



بررسی تأثیر جنجال‌های شرکتی بر عملکرد شرکت‌ها

مهدی ارشادی^۱

مژگان صفا^۲

زهره حاجیها^۳

حسین مقدم^۴

تاریخ دریافت مقاله : ۱۴۰۲/۰۱/۲۶ تاریخ پذیرش مقاله : ۱۴۰۲/۰۶/۲۸

چکیده

هدف: این پژوهش با هدف بررسی تأثیر جنجال‌های شرکتی بر عملکرد شرکت‌های در بورس اوراق بهادار تهران به اجرا در آمده است. **روش:** در این تحقیق داده‌های مورد نیاز از نرم افزار رهاورد نوین، صورت‌های مالی شرکتها و متن کاوی و همچنین سایت بورس اوراق بهادار تهران استخراج شده است. جامعه آماری پژوهش حاضر، شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در بازه زمانی ۱۳۹۱ تا ۱۴۰۰ است. جهت آزمون فرضیه‌های پژوهش از الگوی داده‌های ترکیبی استفاده شد. نرم‌افزار مورد استفاده برای تجزیه و تحلیل داده‌ها نرم‌افزار استاتا نسخه ۱۴ می‌باشد. **یافته‌ها:** نتایج فرضیه‌های تحقیق نشان می‌دهد که سه معیار محاسبه عملکرد (بازده دارایی، بازده حقوق صاحبان سهام، ارزش افزوده اقتصادی) تحت تأثیر منفی جنجال‌های شرکت قرار می‌گیرند. به عبارت دیگر افزایش سطح جنجال با عوامل بحث برانگیز و تنش زا، توانایی مدیریت را به میزان قابل توجهی کاهش می‌دهد. **نتیجه‌گیری:** تصور منفی توسط ذینفعان می‌تواند عواقب مختلفی از جمله افزایش ریسک مالی، افزایش هزینه بدهی، کاهش شهرت و اعتبار شرکت گردد که عملکرد شرکت را کاهش خواهد داد.

کلمات کلیدی

جنجال‌های شرکتی، عملکرد شرکت، بازده دارایی، بازده حقوق صاحبان سهام، ارزش فزوده اقتصادی.

۱- دانشجوی دکتری، گروه حسابداری، واحد قم، دانشگاه آزاد اسلامی، قم، ایران. Ershadi1723@gmail.com

۲- استادیار، گروه حسابداری، واحد قم، دانشگاه آزاد اسلامی، قم، ایران. (نویسنده مسئول) mojgansafa@gmail.com

۳- استاد، گروه حسابداری، واحد تهران شرق، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران. drzhajiha@gmail.com

۴- استادیار، گروه حسابداری، واحد قم، دانشگاه آزاد اسلامی، قم، ایران. Ho.moghadam1394@gmail.com

تعیین ارزش انواع دارایی‌های مالی در تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران نقش ویژه دارد؛ زیرا قبل از خرید انواع اوراق بهادار، علاقه‌مند هستند تا از ارزش آن آگاهی داشته باشند. در این راستا محیط اقتصادی و عملکرد بنگاه اقتصادی در صنعت بر ارزش اوراق بهادار و نرخ بازدهی آن مؤثر است. با تبیین ارزش شرکت در فرایند ارزشیابی اوراق بهادار، شواهدی به دست می‌آید که بر پایه آن بتوان عملکرد شرکت را اندازه‌گیری نمود و در خصوص بازدهی آتی اوراق بهادار و تداوم فعالیت شرکت، راه‌کارهای عملی و اجرایی ارائه کرد. عملکرد مالی شرکت‌ها تحت تأثیر عوامل مختلفی است، از جمله: هماهنگی و همکاری عوامل تولید، مدیریت موجودی‌ها، مدیریت سرمایه در گردش و کاهش هزینه‌های بازاریابی و فروش. تمامی موارد ذکر شده، به بهبود عملکرد مالی شرکت منجر می‌شود (جعفری جم، ۱۳۹۸). در این راستا وجود دعاوی حقوقی و جنجال‌های شرکتی^۱ در رابطه با مسائل زیست‌محیطی، اجتماعی و حاکمیت شرکتی یکی از مسائلی است که به تازگی مورد توجه قرار گرفته است و می‌تواند عملکرد مالی شرکت را تغییر دهد.

هنگامی که یک شرکت درگیر اقدامات یا حوادثی می‌شود که می‌تواند بر ذی‌نفعان و محیط آن تأثیر منفی بگذارد، جنجال ایجاد می‌شود. (لی و همکاران^۲، ۲۰۱۹) این‌گونه حوادث موجب تبلیغات منفی شده و شرکت را به خطر می‌اندازد. تبلیغات منفی اخیر در مورد فیس بوک و انتشار اطلاعات خصوصی کاربران نمونه بارزی از بحث و جنجال شرکتی است که منجر به از دست دادن اعتبار و افت شدید ارزش شرکت می‌شود. جنجال‌ها زمانی رخ می‌دهد که شرکتی درگیر رسوایی شود که مستقیم یا غیرمستقیم ساخت خود آن باشد، همچنین می‌تواند زمانی اتفاق بیفتد که شرکتی خواسته یا ناخواسته درگیر اتهامات فساد مالی، نقض حریم خصوصی، محصولات نامناسب یا بازاریابی گمراه‌کننده شود. جنجال‌های شرکت دامنه کلی از مسائل زیست‌محیطی، اجتماعی و حاکمیت شرکتی را در بر می‌گیرند و ناگزیر منجر به پیگرد قانونی، دعاوی مدنی یا تحریم‌های قانونی می‌شوند؛ که به معنای خسارت اعتبار است که ارزش سهام یا اوراق قرضه شرکت را کاهش می‌دهد. تصور منفی در مورد شرکت توسط ذینفعان می‌تواند عواقب مختلفی از جمله افزایش دادخواست، ریسک مالی و هزینه بدهی را به دنبال داشته باشد. لذا وجود جنجال‌های شرکتی را به عنوان یک عامل منفی در عملکرد مالی می‌توان قلمداد کرد. (باتیستی و همکاران^۳، ۲۰۱۹). این مطالعه با این مقدمه به بررسی تأثیر جنجال‌های شرکت بر عملکرد می‌پردازد. به عبارت دیگر پژوهش حاضر به دنبال پاسخ این پرسش است که چگونه جنجال‌ها و مصائب پس از آن باعث کاهش

بررسی تأثیر جنجال‌های شرکتی بر عملکرد شرکت‌ها/ارشادی، صفا، حاجیها و مقدم

اعتبار و عملکرد مالی شرکت می‌گردد و مدیران در این شرایط چه راهکارهایی برای برون‌رفت از جنجال و حفظ ارزش شرکت و افزایش عملکرد مطلوب شرکت دارند.

مبانی نظری و تدوین فرضیه‌های پژوهش

در گذشته منابع مالی شرکت، حداکثر کردن ارزش سهام را تنها هدف شرکت می‌دانست. با این حال، طبق تئوری ذینفعان، اهداف شرکت با منافع دیگر سهامداران گره خورده است و زمینه تحقیق جنجال شرکتی را فراهم می‌کند. جنجال شرکتی دارای سابقه طولانی است که با توسعه مشاغل تکامل یافته و منجر به ظهور نیازهای جامعه می‌شود. از دیدگاه یک شرکت، افشای جنجال شرکتی نشان دهنده به اشتراک گذاشتن اطلاعات در گزارش سالانه است که مربوط به عملیات، فعالیت‌ها و برنامه‌هایی است که بر ذینفعان تأثیر می‌گذارد. مطالعات گذشته نیز اثبات کرده است که افشای جنجال شرکتی تأثیر عمده‌ای در ایجاد اعتماد دارد، که یکی از پیش‌شرط‌های شهرت شرکت است (بیرندلی و همکاران^۴، ۲۰۱۵). جنجال‌ها و اختلافات معمولاً اعتبار شرکت را به خطر می‌اندازد در چنین شرایطی، شرکت‌ها به احتمال زیاد مسئولیت اجتماعی را وسیله‌ای برای بازگرداندن اعتبار از دست رفته می‌دانند (حمید و همکاران^۵، ۲۰۲۲؛ بلیاوا و همکاران^۶، ۲۰۲۰). علاوه بر آن یکی از دغدغه‌های سرمایه‌گذاران، انتخاب شرکتی است که بتواند بهترین عملکرد را برای رسیدن به هدف حداکثر کردن ثروت سهامداران داشته باشد. ارزیابی عملکرد واحدهای تجاری از مهم‌ترین مسائل مالی شرکت‌ها به شمار می‌آید و اتخاذ تصمیماتی از قبیل افزایش سرمایه شرکت‌ها، رابطه نمایندگی، سرمایه‌گذاری در پروژه‌ها بر اساس اندازه‌گیری عملکرد شکل می‌گیرد. همچنین عدم ارزیابی و کنترل عملکرد شرکت‌ها به عدم تخصیص بهینه منابع می‌انجامد که این موضوع سبب زیان سهامداران و در نهایت اقتصاد در سطح کلان می‌شود. ارزیابی عملکرد یعنی اینکه شرکت تا چه حدی به اهداف تعیین شده در برنامه‌های خود دست یافته است. به عبارت دیگر، یکی از دغدغه‌های سرمایه‌گذاران، انتخاب شرکتی است که بتواند بهترین عملکرد را برای رسیدن به هدف حداکثر کردن ثروت سهامداران داشته باشد (بلیاوا و همکاران، ۲۰۲۰). امروزه، به طور گسترده‌ای پذیرفته شده است که شهرت یک عنصر اصلی برای افزایش عملکرد مالی است. در واقع، شهرت مثبت شرکت باعث ایجاد وفاداری در مشتریانی می‌شود که با آن هم ذات‌پنداری می‌کنند و منجر به ایجاد ارزش در طول زمان می‌شود. در مقابل، هر یک از سهامداران (به عنوان مثال، سهامداران، مشتریان، تأمین‌کنندگان و کارمندان) می‌توانند هم‌زمان نظر مثبت یا منفی درباره یک شرکت داشته باشند (گاتزرت و همکاران، ۲۰۱۵). تصور منفی شرکت توسط ذینفعان می‌تواند عواقب مختلفی از جمله افزایش ریسک مالی و افزایش هزینه بدهی را به دنبال داشته باشد (برک و لوگسدون^۷، ۱۹۹۶؛ فرل و همکاران^۸، ۲۰۱۹).

فصلنامه مهندسی مالی و مدیریت اوراق بهادار / دوره ۱۵ / شماره ۵۹ / تابستان ۱۴۰۳

بنابراین، جنجال‌های شرکت ممکن است به اعتبار شرکت آسیب برساند هنگامی که یک شرکت اختلافات مداوم زیادی دارد، منطقی است که واکنش سهامداران در پاسخ به آن، کاهش عملکرد مالی آن را پیش‌بینی شود (فایور و همکاران،^۹ ۲۰۲۰). در واقع، کاهش اعتبار به دلیل جنجال‌های شرکت منجر به کاهش اعتماد می‌شود. از این رو، ذینفعان ممکن است اقداماتی را علیه شرکت انجام دهند. به عنوان مثال، مشتریان دیگر محصولات این شرکت را خریداری نمی‌کنند، تأمین‌کنندگان دیگر محصولات خود را عرضه نمی‌کنند، دولت‌ها می‌توانند جریمه و مجازاتی را وضع کنند و سهامداران به دلیل از دست دادن اعتماد سهام خود را بفروشند. آنچه موجب جذابیت سرمایه‌گذاران و اعتباردهندگان برای سرمایه‌گذاری می‌شود، عملکرد مطلوب واحدهای تجاری است. ارزیابی عملکرد شرکت‌ها، فعالیتی است که مدیران برای رسیدن به اهداف و راهبردهای خود انجام می‌دهند (درس‌لر و همکاران^{۱۰} ۲۰۱۹). برای اندازه‌گیری، سنجش عملکرد و مشخص نمودن ارزش شرکت‌ها، می‌توان از شاخص‌های مختلفی استفاده کرد. معیارهای سنتی همچون سود هر سهم، سود حسابداری، بازده حقوق صاحبان سهام و نسبت‌های بدهی، از ابزارهای مهم برای ارزیابی عملکرد مالی و عملیاتی شرکت‌ها محسوب می‌شوند. مدیران می‌توانند برای حفظ سطح پاداش و بهبود عملکرد، به مدیریت سود از طریق تحریف اعداد حسابداری بپردازند و در آن تغییراتی را اعمال نمایند. جهت رفع کاستی‌هایی که در مدل‌های حسابداری سنتی وجود دارد، از معیارهای مناسب اقتصادی که در سال‌های اخیر مورد توجه قرار گرفته و دارای نارسایی‌های کمتری نسبت به مدل‌های سنتی است، می‌توان ارزش افزوده اقتصادی را نام برد (مالک،^{۱۱} ۲۰۱۵). ارزش افزوده اقتصادی، یکی از معیارهای مطرح شده در ارزیابی شرکت‌ها قلمداد شده و از مهم‌ترین معیارها در زمینه ارزیابی عملکرد با استفاده از داده‌های اقتصادی بیان می‌شود. ارزش افزوده عبارت است از ثروت اضافی که از طریق فرآیند تولید و یا ارائه خدمات توسط شرکت ایجاد می‌شود که با کسر نهاده‌های واسطه مانند هزینه خریدها از عایدی‌ها به دست می‌آید (پارک و همکاران،^{۱۲} ۲۰۱۴). بنابراین فرضیه اصلی پژوهش و فرضیه‌های فرعی آن به صورت زیر تبیین می‌گردد:

فرضیه اصلی: جنجال‌های شرکتی بر عملکرد شرکت تأثیر منفی دارد.

فرضیه فرعی ۱: جنجال‌های شرکتی بر بازده دارایی تأثیر منفی دارد.

فرضیه فرعی ۲: جنجال‌های شرکتی بر بازده حقوق صاحبان تأثیر منفی دارد.

فرضیه فرعی ۳: جنجال‌های شرکتی بر ارزش افزوده اقتصادی تأثیر منفی دارد.

بررسی تأثیر جنجال‌های شرکتی بر عملکرد شرکت‌ها/ارشادی، صفا، حاجیها و مقدم

پیشینه پژوهش

نایرینو و همکاران^{۱۳} (۲۰۲۱) در تحقیقی با عنوان جنجال‌های شرکت‌ها و عملکرد مالی شرکت با بررسی نقش تعدیل‌کننده روش‌های عوامل محیطی، اجتماعی و راهبری شرکتی نشان دادند که یک رابطه منفی و معناداری بین جنجال‌های شرکت و عملکرد مالی وجود دارد. اما اثر تعدیل‌کننده اقدامات مثبت عوامل محیطی، اجتماعی و راهبری شرکتی بر رابطه بین جنجال‌های شرکتی و عملکرد مالی وجود نداشت. محمد و واسیوزمن^{۱۴} (۲۰۲۱)، ارتباط افشای محیطی، اجتماعی و حاکمیت شرکتی، مزیت رقابتی و عملکرد شرکت‌ها را بررسی کردند. یافته‌ها نشان می‌دهد که افشای عوامل محیطی، اجتماعی و راهبری شرکتی، که با نمرات افشای محیطی، اجتماعی و راهبری شرکتی اندازه‌گیری می‌شود با عملکرد ارتباط مثبت دارد. چایرانی و سیرگار^{۱۵} (۲۰۲۱) به پژوهشی با عنوان "تأثیر مدیریت ریسک شرکت بر عملکرد مالی و ارزش شرکت و همچنین نقش تعدیل‌کننده عملکرد محیطی، اجتماعی و حاکمیتی" پرداختند. آنان نشان دادند که مدیریت ریسک شرکت اثر مثبت و معناداری بر عملکرد مالی و ارزش شرکت دارد. همچنین نشان می‌دهد که عملکرد محیطی، اجتماعی و حاکمیتی نقش قابل توجهی در افزایش اثر مدیریت ریسک شرکت بر ارزش شرکت دارد. کک و اپیگلو^{۱۶} (۲۰۲۰) در تحقیقی با عنوان آیا عملکرد محیطی، اجتماعی و حکمرانی بر عملکرد اقتصادی تأثیر می‌گذارد؟ نشان دادند که مدل کلی عوامل محیطی، اجتماعی و راهبری شرکتی رابطه معناداری با عملکرد اقتصادی داشت. بابایی و همکاران (۱۴۰۰)، رابطه بین عملکرد پایداری شرکتی و ارزش شرکت را با تأکید بر نقش امتیاز افشا و اندازه شرکت بررسی کردند. یافته‌های پژوهش نشان داد که بین ابعاد مالی (بعد اقتصادی) و غیرمالی عملکرد پایداری شرکتی (ابعاد اجتماعی، حاکمیتی، زیست‌محیطی و اخلاقی) و ارزش شرکت رابطه مثبت و معناداری وجود دارد و شرکت‌هایی که عملکرد پایداری بالاتری دارند، تأثیر عملکرد پایداری بر ارزش شرکت در آن‌ها بیشتر است. خوشکار و همکاران (۱۳۹۸) در تحقیقی با عنوان بررسی رابطه مسئولیت اجتماعی با عملکرد مالی شرکت نشان دادند که بین بعد شرایط محیط کار و بعد راهبردی به عنوان ابعاد مسئولیت‌پذیری اجتماعی و عملکرد مالی رابطه معناداری وجود ندارد. جعفری جم و همکاران (۱۳۹۸) در تحقیقی با عنوان عملکرد مالی و ارزش شرکت‌ها با وجود نقش افشا اطلاعات پایداری نشان دادند که یک رابطه‌ای مثبت بین افشای اطلاعات پایداری با عملکرد مالی و ارزش شرکت‌ها وجود دارد. آرین‌پور و همکاران (۱۳۹۸) تحقیقی با عنوان تحلیل عملکرد پایدار اجتماعی و تأثیر آن بر هزینه سرمایه نشان دادند که شرکت‌های مورد بررسی در این تحقیق، در مؤلفه «رویه‌های کار و عملکرد مناسب» نسبت به سایر مؤلفه‌ها گزارشگری بهتری داشته‌اند، ولی سطح عملکرد پایدار اجتماعی شرکت‌ها نسبت به تحقیقات

فصلنامه مهندسی مالی و مدیریت اوراق بهادار / دوره ۱۵ / شماره ۵۹ / تابستان ۱۴۰۳

خارجی بررسی شده پایین ارزیابی شده است. کردستانی و همکاران (۱۳۹۷) در تحقیقی با عنوان تأثیر افشای مسئولیت اجتماعی بر معیارهای حسابداری، اقتصادی و بازار ارزیابی عملکرد شرکت‌ها نشان دادند که سطح افشای مسئولیت اجتماعی تأثیر مثبت معناداری بر نرخ بازده دارایی‌ها، سود هر سهم و ارزش افزوده اقتصادی شرکت‌ها دارد.

نوع پژوهش

این پژوهش از لحاظ هدف از نوع پژوهش کاربردی بوده و با استفاده از روش‌های توصیفی و همبستگی انجام گرفته است. که نتایج به دست آمده از آن به صورت مستقیم، قابل کاربرد در ارزیابی عملکرد شرکت‌های بورس تهران است. داده‌های مورد نیاز برای آزمون فرضیه‌ها، از نرم‌افزار رهاورد نوین و تدبیر پرداز و همچنین صورت‌های مالی شرکت‌ها استخراج شد و پس از آماده‌سازی داده‌ها در نرم‌افزار Excel، تجزیه و تحلیل و آزمون فرضیه‌ها توسط نرم‌افزار Stata نسخه ۱۴ انجام شده است. جامعه آماری تحقیق شامل کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد.

نحوه گردآوری داده‌ها و جامعه آماری تحقیق

در پژوهش حاضر، برای اینکه نمونه پژوهش یک نماینده مناسب از جامعه آماری مورد نظر باشد، ابتدا با توجه به شرایط انتخاب شده برای جامعه آماری، از روش نمونه‌گیری حذفی سیستماتیک اقدام به تعدیل تعداد جامعه آماری شده که پس از اعمال شرایط برای انتخاب نمونه، از قبیل حذف تعداد شرکت‌هایی که بعد از سال ۱۳۹۱ وارد بورس شده‌اند و یا در قلمرو زمانی تحقیق فعال نبوده و یا اطلاعات آن‌ها در دسترس نبوده و از طرفی تغییر سال مالی داده‌اند و یا اینکه متعلق به صنعت مالی و مؤسسات اعتباری و سرمایه‌گذاری و ... بودند حذف گردیده‌اند که در نهایت تعداد ۱۹۶ شرکت از بین شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران که در بازه زمانی بین سال‌های ۱۳۹۱ تا ۱۴۰۰ فعالیت داشته‌اند به عنوان نمونه آماری انتخاب گردید. با این حساب تعداد ۱۹۶۰ سال/شرکت محاسبه شد.

جدول ۱. غربالگری جامعه پژوهش

تعداد شرکت‌ها	محدودیت
۴۵۰	جامعه آماری تا پایان سال ۱۴۰۰
(۴۵)	شرکت طی دوره مورد بررسی تغییر سال مالی نداده باشند.
(۷۳)	شرکت‌هایی که قبل از سال ۹۱ در بورس پذیرفته نشده باشند.
(۸۹)	شرکت‌های تحت بررسی جزء شرکت‌های سرمایه‌گذاری، هلدینگ، واسطه‌گری مالی و بیمه نباشند.
(۴۷)	اطلاعات و داده‌های آن‌ها در دسترس و قابل استفاده نباشد.
۱۹۶	نمونه نهایی

بررسی تأثیر جنجال‌های شرکتی بر عملکرد شرکت‌ها/ارشادی، صفا، حاجیها و مقدم

مدل‌های پژوهش

مدل اولیه پژوهش مطابق با مطالعات نایرینو و همکاران (۲۰۲۱) بر اساس روابط زیر به دست می‌آید.

$$\begin{aligned} FP_{i,t} &= \beta_0 + \beta_1 Controverseis_{i,t} \\ &+ \sum \beta_k Control Variable_{i,t} \\ &+ \sum \beta_n Year\&Industry_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \end{aligned} \quad \text{مدل ۱.}$$
$$\begin{aligned} ROA_{i,t} &= \beta_0 + \beta_1 Controverseis_{i,t} \\ &+ \sum \beta_k Control Variable_{i,t} \\ &+ \sum \beta_n Year\&Industry_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \end{aligned} \quad \text{مدل ۲.}$$
$$\begin{aligned} ROE_{i,t} &= \beta_0 + \beta_1 Controverseis_{i,t} \\ &+ \sum \beta_k Control Variable_{i,t} \\ &+ \sum \beta_n Year\&Industry_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \end{aligned} \quad \text{مدل ۳.}$$
$$\begin{aligned} EVA_{i,t} &= \beta_0 + \beta_1 Controverseis_{i,t} \\ &+ \sum \beta_k Control Variable_{i,t} \\ &+ \sum \beta_n Year\&Industry_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \end{aligned} \quad \text{مدل ۴.}$$

که در آن:

FP: عملکرد شرکت. ROA: بازده دارایی. ROE: بازده حقوق صاحبان سهام. EVA: ارزش افزوده اقتصادی. Controverseis: جنجال شرکتی. Control Variable: متغیرهای کنترلی، برای کنترل اثرات سال و صنعت نیز، متغیر year و Industry به مدل‌های فوق اضافه شده است

نحوه محاسبه متغیرها

متغیرهای پژوهش حاضر شامل متغیرهای وابسته، مستقل و کنترلی هستند که نحوه محاسبه آن‌ها به شرح زیر است.

عملکرد شرکت (FP): برای اندازه‌گیری عملکرد شرکت از دو رویکرد سنتی (عملکرد مالی) و نوین (عملکرد اقتصادی) استفاده می‌شود. به طوری که بر اساس مطالعات نایرینو و همکاران (۲۰۲۱) و نمازی و مقیمی (۱۳۹۸) از معیارهای سنتی بازده دارایی و بازده حقوق صاحبان سهام استفاده خواهد شد. همچنین بر اساس مطالعات رهنمای رودپشتی (۱۳۸۶) و نمازی و مقیمی (۱۳۹۸) از معیار ارزش افزوده اقتصادی به عنوان رویکرد نوین اندازه‌گیری عملکرد استفاده می‌شود.

بازده دارایی (ROA): عبارت است از سود خالص تقسیم بر کل دارایی‌ها.
بازده حقوق صاحبان سهام (ROE): عبارت است از نسبت سود خالص به حقوق صاحبان سهام.
ارزش افزوده اقتصادی (EVA): برابر است با سود عملیاتی پس از کسر مالیات (NOPAT)، منهای میانگین وزنی هزینه سرمایه (WACC) ضربدر کل دارایی‌ها منهای بدهی‌های جاری یا سرمایه ابتدای دوره (CAPITAL).

$$EVA = NOPAT - (WACC * Capital) \quad \text{رابطه ۱.}$$

اندازه‌گیری رتبه کلی عملکرد شرکت (همگن نمودن معیارهای عملکرد شرکت):

با توجه به متفاوت بودن وزن هر یک از معیارهای عملکرد شرکت و تفاسیر متفاوت هر یک از این معیارها برای سرمایه‌گذاران، تحلیلگران، محققان دانشگاهی و سایر ذینفعان؛ مشابه با فرانسیس و همکاران (۲۰۰۴) و اعتمادی و همکاران (۱۳۹۱) و فرج زاده (۱۳۹۱) که از رتبه کلی عملکرد شرکت استفاده نمودند؛ یک معیار دیگری به‌عنوان رتبه کلی عملکرد شرکت از طریق همگن نمودن امتیازهای جداگانه (۳ معیار) از طریق پیامدی مشترک که تمامی تصمیمات تخصیص بهینه سرمایه مبتنی بر آن است یعنی هزینه سرمایه ایجاد و اثر تجدید ارائه صورت‌های مالی بر این معیار جدید (رتبه کلی عملکرد شرکت) است. نمره ترکیبی عملکرد شرکت از جمع رتبه‌های همگن شده هر یک از معیارهای ۳ گانه عملکرد شرکت محاسبه می‌شود. برای همگن نمودن این امتیازهای عملکرد شرکت که هر یک از وزن‌های مختلفی برخوردارند؛ ابتدا امتیاز هر یک از معیارهای عملکرد شرکت را برای هر یک از شرکت‌ها محاسبه و سپس این امتیازهای عملکرد شرکت را در ضریب تعیین تفاضلی حاصل از تأثیر هر یک از معیارهای عملکرد شرکت بر هزینه سرمایه ضرب نموده تا وزن جدید هر معیار عملکرد شرکت به دست آید.

$$FP = \sum Attribute_{j,t}^k \times IC_k \quad \text{رابطه ۲.}$$

در این مدل IC_k برابر با ضریب تفاضلی به دست آمده از مدل زیر است.

و $Attribute_{j,t}^k$ برابر با امتیاز معیار عملکرد K ام برای شرکت j در زمان t است.

به منظور تعیین تأثیر هر یک از معیارهای عملکرد شرکت بر هزینه سرمایه (عامل مهم در تصمیمات سرمایه‌گذاران) از مدل رگرسیونی زیر (اعتمادی و همکاران، ۱۳۹۱) استفاده می‌کنیم.

$$CC_{j,t} = \beta_0 + \beta_1 FP_{j,t} + \beta_2 ROA_{j,t} + \beta_3 SIZE_{j,t} + \beta_4 BM_{j,t} + \varepsilon_{j,t} \quad \text{مدل ۷.}$$

CC: برابر با نرخ هزینه سرمایه صاحبان سهام

EQAttribute: برابر با نمره عملکرد شرکت طبق معیارهای جداگانه (۵ معیار)

بررسی تأثیر جنجال‌های شرکتی بر عملکرد شرکت‌ها/ارشادی، صفا، حاجیها و مقدم

ROA: برابر با نرخ بازده دارایی‌ها

SIZE: برابر با اندازه شرکت

BM: برابر با نرخ رشد

برای محاسبه هزینه سرمایه صاحبان سهام نیز از رابطه زیر (مدل رشد گوردون) استفاده شده است:

$$CC_{j,t} = \left(\frac{D_1}{P_0} \right) + g \quad \text{رابطه ۲.}$$

در رابطه بالا:

P_0 : برابر با قیمت سهام در ابتدای دوره t

g : برابر با نرخ رشد سود سهام است. جهت تعیین رابطه هریک از ۳ معیار با این نرخ هزینه سرمایه از ضریب تعیین تعدیل شده تفاضلی (یکبار امتیاز عملکرد شرکت در مدل قرار گرفته و یکبار بدون این امتیاز و تفاوت ضریب تعیین دو مدل به‌عنوان تأثیر امتیاز عملکرد شرکت در نظر گرفته شده است). جمع وزن ۳ معیار برای هر شرکت؛ رتبه کلی عملکرد شرکت را به دست خواهد داد.

جنجال‌های شرکتی (Controversies): نمره مربوط به جنجال‌های شرکتی بر اساس امتیاز جنجال‌ها در مطالعات اوادی و مرسات^{۱۷} (۲۰۱۸) و لی و همکاران (۲۰۱۹) محاسبه می‌شود. این امتیاز با در نظر گرفتن تعداد بحث‌های منفی برای موضوعات زیست‌محیطی، اجتماعی و حاکمیت شرکتی و همچنین سایر رویدادهای منفی که شرکت‌ها در طول سال با آن روبرو شده‌اند، اندازه‌گیری می‌شود. تامسون رویترز^{۱۸} این نمره را چنین تعریف می‌کند: «امتیاز جنجال‌های بر اساس موضوعات منفی عوامل محیطی، اجتماعی و راهبری شرکتی محاسبه می‌شود. در طول سال، اگر رسوایی اتفاق بیفتد، شرکت درگیر جریمه می‌شود و این روی نمره و درجه‌بندی کلی جنجال‌ها و اختلافات آن‌ها تأثیر می‌گذارد.» (اکباس و همکاران^{۱۹}، ۲۰۱۸) بر اساس مطالعات اوادی و مرسات (۲۰۱۸)، اگر شرکت‌ها در زمینه عوامل محیطی، اجتماعی و راهبری شرکتی حداقل یک بحث داشته باشند برابر با یک و در غیر این صورت صفر خواهد بود. عوامل محیطی، اجتماعی و راهبری شرکتی که منجر به جنجال‌های شرکتی می‌شود را مطابق جدول ۲، بیان کرد.

جدول ۲- عوامل محیطی، اجتماعی و راهبری شرکتی که منجر به جنجال‌های شرکتی می‌شود

عوامل پایداری	شاخص‌های جنجال شرکتی
پایداری زیست‌محیطی	تولید زباله‌های خطرناک، مشکلات نظارتی (جریمه‌ها بدون توجه به حجم آلودگی باقی می‌مانند)، تولید مواد شیمیایی تخریب‌کننده 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 غرامت، حاکمیت شرکتی ضعیف، وجود مشکلات حسابداری، گزارش ضعیف شفافیت حاکمیت شرکتی، پاسخگویی سیاسی حاکمیت شرکتی.

منبع: اوادی و مارسات (۲۰۱۸)

در این تحقیق عوامل محیطی، اجتماعی و حاکمیت شرکتی که منجر به جنجال‌های شرکتی را از گزارش هیئت مدیره و سایت کدال احصاء گردید. در صورت افشاء هر کدام از عوامل فوق عدد ۱ و در غیر اینصورت عدد ۰ لحاظ می‌شود و سپس با جمع کردن نمرات و تقسیم بر ۱۴، نمره جنجال شرکتی محاسبه می‌گردد. سپس عدد به دست آمده که بیانگر نمره میزان افشاء جنجال‌های شرکتی وارد مدل می‌گردد.

متغیرهای کنترلی

در این مطالعه مجموعه مطالعات انجام شده که نقش عوامل مختلف بر عملکرد شرکت را بررسی کرده است، مجموعه‌ای از متغیرهای کنترلی شناسایی شد. در جدول ۳، این عوامل و روش اندازه‌گیری، آورده شده است. لازم به ذکر است که متغیرهای ارائه شده در پژوهش حاضر، با این پیش شرط که در مطالعات داخلی استفاده شده است ارائه شده است.

جدول ۳- متغیرهای کنترلی مؤثر بر عملکرد شرکت

متغیر	روش اندازه‌گیری
اندازه شرکت (Size)	عبارت است از لگاریتم طبیعی کل دارایی‌های شرکت.
نقدینگی (Liq)	از نسبت دارایی‌های جاری به کل دارایی‌ها محاسبه می‌شود.
اهرم مالی (LEV)	عبارت است از نسبت بدهی به کل دارایی‌ها.
فرصت رشد (MB)	برابر است با نسبت ارزش بازاری به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام.
رشد فروش (SG)	برابر است با اختلاف فروش امسال و سال قبل تقسیم بر فروش سال قبل
عمر شرکت (Age)	برابر است با لگاریتم طبیعی عمر شرکت‌ها در بورس اوراق بهادار تهران
تغییر حسابرِس (AudChg)	اگر حسابرِس تغییر کرده باشد یک و در غیر این صورت صفر خواهد بود.

منبع: اوادی و مارسات (۲۰۱۸)

بررسی تأثیر جنجال‌های شرکتی بر عملکرد شرکت‌ها/ارشادی، صفا، حاجیها و مقدم

داده‌های موردنیاز برای آزمون فرضیه‌ها، از نرم‌افزار رهاورد نوین و همچنین صورت‌های مالی شرکت‌ها استخراج شد و پس از آماده‌سازی داده‌ها در نرم‌افزار Excel، تجزیه و تحلیل و آزمون فرضیه‌ها توسط نرم‌افزار استاتا نسخه ۱۴ انجام شده است. از آنجایی که در این پژوهش از داده‌های تاریخی و واقعی شرکت‌ها (استخراج شده از اطلاعات ترازنامه) استفاده گردیده است این داده‌ها دارای روایی و پایایی می‌باشد.

یافته‌های پژوهش

آمار توصیفی

جدول ۴- آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

متغیر	میانگین	میانه	بیشینه	کمینه	انحراف معیار	چولگی	کشدگی
عملکرد شرکت	۱,۲۳۰	۰,۹۷۸	۳,۶۹۵	۰,۳۹۰	۰,۸۲۰	۱,۶۲۶	۵,۲۰۸
جنجال‌های شرکتی	۰,۴۷۱	۰,۴۲۸	۰,۸۵۷	۰,۰۷۱	۰,۲۹۰	۰,۰۰۵	۱,۴۹۶
بازده دارایی	۰,۱۴۶	۰,۱۲۱	۰,۴۳۸	-۰,۰۴۸	۰,۱۳۵	۰,۶۲۹	۲,۴۷۴
بازده حقوق صاحبان سهام	۰,۳۰۰	۰,۲۸۳	۰,۷۳۴	-۰,۱۳۲	۰,۲۳۹	۰,۰۹۶	۲,۰۸۶
ارزش افزوده اقتصادی	۰,۰۵۴	۰,۰۹۲	۰,۵۶۳	-۰,۹۶۴	۰,۳۴۱	-۱,۴۳۳	۵,۳۷۹
اندازه شرکت	۱۴,۷۳۶	۱۴,۴۹۹	۱۸,۱۵۲	۱۲,۲۹۶	۱,۵۵۵	۰,۵۵۰	۲,۶۲۳
نقدینگی	۰,۶۵۴	۰,۶۷۱	۰,۹۲۹	۰,۲۹۹	۰,۱۸۹	-۰,۲۹۹	۱,۹۶۲
اهرم مالی	۰,۵۳۵	۰,۵۳۷	۰,۸۷۸	۰,۱۷۵	۰,۲۰۰	-۰,۰۹۰	۲,۰۷۷
فرصت رشد	۴,۱۳۷	۲,۶۳۴	۱۵,۹۸۹	۰,۷۲۰	۳,۹۲۸	۱,۸۳۷	۵,۶۳۳
رشد فروش	۰,۳۴۶	۰,۲۸۷	۱,۲۶۲	-۰,۲۷۹	۰,۴۱۳	۰,۵۵۹	۲,۶۰۶
عمر شرکت	۲,۸۹۰	۲,۸۹۰	۳,۷۱۳	۲,۰۷۹	۰,۴۳۴	-۰,۰۲۱	۲,۴۷۰
تغییر حسابر	۰,۲۷۵	۰,۰۰۰	۱,۰۰۰	۰,۰۰۰	۰,۴۴۶	۱,۰۰۴	۲,۰۰۹

منبع: یافته‌های پژوهشگر

خلاصه آماری متغیرهای پژوهش در جدول ۴ ارائه شده است. در بین متغیرهای کمی پژوهش، فرصت رشد بیشترین و بازده دارایی کمترین انحراف از میانگین را دارد؛ به بیان دیگر، بازده دارایی متمرکزتر و از دقت بیشتری برخوردار است. مقدار میانگین، بیشینه و کمینه محاسبه شده برای عملکرد شرکت به ترتیب برابر با ۱,۲۳۰، ۳,۶۹۵ و ۰,۳۹۰ که بیانگر این مطلب است که عملکرد شرکت‌ها به صورت متوسط مطلوب بوده است. میانگین، بیشینه و کمینه محاسبه شده برای بازده دارایی به ترتیب برابر با ۰,۱۴۶، ۰,۴۳۸ و ۰,۰۴۸ می‌باشد که بیانگر این مطلب می‌باشد که عموماً شرکت‌های بورسی سودآوری مناسبی داشته‌اند و تعداد شرکت‌های زیان‌ده در شرکت‌ها و دوره‌های مورد بررسی پژوهش چشمگیر نبوده‌اند. میانگین، بیشینه و کمینه محاسبه شده برای ارزش افزوده اقتصادی به ترتیب برابر با ۰,۰۵۴، ۰,۵۶۳ و -۰,۹۶۴

فصلنامه مهندسی مالی و مدیریت اوراق بهادار / دوره ۱۵ / شماره ۵۹ / تابستان ۱۴۰۳

می‌باشد و بیانگر این مطلب می‌باشد که شرکت‌های مورد بررسی پژوهش حاضر عموماً سود اقتصادی حقیقی بالایی داشته‌اند. میانگین، بیشینه و کمینه برای جنجال‌های شرکتی به ترتیب برابر با ۰,۴۷۱، ۰,۸۵۷ و ۰,۰۷۱ می‌باشد و بیانگر این مطلب می‌باشد که شرکت‌های مورد بررسی پژوهش حاضر عموماً با جنجال‌های مختلفی دست و پنجه نرم می‌نمایند که تأثیر این مطلب به روشنی بر میزان عملکرد شرکت مشخص است. جدول آمار توصیفی نشان می‌دهد که شرکت‌ها حدود ۳۴ درصد رشد فروش داشته‌اند و دارای اندازه ۱۴,۷۳۶ می‌باشد و در نهایت، نشان داده شده است که این شرکت‌ها عموماً تغییر حسابرس زیادی نداشته‌اند.

آمار استنباطی

قبل از برآورد مدل باید پایایی (ایستایی) متغیرهای مورد استفاده در الگو مورد بررسی قرار گیرد. پایایی به این معنا است که میانگین و واریانس متغیرها در طول زمان و کواریانس متغیرهای پژوهش بین سال‌های مختلف ثابت بوده است. مطابق با جدول شماره ۵ و با استفاده از آزمون هادری در کلیه متغیرهای مستقل، وابسته و کنترلی سطح معناداری در آزمون ریشه واحد (که باید کوچک‌تر از ۰/۰۵ باشد) نشان‌دهنده این است که تمامی متغیرهای پژوهش از پایایی مناسب برخوردار هستند.

جدول ۵: بررسی پایایی متغیرهای پژوهش

آزمون لوین، لین و چو		متغیر
سطح معناداری	آماره آزمون	
۰,۰۰۰	-۱۷,۲۶۴۳	عملکرد شرکت
۰,۰۰۰	-۲۲,۵۷۲۹	بازده دارایی
۰,۰۰۰	-۲۵,۴۵۰۴	بازده حقوق صاحبان سهام
۰,۰۰۰	-۲۷,۹۵۲	ارزش افزوده اقتصادی
۰,۰۰۰	-۱۸,۲۵۴۶	جنجال‌های شرکتی
۰,۰۰۰	-۳۵,۸۷۷۴	اندازه شرکت
۰,۰۰۰	-۴۰,۹۵۴۶	نقدینگی
۰,۰۰۰	-۴۵,۸۹۶۵	اهرم مالی
۰,۰۰۰	-۲۰,۹۹۴۷	فرصت رشد
۰,۰۰۰	-۳۰,۰۳۶۴	رشد فروش
۰,۰۰۰	-۲۲,۰۵۰۱	عمر شرکت
۰,۰۰۰	-۴۱,۸۰۱۲	تغییر حسابرس
۰,۰۰۰	-۱۳,۸۳۵۵	رقابت در صنعت
۰,۰۰۰	-۲۴,۹۴۷۱	استراتژی تجاری

منبع: یافته‌های پژوهشگر

بررسی تأثیر جنجال‌های شرکتی بر عملکرد شرکت‌ها/ارشادی، صفا، حاجیها و مقدم

همچنین برای تعیین روش به کار بردن داده‌های ترکیبی، آزمون بروش پاگان و آزمون هاسمن به اجرا درآمده است که نتایج این دو آزمون در جدول ۶ مشاهده می‌شود.

جدول ۶- نتایج آزمون بروش پاگان و هاسمن

آزمون هاسمن		آزمون بروش پاگان		فرضیه‌های پژوهش	
نتیجه آزمون	سطح معناداری	آماره آزمون	نتیجه آزمون	احتمال آماره	آماره آزمون
اثرات ثابت	۰,۰۰۰	۱۳۰,۱۹	پانل	۰,۰۰۰	۴۳۰,۱۵
اثرات ثابت	۰,۰۰۰	۱۳۳,۰۸	پانل	۰,۰۰۰	۸۹۶,۲۱
اثرات ثابت	۰,۰۰۰	۱۵۱,۲۸	پانل	۰,۰۰۰	۴۳۰,۱۵
اثرات ثابت	۰,۰۰۰	۸۰,۹۴	پانل	۰,۰۰۰	۱۸,۹۱۰

منبع: یافته‌های پژوهشگر

با توجه به نتایج مندرج در جدول ۶ سطح معناداری آزمون هاسمن برای هر دو مدل کمتر از ۵ درصد به دست آمد، بنابراین برای برآورد ضرایب باید از مدل اثرهای ثابت استفاده شود. برای بررسی وجود خودهمبستگی و ناهمسانی واریانس، آزمون‌های والد و والدردج اجرا شده است. نتایج این دو آزمون در جدول ۷ و ۸ مشاهده می‌شود.

جدول ۷- نتایج آزمون والد

نتیجه	احتمال آماره	آماره آزمون	فرض صفر	متغیر وابسته
فرض صفر رد می‌شود	۰,۰۰۰	۲۹۹۴,۱	ناهمسانی وجود ندارد	فرضیه اصلی
فرض صفر رد می‌شود	۰,۰۰۰	۵۰۹,۹۴	ناهمسانی وجود ندارد	فرضیه فرعی اول
فرض صفر رد می‌شود	۰,۰۰۰	۸۴۰,۹۰	ناهمسانی وجود ندارد	فرضیه فرعی دوم
فرض صفر رد می‌شود	۰,۰۰۰	۱۰۲۴,۳۳	ناهمسانی وجود ندارد	فرضیه فرعی سوم

منبع: یافته‌های پژوهشگر

جدول ۸- نتایج آزمون والدردج

نتیجه	احتمال آماره	آماره آزمون	فرض صفر	متغیر
فرض صفر رد می‌شود	۰,۰۲۹	۴,۷۸۸	خودهمبستگی وجود ندارد	فرضیه اصلی
فرض صفر رد می‌شود	۰,۰۰۰	۲۲,۶۴۸	خودهمبستگی وجود ندارد	فرضیه فرعی اول
فرض صفر رد می‌شود	۰,۰۰۰	۱۵,۳۱۶	خودهمبستگی وجود ندارد	فرضیه فرعی دوم
فرض صفر رد می‌شود	۰,۰۰۰	۱۹,۴۴۹	خودهمبستگی وجود ندارد	فرضیه فرعی سوم

منبع: یافته‌های پژوهشگر

فصلنامه مهندسی مالی و مدیریت اوراق بهادار / دوره ۱۵ / شماره ۵۹ / تابستان ۱۴۰۳

بر اساس نتایج آزمون‌های والد‌ریج و والد، در هر سه مدل مشکل ناهمسانی واریانس و خودهمبستگی وجود دارد. در صورت وجود خودهمبستگی یا واریانس ناهمسانی، می‌توان از روش حداقل مربعات تعمیم یافته (GLS) برای برآورد ضرایب استفاده کرد (گجراتی، ۲۰۱۵). بنابراین به منظور تخمین نهایی مدل و رفع مشکل خودهمبستگی و ناهمسانی، از روش حداقل مربعات تعمیم یافته برای آزمون فرضیه‌ها استفاده شده است.

تحلیل نتایج

فرضیه فرعی اول: در فرضیه فرعی اول پژوهش بیان شده است که جنجال‌های شرکتی بر بازده دارایی تأثیر منفی دارد.

جدول ۹- نتایج مدل تأثیر جنجال‌های شرکتی بر بازده دارایی

متغیر	ضریب	خطا	آماره t	احتمال آماره t	عامل تورم واریانس	تولرانس
جنجال‌های شرکتی	-۰,۰۱۳	۰,۰۰۴	-۳,۱۳۰	۰,۰۰۲	۶,۸۵۰	۰,۱۴۶
اندازه شرکت	۰,۰۰۷	۰,۰۰۳	۲,۳۲۰	۰,۰۲۱	۸,۵۱۰	۰,۱۱۷
نقدینگی	۰,۰۶۱	۰,۰۱۰	۵,۷۳۰	۰,۰۰۰	۱,۴۳۰	۰,۷۰۰
اهرم مالی	-۰,۳۳۶	۰,۰۱۰	-۳۰,۹۲۰	۰,۰۰۰	۱,۶۷۰	۰,۵۹۸
فرصت رشد	۰,۰۰۶	۰,۰۰۰	۱۱,۱۶۰	۰,۰۰۰	۱,۵۴۰	۰,۶۴۹
رشد فروش	۰,۰۵۲	۰,۰۰۴	۱۰,۷۴۰	۰,۰۰۰	۱,۴۱۰	۰,۷۰۹
عمر شرکت	۰,۰۴۵	۰,۰۱۵	۲,۹۶۰	۰,۰۰۳	۱,۲۹۰	۰,۷۷۵
تغییر حساس‌برس	۰,۰۰۵	۰,۰۰۳	۱,۴۱۰	۰,۱۵۹	۱,۰۲۰	۰,۹۸۰
مقدار ثابت	-۰,۰۱۹	۰,۰۵۹	-۰,۳۲۰	۰,۷۴۹	-	-
ضریب تعیین	ضریب تعیین تعدیل شده	آماره F	احتمال آماره F			
۰,۶۹۷	۰,۶۹۴	۲۱۳,۰۰	۰,۰۰۰			

منبع: یافته‌های پژوهشگر

با توجه به نتایج مندرج در جدول فوق، ضریب برآورد شده برای جنجال‌های شرکتی برابر با $-۰,۰۱۳$ است که نشان می‌دهد، جنجال‌های شرکتی تأثیر منفی بر بازده دارایی دارد؛ و از آنجاکه سطح معناداری متناظر با آن ($۰,۰۰۲$) کمتر از $۰,۰۵$ است، بنابراین می‌توان گفت که تأثیر جنجال‌های شرکتی بر بازده دارایی از نظر آماری معنادار است و فرضیه فرعی نخست پژوهش تأیید می‌شود. به عبارت دیگر می‌توان اظهار داشت؛ شرکت‌های درگیر با جنجال بالا در طول زمان با کاهش بازده دارایی مواجه می‌شوند و نتایج پژوهش نیز این رابطه منفی را تأیید نمود این نتیجه به علت تأثیرپذیری منفی عملکرد شرکت از

بررسی تأثیر جنجال‌های شرکتی بر عملکرد شرکت‌ها/ارشادی، صفا، حاجیها و مقدم

جنجال‌های شرکت در بلندمدت است که منجر به کاهش سود خالص و به دنبال آن کاهش بازده دارایی می‌گردد.

فرضیه فرعی دوم: در فرضیه فرعی دوم پژوهش بیان شده است که جنجال‌های شرکتی بر بازده حقوق صاحبان سهام تأثیر منفی دارد.

جدول ۱۰- نتایج مدل تأثیر جنجال‌های شرکتی بر بازده حقوق صاحبان سهام

متغیر	ضریب	خطا	آماره t	احتمال آماره t	عامل تورم واریانس	تولرانس
جنجال‌های شرکتی	-۰,۰۰۷	۰,۰۰۱	-۴,۵۳۰	۰,۰۰۰	۶,۸۵۰	۰,۱۴۶
اندازه شرکت	۰,۰۲۸	۰,۰۰۶	۴,۰۸۰	۰,۰۰۰	۸,۵۱۰	۰,۱۱۷
نقدینگی	۰,۱۳۷	۰,۰۲۳	۵,۸۹۰	۰,۰۰۰	۱,۴۳۰	۰,۷۰۰
اهرم مالی	-۰,۰۳۴	۰,۰۲۳	-۱,۴۴۰	۰,۱۵۱	۱,۶۷۰	۰,۵۹۸
فرصت رشد	۰,۰۰۷	۰,۰۰۱	۶,۶۷۰	۰,۰۰۰	۱,۵۴۰	۰,۶۴۹
رشد فروش	۰,۰۸۷	۰,۰۱۰	۸,۱۹۰	۰,۰۰۰	۱,۴۱۰	۰,۷۰۹
عمر شرکت	-۰,۰۰۸	۰,۰۰۹	-۰,۸۶۰	۰,۳۹۱	۱,۲۹۰	۰,۷۷۵
تغییر حسابرس	۰,۰۰۸	۰,۰۰۸	۱,۰۰۰	۰,۳۱۵	۱,۰۲۰	۰,۹۸۰
مقدار ثابت	-۰,۵۷۵	۰,۱۳۱	-۴,۳۸۰	۰,۰۰۰	-	-
ضریب تعیین	ضریب تعیین تعدیل شده	آماره F	احتمال آماره F			
۰,۵۳۶	۰,۵۳۱	۱۰۶,۹۸	۰,۰۰۰			

منبع: یافته‌های پژوهشگر

با توجه به نتایج مندرج در جدول فوق، ضریب برآورد شده برای جنجال‌های شرکتی برابر با $-۰,۰۰۷$ است که نشان می‌دهد، جنجال‌های شرکتی تأثیر منفی بر بازده حقوق صاحبان دارد؛ و از آنجاکه سطح معناداری متناظر با آن ($۰,۰۰۰$) کمتر از $۰,۰۵$ است، بنابراین می‌توان گفت که تأثیر جنجال‌های شرکتی بر بازده حقوق صاحبان، از نظر آماری معنادار است و فرضیه فرعی دوم پژوهش تأیید می‌شود. به عبارت دیگر می‌توان اظهار داشت؛ شرکت‌های درگیر با جنجال بالا در طول زمان با کاهش بازده حقوق صاحبان سهام مواجه می‌شوند و نتایج پژوهش نیز این رابطه منفی را تأیید نمود این نتیجه نیز همانند بازده دارایی به علت تأثیرپذیری منفی عملکرد شرکت از جنجال‌های شرکت در بلند مدت است که منجر به کاهش سود خالص و به دنبال آن کاهش بازده حقوق صاحبان می‌گردد.

فرضیه فرعی سوم: در فرضیه فرعی سوم پژوهش بیان شده است که جنجال‌های شرکتی بر ارزش افزوده اقتصادی تأثیر منفی دارد.

فصلنامه مهندسی مالی و مدیریت اوراق بهادار / دوره ۱۵ / شماره ۵۹ / تابستان ۱۴۰۳

جدول ۱۱- نتایج مدل تأثیر جنجال‌های شرکتی بر ارزش افزوده اقتصادی

متغیر	ضریب	خطا	آماره t	احتمال آماره t	عامل تورم واریانس	تلرانس
جنجال‌های شرکتی	-۰,۱۲۰	۰,۰۳۸	-۳,۱۳۰	۰,۰۰۲	۶,۸۵۰	۰,۱۴۶
اندازه شرکت	۰,۰۳۶	۰,۰۱۱	۳,۲۳۰	۰,۰۰۱	۸,۵۱۰	۰,۱۱۷
نقدینگی	۰,۰۴۰	۰,۰۳۷	۱,۰۶۰	۰,۲۹۰	۱,۴۳۰	۰,۷۰۰
اهرم مالی	۰,۰۳۴	۰,۰۵۴	۰,۶۳۰	۰,۵۲۶	۱,۶۷۰	۰,۵۹۸
فرصت رشد	-۰,۰۱۲	۰,۰۰۱	-۶,۴۷۰	۰,۰۰۰	۱,۵۴۰	۰,۶۴۹
رشد فروش	۰,۰۲۴	۰,۰۱۷	۱,۴۳۰	۰,۱۵۳	۱,۴۱۰	۰,۷۰۹
عمر شرکت	۰,۰۰۳	۰,۰۱۵	۰,۲۳۰	۰,۸۱۷	۱,۲۹۰	۰,۷۷۵
تغییر حسابرِس	۰,۰۰۳	۰,۰۱۳	۰,۲۵۰	۰,۸۰۲	۱,۰۲۰	۰,۹۸۰
مقدار ثابت	-۰,۴۶۳	۰,۲۱۲	-۲,۱۹۰	۰,۰۲۹	-	-
ضریب تعیین	ضریب تعیین تعدیل شده	آماره F	احتمال آماره F			
۰,۴۰۳	۰,۳۹۷	۶۲,۵۰	۰,۰۰۰			

منبع: یافته‌های پژوهشگر

با توجه به نتایج مندرج در جدول فوق، ضریب برآورد شده برای جنجال‌های شرکتی برابر با $-0,120$ است که نشان می‌دهد، جنجال‌های شرکتی تأثیر منفی بر ارزش افزوده اقتصادی دارد؛ و از آنجاکه سطح معناداری متناظر با آن ($0,002$) کمتر از $0,05$ است، بنابراین می‌توان گفت که تأثیر جنجال‌های شرکتی بر ارزش افزوده اقتصادی، از نظر آماری معنادار است و فرضیه فرعی سوم پژوهش تأیید می‌شود. به عبارت دیگر می‌توان اظهار داشت؛ شرکت‌های درگیر با جنجال بالا در طول زمان با کاهش ارزش افزوده اقتصادی مواجه می‌شوند و نتایج پژوهش نیز این رابطه منفی را تأیید نمود این نتیجه به علت تأثیرپذیری منفی عملکرد شرکت از جنجال‌های شرکت در بلندمدت است که منجر به کاهش سود عملیاتی و همچنین افزایش هزینه سرمایه و به دنبال آن کاهش ارزش افزوده اقتصادی می‌گردد.

فرضیه اصلی: برای تصمیم‌گیری درباره تأیید یا رد فرضیه اصلی نخست، ابتدا ۳ فرضیه فرعی (شامل ۳ معیار عملکرد شرکت) را تدوین و پس از آزمون از طریق مدل‌های رگرسیونی نسبت به تأیید یا رد فرضیه اصلی اظهار نظر خواهد شد. اظهار نظر در مورد تأیید یا رد فرضیه اصلی تحقیق با توجه به ابعاد متفاوت ۳ گانه عملکرد شرکت از طریق مدل اصلی پژوهش صورت می‌گیرد. با توجه به عدم وجود همپوشانی بین معیارهای عملکرد شرکت (طبق نتایج حاصل از ضرایب همبستگی بین معیارهای عملکرد شرکت) از فرضیه‌های فرعی رتبه کلی عملکرد شرکت برای تأیید یا رد فرضیه اصلی استفاده شد. که

بررسی تأثیر جنجال‌های شرکتی بر عملکرد شرکت‌ها/ارشادی، صفا، حاجیها و مقدم

نتایج آن به صورت ذیل می‌باشد.

جدول ۱۲- نتایج مدل تأثیر جنجال‌های شرکتی بر عملکرد شرکت

متغیر	ضریب	خطا	آماره t	احتمال آماره t	عامل تورم واریانس	تلرانس
جنجال‌های شرکتی	-۰,۲۳۳	۰,۰۲۱	-۱۱,۱۵۰	۰,۰۰۰	۶,۸۵۰	۰,۱۴۶
اندازه شرکت	۰,۰۴۲	۰,۰۲۳	۱,۸۱۰	۰,۰۷۰	۸,۵۱۰	۰,۱۱۷
نقدینگی	۰,۴۶۹	۰,۰۷۸	۵,۹۹۰	۰,۰۰۰	۱,۴۳۰	۰,۷۰۰
اهرم مالی	-۱,۷۱۹	۰,۰۸۰	-۲۱,۴۹۰	۰,۰۰۰	۱,۶۷۰	۰,۵۹۸
فرصت رشد	۰,۱۰۶	۰,۰۰۳	۲۷,۰۲۰	۰,۰۰۰	۱,۵۴۰	۰,۶۴۹
رشد فروش	-۰,۰۷۲	۰,۰۳۵	-۲,۰۴۰	۰,۰۴۱	۱,۴۱۰	۰,۷۰۹
عمر شرکت	۰,۰۵۲	۰,۰۳۲	۱,۶۲۰	۰,۱۰۶	۱,۲۹۰	۰,۷۷۵
تغییر حسابرِس	-۰,۰۱۲	۰,۰۲۸	-۰,۴۳۰	۰,۶۷۰	۱,۰۲۰	۰,۹۸۰
مقدار ثابت	۱,۴۱۳	۰,۴۳۹	۳,۲۱۰	۰,۰۰۱	-	-
ضریب تعیین	ضریب تعیین تعدیل شده	آماره F	احتمال آماره F			
۰,۵۵۵	۰,۵۵۰	۱۱۵,۱۰	۰,۰۰۰			

منبع: یافته‌های پژوهشگر

از آنجاکه سطح تلرانس عامل تورم واریانس در این مدل کمتر از ۱۰ شد؛ بنابراین در این مدل مشکل هم خطی وجود ندارد. همان‌طور که مشاهده می‌شود، مقدار آماره F برابر با ۱۱۵,۱۰ می‌باشد و احتمال آماره F برابر ۰,۰۰۰ بوده و این مقدار کمتر از ۰,۰۵ است پس فرض صفر در اطمینان ۹۵ درصد رد می‌شود، یعنی مدل به صورت کلی معنادار می‌باشد. این نتیجه نشان می‌دهد حداقل یکی از ضرایب متغیرهای توضیحی غیر صفر است و مدل رگرسیون در سطح اطمینان ۹۵ درصد معنادار است. همچنین ضریب تعیین تعدیل شده برابر با ۰,۵۵۰ است؛ یعنی ۵۵ درصد از تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای مستقل و کنترلی قابل توضیح است. با توجه به نتایج مندرج در جدول فوق، ضریب برآورد شده برای جنجال‌های شرکتی برابر با -۰,۲۳۳ است که نشان می‌دهد، جنجال‌های شرکتی تأثیر منفی بر عملکرد شرکت دارد؛ و از آنجاکه سطح معناداری متناظر با آن (۰,۰۰۰) کمتر از ۰,۰۵ است، بنابراین می‌توان گفت که تأثیر جنجال‌های شرکتی بر عملکرد شرکت، از نظر آماری معنادار است و فرضیه اصلی پژوهش تأیید می‌شود. به عبارت دیگر می‌توان اظهار داشت؛ شرکت‌های درگیر با جنجال بالا در طول زمان با کاهش عملکرد مطلوب شرکت مواجه می‌شوند و نتایج پژوهش نیز این رابطه منفی را تأیید نمود.

نتیجه‌گیری و پیشنهادها

هدف پژوهش حاضر بررسی تأثیر جنجال‌های شرکتی بر عملکرد بود. اطلاعات نسبتاً منفی در افشای جنجال‌های شرکتی می‌تواند به اهداف از دست رفته اشاره کند که وقوع چنین مواردی می‌تواند باعث کاهش اعتماد و در نتیجه کاهش حسن شهرت شرکت نزد سرمایه‌گذاران و اعتباردهندگان گردد. علاوه بر آن افشای ناگهانی چنین اطلاعاتی سخت است زیرا شرکت‌هایی که به صورت مداوم انتظارات اکولوژیکی و اجتماعی را رعایت نمی‌کنند غیرمسئول خوانده می‌شوند. نتایج پژوهش نشان داد شرکت‌های درگیر با جنجال بالا در طول زمان با کاهش عملکرد مطلوب شرکت مواجه می‌شوند و نتایج پژوهش نیز این رابطه منفی را تأیید نموده، این نتیجه به علت تأثیرپذیری منفی عملکرد شرکت از جنجال‌های شرکت در بلند مدت است که منجر به کاهش عملکرد مطلوب شرکت در برابر وقایع داخلی و خارجی پیرامون شرکت اعم از زیست‌محیطی، اجتماعی و راهبری شرکتی می‌گردد. جنجال‌های شرکتی که ناشی از تولید زباله‌های خطرناک، تخریب‌کننده و آلوده‌کننده آب‌وخاک و هوا می‌گردد، منجر به ایجاد پرونده‌های حقوقی علیه شرکت می‌شود، کیفیت پایین محصولات و درگیری‌های متنوع شرکت با پیمانکاران و علاوه بر آن ضعف عمده در حاکمیت شرکتی و مصائب ناشی از آن همگی می‌تواند شرکت را از عملکرد مثبتی که باید داشته باشد دور سازد و منجر به کاهش عملکرد مطلوب شرکت‌ها گردد.

بر اساس نتایج تحقیق، توصیه می‌شود شرکت‌های بورسی برای شفافیت، پاسخگویی بهتر و بیشتر به ذینفعان و انعکاس اثرات جنجال‌های شرکت بر فعالیت‌های خود به آن توجه کافی نشان دهند و در تدوین استراتژی‌های حقوقی و قضایی، مباحث جنجال شرکتی را مدنظر قرار دهند. همچنین پیشنهاد می‌شود شرکت‌ها کمیته مستقلی برای تدوین استراتژی‌ها، اهداف، برنامه‌ها، چگونگی پایش و افشاء اتفاقاتی ناشی از جنجال را تشکیل دهند. چارچوب و محتوای گزارش‌های فعالیت هیئت‌مدیره و گزارش‌های سالانه شرکت‌ها با رویکرد پایداری و توجه بیشتر به افشاء شاخص‌های جنجال‌های شرکت مدنظر قرار گیرد. الزامات و مقررات مناسب توسط نهادهای مرتبط در حوزه گزارشگری شرکت‌ها از جمله سازمان بورس اوراق بهادار با همکاری نهادهای فعال در حوزه جنجال‌های شرکتی برای پاسخگویی به انتظارات ذینفعان و همچنین اعمال فشار و نفوذ دولت برای الزام و تعهد شرکت‌ها برای افشاء آن در گزارش‌های سالانه کلیه شرکت‌های فعال در صنعت به ویژه شرکت‌های دولتی و بزرگ تدوین گردد. به پژوهشگران پیشنهاد می‌شود، که ارتباط جنجال‌های شرکت و خلق ارزش و رابطه بازده سهام با ارزش افزوده اقتصادی و بازار شرکت بررسی گردد. همچنین پیشنهاد می‌شود، به بررسی رابطه حسابداری سبز با عملکرد شرکت پرداخته شود.

بررسی تأثیر جنجال‌های شرکتی بر عملکرد شرکت‌ها/ارشادی، صفا، حاجیها و مقدم

منابع

- ۱) آرين پور، آ؛ حساس يگانه، ی؛ باباجانی، ج. (۱۳۹۸). تحليل عملکرد پايدار اجتماعي و تأثير آن بر هزينه سرمايه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. اقتصاد پولی مالی، ۲۶(۱۸)، ۱۵۵-۱۹۶.
- ۲) اصمدي، ا، (۲۰۱۹)، "کيفيت گزارشگري مالي، حسابري خارجي، قدرت سود و عملکرد شرکت ها: مورد کشورهای شورای شرکت خليج فارس"، مجله تحقيقات جهاني شدن، ۵، ۱۰۰۹۳.
- ۳) بابائي، ف؛ رحمانی، ع؛ همایون، س؛ امين، و. (۱۴۰۰). رابطه بين عملکرد پايداري شرکتی و ارزش شرکت: با تأکيد بر نقش امتياز افشا و اندازه شرکت. مجله دانش حسابداری، ۱۲(۳)، صص ۱-۲۷.
- ۴) جعفري جم، ح؛ علی عسگري، ف؛ زارعی، ح. (۱۳۹۸). عملکرد مالي و ارزش شرکت‌ها: نقش افشا اطلاعات پايداري. دانش حسابداری مالی، ۶(۳)، ۲۱۵-۲۴۲.
- ۵) حميد، ن، پورباوانگسا، ای بی، ا، (۲۰۲۲)، تأثیر هيئت مديره بر عملکرد مالي و سرمايه شرکت: مديریت ريسک به عنوان یک متغير مداخله گر، مجله سازمان و مديریت تعاون، ۱۰(۲)، ۱۰۰۱۶۴.
- ۶) خوشکار، ف؛ زارعی لاجيني، ج؛ ایوبی، م. (۱۳۹۸). بررسی رابطه مسئولیت اجتماعي با عملکرد مالي شرکت در شرکت های فعال عرضه کننده محصولات بهداشتی. فصلنامه علمی تخصصی رویکردهای پژوهشی نوین در مديریت و حسابداری، ۳(۱۱)، ۶۹-۸۶.
- ۷) مالک، م، (۲۰۱۵)، قابليت‌های افزايش ارزش مسئولیت اجتماعي شرکت‌ها مروري کوتاه بر ادبيات معاصر، اخلاق کسب و کار، ۱۲۷(۲)، ۴۱۹-۴۳۸.
- 8) Park, J., Lee, H., & Kim, C. (2014). Corporate social responsibilities, consumer trust and corporate reputation: South Korean consumers' perspectives. *Journal of business research*, 67(3), 295-302..
- 9) 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
- 10) Mohammad, W. M. W., & Wasiuzzaman, S. (2021). Environmental, Social and Governance (ESG) disclosure, competitive advantage and performance of firms in Malaysia. *Cleaner Environmental Systems*, 2, 100015.
- 11) Li, J., Haider, Z.A., Jin, X., Yuan, W., 2019. Corporate controversy, social responsibility and market performance: international evidence. *J. Int. Financial Markets, Institutions and Money* 60, 1-18.

- 12) Li, C., Wu, M., Chen, X., & Huang, W. (2022). Environmental, social and governance performance, corporate transparency, and credit rating: Some evidence from Chinese A-share listed companies. *Pacific-Basin Finance Journal*, 74, 101806.
- 13) Fiore, M., Galati, A., Gołębiewski, J., & Drejerska, N. (2020). Stakeholders' involvement in establishing sustainable business models: The case of Polish dairy cooperatives. *British Food Journal*, 122(5), 1671-1691.
- 14) Ferrell, O.C., Harrison, D.E., Ferrell, L., Hair, J.F., 2019. Business ethics, corporate social responsibility, and brand attitudes: an exploratory study. *J Bus Res* 95, 491–501
- 15) Dressler, M., & Paunović, I. (2020). Towards a conceptual framework for sustainable business models in the food and beverage industry: The case of German wineries. *British Food Journal*, 122(5), 1421-1435.
- 16) Chairani, C; Siregar, S V. (2021). The effect of enterprise risk management on financial performance and firm value: the role of environmental, social and governance performance. *Meditari Accountancy Research*, 29, (3), pp. 647-670(24).
- 17) Burke, L., Logsdon, J.M., 1996. How corporate social responsibility pays off. *Long Range Plann* 29 (4), 495–502.
- 18) Bogers, M., Chesbrough, H., & Strand, R. (2020). Sustainable open innovation to address a grand challenge: Lessons from Carlsberg and the Green Fiber Bottle. *British Food Journal*, 122(5), 1505-1517.
- 19) Birindelli, G., Ferretti, P., Intonti, M., Iannuzzi, A.P., 2015. On the drivers of corporate social responsibility in banks: evidence from an ethical rating model. *J. Management Governance* 19 (2), 303–340.
- 20) Belyaeva, Z., Shams, S.R., Santoro, G., Grandhi, B., 2020. Unpacking stakeholder relationship management in the public and private sectors: the comparative insights. *EuroMed J. Business*.
- 21) Battisti, E., Miglietta, N., Nirino, N., Diaz, M.V., 2019. Value creation, innovation practice, and competitive advantage. *European J. InnovationManagement*.
- 22) Aouadi, A., Marsat, S., 2018. Do ESG controversies matter for firm value? Evidence from international data. *J.f Business Ethics* 151 (4), 1027–1047.
- 23) Akbas, F., Markov, S., Subasi, M., Weisbrod, E., 2018. Determinants and consequences of information processing delay: evidence from the Thomson Reuters InstitutionalBrokers' Estimate System. *J financ econmic* , 127 (2), 366–388.

بررسی تأثیر جنجال‌های شرکتی بر عملکرد شرکت‌ها/ارشادی، صفا، حاجی‌ها و مقدم

یادداشت‌ها:

-
- 1 corporate controversies
 - 2 Li et al
 - 3 Battisti et al.
 - 4 Birindelli et al.
 - 5 Hamid et al.
 - 6 Belyaeva et al
 - 7 Burke, Logsdon
 - 8 Ferrell et al.
 - 9 Fiore et al.
 - 10 Dressler, M., Paunović
 - 11 Malik
 - 12 Park, Lee, Kim
 - 13 Nairino et al.
 - 14 Mohammad & Wasiuzzaman
 - 15 Chairani & Siregar
 - 16 Cek & Eyupoglu
 - 17 Aouadi and Marsat
 - 18 Thomson Reuters
 - 19 Akbas et al

Investigating the impact of corporate controversies on the performance

Mehdi Ershadi¹

Receipt: 15/04/2023 Acceptance: 19/09/2023

Mozhgan Safa²

Zohra Hajiha³

Hossein Moghadam⁴

Abstract

Purpose: This research was carried out with the aim of investigating the effect of corporate controversies on the performance of companies in the Tehran Stock Exchange. **Method:** In this research, the required data were extracted from Rahavard Novin software, financial statements of companies and text mining, as well as the Tehran Stock Exchange website. The statistical population of the current research is the companies listed in the Tehran Stock Exchange in the period from 1391 to 1400. In order to test the research hypotheses, the combined data model was used. The software used for data analysis is Stata version 14. **Findings:** The results of research hypotheses show that three performance calculation criteria (return on assets, return on equity, economic added value) are negatively affected by company controversies. In other words, increasing the level of controversy with controversial and tension-causing factors reduces the ability of management to a significant extent. **Conclusion:** The negative perception by the stakeholders can have various consequences, including increasing financial risk, increasing the cost of debt, reducing the company's reputation and credibility, which will reduce the company's performance.

Keywords

corporate controversies, company performance, return on assets, return on equity, economic added value.

1-Ph.D Student. Department of Accounting, Qom Branch, Islamic Azad University, Qom, Iran. Ershadi1723@gmail.com

2-Assistant Professor, Department of Accounting, Qom Branch, Islamic Azad University, Qom, Iran. (Corresponding Author) mojgansafa@gmail.com

3-Professor, Department of Accounting, Tehran East Branch, Islamic Azad University, Tehran, Iran. drzhajiha@gmail.com

4-Assistant Professor, Department of Accounting, Qom Branch, Islamic Azad University, Qom, Iran. Ho.moghadam1394@gmail.com