not merely as a compliance exercise but as a core risk management and value preservation strategy against ESG risks. Investors should prioritize governance quality when assessing firms in controversy-prone sectors. Future research could explore these dynamics in different institutional settings and examine other governance variables, such as audit committee characteristics or ownership structure.

Cite this article: Alizadeh Pournia, H. A., & Borhani, S. A. (2026). The Impact of Environmental, Social and Governance (ESG) Controversies on Firm Value: The Prominent Role of Corporate Governance. *Green Management*, 5(3), 45-65.



© The Author(s).
Online ISSN: 2821-0050

Publisher: Islamic Azad University, Aliabad Katoul Branch.
<https://sanad.iau.ir/journal/jgm>

تأثیر جنجال‌های زیست‌محیطی-اجتماعی-حاکمیتی بر ارزش شرکت: نقش برجسته حاکمیت شرکتیحانیه علیزاده پورنیا^۱، سید عباس برهانی^{۲*}

۱- گروه حسابداری، واحد قم، دانشگاه آزاد اسلامی، قم، ایران. رایانامه: haneializadeh@gmail.com
۲- گروه حسابداری، واحد قم، دانشگاه آزاد اسلامی، قم، ایران. (نویسنده مسئول) رایانامه: sa.sborhani1352@iau.ac.ir

اطلاعات مقاله	چکیده
نوع مقاله:	هدف این مطالعه بررسی تأثیر حاکمیت شرکتی بر رابطه بین جنجال‌های زیست‌محیطی، اجتماعی و حاکمیتی و ارزش شرکت‌ها می‌باشد. جامعه آماری این پژوهش شامل شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس تهران است. روش نمونه‌گیری به کار گرفته‌شده، روش حذف سیستماتیک بوده و داده‌های مورد استفاده مربوط به سال‌های ۱۳۹۴ تا ۱۴۰۱ (به مدت ۸ سال برای ۱۲۸ شرکت) است. نوع داده‌ها در این پژوهش، تابلویی با اثرات ثابت است که امکان تحلیل دقیق‌تر روندهای طولی را فراهم می‌سازد. نتایج این پژوهش نشان داد که جنجال‌های زیست‌محیطی، اجتماعی و حاکمیتی بر ارزش شرکت‌ها تأثیر منفی و معناداری دارند. به عبارت دیگر، وجود این جنجال‌ها منجر به کاهش ارزش شرکت‌ها می‌شود. علاوه بر این، نسبت مدیران مستقل و گزارشگری پایداری به عنوان مؤلفه‌های حاکمیت شرکتی، نقش تعدیلی مهمی در رابطه بین جنجال‌های زیست‌محیطی، اجتماعی و حاکمیتی و ارزش شرکت‌ها ایفا می‌کنند. این به این معناست که وجود مدیران مستقل و گزارشگری پایداری می‌تواند تأثیر منفی این جنجال‌ها را کاهش دهد. بالاین حال، پژوهش نشان داد که رقابت بازار محصول تأثیر معناداری بر رابطه بین جنجال‌های زیست‌محیطی، اجتماعی و حاکمیتی و ارزش شرکت‌ها ندارد. این نتایج می‌تواند به سرمایه‌گذاران و مدیران شرکت‌ها در تصمیم‌گیری‌های مربوط به حاکمیت شرکتی و مدیریت جنجال‌های زیست‌محیطی، اجتماعی و حاکمیتی کمک کند و نشان‌دهنده اهمیت توجه به این عوامل در حفظ و افزایش ارزش شرکت‌ها باشد. این تحقیق همچنین نشان‌دهنده ضرورت تحلیل دقیق‌تر روابط میان متغیرهای مربوط به حاکمیت شرکتی و جنجال‌های ESG است.
تاریخ دریافت:	۱۴۰۳/۰۸/۳۰
تاریخ بازنگری:	۱۴۰۴/۰۱/۲۴
تاریخ پذیرش:	۱۴۰۴/۰۱/۲۵
تاریخ انتشار:	۱۴۰۴/۱۰/۱۱
کلمات کلیدی:	جنجال‌های زیست‌محیطی، اجتماعی و حاکمیتی، ارزش شرکتی، حاکمیت شرکتی.

استناد: علیزاده پورنیا، حانیه و برهانی، سیدعباس (۱۴۰۴). تأثیر جنجال‌های زیست‌محیطی-اجتماعی-حاکمیتی بر ارزش شرکت: نقش برجسته حاکمیت شرکتی. مدیریت سبز، ۵ (۳)، ۴۵-۶۵.



© نویسندگان.
<https://sanad.iau.ir/journal/jgm>

ناشر: دانشگاه آزاد اسلامی واحد علی‌آباد کنول.

شاپا الکترونیکی: ۲۸۲۱-۰۰۵۰

مقدمه

عوامل محیطی، اجتماعی و حاکمیتی (زیست‌محیطی، اجتماعی و حاکمیتی) به‌طور فزاینده‌ای به نقطه کانونی سرمایه‌گذاران، تنظیم‌کننده‌ها و سهامداران در ارزیابی پایداری بلندمدت و رفتار اخلاقی شرکت‌ها تبدیل شده‌اند (دوک گریسالس و آگیلا کاراکوئل^۱، ۲۰۲۱؛ وستون و ناد^۲، ۲۰۲۳). این عوامل طیفی از مسائل، از پایداری محیطی و کاهش ردپای کربن گرفته تا مسئولیت اجتماعی و حکمرانی اخلاقی را در برمی‌گیرد (تسانگ و همکاران^۳، ۲۰۲۲). ادغام عوامل زیست‌محیطی، اجتماعی و حاکمیتی در استراتژی‌های تجاری اغلب به‌عنوان راهی برای دستیابی به مزیت رقابتی پایدار و ایجاد ارزش بلندمدت در نظر گرفته می‌شود. با این حال، تأکید روزافزون بر زیست‌محیطی، اجتماعی و حاکمیتی باعث افزایش جنجال‌های مرتبط با زیست‌محیطی، اجتماعی و حاکمیتی، مانند تخریب محیط‌زیست، نقض حقوق کار و رسوایی‌های حاکمیتی شده است (دورفلایتر و همکاران^۴، ۲۰۲۰؛ نیرینو و همکاران^۵، ۲۰۲۱).

جنجال‌های زیست‌محیطی، اجتماعی و حاکمیتی می‌تواند تأثیر عمیق و چندوجهی بر عملکرد شرکت داشته باشد و بر عملکرد مالی و غیرمالی تأثیر بگذارد (دورفلایتر و همکاران، ۲۰۲۰؛ گادفری و همکاران^۶، ۲۰۰۹). از نظر مالی، شرکت‌های درگیر در جنجال‌های زیست‌محیطی، اجتماعی و حاکمیتی اغلب با نوسانات قیمت سهام (ایلهان و همکاران^۷، ۲۰۲۳)، افزایش هزینه سرمایه (راو و یو^۸، ۲۰۲۴؛ شرفمن و فرناندو^۹، ۲۰۰۸) و کاهش سهم بازار (اسلام و همکاران^{۱۰}، ۲۰۲۱؛ لو و باتاچاریا^{۱۱}، ۲۰۰۶) مواجه می‌شوند. پیامدهای مالی جنجال‌های زیست‌محیطی، اجتماعی و حاکمیتی می‌تواند فوری باشد و منجر به کاهش قابل توجه قیمت سهام شود. از نظر غیرمالی، جنجال‌های زیست‌محیطی، اجتماعی و حاکمیتی می‌تواند منجر به از دست دادن اعتماد مصرف‌کننده، کاهش ارزش برند و افزایش نظارت ناظر شود. کاهش اعتماد ذینفعان می‌تواند پیامدهای پایداری داشته باشد و بر وفاداری مشتری و ظرفیت سازمان برای جذب و حفظ استعدادها تأثیر بگذارد (سینگ و میسرا^{۱۲}، ۲۰۲۱).

علاوه بر این، بررسی دقیق نظارتی می‌تواند منجر به جریمه‌ها و تحریم‌های مالی شود و در نتیجه هزینه‌ها و پیچیدگی‌های عملیاتی را افزایش دهد (گیلان و همکاران^{۱۳}، ۲۰۲۱). جنجال‌های زیست‌محیطی، اجتماعی و حاکمیتی پیامدهای بیشتری فراتر از ضررهای مالی فوری دارند که شامل معایب استراتژیک بلندمدت مانند کاهش موقعیت رقابتی و مانع از نوآوری می‌شود. (دورفلایتر و همکاران، ۲۰۲۰). این امر

1-Duque-Grisales & Aguilera-Caracuel

2-Weston & Nnadi

3-Tsang et al

4-Dorffleitner et al

5-Nirino et al

6-Godfrey et al

7-Ilhan et al

8-Rau & Yu

9-Sharfman & Fern&o

10-Islam et al.

11-Luo & Bhattacharya

12-Singh & Misra

13-Gillan et al

درک مکانیسم‌هایی را که از طریق آن‌ها می‌توانند این اثرات نامطلوب را چه در کوتاه‌مدت و چه در بلندمدت کاهش دهند، برای شرکت‌ها ضروری می‌کند. اثرات پیچیده بحث‌های زیست‌محیطی، اجتماعی و حاکمیتی مستلزم درک عمیق‌تر پیامدهای آن‌ها بر ابعاد مختلف عملکرد شرکت است؛ بنابراین، این مطالعه به بررسی رابطه بین جنجال‌های زیست‌محیطی، اجتماعی و حاکمیتی و حاکمیت شرکتی بر ارزش شرکت می‌پردازد.

حاکمیت شرکتی تأثیر قابل توجهی بر موفقیت شرکت و روابط آن با سهامداران دارد (جنسن و مک‌کلینگ^۱، ۱۹۷۶). مکانیسم‌های حاکمیتی مؤثر، مانند تنوع هیئت‌مدیره گزارش دهی شفاف و مشارکت ذینفعان، به تصمیم‌گیری بهتر و مدیریت ریسک کمک می‌کنند (برنیل و همکاران^۲، ۲۰۱۸). این عناصر حاکمیتی نه تنها عملکرد مالی شرکت را بهبود می‌بخشد، بلکه شهرت و سرمایه اجتماعی آن را نیز بهبود می‌بخشد (دونگ و همکاران^۳، ۲۰۲۳). حکمرانی خوب نقش مهمی در چارچوب زیست‌محیطی، اجتماعی و حاکمیتی ایفا می‌کند، زیرا به عنوان محافظی در برابر نقص‌های اخلاقی عمل می‌کند که می‌تواند منجر به جنجال‌های زیست‌محیطی، اجتماعی و حاکمیتی شود. به عنوان مثال، هیئت‌مدیره متنوع به احتمال زیاد طیف وسیع‌تری از منافع ذینفعان را در نظر می‌گیرد و احتمال مسائل مربوط به زیست‌محیطی، اجتماعی و حاکمیتی را کاهش می‌دهد (فریمن و همکاران^۴، ۲۰۱۸)؛ بنابراین با توجه به مطالب بیان‌شده سؤالات زیر مطرح می‌شود:

آیا جنجال‌های زیست‌محیطی، اجتماعی و حاکمیتی بر ارزش شرکت تأثیر می‌گذارد؟

آیا حاکمیت شرکتی، رابطه بین جنجال‌های زیست‌محیطی-اجتماعی-حاکمیتی و ارزش شرکت را تعدیل می‌نماید؟

مبانی نظری و پیشینه تحقیق

جنجال‌های زیست‌محیطی، اجتماعی و حاکمیتی می‌توانند تأثیرات قابل توجهی بر ارزش شرکت‌ها داشته باشند. مطالعات خارجی متعددی نشان داده‌اند که این جنجال‌ها باعث کاهش ارزش شرکت‌ها می‌شوند (گادفری و همکاران، ۲۰۰۹؛ نیرینو و همکاران^۵، ۲۰۲۱؛ وو و همکاران^۶، ۲۰۲۳). با این حال، در مطالعات داخلی توجه کمتری به این موضوع شده است. از طرفی، حاکمیت شرکتی مؤثر می‌تواند تأثیرات منفی جنجال‌های زیست‌محیطی، اجتماعی و حاکمیتی را کاهش دهد. به طور خاص، شرکت‌هایی که دارای هیئت‌مدیره متنوع از نظر جنسیتی، استقلال اعضا و اندازه هیئت‌مدیره هستند، می‌توانند

1- Jensen & Meckling

2- Bernile et al

3- Dong et al

4- Freeman et al

5- Nirino et al

6- Wu et al

تأثیرات کمتری از این جنجال‌ها دریافت کنند (کارت‌ر و همکاران، ۱؛ ۲۰۱۰؛ دونگ و همکاران، ۲۰۲۳؛ رحمان و همکاران، ۲۰۲۳). این ویژگی‌های حاکمیتی به سازمان‌ها کمک می‌کنند تا تصمیم‌های سریع و آگاهانه بگیرند و اقدامات اصلاحی را به سرعت اجرا کنند (فریم و همکاران، ۲۰۱۸؛ هیلمن و دالزیل^۳، ۲۰۰۳).

هیئت‌مدیره‌های مستقل ممکن است تمایل بیشتری به جایگزینی مدیریت یا بازنگری در استراتژی‌هایی داشته باشند که منجر به مناقشه زیست‌محیطی، اجتماعی و حاکمیتی شده‌اند و این اقدامات را به بازار و سهامداران نشان دهند (زاتونی و همکاران، ۴؛ ۲۰۲۳). علاوه بر این، کانال‌های ارتباطی شفاف که نشان‌دهنده حکمرانی خوب هستند، می‌توانند با ارائه اطلاعات دقیق و به‌موقع در طول بحران‌ها، اعتماد ذینفعان را بازیابی کنند (لو و باتاچاریا، ۲۰۰۶). همچنین، حاکمیت شرکتی مؤثر با کاهش صدمات مالی و اعتباری ناشی از جنجال‌های زیست‌محیطی، اجتماعی و حاکمیتی می‌تواند موقعیت آنی شرکت را حفظ کرده و به پایداری بلندمدت و ایجاد ارزش برای سهامداران کمک کند (فریم و همکاران، ۲۰۱۸؛ فرودنریش و همکاران، ۲۰۲۰).

مطالعات داخلی نیز به بررسی اثرات مختلف حاکمیت شرکتی و عوامل مدیریتی بر ارزش شرکت‌ها پرداخته‌اند. علی‌پور دهکی و رضایی (۱۳۹۵) تأثیر مثبت هزینه‌های نمایندگی بر ارزش شرکت‌ها را بررسی کرده و نشان دادند که مدیریت بهینه این هزینه‌ها می‌تواند ارزش شرکت‌ها را افزایش دهد. خطی دیزآبادی و قربانی حیدری (۱۴۰۰) تأثیر عوامل مدیریتی مانند رشد شرکت، مالکیت مدیریتی، سودآوری و ساختار سرمایه‌بر ارزش شرکت‌ها را مورد بررسی قرار دادند و نتیجه گرفتند که بهبود این عوامل به افزایش ارزش شرکت‌ها منجر می‌شود. علاوه بر این، محمودخانی و همکاران (۱۴۰۰) میزان افشای مؤلفه‌های پایداری در صنعت بیمه ایران را بررسی کرده و نشان دادند که توجه به ابعاد راهبری می‌تواند به بهبود کیفیت گزارشگری پایداری و افزایش ارزش شرکت‌ها کمک کند.

در ادامه، محب‌علی (۱۴۰۱) تأثیر ویژگی‌های کمیته حسابرسی بر کیفیت گزارشگری مالی و ارزش شرکت‌ها را بررسی کرد و تأکید داشت که تقویت ویژگی‌های کمیته حسابرسی می‌تواند به بهبود کیفیت گزارشگری مالی و افزایش ارزش شرکت‌ها منجر شود. در زمینه مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها، اسدی یوسف‌آباد و همکاران (۱۴۰۱) تأثیر معاملات با اشخاص وابسته بر ارزش شرکت‌ها را بررسی کردند و نشان دادند که مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها

می‌تواند اثر منفی این معاملات را تعدیل کند. این نتایج با یافته‌های محب علی در رابطه با اهمیت ویژگی‌های کمیته حسابرسی در بهبود کیفیت گزارشگری مالی همخوانی دارد.

مطالعات بین‌المللی نیز نتایج مشابهی را ارائه داده‌اند. برای مثال، وو و همکاران (۲۰۲۳) نشان دادند که جنجال‌های زیست‌محیطی، اجتماعی و حاکمیتی تأثیر منفی بر ارزش شرکت دارند، اما حاکمیت شرکتی می‌تواند این تأثیر منفی را تعدیل کند و عواملی مانند تنوع جنسیتی و استقلال هیئت‌مدیره تأثیر مثبتی بر ارزش شرکت‌ها دارند. نیرینو و همکاران (۲۰۲۱) تأثیر معاملات اشخاص وابسته بر ارزش شرکت را با در نظر گرفتن نقش بازرس مستقل و کمیته حسابرسی بررسی کردند و نتیجه‌گیری کردند که این عوامل می‌توانند تأثیر مثبتی بر ارزش شرکت‌ها داشته باشند.

آلوچنا و کوشفسکی^۱ (۲۰۲۱) نیز به بررسی تأثیر مالکیت هرمی بر ارزش شرکت‌ها پرداختند و نشان دادند که استفاده از ساختارهای هرمی می‌تواند ارزش شرکت‌ها را افزایش دهد. این نتایج اهمیت استفاده از ساختارهای مالکیت مناسب در افزایش ارزش شرکت‌ها را نشان می‌دهد. همچنین، ارشادی و همکاران (۱۴۰۲) به بررسی رابطه بین جنجال‌های شرکتی و خلق ارزش با توجه به نقش تعدیل‌کننده پایداری محیطی، اجتماعی و حاکمیتی پرداختند و نشان دادند که رویکرد پایداری می‌تواند سطح اعتماد سرمایه‌گذاران و سهامداران را افزایش دهد و تأثیرات منفی جنجال‌های شرکتی را کاهش دهد.

درنهایت، فتاحی نافچی و همکاران (۱۴۰۳) به بررسی اثر تعاملی افشاء و عملکرد گزارشگری زیست‌محیطی، اجتماعی و حاکمیتی بر هزینه بدهی پرداختند و نشان دادند که توجه به هر یک از مؤلفه‌های پایداری می‌تواند نتایج متفاوتی در پی داشته باشد. به‌طور کلی، این مطالعات نشان می‌دهند که عوامل مختلفی مانند ویژگی‌های کمیته حسابرسی، معاملات با اشخاص وابسته، حاکمیت شرکتی و ساختارهای مالکیت می‌توانند تأثیرات قابل توجهی بر ارزش شرکت‌ها داشته باشند. مدیریت بهینه این عوامل و ارتقاء رویکردهای پایداری می‌تواند به بهبود کیفیت گزارشگری مالی، کاهش اثرات منفی جنجال‌های شرکتی و افزایش ارزش شرکت‌ها کمک کند.

توسعه فرضیه‌های پژوهش

مطالعات بین‌المللی متعددی نشان داده‌اند که جنجال‌های زیست‌محیطی، اجتماعی و حاکمیتی می‌توانند به‌طور قابل توجهی ارزش شرکت‌ها را کاهش دهند (گادفری و همکاران، ۲۰۰۹؛ نیرینو و همکاران، ۲۰۲۱؛ وو و همکاران، ۲۰۲۳؛ کلارک و همکاران، ۲۰۱۵؛

برانسون و همکاران، ۲۰۱۷). با این حال، پژوهش‌های داخلی کمتری به این مسئله پرداخته‌اند. داس گوپتا^۱، (۲۰۲۲) و دورفلاپتتر و همکاران (۲۰۲۰) در مطالعه‌ای مقایسه‌ای بین شرکت‌های توسعه‌یافته و بازارهای نوظهور دریافتند که اختلاف‌نظرها می‌توانند اثرات ارزش‌گذاری را در بازار سهام کاهش دهند. این مطالعه تأکید می‌کند که این موضوع به‌صورت جهانی وجود دارد و شرکت‌ها در هر دو بازارهای توسعه‌یافته و در حال ظهور را تحت تأثیر قرار می‌دهد. علاوه بر این، شکیل^۲ (۲۰۲۱) به این نکته اشاره می‌کند که عواملی مانند اثربخشی حاکمیت می‌توانند تأثیر اختلافات ESG را تعدیل کنند، هرچند نه به‌طور کامل آن‌ها را از بین ببرند.

تأثیر اختلافات ESG بر ارزش شرکت موضوعی پیچیده و چندوجهی است. درحالی‌که بسیاری از مطالعات به یک رابطه منفی اشاره دارند، برخی نیز رابطه‌ای ظریف یا حتی مثبت را نشان می‌دهند که تحت تأثیر عواملی مانند بخش صنعت و موقعیت جغرافیایی قرار می‌گیرد (جانسون و همکاران، ۲۰۱۸؛ لی و همکاران، ۲۰۲۰). شکیل (۲۰۲۱) اشاره می‌کند که عواملی مانند اثربخشی حاکمیت می‌توانند تأثیر اختلافات ESG را بر ارزش شرکت تعدیل کنند؛ اما همچنان نتایج این مطالعات پیچیده و چندبعدی باقی می‌مانند. این یافته‌ها نشان می‌دهند که درحالی‌که اختلافات ESG می‌توانند ارزش شرکت‌ها را کاهش دهند، تأثیر این اختلافات تحت تأثیر عوامل تعدیل‌کننده مختلفی قرار می‌گیرد (چن و همکاران، ۲۰۱۹؛ کیم و همکاران، ۲۰۲۲).

بنابراین، فرضیه اول به این صورت تدوین می‌گردد: جنجال‌های زیست‌محیطی، اجتماعی و حاکمیتی بر ارزش شرکت تأثیر معناداری دارد.

مکانیسم حاکمیت شرکتی مؤثر می‌تواند به‌عنوان یک پیوند حیاتی میان شرکت و استفاده بهینه از منابع داخلی عمل کند. بر اساس نظریه منابع (بارنی و همکاران^۳، ۲۰۰۱)، حاکمیت شرکتی مؤثر منابع متنوع‌تر و گسترده‌تری را فراهم می‌کند که می‌تواند به بهبود شیوه‌های زیست‌محیطی، اجتماعی و حاکمی (ESG) کمک کند و درنهایت ارزش شرکت را افزایش دهد. به‌عنوان مثال، وجود هیئت‌مدیره‌ای با تنوع جنسیتی، اعضای مستقل و اندازه مناسب هیئت‌مدیره به شرکت کمک می‌کند تا تصمیمات سریع و آگاهانه‌تری بگیرد و اقدامات اصلاحی را به‌سرعت اجرا کند (کارتز و همکاران، ۲۰۱۰؛ دونگ و همکاران، ۲۰۲۳). همچنین، حاکمیت شرکتی مؤثر می‌تواند با ارائه کانال‌های ارتباطی شفاف و اطلاعات دقیق و به‌موقع در

طول بحران‌ها، اعتماد ذینفعان را بازیابی کرده و صدمات مالی و اعتباری ناشی از جنجال‌های زیست‌محیطی، اجتماعی و حاکمیتی را کاهش دهد (لو و باتاچاریا، ۲۰۰۶؛ فریمن و همکاران، ۲۰۱۸).

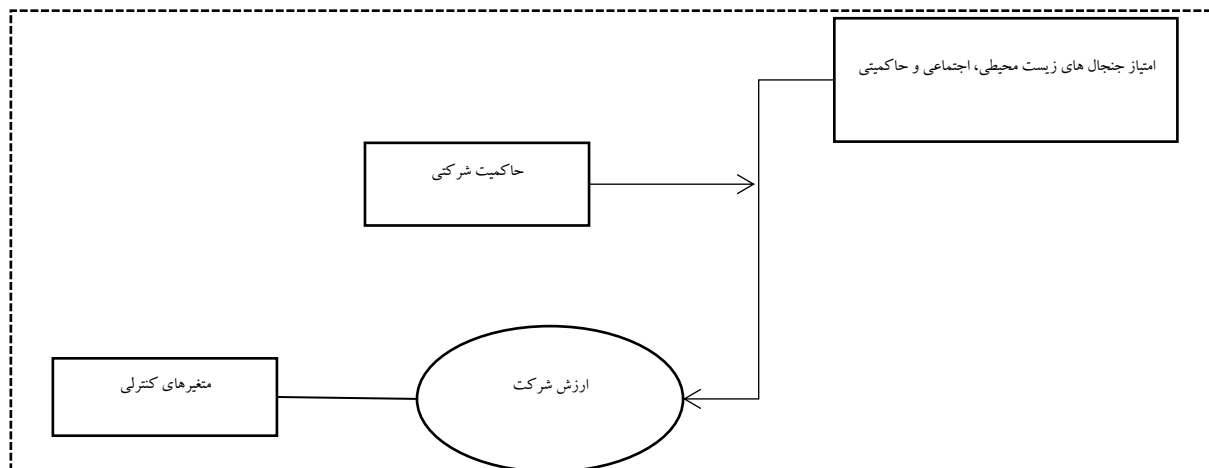
از سوی دیگر، حاکمیت شرکتی مؤثر می‌تواند شرکت را در مقابله با جنجال‌های مربوط به ESG توانمندتر کند و اعتماد ذینفعان را به دست آورد (هیلن و دالزیل، ۲۰۰۳). این امر می‌تواند به کاهش تأثیرات منفی جنجال‌های زیست‌محیطی، اجتماعی و حاکمیتی بر ارزش شرکت منجر شود. به‌عنوان مثال، هیئت‌مدیره‌های مستقل ممکن است تمایل بیشتری به جایگزینی مدیریت یا بازنگاری در استراتژی‌هایی داشته باشند که منجر به مناقشه شده‌اند و این اقدامات را به بازار و سهامداران نشان دهند (زاتونی و همکاران، ۲۰۲۳). علاوه بر این، شرکت‌هایی که رویکرد پایداری را در عوامل زیست‌محیطی، اجتماعی و حاکمیتی اتخاذ می‌کنند، می‌توانند سطح اعتماد سرمایه‌گذاران و سهامداران را افزایش داده و تأثیرات منفی جنجال‌های شرکتی را کاهش دهند (ارشادی و همکاران، ۱۴۰۲)؛ بنابراین، می‌توان نتیجه گرفت که حاکمیت شرکتی مؤثر نقش مهمی در تعدیل رابطه بین جنجال‌های زیست‌محیطی، اجتماعی و حاکمیتی و ارزش شرکت ایفا می‌کند. این استدلال‌ها منجر به تدوین فرضیه اصلی دوم و فرضیه‌های فرعی آن می‌شود:

فرضیه اصلی ۲: حاکمیت شرکتی رابطه بین جنجال‌های زیست‌محیطی، اجتماعی و حاکمیتی و ارزش شرکت را تعدیل می‌کند.

فرضیه فرعی ۱-۲: نسبت مدیران غیرموظف هیئت‌مدیره رابطه بین جنجال‌های زیست‌محیطی، اجتماعی و حاکمیتی و ارزش شرکت را تعدیل می‌کند.

فرضیه فرعی ۲-۲: گزارشگری پایداری رابطه بین جنجال‌های زیست‌محیطی، اجتماعی و حاکمیتی و ارزش شرکت را تعدیل می‌کند.

فرضیه فرعی ۳-۲: رقابت بازار محصول رابطه بین جنجال‌های زیست‌محیطی، اجتماعی و حاکمیتی و ارزش شرکت را تعدیل می‌کند.



شکل ۱: مدل مفهومی پژوهش

روش‌شناسی

این پژوهش به دلیل هدف کاربردی و ماهیت داده‌ها، به‌عنوان یک پژوهش کمی در نظر گرفته شده است. روش گردآوری داده‌ها به‌صورت توصیفی و همبستگی پس‌رویدادی بوده و از نظر زمانی، یک پژوهش گذشته‌نگر محسوب می‌شود. جامعه آماری شامل تمام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران بین سال‌های ۱۳۹۴ تا ۱۴۰۱ می‌باشد. تجزیه و تحلیل داده‌ها با استفاده از نرم‌افزارهای ایویوز و اکسل انجام شده است. برای انتخاب نمونه از روش حذف سیستماتیک استفاده گردید و شرکت‌هایی که ویژگی‌های موردنظر پژوهش را دارا بودند، به‌عنوان نمونه انتخاب شدند. درنهایت، ۱۲۸ شرکت به مدت ۸ سال (۱۰۲۴ سال- شرکت) به‌عنوان نمونه آماری موردبررسی قرار گرفتند.

مدل‌های آماری و متغیرهای پژوهش

با پیروی از مطالعه وو و همکاران (۲۰۲۳) از مدل‌های رگرسیون زیر جهت آزمون فرضیه‌ها استفاده می‌شود:

$$FV_{it} = \alpha_0 + \beta_1 ESGcon_{it} + \beta_2 Size_{it} + \beta_3 Lev_{it} + \beta_4 Liq_{it} + \beta_5 Age_{it} + \beta_6 Capex_{it} + \beta_7 SOE_{it} + \varepsilon_{it} \quad \text{مدل (۱)}$$

که در روابط فوق:

$ESGcon$ ، نشان‌دهنده امتیاز جنجال‌های زیست‌محیطی، اجتماعی و حاکمیتی شرکت است، FV ، نشان‌دهنده ارزش شرکت است. ضریب موردعلاقه β_1 است و β_1 در سطح معنادار و منفی از فرضیه اول پژوهش پشتیبانی می‌کند. سایر متغیرها اندازه شرکت ($size$)، اهرم مالی (lev)، نقدینگی (Liq)، سن شرکت (Age) و مالکیت دولتی (SOE) است.

$$FV_{it} = \alpha_0 + \beta_1 ESGcon_{it} + \beta_2 CG_{it} + \beta_3 ESGcon_{it} \times CG_{it} + \beta_4 Size_{it} + \beta_5 Lev_{it} + \beta_6 Liq_{it} + \beta_7 Age_{it} + \beta_8 Capex_{it} + \beta_9 SOE_{it} + \varepsilon_{it} \quad \text{مدل (۲)}$$

که در روابط فوق:

متغیر وابسته

ارزش شرکت (FV): با پیروی از پژوهش دونگ و همکاران (۲۰۲۳) عملکرد مبتنی بر بازار با کیو توین اندازه گیری می شود که به عنوان ارزش بازار به اضافه کل بدهی ها تقسیم بر کل دارایی ها و نسبت بازار به دفتر، به عنوان ارزش بازار حقوق صاحبان سهام تقسیم بر ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام اندازه گیری می شود.

متغیر مستقل

جنگال های زیست محیطی، اجتماعی و حاکمیتی (ESGcon): اطلاعات مربوط به جنگال های شرکتی بر اساس مطالعه ارشادی و همکاران (۱۴۰۲) محاسبه می شود. این امتیاز با در نظر گرفتن تعداد بحث ها برای موضوعات زیست محیطی، اجتماعی و حاکمیت شرکتی و همچنین سایر رویدادهای منفی که شرکت ها در طول سال با آن روبرو شده اند، اندازه گیری می شود؛ بنابراین می توان عوامل محیطی، اجتماعی و راهبری شرکتی که منجر به بحث و جدل های شرکت می شود را مطابق جدول (۲)، بیان کرد.

جدول ۲: عوامل محیطی، اجتماعی و راهبری شرکتی، بحث و جدل شرکتی

عوامل پایداری	شاخص های بحث و جدل شرکتی
پایداری زیست محیطی	تولید زباله های خطرناک مشکلات نظارتی (جریمه ها بدون توجه به حجم آلودگی باقی می ماند) تولید مواد شیمیایی تخریب کننده ازن انتشار قابل توجه آلودگی مواد شیمیایی کشاورزی تغییر اقلیم
پایداری اجتماعی	ایمنی محصول کم بازاریابی/پیمانکاری ضعیف رویکردهای انحصاری در شرکت
پایداری راهبری شرکتی	افزایش پاداش حاکمیت شرکتی ضعیف وجود مشکلات حسابداری گزارش ضعیف شفافیت حاکمیت شرکتی

منبع: ارشادی و همکاران (۱۴۰۲)

با پیروی از ارشادی و همکاران (۱۴۰۲)، مؤلفه های عوامل محیطی، اجتماعی و راهبری شرکتی که منجر به جنگال های شرکت می شوند و در گزارش های تفسیری مدیریت شرکت و گزارش های حسابر و بازرس قانونی افشاء می گردند، استخراج می شوند. این مؤلفه ها شامل ارتباطات جامعه، حاکمیت شرکت، تنوع، روابط کارکنان، محیط زیست، محصول و موارد منفی در گزارش حسابر هستند. در نهایت، در صورت افشاء هر کدام از مؤلفه های فوق، عدد ۱ و در غیر این صورت عدد ۰ لحاظ می شود. سپس با جمع کردن نمرات افشاء و تقسیم آن بر بزرگ ترین مقدار نمونه، نمره جنگال های زیست محیطی، اجتماعی و حاکمیتی به دست می آید. این مؤلفه ها در جدول (۳) بیان شده اند.

تأثیر جنجال‌های زیست‌محیطی-اجتماعی-حاکمیتی بر ارزش شرکت: نقش برجسته حاکمیت شرکتی

جدول ۳: مؤلفه‌های منفی زیست‌محیطی، اجتماعی و حاکمیتی

اثرات منفی اقتصادی	ارتباطات جامعه
مشکلات مالیاتی	حاکمیت شرکت
نگرانی حسابداری (اظهارنظر مشروط)	
مشکلات شفافیت	
مشکلات دادگاهی (دعای مربوط به کارکنان و بیمه و ...)	تنوع
نداشتن خاتم، اقلیت و افراد معلول در هیئت‌مدیره	
کاهش نیرو کار	
جرایم بهداشت و ایمنی	روابط کارکنان
ضعف در مزایای بازنشستگی و کسری بودجه	
فضولات خطرناک	
جرایم زیست‌محیطی	محیط زیست
تولیدکننده مواد شیمیایی از بین برنده لایه اوزون	
تولیدکننده مواد شیمیایی کشاورزی	
موجب تغییرات آب‌وهوا	محصول
جریمه ایمنی محصولات	
جریمه یا دعوی حقوقی مربوط به قراردادهای بازاریابی و تبلیغات	
موارد افشاشده عدم رعایت قوانین و مقررات	موارد منفی در گزارش حسابرس
در گزارش حسابرس (موارد غیر تعدیلی نظر حسابرس)	

منبع: ارشادی و همکاران (۱۴۰۲)

متغیر تعدیل‌کننده

حاکمیت شرکتی (CG): به سیستم‌ها و فرآیندهای شرکتی اطلاق می‌شود که تضمین می‌کنند اعضای هیئت‌مدیره و مدیران اجرایی در راستای منافع بلندمدت سهامداران عمل می‌کنند. در این مطالعه، متغیر حاکمیت شرکتی از طریق سه معیار اندازه‌گیری شده است:

۱. نسبت مدیران مستقل هیئت‌مدیره: اگر این نسبت از میانگین نمونه بیشتر باشد، برابر با یک و در غیر این صورت صفر است.

۲. گزارشگری پایداری: اگر شرکت در گزارش تفسیری خود اقدامات پایداری را افشاء کرده باشد، برابر با یک و در غیر این صورت صفر است.

۳. رقابت بازار محصول: اگر این معیار از میانگین نمونه بیشتر باشد، برابر با یک و در غیر این صورت صفر است.

این سه معیار به عنوان نمایندگان رکن حاکمیت شرکتی در این پژوهش در نظر گرفته شده‌اند (وو و همکاران، ۲۰۲۳).

متغیرهای کنترلی:

در این پژوهش با پیروی از پژوهش وو و همکاران (۲۰۲۳) از متغیرهای کنترلی زیر استفاده شده است:

جدول ۴: نحوه اندازه گیری متغیرهای کنترلی

نام متغیر	نحوه اندازه گیری
اندازه شرکت (size)	لگاریتم طبیعی کل دارایی ها
اهرم مالی (lev)	نسبت کل بدهی شرکت به کل دارایی ها
نقدینگی (Liq)	نسبت دارایی های جاری به بدهی های جاری
سن شرکت (Age)	لگاریتم سنوات تا تأسیس شرکت
مالکیت دولتی (SOE)	متغیر ساختگی است که ارزش آن یک است اگر شرکتی دولتی باشد (۵۱ درصد سهام متعلق به دولت) در غیر این صورت صفر است

منبع: وو و همکاران (۲۰۲۳)

یافته ها

برای شناخت بهتر ماهیت جامعه پژوهش و آشنایی بیشتر با متغیرهای پژوهش، قبل از تجزیه و تحلیل داده های آماری، به توصیف متغیرها پرداخته می شود. نتایج توصیف متغیرها در جداول ۵ و ۶ آمده است. میانگین متغیر ارزش شرکت ۳,۱۳۶ است که از میانه آن ۲,۶ بیشتر می باشد و این نشان دهنده پراکندگی زیاد ارزش بازار شرکت ها است. مقادیر حداقل و حداکثر این متغیر به ترتیب ۰,۶۲۲ و ۳۸,۳۳۳ است. میانگین متغیر جنجال های زیست محیطی، اجتماعی و حاکمیتی (ECG) ۱,۸۵۳ و میانه آن ۱,۹۵ بوده که بیانگر توزیع نرمال با چولگی خفیف است. گزارشگری پایداری به عنوان یکی از مؤلفه های حاکمیت شرکتی، در ۴۷,۷۵ درصد از شرکت های نمونه تشکیل شده و در ۵۲,۲۵ درصد از شرکت ها در گزارش های تفسیری افزایشی در خصوص گزارشگری پایداری انجام نشده است. همچنین، ۵۰,۶۸ درصد از مشاهدات مربوط به مدیران مستقل (غیرموظف هیئت مدیره) و ۲۹ درصد مربوط به رقابت بازار محصول بیشتر از میانگین نمونه هستند، به طوری که این شرکت ها دارای مدیران مستقل بیشتر و رقابت بازار محصول بالاتری می باشند. این تحلیل نشان دهنده میزان پراکندگی ارزش بازار شرکت ها، توزیع نرمال متغیرهای مورد بررسی و نقش گزارشگری پایداری و مدیران مستقل در نمونه های پژوهش است.

جدول ۵: توصیف متغیرهای پژوهش

متغیر	میانه	میانگین	انحراف معیار	کمینه	بیشینه	نحوه محاسبه
ارزش شرکت	۲,۰۶	۳,۱۳۶	۳,۴۶۳	۰,۶۲۲	۳۸,۳۳۳	نسبت
جنجال های ESG	۱,۹۵	۱,۸۵۳	۰,۵	۰,۰۰۰	۳,۱۳۵	لگاریتم
مدیران مستقل	۱,۰۰	۰,۵۰۷	۰,۵	۰,۰۰۰	۱	نسبت
گزارشگری پایداری	۰,۰۰	۰,۴۷۸	۰,۵	۰,۰۰۰	۱	دووجهی
رقابت بازار محصول	۰,۰۰	۰,۲۹	۰,۴۵۴	۰,۰۰۰	۱	نسبت
ضریب یک	۰,۶۹	۰,۹۳۴	۰,۹۸۹	۰,۰۰۰	۲,۹۴۴	لگاریتم-نسبت
ضریب دو	۰,۰۰	۰,۹۱۳	۱,۰۲۵	۰,۰۰۰	۳,۱۳۵	لگاریتم-دووجهی
ضریب سه	۰,۰۰	۰,۵۶۶	۰,۹۳۲	۰,۰۰۰	۳,۱۳۵	لگاریتم-نسبت
اندازه شرکت	۱۵,۰۱	۱۵,۳۱۶	۱,۷۵۶	۱۱,۱۹۸	۲۱,۵۷۲	لگاریتم

تأثیر جنجال‌های زیست‌محیطی-اجتماعی-حاکمیتی بر ارزش شرکت: نقش برجسته حاکمیت شرکتی

اهرم مالی	۰,۵۳	۰,۵۳۳	۰,۲۱۵	۰,۰۳۱	۱,۵۰۵	نسبت
نقدینگی	۱,۴۲	۱,۸۳۱	۱,۹۲	۰,۲۱۵	۲۷,۰۹۵	نسبت
سن شرکت	۳,۶۹	۳,۶۳۶	۰,۳۶۸	۲,۴۸۵	۴,۲۴۸	لگاریتم
مالکیت دولتی	۰,۷۰	۰,۵۶۷	۰,۳۴۲	۰,۰۰۰	۰,۹۸	نسبت

منبع: یافته‌های پژوهشگر

جدول ۶: توصیف متغیرهای پژوهش

مدیران مستقل	تعداد	درصد	درصد تجمعی
۰	۵۰۵	۳۲,۴۹	۳۲,۴۹
۱	۵۱۹	۶۸,۵۰	۱۰۰
جمع	۱۰۲۴	۱۰۰	
گزارشگری پایداری	تعداد	درصد	درصد تجمعی
۰	۵۳۵	۲۵,۵۲	۲۵,۵۲
۱	۴۸۹	۷۵,۴۷	۱۰۰
جمع	۱۰۲۴	۱۰۰	
رقابت بازار محصول	تعداد	درصد	درصد تجمعی
۰	۷۲۷	۷۱	۷۱
۱	۲۹۷	۲۹	۱۰۰
جمع	۱۰۲۴	۱۰۰	

تعیین نوع داده‌ها و الگوها

قبل از برآزش الگوی پژوهش، ابتدا لازم است تا آزمون تشخیصی چاو و هاسمن برای انتخاب از بین الگوهای داده‌های تابلویی و معمولی در مقابل الگوی داده‌های تابلویی با اثرات ثابت یا تصادفی انجام شود که نتایج آن در جدول (۷) آورده شده است.

جدول ۷: آزمون تعیین مدل مناسب در داده‌های ترکیبی

آزمون چاو	سطح معنی‌داری	مقدار آماره	نوع داده‌ها
مدل فرضیه ۱	۰,۰۰۰	۲,۴۱	تابلویی
مدل فرضیه ۱-۲	۰,۰۰۰	۲,۴۰	تابلویی
مدل فرضیه ۲-۲	۰,۰۰۰	۲,۳۷	تابلویی
مدل فرضیه ۲-۳	۰,۰۰۰	۲,۴۰	تابلویی
آزمون هاسمن	سطح معنی‌داری	Chi Sq. Statistic	نوع مدل
مدل فرضیه ۱	۰,۰۰۰	۱۲۹,۵۹	اثرات ثابت
مدل فرضیه ۱-۲	۰,۰۰۰	۱۲۸,۲۱	اثرات ثابت
مدل فرضیه ۲-۲	۰,۰۰۰	۱۲۶,۲۷	اثرات ثابت
مدل فرضیه ۲-۳	۰,۰۰۰	۱۲۶,۲۷	اثرات ثابت

منبع: یافته‌های پژوهشگر

نتیجه آزمون فرضیه اول

نتایج جدول (۸) فرضیه اول نشان می‌دهد که جنجال‌های زیست‌محیطی، اجتماعی و حاکمیتی (ESG) تأثیر معناداری بر ارزش بازار شرکت‌ها دارند. ضریب مثبت ۰,۴۶۷ و سطح معناداری ۰,۰۰۰ نشان‌دهنده تأثیر بسیار قوی و معنادار جنجال‌های ESG بر

ارزش شرکت‌ها است. این سطح معناداری کمتر از ۰,۰۱ درصد نشان می‌دهد که احتمال تصادفی بودن این رابطه کمتر از ۱٪ است که تأیید می‌کند این رابطه قوی و قابل اعتماد است.

ضریب تعیین مدل ۰,۳۶۸ است که نشان می‌دهد مدل توانسته است ۳۶,۸٪ از تغییرات ارزش بازار شرکت‌ها را توضیح دهد که این مقدار به معنای تبیین مناسب تغییرات ارزش بازار شرکت‌ها است، اگرچه مدل قابلیت بهبود دارد. مقدار آماره مدل (Chi square) ۱۷۵,۸۶۶ با سطح معناداری ۰,۰۰۰ نیز نشان می‌دهد که مدل کلی بسیار معنادار است و توضیح مناسبی برای داده‌ها ارائه می‌دهد. تعداد مشاهدات نیز ۱۰۲۴ است که به اعتبار نتایج مدل کمک می‌کند. به‌طورکلی، نتایج نشان می‌دهند که جنجال‌های زیست‌محیطی، اجتماعی و حاکمیتی بر ارزش شرکت تأثیر معناداری دارند؛ و فرضیه اول تأیید می‌گردد.

جدول ۸: نتیجه آزمون تأثیر جنجال‌های زیست‌محیطی، اجتماعی و حاکمیتی بر ارزش شرکت

متغیر وابسته: ارزش بازار	ضریب	انحراف معیار	آماره t	سطح احتمال معناداری	Sig
جنجال‌های ESG	۰,۴۶۷	۰,۰۰۹	۵,۱۷	۰,۰۰۰	***
اندازه شرکت	۰,۰۱۴	۰,۰۲۷	۰,۵۳	۰,۵۹۴	
اهرم مالی	۱,۷۶۲	۰,۲۴۷	۷,۱۴	۰,۰۰۰	***
نقدینگی	۰,۰۸۱	۰,۰۲۹	۲,۸۲	۰,۰۰۵	***
سن شرکت	۰,۰۳۹	۰,۱۰۷	۳,۶۶	۰,۰۰۰	***
مالکیت دولتی	۰,۴۳۳	۰,۱۷۶	۲,۴۷	۰,۰۱۴	**
عرض از مبدأ	۳,۲۹۳	۰,۶۰۲	۵,۴۸	۰,۰۰۰	***
انحراف معیار متغیر مستقل	۳,۴۶۳		مقدار آماره مدل (Chi square)	۱۷۵,۸۶۶	
ضریب تبیین	۰,۳۶۸		سطح معناداری آماره مدل	۰,۰۰۰	

*** p<۰,۰۰۱, ** p<۰,۰۰۵, * p<۰,۰۱

منبع: یافته‌های پژوهشگر

نتیجه آزمون فرضیه دوم

فرضیه فرعی ۱-۲: نسبت مدیران غیرموظف هیئت‌مدیره

نتایج تحلیل جدول (۹)، فرضیه فرعی ۱-۲ نشان می‌دهد که نسبت مدیران غیرموظف هیئت‌مدیره نقش مهمی در تعدیل رابطه بین جنجال‌های زیست‌محیطی، اجتماعی و حاکمیتی (ESG) و ارزش شرکت ایفا می‌کند. ضریب مثبت ۰,۶۲۳ و سطح معناداری ۰,۰۰۰ نشان می‌دهد که جنجال‌های ESG تأثیر مستقیمی بر ارزش شرکت‌ها دارند و این رابطه بسیار معنادار است. همچنین، مدیران مستقل با ضریب ۰,۸۰۳ و سطح معناداری ۰,۰۱۷ نشان‌دهنده تأثیر معنادار حضور مدیران غیرموظف در هیئت‌مدیره بر ارزش شرکت است. این یافته بیانگر این است که حضور مدیران مستقل به بهبود ارزش شرکت‌ها کمک می‌کند.

تأثیر متقابل مدیران مستقل و جنجال‌های ESG با ضریب ۰,۳۲۶ و سطح معناداری ۰,۰۴۲ تأیید می‌کند که این تعامل نیز تأثیر مثبت و معناداری بر ارزش شرکت دارد. این نتیجه نشان می‌دهد که مدیران مستقل قادرند تأثیر جنجال‌های ESG بر ارزش شرکت را تعدیل و بهبود دهند. اندازه شرکت با ضریب ۰,۰۲۶ و سطح معناداری ۰,۳۳ نشان‌دهنده آن است که اندازه شرکت تأثیر چشمگیری بر ارزش بازار ندارد.

ضریب تعیین مدل ۰,۳۶۱ نشان می‌دهد که مدل توانسته است ۳۶,۱٪ از تغییرات ارزش بازار شرکت‌ها را توضیح دهد. مقدار آماره مدل (Chi square) ۱۸۸,۸۶۱ با سطح معناداری ۰,۰۰۰ نشان می‌دهد که مدل کلی بسیار معنادار است و توضیح مناسبی برای داده‌ها ارائه می‌دهد. تعداد مشاهدات ۱۰۲۴ است که به اعتبار نتایج مدل کمک می‌کند.

به‌طور کلی، نتایج نشان می‌دهد که جنجال‌های زیست‌محیطی، اجتماعی و حاکمیتی (ESG)، حضور مدیران مستقل و تعامل بین مدیران مستقل و جنجال‌های ESG تأثیر معنادار و مثبتی بر ارزش شرکت‌ها دارند. این نتایج فرضیه فرعی ۱-۲ را تأیید می‌کند که نسبت مدیران غیرموظف هیئت‌مدیره رابطه بین جنجال‌های زیست‌محیطی، اجتماعی و حاکمیتی و ارزش شرکت را تعدیل می‌کند.

جدول ۹: نتیجه آزمون تأثیر نقش مدیران مستقل (غیرموظف)

متغیر وابسته: ارزش شرکت	ضریب	انحراف معیار	آماره t	سطح احتمال معناداری	Sig
جنجال‌های ESG	۰,۶۲۳	۰,۱۲۱	۵,۱۶	۰,۰۰۰	***
مدیران مستقل	۰,۸۰۳	۰,۳۳۵	۲,۳۹	۰,۰۱۷	**
مدیران مستقل * جنجال‌های ESG	۰,۳۲۶	۰,۱۶۱	۲,۰۳	۰,۰۴۲	**
اندازه شرکت	۰,۰۲۶	۰,۰۲۷	۰,۹۷	۰,۳۳	
اهرم مالی	۱,۸۰۱	۰,۲۴۶	۷,۳۱	۰,۰۰۰	***
نقدینگی	۰,۰۸۲	۰,۰۲۹	۲,۸۸	۰,۰۰۴	***
سن شرکت	۰,۳۷۷	۰,۱۰۸	۳,۵	۰,۰۰۰	***
مالکیت دولتی	۰,۴۶۴	۰,۱۷۶	۲,۶۴	۰,۰۰۸	***
عرض از مبدأ	۳,۹۵۸	۰,۶۵۷	۶,۰۲	۰,۰۰۰	***
انحراف معیار متغیر مستقل	۳,۴۶۳		مقدار آماره مدل (Chi square)	۱۸۸,۸۶۱	
ضریب تعیین	۰,۳۶۱		سطح معناداری آماره مدل	۰,۰۰۰	

*** p<۰,۰۰۱, ** p<۰,۰۰۵, * p<۰,۰۱

منبع: یافته‌های پژوهشگر

فرضیه فرعی ۲-۲: گزارشگری پایداری

نتایج تحلیل جدول (۱۰) فرضیه فرعی ۲-۲ نشان می‌دهد که گزارشگری پایداری نقش مهمی در تعدیل رابطه بین جنجال‌های زیست‌محیطی، اجتماعی و حاکمیتی (ESG) و ارزش شرکت ایفا می‌کند. جنجال‌های ESG با ضریب ۰,۱۰۸ و سطح معناداری ۰,۴۸۴ نشان می‌دهد که این رابطه به‌تنهایی تأثیر معناداری بر ارزش شرکت ندارد. با این حال،

گزارشگری پایداری با ضریب ۰,۹۸۴ و سطح معناداری ۰,۰۰۶، نشان‌دهنده تأثیر بسیار قوی و معنادار بر ارزش شرکت است. این یافته بیانگر این است که گزارشگری پایداری می‌تواند به بهبود ارزش شرکت کمک کند.

تأثیر متقابل گزارشگری پایداری و جنجال‌های ESG با ضریب ۰,۵۷۹ و سطح معناداری ۰,۰۰۲، نشان‌دهنده تأثیر مثبت و معنادار این تعامل بر ارزش شرکت است. این نتیجه نشان می‌دهد که گزارشگری پایداری می‌تواند تأثیر جنجال‌های ESG بر ارزش شرکت را تعدیل و بهبود دهد.

ضریب تعیین مدل ۰,۳۶۹، نشان می‌دهد که مدل توانسته است ۳۶,۹٪ از تغییرات ارزش بازار شرکت‌ها را توضیح دهد. مقدار آماره مدل (Chi square) ۱۹۳,۲۱۲ با سطح معناداری ۰,۰۰۰، نشان می‌دهد که مدل کلی بسیار معنادار است و توضیح مناسبی برای داده‌ها ارائه می‌دهد. تعداد مشاهدات ۱۰۲۴ است که به اعتبار نتایج مدل کمک می‌کند.

به‌طور کلی، نتایج نشان می‌دهد که گزارشگری پایداری و تعامل بین گزارشگری پایداری و جنجال‌های ESG تأثیر معنادار و مثبتی بر ارزش شرکت‌ها دارند. این نتایج فرضیه فرعی ۲-۲ را تأیید می‌کند که گزارشگری پایداری رابطه بین جنجال‌های زیست‌محیطی، اجتماعی و حاکمیتی و ارزش شرکت را تعدیل می‌کند.

جدول ۱۰: نتیجه آزمون تأثیر نقش گزارشگری پایداری

متغیر وابسته: ارزش شرکت	ضریب	انحراف معیار	آماره t	سطح احتمال معناداری	Sig
جنجال‌های ESG	۰,۱۰۸	۰,۱۵۴	۰,۷	۰,۴۸۴	
گزارشگری پایداری	۰,۹۸۴	۰,۳۶۱	۲,۷۲	۰,۰۰۶	***
گزارشگری پایداری * جنجال‌های ESG	۰,۵۷۹	۰,۱۸۶	۳,۱۱	۰,۰۰۲	***
اندازه شرکت	۰,۰۱۲	۰,۰۲۹	۰,۴۲	۰,۶۷۴	
اهرم مالی	۱,۷۹۴	۰,۲۴۷	۷,۲۷	۰,۰۰۰	***
نقدینگی	۰,۰۷۸	۰,۰۲۷	۲,۸۹	۰,۰۰۴	***
سن شرکت	۰,۴۲۲	۰,۱۰۸	۳,۹۲	۰,۰۰۰	***
مالکیت دولتی	۰,۳۹	۰,۱۷۹	۲,۱۸	۰,۰۲۹	**
عرض از مبدأ	۲,۱۷۹	۰,۷۰۸	۳,۰۸	۰,۰۰۲	***
انحراف معیار متغیر مستقل	۳,۴۶۳		مقدار آماره مدل (Chi square)	۱۹۳,۲۱۲	
ضریب تعیین	۰,۳۶۹		سطح معناداری آماره مدل	۰,۰۰۰	

*** p<۰,۰۰۱, ** p<۰,۰۰۵, * p<۰,۰۱

منبع: یافته‌های پژوهشگر

فرضیه فرعی ۳-۲: رقابت بازار محصول

با توجه به نتایج تحلیل جدول (۱۱)، فرضیه فرعی ۳-۲ نشان می‌دهد که رقابت بازار محصول تأثیر معناداری بر رابطه بین جنجال‌های زیست‌محیطی، اجتماعی و حاکمیتی (ESG) و ارزش شرکت ندارد. ضریب جنجال‌های ESG ۰,۳۸۸ و سطح معناداری ۰,۰۰۱ نشان‌دهنده تأثیر معنادار جنجال‌های ESG بر ارزش شرکت است که تأیید می‌کند جنجال‌های ESG تأثیر مستقیمی بر ارزش شرکت دارند.

باین‌حال، رقابت بازار محصول با ضریب ۰,۳۸۶ و سطح معناداری ۰,۲۸۵ نشان‌دهنده تأثیر غیر معنادار آن بر ارزش شرکت است. این بدان معناست که رقابت بازار محصول به‌تنهایی تأثیر چشمگیری بر ارزش شرکت ندارد. همچنین، تأثیر متقابل رقابت بازار محصول و جنجال‌های ESG با ضریب ۰,۲۱۵ و سطح معناداری ۰,۲۱۸ نشان‌دهنده تأثیر غیر معنادار این تعامل بر ارزش شرکت است.

ضریب تعیین مدل ۰,۳۴۵ نشان می‌دهد که مدل توانسته است ۳۴,۵٪ از تغییرات ارزش بازار شرکت‌ها را توضیح دهد. مقدار آماره مدل (Chi square) ۱۷۳,۷۳۷ با سطح معناداری ۰,۰۰۰ نشان می‌دهد که مدل کلی بسیار معنادار است و توضیح مناسبی برای داده‌ها ارائه می‌دهد. تعداد مشاهدات ۱۰۲۴ است که به اعتبار نتایج مدل کمک می‌کند.

به‌طورکلی، نتایج نشان می‌دهد که جنجال‌های زیست‌محیطی، اجتماعی و حاکمیتی (ESG) و عواملی مانند اهرم مالی، نقدینگی، سن شرکت و مالکیت دولتی تأثیر معنادار و مثبتی بر ارزش شرکت‌ها دارند. باین‌حال، رقابت بازار محصول تأثیر معناداری بر رابطه بین جنجال‌های ESG و ارزش شرکت ندارد. این نتایج نشان می‌دهد که فرضیه فرعی ۳-۲ تأیید نمی‌شود و رقابت بازار محصول تأثیر تعدیل‌کننده‌ای بر این رابطه ندارد.

جدول ۱۱: نتیجه آزمون تأثیر نقش رقابت بازار محصول

متغیر وابسته: ارزش شرکت	ضریب	انحراف معیار	آماره t	سطح احتمال معناداری	Sig
جنجال‌های ESG	۰,۳۸۸	۰,۱۲۱	۳,۲	۰,۰۰۱	***
رقابت بازار محصول	۰,۳۸۶	۰,۳۶۱	۱,۰۷	۰,۲۸۵	
رقابت بازار محصول * جنجال‌های ESG	۰,۲۱۵	۰,۱۷۴	۱,۲۳	۰,۲۱۸	
اندازه شرکت	۰,۰۰۳	۰,۰۰۳	۰,۱۲	۰,۹۰۷	
اهرم مالی	۱,۶۸	۰,۲۵۱	۶,۶۹	۰	***
نقدینگی	۰,۰۸۹	۰,۰۰۳	۳,۰۱	۰,۰۰۳	***
سن شرکت	۰,۳۸۱	۰,۱۱	۳,۴۶	۰,۰۰۱	***
مالکیت دولتی	۰,۴۵	۰,۱۸	۲,۴۹	۰,۰۱۳	**
عرض از مبدأ	۲,۹۷۶	۰,۶۷۳	۴,۴۲	۰	***

انحراف معیار متغیر مستقل	۳.۴۶۳	مقدار آماره مدل (Chi square)	۴۶۳.۳
ضریب تعیین	۰.۳۴۵	سطح معناداری آماره مدل	۰.۳۴۵
*** p<۰.۰۱, ** p<۰.۰۵, * p<۰.۱			

منبع: یافته‌های پژوهشگر

بحث و نتیجه‌گیری

هدف این مطالعه بررسی نقش حاکمیت شرکتی در رابطه بین جنجال‌های زیست‌محیطی، اجتماعی و حاکمیتی (ESG) و ارزش شرکت‌ها بود. این پژوهش به‌عنوان نخستین تحقیق در این زمینه، باهدف درک بهتر این ارتباطات انجام شد.

یافته‌های فرضیه اول نشان داد که جنجال‌های زیست‌محیطی، اجتماعی و حاکمیتی تأثیر منفی و معناداری بر ارزش شرکت‌ها دارند. به‌بیان‌دیگر، افزایش جنجال‌های ESG می‌تواند منجر به کاهش ارزش شرکت‌ها شود. این نتایج با مطالعات پیشین ازجمله پژوهش‌های گادفری و همکاران (۲۰۰۹)، نیرینو و همکاران (۲۰۲۱) و وو و همکاران (۲۰۲۳) همخوانی دارد. نظریه وابستگی منابع نیز تأیید می‌کند که جنجال‌های ESG می‌توانند مزیت رقابتی شرکت‌ها را کاهش داده و در نتیجه ارزش شرکت را تحت تأثیر قرار دهند.

نتایج فرضیه دوم نشان داد که نسبت مدیران مستقل و گزارشگری پایداری تأثیر معناداری در تعدیل رابطه بین جنجال‌های زیست‌محیطی، اجتماعی و حاکمیتی و ارزش شرکت دارند. به این معنا که حضور مدیران مستقل و استفاده از گزارشگری پایداری می‌تواند تأثیر منفی جنجال‌های ESG بر ارزش شرکت‌ها را کاهش دهد. با این حال، رقابت بازار محصول تأثیر معناداری بر این رابطه ندارد. این نتایج با یافته‌های مطالعات وو و همکاران (۲۰۲۳)، کارتر و همکاران (۲۰۱۰)، دونگ و همکاران (۲۰۲۳) و رحمان و همکاران (۲۰۲۳) مطابقت دارد.

این پژوهش نشان داد که حاکمیت شرکتی مؤثر می‌تواند نقش مهمی در کاهش تأثیرات منفی جنجال‌های زیست‌محیطی، اجتماعی و حاکمیتی بر ارزش شرکت‌ها ایفا کند. مکانیسم حاکمیت مؤثر می‌تواند منابع متنوع‌تری را فراهم کرده و به بهبود شیوه‌های ESG کمک کند و در نهایت ارزش شرکت‌ها را افزایش دهد. همچنین، حاکمیت شرکتی مؤثر می‌تواند شرکت‌ها را قادر سازد تا به‌طور مؤثری با جنجال‌های ESG مقابله کرده و اعتماد ذینفعان را به دست آورند.

این مطالعه به درک بهتری از ارتباط بین جنجال‌های زیست‌محیطی، اجتماعی و حاکمیتی، حاکمیت شرکتی و ارزش شرکت‌ها کمک کرده و به شکاف موجود در ادبیات پرداخته است. همچنین، این تحقیق با بررسی جامع چگونگی

- Freeman, B. G., Lee-Yaw, J. A., Sunday, J. M., & Hargreaves, A. L. (2018). Expanding, shifting and shrinking: The impact of global warming on species' elevational distributions. *Global Ecology and Biogeography*, 27(11), 1268-1276. <https://doi.org/10.1111/geb.12774>
- Freudenreich, B., Ludeke-Freund, F., & Schaltegger, S. (2020). A stakeholder theory perspective on business models: Value creation for sustainability. *Journal of Business Ethics*, 166, 3-18. <https://doi.org/10.1007/s10551-019-04112-z>
- Gillan, S. L., Koch, A., & Starks, L. T. (2021). Firms and social responsibility: A review of ESG and CSR research in corporate finance. *Journal of Corporate Finance*, 66, 101889. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2021.101889>
- Godfrey, P. C., Merrill, C. B., & Hansen, J. M. (2009). The relationship between corporate social responsibility and shareholder value: An empirical test of the risk management hypothesis. *Strategic Management Journal*, 30(4), 425-445. <https://doi.org/10.1002/smj.750>
- Hillman, A. J., & Dalziel, T. (2003). Boards of directors and firm performance: Integrating agency and resource dependence perspectives. *Academy of Management Review*, 28(3), 383-396. <https://doi.org/10.5465/amr.2003.10196729>
- Ilhan, E., Krueger, P., Sautner, Z., & Starks, L. T. (2023). Climate risk disclosure and institutional investors. *Review of Financial Studies*, 36(7), 2617-2650. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhad002>
- Islam, T., Islam, R., Pitafi, A. H., Xiaobei, L., Rehmani, M., Irfan, M., & Mubarak, M. S. (2021). The impact of corporate social responsibility on customer loyalty: The mediating role of corporate reputation, customer satisfaction, and trust. *Sustainable Production and Consumption*, 25, 123-135. <https://doi.org/10.1016/j.spc.2020.07.019>
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360. <https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.94043>
- Luo, X., & Bhattacharya, C. (2006). Corporate social responsibility, customer satisfaction, and market value. *Journal of Marketing*, 70(4), 1-18. <https://doi.org/10.1509/jmkg.70.4.001>
- Nirino, N., Santoro, G., Miglietta, N., & Quaglia, R. (2021). Corporate controversies and company's financial performance: Exploring the moderating role of ESG practices. *Technological Forecasting and Social Change*, 162, 120341. <https://doi.org/10.1016/j.techfore.2020.120341>
- Rahman, H. U., Zahid, M., & Al Faryan, M. A. S. (2023). ESG and firm performance: The rarely explored moderation of sustainability strategy and top management commitment. *Journal of Cleaner Production*, 404, 136859. <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2023.136859>
- Rau, P. R., & Yu, T. (2024). A survey on ESG: Investors, institutions and firms. *China Finance Review International*, 14(1), 3-33. <https://doi.org/10.1108/CFRI-12-2022-0260>
- Shakil, M. H. (2021). Environmental, social and governance performance and financial risk: Moderating role of ESG controversies and board gender diversity. *Resources Policy*, 72, 102144. <https://doi.org/10.1016/j.resourpol.2021.102144>
- Sharfman, M. P., & Fernando, C. S. (2008). Environmental risk management and the cost of capital. *Strategic Management Journal*, 29(6), 569-592. <https://doi.org/10.1002/smj.678>
- Singh, K., & Misra, M. (2021). Linking corporate social responsibility (CSR) and organizational performance: The moderating effect of corporate reputation. *European Research on Management and Business Economics*, 27(1), 100139. <https://doi.org/10.1016/j.iemeen.2020.100139>
- Tsang, A., Frost, T., & Cao, H. (2022). Environmental, social, and governance (ESG) disclosure: A literature review. *British Accounting Review*, 101149. <https://doi.org/10.1016/j.bar.2022.101149>
- Weston, P., & Nnadi, M. (2023). Evaluation of strategic and financial variables of corporate sustainability and ESG policies on corporate finance performance. *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 13(2), 1058-1074. <https://doi.org/10.1080/20430795.2021.1883984>
- Wu, Z., Lin, S., Chen, T., Luo, C., & Xu, H. (2023). Does effective corporate governance mitigate the negative effect of ESG controversies on firm value? *Economic Analysis and Policy*, 80, 1772-1793. <https://doi.org/10.1016/j.eap.2023.11.018>
- Zattoni, A., Leventis, S., Van Ees, H., & De Masi, S. (2023). Board diversity's antecedents and consequences: A review and research agenda. *Leadership Quarterly*, 34(1), 101659. <https://doi.org/10.1016/j.leaqua.2022.101659>