

The Relationship between Environmental, Social, and Governance Performance and Financial Sustainability: The Mediating Role of External Corporate Governance Mechanisms

Ghareibeh Esmailikia^{1✉} and Maryam Allahmoradi²

1. **Corresponding Author**, Department of Accounting, Faculty of Huminity, Ilam University, Ilam, Iran.

Email: gh.esmailikia@ilam.ac.ir

2. Department of Accounting, Faculty of Huminity, Ilam University, Ilam, Iran. Email: maryamallahmoradi90@gmail.com

Article Info

A B S T R A C T

Article Type:

Research Article.

Article History:

Received: 27 January 2026

Received in revised form: 23 June 2026

Accepted: 15 July 2026

Available online:

Keywords:

Environmental, Social, and Governance Performance,
Financial Sustainability,
External Corporate Governance Mechanisms.

JEL Classification:

G34, H69, M40.

Objective: This study investigates the relationship between environmental, social, and governance (ESG) performance and financial sustainability, with particular emphasis on the mediating role of external corporate governance mechanisms.

Method: The study examines two research hypotheses using panel data from 166 firms listed on the Tehran Stock Exchange over the period 2019–2023, comprising 830 firm-year observations. The hypotheses were tested using multivariate panel regression analysis.

Results: The findings reveal a positive and significant relationship between ESG performance and financial sustainability. In addition, external corporate governance mechanisms play a significant mediating role in this relationship. The results remain robust after excluding control variables, year and industry fixed effects, and using alternative measures of the dependent variable.

Conclusion: The findings indicate that superior ESG performance enhances firms' financial sustainability by strengthening stakeholder confidence and improving long-term financial resilience. Moreover, ESG performance contributes to financial sustainability indirectly through its positive effect on external corporate governance mechanisms. This evidence suggests that firms with stronger sustainability performance tend to benefit from more effective external governance structures. The alignment of these governance mechanisms with ESG practices enhances corporate transparency, reduces financial risk, and reinforces the positive impact of ESG performance on financial sustainability. These findings highlight the complementary roles of ESG performance and external corporate governance mechanisms in promoting sustainable corporate growth and long-term financial stability.

Cite this article: Esmailikia, Gh., Allahmoradi, M.(2027). The relationship between environmental, social, and governance performance and financial sustainability: The mediating role of external corporate governance mechanisms. *Journal of Accounting Knowledge*, *(*) , *-*. <https://doi.org/10.22103/jak.2026.26724.4277>



Publisher: Shahid Bahonar University of Kerman.

©The Author(s).

Introduction

Global crises, such as the 2008 financial crisis and the COVID-19 pandemic, have underscored the importance of addressing non-financial dimensions of corporate performance, including environmental impacts, social responsibilities, and corporate governance. The integration of environmental, social, and governance (ESG) factors not only reflects a company's commitment to sustainable development but also enhances its financial performance by improving corporate reputation, reducing costs, and strengthening risk management. Consequently, ESG activities have become an essential component of corporate sustainability strategies and play a significant role in promoting firms' long-term financial health.

Financial sustainability refers to a firm's ability to maintain long-term financial stability while integrating environmental, social, and governance considerations into its investment and operational strategies. Strong ESG performance encourages a long-term orientation by supporting sustainable investments, human capital development, and social value creation. Moreover, ESG-related performance incentives help align managers' interests with those of shareholders and other stakeholders.

Because the interests of shareholders, managers, employees, customers, creditors, and society are interconnected, sustainable value creation cannot be achieved without balancing the expectations of these stakeholder groups. Accordingly, effective corporate governance mechanisms are essential for protecting stakeholders' interests and ensuring accountability. Corporate governance mechanisms are generally classified into two categories: internal and external. External corporate governance mechanisms operate outside the firm's internal structure through external monitoring by investors, regulators, creditors, financial analysts, auditors, and the market. Stronger external governance enhances monitoring quality, reduces information asymmetry, and improves corporate transparency, thereby contributing to greater financial sustainability.

Accordingly, external corporate governance mechanisms are expected to mediate the relationship between ESG performance and financial sustainability by reinforcing the positive effects of sustainability practices on corporate decision-making and financial outcomes. Based on this premise, the present study investigates the mediating role of external corporate governance mechanisms in the relationship between environmental, social, and governance performance and financial sustainability.

Method

The data required for measuring the research variables and testing the hypotheses were collected from audited financial statements, independent auditors' reports, and financial databases, including Rahavard Novin and Tadbir Pardaz. The data were compiled and organized using Microsoft Excel, and the statistical analyses were performed using EViews software.

The statistical population consisted of all firms listed on the Tehran Stock Exchange during the study period. After applying the screening criteria, 166 firms, representing 830 firm-year observations, were selected as the final sample.

Based on the research objectives, the following hypotheses were developed:

Hypothesis 1: Environmental, social, and governance (ESG) performance is positively associated with financial sustainability.

Hypothesis 2: External corporate governance mechanisms mediate the relationship between ESG performance and financial sustainability.

The first hypothesis was examined using the following regression model:

$$F.sustain_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 ESG_{it} + \alpha_k \sum_{k=1}^{k=4} Controls_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

To test the second hypothesis, the mediation procedure was implemented using three regression models.

First, the relationship between ESG performance and financial sustainability was examined using Model (1).

Second, the effect of ESG performance on external corporate governance mechanisms was estimated using:

$$GOV_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 ESG_{it} + \alpha_k \sum_{k=1}^{k=4} Controls_{it} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

Finally, the following model was estimated to examine whether external corporate governance mechanisms mediate the relationship between ESG performance and financial sustainability:

$$F.sustain_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 ESG_{it} + \alpha_2 GOV_{it} + \alpha_k \sum_{k=1}^{k=4} Controls_{it} + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

A mediating effect is confirmed if the inclusion of the governance variable reduces the coefficient of ESG performance while the coefficient remains statistically significant, indicating partial mediation. If the ESG coefficient becomes statistically insignificant after including the mediator, full mediation is supported.

Results

The empirical findings reveal a positive and statistically significant relationship between environmental, social, and governance performance and financial sustainability. In addition, external corporate governance mechanisms significantly mediate this relationship, indicating that stronger external governance enhances the positive impact of ESG performance on firms' financial sustainability.

Robustness tests further demonstrate that the results remain unchanged after excluding the control variables, controlling for year and industry fixed effects, and employing an alternative proxy for financial sustainability.

Conclusions

The findings indicate that superior environmental, social, and governance performance significantly enhances firms' financial sustainability. Companies with stronger ESG performance benefit from greater stakeholder confidence, lower financial risk, and improved long-term financial stability. Furthermore, ESG performance strengthens financial sustainability indirectly by improving the effectiveness of external corporate governance mechanisms.

These findings suggest that firms with stronger sustainability performance tend to exhibit more effective external governance structures. The alignment between ESG practices and external governance mechanisms enhances external monitoring, reduces financial risk, and reinforces the positive effect of ESG performance on financial sustainability. Therefore, external corporate governance serves as an important mechanism through which sustainability initiatives are translated into superior financial outcomes.

The robustness analyses confirm these findings after excluding control variables, controlling for year and industry effects, and employing an alternative measure of financial sustainability based on the Z-score.

From a policy perspective, the results suggest that regulators should strengthen external corporate governance mechanisms by developing appropriate governance regulations and enhancing the monitoring role of external stakeholders. Such measures can improve corporate transparency, reinforce ESG practices, and ultimately contribute to greater financial sustainability among listed firms.

Author Contributions

All authors contributed equally to the conceptualization of the article and writing of the original and subsequent drafts.

Data Availability Statement

The data that support the findings of this study are available from the corresponding author upon reasonable request.

Acknowledgements

The authors would like to thank all participants in the present study.

Ethical Considerations

The authors avoided data fabrication, falsification, plagiarism, and misconduct.

Funding

This research did not receive any specific grant from funding agencies in the public, commercial, or not-for-profit sectors.

Conflict of Interest

The authors declare no conflict of interest.

رابطه عملکرد زیست محیطی، اجتماعی و راهبری و پایداری مالی: نقش سازوکارهای راهبری شرکتی برون سازمانی

غریبه اسماعیلی کیا^۱، مریم الهمرادی^۲

۱. نویسنده مسئول، گروه حسابداری، دانشکده علوم انسانی، دانشگاه ایلام، شهر، ایران. Gh.Esmailikia@ilam.ac.ir

۲. گروه حسابداری، دانشکده علوم انسانی، دانشگاه ایلام، شهر، ایران. Maryamallahmoradi90@gmail.com

چکیده

اطلاعات مقاله

هدف: هدف پژوهش حاضر بررسی نقش میانجی سازوکارهای نظام راهبری شرکتی برون سازمانی بر رابطه بین عملکرد زیست محیطی، اجتماعی و راهبری و پایداری مالی است.

نوع مقاله: مقاله پژوهشی.

روش: دو فرضیه پژوهش با استفاده از داده‌های پنل ۱۶۶ شرکت پذیرفته شده در شرکت بورس اوراق بهادار تهران و در دوره زمانی ۱۳۹۸ تا ۱۴۰۲ (شامل ۸۳۰ مشاهده شرکت-سال) با به کارگیری رگرسیون چند متغیره تجزیه و تحلیل شدند.

تاریخ‌ها:

تاریخ دریافت: ۱۴۰۴/۱۱/۷

تاریخ بازنگری: ۱۴۰۵/۴/۲

تاریخ پذیرش: ۱۴۰۵/۴/۲۴

تاریخ انتشار برخط:

یافته‌ها: نتایج پژوهش نشان داد بین عملکرد زیست محیطی، اجتماعی و راهبری و پایداری مالی رابطه مثبت و معناداری وجود دارد و سازوکارهای نظام راهبری شرکتی برون سازمانی نقش میانجی در این رابطه ایفا می‌کنند. نتایج به حذف متغیرهای کنترلی، کنترل سال و صنعت و سنجه جایگزین برای متغیر وابسته حساس نیستند.

واژه‌های کلیدی:

عملکرد زیست محیطی، اجتماعی و راهبری، پایداری مالی، سازوکارهای نظام راهبری شرکتی برون سازمانی.

نتیجه‌گیری: عملکرد بهتر زیست محیطی، اجتماعی و راهبری موجب افزایش پایداری مالی شرکت‌ها می‌شود؛ شرکت‌هایی که در شاخص‌های زیست محیطی، اجتماعی و راهبری عملکرد بالاتری دارند، از اعتماد بیشتر ذی‌نفعان و ثبات مالی بیشتر برخوردار هستند. علاوه بر این، عملکرد ESG با تأثیر مثبتی که بر سازوکارهای راهبری شرکتی برون سازمانی دارد، پایداری مالی شرکت‌ها را افزایش می‌دهد، این یافته مؤید آن است که شرکت‌های با عملکرد بهتر در زمینه پایداری، سازوکارهای راهبری برون سازمانی متمایزی دارند، همچنین همراستایی این سازوکارها با عملکرد ESG که ابزار مؤثری برای کاهش ریسک مالی و ارتقای پایداری مالی شرکت‌هاست، نقشی حیاتی در ارتقای تأثیر مثبت عملکرد ESG بر پایداری مالی دارد.

طبقه‌بندی JEL:

G34, H69, M40.

استناد: اسماعیلی کیا، غریبه؛ الهمرادی، مریم (۱۴۰۵). رابطه عملکرد زیست محیطی، اجتماعی و راهبری و پایداری مالی: نقش سازوکارهای راهبری شرکتی

برون سازمانی. *مجله دانش حسابداری*، ۲۰(۳)، ۴۲۷-۴۵۷. <https://doi.org/10.22103/jak.2026.26724.4277>

ناشر: دانشگاه شهید باهنر کرمان.

© نویسنده / نویسندگان.



۱- مقدمه

در عصر پایداری جهانی، یکپارچگی فعالیت‌های زیست‌محیطی، اجتماعی و راهبری (ESG^۱) در راهبردهای شرکت ضروری شده است (راگازو و همکاران^۲، ۲۰۲۵) و سرمایه‌گذاری در زمینه ESG از اهمیت قابل توجهی برخوردار شده است (فتاحی نافچی و همکاران، ۱۴۰۵). شرکت‌ها در سراسر دنیا، اهمیت فعالیت‌های ESG را نه تنها به عنوان الزامات اخلاقی بلکه همچنین به عنوان اجزای ضروری موفقیت بلندمدت واحدهای تجاری تشخیص داده‌اند. بر این اساس، ادغام عوامل زیست‌محیطی، اجتماعی و راهبری در تصمیم‌گیری مالی به‌طور فزاینده‌ای به عنوان راهبردی برای کاهش ریسک و ارتقای عملکرد مالی نگریسته می‌شود (نذیر و همکاران^۳، ۲۰۲۴). مطابق با نظریه ذینفعان، افشای اطلاعات ESG به عنوان ابزاری محوری برای شرکت‌ها جهت نشان دادن پاسخگویی، همسویی با انتظارات ذینفعان و افزایش عملکرد مالی آنها پدیدار شده است (آیم و همکاران^۴، ۲۰۲۵). از این رو، توجه به قابلیت‌های ESG در کنار توسعه استراتژیک قابلیت‌های پویا، راهی عملی برای ارضای نیازهای ذینفعان و تضمین ارزش شرکت است و رشد بلندمدت شرکت را با پایداری همسو می‌کند (سوک و همکاران^۵، ۲۰۲۴).

پایداری مالی شرکت بر حسب توانایی آن برای تسهیل و ارتقای منابع اقتصادی، مدیریت ریسک‌ها و حل شوک‌ها تعریف می‌شود (اسماعیلی کیا و اوشنی، ۱۴۰۱). شرکت‌هایی که در کشورهای در حال توسعه فعالیت می‌کنند اغلب با چالش‌های متعددی مواجه می‌شوند که می‌تواند پایداری مالی آنها را به خطر بیندازد، این چالش‌ها ممکن است شامل منابع محدود، اثرات منفی تغییرات آب و هوایی، تضادهای اجتماعی و ساختارهای راهبری ناکافی باشد. چالش‌های ذکر شده به‌طور بالقوه باعث تاخیر پیشرفت اقتصادی و کاهش اعتماد سرمایه‌گذاران شده و شرکت‌ها را در معرض خطرهای حیاتی قرار می‌دهند (چیشتی و همکاران^۶، ۲۰۲۴). در زمینه پایداری مالی، مطالعات متعددی اظهار نموده‌اند که شرکت‌های با فعالیت‌های زیست‌محیطی، اجتماعی و راهبری قوی اغلب به عملکرد مالی بهتری دست پیدا می‌کنند. نذیر و همکاران (۲۰۲۴) نشان دادند که شرکت‌هایی که رتبه بالاتری زیست‌محیطی، اجتماعی و راهبری بهتری دارند پایداری مالی بیشتری را نشان می‌دهند، لینس و همکاران^۷ (۲۰۱۷) دریافتند که شرکت‌هایی با سرمایه اجتماعی بالاتر در طول بحران مالی جهانی ۲۰۰۸-۲۰۰۹، عملکرد بهتری نشان داده و ثبات مالی بیشتری داشته‌اند. یافته‌های کلارک و همکاران^۸ (۲۰۱۵) بیانگر آن بود که عملکرد بهتر زیست‌محیطی، اجتماعی و راهبری با بهبود بازده دارایی‌ها، بازده حقوق صاحبان سهام و سود هر سهم همراه است، به گونه‌ای که این شرکت‌ها در برابر شوک‌ها انعطاف‌پذیرتر فرض می‌شوند و در موقعیت بهتری برای سرمایه‌گذاری در فرصت‌های نوظهور قرار می‌گیرند. اکلز و همکاران^۹ (۲۰۱۹) مطرح نمودند که عملکرد قوی زیست‌محیطی، اجتماعی و راهبری می‌تواند به طور قابل توجهی به پایداری مالی شرکت‌ها کمک کند و ریسک‌های سرمایه‌گذاری را کاهش دهد. اشرف‌طالش و همکاران (۱۴۰۰) نشان دادند شرکت‌های با سابقه طولانی‌تر، از طریق عملکرد زیست‌محیطی، اجتماعی و راهبری به پایداری مالی بالاتری دست می‌یابند و این زنجیره پژوهش‌های داخلی را بر پایه تقویت راهبری برای بهره‌برداری از عملکرد زیست‌محیطی، اجتماعی و راهبری استوار می‌سازد.

¹ Enviroment, Social & Governance² Ragazou³ Nazir⁴ Ayem⁵ Seok⁶ Chishti⁷ Lins⁸ Clark⁹ Eccles

در سال‌های اخیر، پایداری مالی تبدیل به هدف اصلی مدیریت شده است و علیرغم تفاوت بین کشورهای صنعتی در رابطه با نحوه پیاده‌سازی آن، در اغلب این کشورها، این امر از طریق کدهای راهبری شرکتی به عنوان راهبری مطلوب شناخته می‌شود (اسماعیلی کیا و همکاران، ۱۴۰۴). لذا جهت‌گیری جهانی به سمت پایداری به‌طور فزاینده‌ای منجر به شکل‌دهی مجدد اولویت‌های راهبری شرکتی و راهبردی شرکت‌ها شده است (راگازو و همکاران، ۲۰۲۵). راهبری شرکتی دربرگیرنده مجموعه‌های مختلفی از سازوکارهای فردی و قانونی است که به محافظت از منافع سهامداران شرکت و کاهش هزینه‌های نمایندگی ناشی از جدایی مالکیت و کنترل کمک می‌کند (خلیفه‌سلطانی و نایب‌محسنی، ۱۳۹۱). این نظام، به عنوان یکی از ارکان اصلی زیست‌محیطی، اجتماعی و راهبری، نقش محوری در هدایت شرکت‌ها به سوی اقدامات مسئولانه و پایدار ایفا می‌کند. سازوکارهای نظام راهبری شرکتی، از جمله ساختار هیئت‌مدیره، سیستم‌های کنترل داخلی، سیاست‌های حقوق و دستمزد، و شفافیت در گزارشگری، می‌توانند تأثیر قابل‌توجهی بر عملکرد زیست‌محیطی، اجتماعی و راهبری و متعاقباً پایداری مالی شرکت‌ها داشته باشند (دیک و همکاران^۱، ۲۰۱۹). ادبیات نظری، دو سازوکار درون‌سازمانی و برون‌سازمانی را در نظام راهبری شرکتی پیشنهاد می‌کنند (والش و سوارد^۲، ۱۹۹۰). ذی‌نفعان برون‌سازمانی تلاش می‌کنند با افزایش میزان نظارت و کنترل، رفتارهای نادرست را محدود کنند. استدلال بر این است که اجرای راهبری شرکتی فضای اعتماد بین مدیران و سهامداران را گسترش و کارایی شرکت را در دو بعد برون‌سازمانی و درون‌سازمانی افزایش می‌دهد. لذا اجرای اصول زیست‌محیطی، اجتماعی و راهبری توسط شرکت‌هایی که تحت نظارت و مسئولیت بیشتر قرار دارند، می‌تواند مفید واقع شود (ون و همکاران^۳، ۲۰۲۳).

اکثر مطالعات موجود بر روابط کلی بین عملکرد زیست‌محیطی، اجتماعی و راهبری و عملکرد مالی متمرکز شده‌اند، اما به نقش خاص سازوکارهای مختلف نظام راهبری شرکتی در این رابطه توجه کافی نشده است (گیلان و همکاران^۴، ۲۰۲۱). این خلأ در رابطه با سازوکارهای راهبری شرکتی برون‌سازمانی پررنگ‌تر است، بنابراین در نوشتارهای تخصصی موجود شکاف قابل‌توجهی در مورد اثر سازوکارهای نظام راهبری شرکتی برون‌سازمانی برای بهبود عملکرد زیست‌محیطی، اجتماعی و راهبری و پایداری مالی وجود دارد. همچنین، بیشتر پژوهش‌ها در کشورهای توسعه‌یافته انجام شده و دانش محدودی در مورد بازارهای نوظهور وجود دارد. این شکاف پژوهشی، فرصتی را برای بررسی عمیق‌تر نقش سازوکارهای نظام راهبری شرکتی برون‌سازمانی در بهبود عملکرد زیست‌محیطی، اجتماعی و راهبری و پایداری مالی، در شرایط محیطی ایران به عنوان یک کشور در حال توسعه فراهم می‌سازد. این پژوهش علاوه بر افزایش دانش نظری، می‌تواند راهنمایی‌های کاربردی برای مدیران و سهامداران فراهم آورد تا با اتخاذ سیاست‌های کارآمد، به توسعه پایدار و افزایش ارزش اقتصادی دست یابند. در نتیجه، ضرورت انجام چنین پژوهشی در شرایط کنونی و آینده بازارهای مالی و کسب‌وکارها به وضوح احساس می‌شود. از این رو پژوهش حاضر به دنبال پاسخگویی به این پرسش است که آیا سازوکارهای نظام راهبری شرکتی برون‌سازمانی بر رابطه عملکرد زیست‌محیطی، اجتماعی و راهبری با پایداری مالی نقش میانجی ایفا می‌کند؟

¹ Dyck² Walsh Seward³ Wen⁴ Gillan

ادامه پژوهش حاضر به این صورت است که در ابتدا به بررسی مبانی نظری، توسعه فرضیه‌ها و ارائه پیشینه پژوهش و معرفی فرضیه‌های پژوهش پرداخته شده است. در بخش بعد، مدل پژوهش، یافته‌های تجربی و نتایج آزمون فرضیه‌ها شرح داده شده است. نهایتاً، با ارائه بحث و نتیجه‌گیری به همراه ذکر پیشنهادها و محدودیت‌ها، پژوهش خاتمه می‌یابد.

۲- مبانی نظری، توسعه فرضیه‌ها و پیشینه پژوهش

۲-۱- عملکرد زیست‌محیطی، اجتماعی و راهبری و پایداری مالی

بحران‌های جهانی مانند بحران مالی ۲۰۰۸ و همه‌گیری کووید-۱۹، ضرورت توجه به جنبه‌های غیرمالی مانند اثرات زیست‌محیطی، مسئولیت‌های اجتماعی و راهبری شرکتی را برجسته کرده‌اند (سلیحری^۱ و همکاران، ۲۰۲۴ و اولیویرا و لئال^۲، ۲۰۲۴). یکپارچگی عوامل زیست‌محیطی، اجتماعی و راهبری نه تنها منعکس‌کننده تعهد شرکت به پایداری است بلکه از طریق ارتقای شهرت آن، کاهش هزینه‌ها و بهبود مدیریت ریسک، عملکرد مالی آنها را تحت تأثیر قرار می‌دهد (خان و همکاران^۳، ۲۰۱۶). بر این اساس، فعالیت‌های زیست‌محیطی، اجتماعی و راهبری به یک جزء اساسی از مسئولیت اجتماعی برای کسب و کارهایی تبدیل شده‌اند که استراتژی پایداری را دنبال و این امر تأثیر عمیقی بر سلامت مالی آنها دارد (دوک-گریسالس و آگیلرا-اراکوئل^۴، ۲۰۲۲). به‌طور کلی دو دیدگاه متضاد در مورد اثرات مالی فعالیت‌های پایداری (عملکرد زیست‌محیطی، اجتماعی و راهبری) وجود دارد. دیدگاه مثبت بیان می‌کند فعالیت‌های پایداری با عملکرد مالی شرکت رابطه مثبت دارد (اسماعیلی کیا و فتحی‌نیا، ۱۴۰۴ و حاصل و همکاران^۵، ۲۰۰۵). این دیدگاه با فرضیه تأثیر اجتماعی سازگار است (کرنل و شاپیرو^۶، ۱۹۸۷). برعکس مکتب نگرانی هزینه (دغدغه هزینه) و سنت‌گرایی منفی ادعا می‌کند بهبود در جنبه‌های زیست‌محیطی، اجتماعی و راهبری به افزایش هزینه‌ها منجر می‌شود که در عوض اثرات منفی بر عملکرد مالی دارد. پایداری مالی به معنای ثبات بلندمدت عملکرد مالی، کاهش ریسک و افزایش ارزش شرکت است (نذیر و همکاران، ۲۰۲۴). پایداری مالی، حالتی است که وضعیت مالی شرکت را در نقطه ایمن توصیف می‌کند (اسکوسین و همکاران^۷، ۲۰۰۹)، که از طریق ادغام عوامل زیست‌محیطی، اجتماعی و راهبری در استراتژی‌های سرمایه‌گذاری و عملیاتی محقق می‌شود (نذیر و همکاران، ۲۰۲۴).

مبانی نظری رابطه بین عملکرد زیست‌محیطی، اجتماعی و راهبری و پایداری مالی بر پایه دو نظریه اصلی استوار است: نظریه ذی‌نفعان و نظریه توسعه پایدار. نظریه ذی‌نفعان بر اهمیت در نظر گرفتن منافع ذی‌نفعان متنوع (مانند کارکنان، مشتریان، جوامع و محیط زیست) در تصمیم‌گیری‌های سازمانی تأکید دارد. بر اساس این نظریه، شرکت‌ها موظفند با ذی‌نفعان به طور اخلاقی و شفاف تعامل کنند تا پایداری بلندمدت را تضمین نمایند. این رویکرد، تمرکز صرف بر سهامداران را نقد می‌کند و نشان می‌دهد که نادیده گرفتن جنبه‌های اجتماعی و زیست‌محیطی می‌تواند ریسک‌های مالی ایجاد کند. در مقابل، نظریه توسعه پایدار، نیاز به تعادل بین رشد اقتصادی، عدالت اجتماعی و حفظ محیط زیست را برجسته می‌سازد. این نظریه، ادغام اصول پایداری در تصمیم‌گیری‌ها را ضروری می‌داند تا نسل‌های آینده نیز بتوانند نیازهای خود را برآورده کنند (بوسل^۸، ۱۹۹۹). همچنین اسماعیلی کیا و اوشنی (۱۴۰۱) نشان دادند پایداری مالی (برحسب رشد دارایی‌ها) رابطه مثبت و معناداری با گزارشگری مالی متقلبانه دارد. بر اساس این چارچوب، عملکرد زیست‌محیطی، اجتماعی و راهبری نه تنها ریسک‌ها را کاهش می‌دهد، بلکه ارزش افزوده بلندمدت ایجاد می‌کند.

¹ Sulehri

² Oliveira Leal

³ Khan

⁴ Duque-Grisales & Aguilera-Caracuel

⁵ Hassel

⁶ Cornell & Shapiro

⁷ Skousen

⁸ Bossel

پژوهش‌های تجربی رابطه مثبتی بین عملکرد زیست‌محیطی، اجتماعی و راهبری و پایداری مالی نشان می‌دهند. برای مثال، شرکت‌هایی با عملکرد قوی در این حوزه‌ها، بازده بالاتری در بلندمدت دارند، زیرا عوامل زیست‌محیطی، اجتماعی و راهبری به عنوان شاخص‌های پیش‌بینی‌کننده ریسک عمل می‌کنند (نذیر و همکاران، ۲۰۲۴، چو و همکاران^۱، ۲۰۲۳؛ خان و همکاران، ۲۰۱۶ و اسماعیلی کیا و فتحی‌نیا، ۱۴۰۴). در بعد زیست‌محیطی، کاهش انتشار کربن و مدیریت منابع، هزینه‌ها را کم کرده و کارایی عملیاتی را افزایش می‌دهد، که منجر به بهبود بازده دارایی‌های کل در بلندمدت می‌شود (وو و لی^۲، ۲۰۲۳). بعد اجتماعی، از طریق رضایت کارکنان و تعامل جامعه، وفاداری مشتریان را تقویت کرده و عملکرد مالی را ارتقا می‌بخشد (سینها ری و گوئل^۳، ۲۰۲۳). در نهایت، بعد راهبری، با شفافیت و استقلال هیئت‌مدیره، اعتماد سرمایه‌گذاران را جلب کرده و دسترسی به سرمایه را تسهیل می‌کند (واحیدین و سلیخه^۴، ۲۰۱۷). در بازارهای نوظهور، ادغام عوامل زیست‌محیطی، اجتماعی و راهبری چالش‌هایی مانند کمبود داده‌های استاندارد و مقررات ضعیف را به همراه دارد، اما پتانسیل بالایی برای پایداری مالی ایجاد می‌کند (پویسر و داگارد^۵، ۲۰۲۳). این عوامل، عملکرد زیست‌محیطی، اجتماعی و راهبری را به عنوان ابزاری استراتژیک برای کاهش ریسک و افزایش ثبات مالی تثبیت می‌کنند (آستوتی و همکاران^۶، ۲۰۲۴ و چیشتی و همکاران، ۲۰۲۴). با توجه به تبیین‌های ارائه شده، فرضیه اول پژوهش به شرح زیر تدوین می‌شود:

فرضیه اول: عملکرد زیست‌محیطی، اجتماعی و راهبری با پایداری مالی رابطه مثبت دارد.

۲-۲- عملکرد زیست‌محیطی، اجتماعی و راهبری و پایداری مالی: نقش سازوکارهای راهبری شرکتی برون‌سازمانی

به عنوان یک مدل استراتژیک نوظهور برای تصویر شرکت، معیارهای ESG، عملکرد و وضعیت را بر اساس دامنه‌ای از موضوع‌های مهم برای گروه‌های بزرگ‌تر از ذینفعان شرکت ارزیابی می‌کند. شرکت‌هایی که ملاحظات زیست‌محیطی، اجتماعی و راهبری را در اولویت قرار می‌دهند، به دلیل افزایش اعتماد ذینفعان، بهره‌وری عملیاتی و کاهش ریسک، عملکرد مالی بهتری را نیز تجربه می‌کنند (ردی و همکاران^۷، ۲۰۲۵). عملکرد زیست‌محیطی، اجتماعی و راهبری از طریق تاکید بر اهداف پایداری و سرمایه‌گذاری‌ها در توسعه منابع انسانی و اجتماعی، تمرکز بر عملکرد بلندمدت را تشویق می‌کند. انگیزه‌های مبتنی بر عملکرد و انگیزه‌های بلندمدت مرتبط با ESG همچنین به همراستایی منافع مدیریت با سهامداران کمک می‌کند (آیچ و همکاران^۸، ۲۰۲۱). پایداری مالی، به عنوان ثبات بلندمدت عملکرد (مانند رشد دارایی‌ها، بازده دارایی‌های کل و بازده حقوق صاحبان سهام)، از طریق عملکرد زیست‌محیطی، اجتماعی و راهبری تقویت می‌شود؛ شرکت‌های با عملکرد برتر در این حوزه‌ها، ریسک را کاهش و ارزش سهام را افزایش می‌دهند (چو و همکاران^۹، ۲۰۲۳). ریسک‌های زیست‌محیطی، نظیر تغییر آب و هوا و کمیابی منابع می‌تواند زنجیره تأمین را منقطع و هزینه‌های عملیاتی را افزایش دهد و بر پایداری مالی تأثیر گذارد (ناکانو^{۱۰}، ۲۰۲۱). عوامل اجتماعی شامل فعالیت‌های کارگری و ارتباطات اجتماعی می‌تواند مولد بودن کارکنان، شهرت برند و اعتماد مشتریان را تحت تأثیر قرار می‌دهد و بر درآمد و موقعیت بازار تأثیر می‌گذارند (اسچورتنر و سوهن^{۱۱}، ۲۰۲۴). فعالیت‌های راهبری نظیر نظارت هیئت‌مدیره و تصمیم‌گیری اخلاقی، نقشی حیاتی در کاهش ریسک مرتبط با تقلب، رعایت و سوءمدیریت ایفا می‌کند (آرایسی و جیزی^{۱۲}، ۲۰۲۴).

¹ Cho

² Wu & Li

³ Sinha Ray Goel

⁴ Wahyudin & Solikhah

⁵ Poyser & Daugaard

⁶ Astouti

⁷ Reddy

⁸ Aich

⁹ Cho &

¹⁰ Nakano

¹¹ Schwertner & Sohn

¹² Arayssi & Jizi,

شرکت‌هایی که فعالیت‌های ESG قوی دارند اغلب منعطف‌تر فرض می‌شوند، سرمایه‌گذاران را جذب می‌کنند و هزینه‌های سرمایه را کاهش می‌دهند، در حالی که شرکت‌های با عملکرد ضعیف ESG با ریسک بالاتر ناپایداری مالی، جرائم و آسیب به شهرت مواجه می‌شوند (ما و همکاران^۱، ۲۰۲۴).

منافع افراد و گروه‌ها و سازمان‌ها به هم گره خورده و بی‌شک حفظ و تحصیل حداکثر منافع در دوره‌های بلندمدت، بدون در نظر گرفتن منافع سایر ذینفعان و ایجاد تعادل بین منافع کلیه ذینفعان امکان‌پذیر نیست؛ بنابراین، وجود سازوکاری جهت مشخص شدن ذینفعان و رعایت حقوق متعلق به آنها ضروری است و نظام راهبری شرکتی به عنوان یکی از سازوکارهای مؤثر در این رابطه مطرح است (باباجانی و همکاران، ۱۳۹۹). راهبری شرکتی موضوع مورد بحث جهانی است و برای ارتقای عملکرد شرکت حیاتی تلقی می‌شود (زو و همکاران^۲، ۲۰۲۲). عوامل راهبری، فعالیت‌های راهبری شرکتی خوب را پوشش می‌دهد نظیر گزارشگری شفاف، رهبری اخلاقی و کنترل‌های داخلی قوی که با ریسک مالی پایین‌تر و بازده‌های باثبات‌تر همراه است که تأثیر مثبتی بر بازده دارایی‌ها، بازده حقوق صاحبان سهام و سود هر سهم دارد (کیم و همکاران^۳، ۲۰۱۲). محققان اغلب سازوکارهای راهبری شرکتی را به دو دسته، درون‌سازمانی و برون‌سازمانی طبقه‌بندی می‌کنند، سازوکارهای راهبری شرکتی برون‌سازمانی، اشکالی از راهبری است که بدون دسترسی کامل به اطلاعات درون شرکت عمل می‌کنند (اسماعیلی‌کیا و همکاران، ۱۳۹۸). نظارت فزاینده برون‌سازمانی، فضایی را برای بهبود پایداری مالی ایجاد می‌کند (الدهماری و همکاران^۴، ۲۰۲۳). ساختار مالکیت و به‌طور خاص سهامداران نهادی، از جمله سازوکارهای با اهمیت اصول راهبری برون‌سازمانی شرکت‌ها به‌شمار می‌رود. سرمایه‌گذاران نهادی معمولاً به دلیل در اختیار داشتن درصد شایان توجهی از سهام شرکت‌ها و همچنین حرفه‌ای بودن در امر سرمایه‌گذاری، برای نظارت بر شرکت‌ها از انگیزه و توانایی لازم برخوردارند. عموماً اینگونه تصور می‌شود که حضور سرمایه‌گذاران نهادی ممکن است به تغییر رفتار و عملکرد شرکت‌ها منجر شود (رحیمیان و همکاران، ۱۳۹۲)، اکلز و همکاران (۲۰۱۹) نشان دادند که شرکت‌های با عملکرد بهتر در زمینه پایداری، سازوکارهای راهبری متمایزی دارند، لذا از عوامل اثرگذار بر عملکرد ESG و به تبع آن پایداری مالی باشد. آثوا و همکاران (۲۰۲۳) با تمرکز بر ریسک سیستماتیک، عملکرد زیست‌محیطی، اجتماعی و راهبری را عامل کاهش ریسک مالی دانستند و نشان دادند که راهبری شرکتی قوی، این اثرات را در بحران‌ها میانجی‌گری می‌کند. افشای عملکرد ESG به شرکت‌ها کمک می‌کند که از مشروعیت اطمینان پیدا کنند از طریق تهیه اطلاعات در مورد درگیری در مسائل جامعه، کمک به ارائه کالا و خدمات و انجام سایر انتظارات اجتماعی که عدم تقارن اطلاعاتی را کاهش می‌دهد و مزیت رقابتی ایجاد می‌کند (آرایسی و همکاران، ۲۰۱۶). لو^۵ (۲۰۲۱) نشان داد که شرکت‌هایی با راهبری شرکتی قوی‌تر، احتمال بیشتری دارد که عملکرد اجتماعی شرکتی بالاتری داشته باشند و راهبری شرکتی ارزش بیشتری به ارزش شرکت اضافه می‌کند. تأثیر عملکرد اجتماعی شرکتی بر عملکرد مالی شرکتی برای شرکت‌هایی با راهبری شرکتی قوی‌تر (اثر تعدیل‌کننده) بیشتر است. از آنجایی که به دلیل نبود شکل از پیش تعیین شده بخش‌های اطلاعات افشا شده در گزارش‌های ESG استانداردسازی شده نیستند، اندازه‌گیری اصالت و صحت اطلاعات مشابه بسیار چالش‌برانگیز است. شرکت‌هایی که حساب‌برسان با کیفیت بالا استخدام می‌کنند، قابلیت اعتماد و اصالت بیشتری

¹ Ma² Xue³ Kim⁴ Al-Dhamari⁵ Lu

را نسبت به داده‌های عملکرد زیست‌محیطی، اجتماعی و رهبری علامت می‌دهند (دخلی^۱، ۲۰۲۲). اندازه شرکت حسابرسی یعنی N -بزرگ^۲ در برابر غیر N -بزرگ گسترده‌ترین معیار مورد استفاده برای کیفیت حسابرسی است. حساب‌رسان چهار موسسه حسابرسی بزرگ^۳ قابلیت‌های فنی و سرمایه‌ای بالاتر دارند (باچا و همکاران^۴، ۲۰۲۱) و حسابرسی با کیفیت بهتری ارائه می‌کنند (دخلی، ۲۰۲۲). علاوه بر این، حساب‌رسان چهار موسسه حسابرسی بزرگ به دلیل داشتن مشتریان در سطح جهانی معتبر هستند و کمتر در معرض فشار مدیریت و دولت محلی هستند. آنها کیفیت حسابرسی بهتری ارائه می‌کنند تا اعتبار و سرمایه شهرتی آنها حفظ شود (باچا و همکاران، ۲۰۲۱). انتظار می‌رود که اندازه حساب‌رسان نقش حیاتی در رابطه عملکرد ESG و عملکرد پایداری مالی ایفا نماید. بر اساس تبیین‌های ارائه شده به نظر می‌رسد که سازوکارهای راهبری شرکتی نقش میانجی ایفا می‌کنند، زیرا عملکرد زیست‌محیطی، اجتماعی و راهبری را با تصمیم‌گیری‌های مالی هم‌راستا می‌سازند. این میانجی‌گری، از طریق کاهش عدم تقارن اطلاعاتی و تقویت اعتماد، پایداری را تقویت می‌کند (چیشتی و همکاران، ۲۰۲۴). با توجه به موارد ذکر شده فرضیه دوم به صورت زیر مطرح می‌گردد:

فرضیه دوم: سازوکارهای راهبری شرکتی برون‌سازمانی بر رابطه عملکرد زیست‌محیطی، اجتماعی و راهبری و پایداری مالی نقش میانجی دارد.

۳. روش‌شناسی پژوهش

پژوهش حاضر از نظر هدف از نوع کاربردی، از دیدگاه ماهیت، توصیفی و از لحاظ ارتباط بین متغیرها همبستگی است زیرا جهت کشف روابط بین متغیرهای پژوهش، از تکنیک‌های رگرسیون و همبستگی استفاده می‌کند. جامعه آماری این پژوهش مشتمل بر شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در دوره زمانی ۱۳۹۸ تا پایان ۱۴۰۲ است و روش نمونه‌گیری، روش هدفمند است. به این صورت که برای تخمین مدل‌های این پژوهش، آن شرکت‌هایی که دارای شرایط زیر بوده، جزو نمونه آماری لحاظ می‌شود. شرایط مذکور به شرح زیر است:

جدول ۱. روند انتخاب نمونه

۶۱۹	تعداد کل شرکت‌های پذیرفته شده در بورس در پایان سال ۱۴۰۲
	معیارها:
(۲۲۱)	تعداد شرکت‌هایی که در قلمرو زمانی ۱۴۰۲-۹۸ در بورس فعال نبوده‌اند
(۱۰۹)	تعداد شرکت‌هایی از سال ۹۸ به بعد در بورس پذیرفته شده‌اند
(۶۲)	تعداد شرکت‌هایی که جزو هلدینگ، سرمایه‌گذاری‌ها، واسطه‌گری‌های مالی، بانک‌ها و یا لیزینگ‌ها بوده‌اند
(۶۱)	تعداد شرکت‌هایی که سال مالی آن‌ها منتهی به ۲۹ اسفند نبوده و یا در قلمرو زمانی پژوهش تغییر سال مالی داده‌اند
-	تعداد شرکت‌هایی که در قلمرو زمانی پژوهش، اطلاعات مورد آنها در دسترس نمی‌باشد
۱۶۶	تعداد شرکت‌های نمونه

در مجموع، تعداد ۱۶۶ شرکت (معادل ۸۳۰ سال-شرکت) حائز شرایط فوق بودند که داده‌های آنها با استفاده از نرم‌افزار اکسل گردآوری، تلخیص، طبقه‌بندی و پالایش و نهایتاً با استفاده از نرم‌افزار آماری Eviews مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفتند.

۳-۱- مدل پژوهش، متغیرها و نحوه اندازه‌گیری آنها

فرضیه اول پژوهش با استفاده از مدل زیر آزمون می‌شود:

$$F.sustain_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 ESG_{it} + \alpha_k \sum_{k=1}^{k=4} Controls_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

¹ Dakhli

² Big-N

³ Big-4

⁴ Bacha

برای آزمون فرضیه دوم، سه شرط زیر با استفاده از مدل‌های مرتبط با هر کدام بررسی می‌شود:

۱- شرط اول- وجود ارتباط معنادار بین عملکرد زیست‌محیطی، اجتماعی و راهبری (متغیر مستقل) و پایداری مالی (متغیر وابسته). برقراری این شرط با استفاده از مدل (۱) قابل آزمون است.

۲- شرط دوم- وجود ارتباط معنادار بین عملکرد زیست‌محیطی، اجتماعی و راهبری (متغیر مستقل) و سازوکارهای راهبری شرکتی برون‌سازمانی (متغیر میانجی)

$$GOV_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 ESG_{it} + \alpha_k \sum_{k=1}^{k=4} Controls_{it} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

۳- شرط سوم- وجود ارتباط معنادار بین سازوکارهای راهبری شرکتی برون‌سازمانی (متغیر میانجی) و پایداری مالی (متغیر وابسته)، زمانی که متغیر مستقل و میانجی به طور همزمان وارد مدل رگرسیون گردند.

$$F.sustain_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 ESG_{it} + \alpha_2 GOV_{it} + \alpha_k \sum_{k=1}^{k=4} Controls_{it} + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

نحوه نتیجه‌گیری

فرضیه دوم در صورتی تأیید می‌گردد که ورود همزمان متغیر مستقل و میانجی گر در معادله آخر، ضریب رگرسیون متغیر مستقل را در مقایسه با مدل اول تا اندازه‌ای کاهش دهد، اما همچنان این ضریب معنادار باشد. در این حالت متغیر میانجی گر از نوع میانجی گر جزئی است؛ اما چنانچه در مدل آخر، ضریب متغیر مستقل پس از ورود متغیر میانجی به صفر یا به حد غیر معناداری کاهش یابد، در این صورت متغیر میانجی از نوع میانجی گر کامل است. که در آنها:

متغیر مستقل

عملکرد زیست‌محیطی، اجتماعی و راهبری (ESG): در این پژوهش برای اندازه‌گیری عملکرد زیست‌محیطی، اجتماعی و راهبری از الگوی وزنی که **فخاری و همکاران (۱۳۹۶)** استفاده می‌شود. بدین ترتیب که بر اساس چک لیست پژوهش مذکور، گزارش‌های هیئت مدیره تحلیل محتوا شده و در صورت وجود هر شاخص برای آن امتیاز یک و در غیر این صورت امتیاز صفر در نظر گرفته می‌شود. الگوی وزنی مورد استفاده در این پژوهش بر اساس پژوهش **فخاری و همکاران (۱۳۹۶)** به شرح رابطه ۴ است:

$$ESG = 0.337E + 0.388S + 0.275G \quad (4)$$

که در آن:

ESG نمایانگر نمره میزان گزارشگری زیست‌محیطی، اجتماعی و راهبری، E نمایانگر نمره بعد زیست‌محیطی، S نمایانگر نمره بعد اجتماعی و G نمایانگر نمره بعد راهبری است. شاخص‌های مربوط به ابعاد افعال زیست‌محیطی، اجتماعی و راهبری به شرح زیر است:

متغیر وابسته

پایداری مالی (F.Sustain):

رشد دارایی‌ها: با توجه به پژوهش‌های پاترا (۲۰۱۹)؛ ساپری و هم‌پژوهان (۲۰۱۸)؛ اسماعیلی‌کیا و اوشنی (۱۴۰۱) و بهرامی و هم‌پژوهان (۱۳۹۹) رشد دارایی‌ها به عنوان معیار پایداری مالی به شرح زیر اندازه‌گیری می‌شود:

$$F.sustain_{it} = AssGrowth_{it} = \frac{Total\ Asset_{it} - Total\ Asset_{t-1}}{Total\ Asset_{t-1}} \quad (5)$$

که در آن

Total Asset_{it} : جمع دارایی‌های شرکت در سال t

Total Asset_{it-1}: جمع دارایی‌های شرکت در سال t-1

جدول ۲. شاخص‌های ابعاد زیست‌محیطی، اجتماعی و راهبردی (فخاری و همکاران، ۱۳۹۶)

شاخص های زیست محیطی									
مؤلفه ها			مدیریت زیست محیطی			تأثیر بر طبیعت			
مسائل عمومی زیست محیطی			مسائل عمومی زیست محیطی						
شاخص ها	مسائل عمومی محصولات و خدمات و زنجیره تأمین		انرژی، بهره وری، آب		سیستم مدیریت محیطی		آلاینده گی، آلودگی ضایعات		تنوع زیستی
							تغییر آب و هوا		شفاف سازی محیطی
ارزیابی ریسک محیطی		آموزش محیطی							
شاخص های اجتماعی									
مؤلفه ها			سیستم های مدیریت اجتماعی			مسائل عمومی اجتماعی			جامعه
حقوق انسانی									
شاخص ها	حفظ نام تجاری و رفتار ضد رقابتی	مسائل اجتماعی	سلامت	شفاف	یادگیری و آموزش اجتماعی	سرمایه گذاری مسئولیت اجتماعی	عدم تبعیض و شمول اجتماعی	ادراک اجتماعی	توسعه اجتماعی و بشردوستی
شاخص های راهبری شرکتي									
مؤلفه ها			قانونمندی			هیئت مدیره و کمیته ها			مسائل عمومی راهبری
شاخص ها	رعایت حقوق سهامداران	فساد و اصول رفتاری	انطباق با قوانین	جبران عملکرد	کمیته ها	ترکیب هیئت مدیره	شفاف سازی راهبری	اقدامات نظارتی و مدیریت ریسک	مدیریت ریسک گذاری

متغير میانجی

نظام راهبری شرکتی برون‌سازمانی (GOV): استفاده از شاخص ترکیبی و چند بعدی دارای این مزیت است که به جای وارد کردن هر کدام از عوامل راهبری در مدل پژوهش به عنوان متغیر جداگانه، تمامی این عوامل در قالب یک متغیر وارد می‌شود (گمپرز و همکاران، ۲۰۰۳). در پژوهش حاضر برای تعیین سازوکارهای برون‌سازمانی راهبری شرکتی به پیروی از صفی‌خانی و همکاران (۱۴۰۳) چهار متغیر درصد مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی، تمرکز مالکیت، سهام‌شاور آزاد و اندازه حسابرس در نظر گرفته شد و از روش کدگذاری به منظور عملیاتی کردن این متغیر استفاده شد، به این ترتیب که به هر کدام از عوامل چهارگانه امتیاز صفر و یک اختصاص یافت که از جمع زدن این امتیازها، نمره راهبری شرکتی برون‌سازمانی محاسبه می‌شود. که به صورت زیر اندازه‌گیری می‌شوند:

درصد مالکیت نهادی: اگر درصد سهام تحت تملک سهامداران نهادی بیش از میانه نمونه باشد، یک و در غیر این صورت صفر.

تمرکز مالکیت: اگر درصد سهام تحت تملک سهامداران عمده بیش از میانه نمونه باشد، یک و در غیر این صورت صفر.

سهام شناور آزاد: اگر میزان سهام شناور کمتر از میانگین کل نمونه در دوره ۵ ساله باشد، یک و در غیر این صورت صفر. اندازه حسابرسی: اگر حسابرسی توسط سازمان حسابرسی انجام شود، یک و در غیر این صورت صفر.

متغیرهای کنترل

مبانی نظری موجود پیرامون پایداری مالی چندین عامل موثر بر آن را برشمرده‌اند: شرکت‌های قدیمی در مقایسه با شرکت‌های جدید، از منابع مالی انباشته‌شده خود و همچنین توانایی‌های تصمیم‌گیری دقیق‌تر و قابلیت‌های مدیریت ریسک پیشرفته‌تر بهره‌مند می‌شوند، در حالی که کسب و کارهای جوان به دلیل وابستگی بیش از حد به وام‌ها و مواجهه با مشکلات

ثبات، بی‌ثباتی مالی را تجربه می‌کنند (کاهور و رزوی، ۲۰۲۵). همچنین میزان بیش از حد اهرم مالی می‌تواند خطر بی‌ثباتی مالی را افزایش دهد، زیرا بازپرداخت بدهی دشوارتر می‌شود. زمانی که اهرم مالی فراتر از سطح بهینه افزایش می‌یابد، هزینه‌های مرتبط با اهرم مالی می‌تواند از مزایای آن بیشتر باشد. از این‌رو میزان اهرم مالی را می‌توان به عنوان راهی برای بهبود ثبات مالی شرکت پیشنهاد داد (اولالیکان و ادیجه، ۲۰۲۱). علاوه بر این، بر اساس نظریه ثبات مالی، زیان‌دهی، سرمایه داخلی را تضعیف کرده و توانایی شرکت را کاهش می‌دهد. طبق نظریه نمایندگی، مدیریت کارآمد، دارایی‌های شرکت را طوری مدیریت می‌کند که سودآوری را بدون افزایش ریسک مالی افزایش دهد (گانوان و ایفریانتی، ۲۰۱۵). یکی از جهات مهم افزایش توان پرداخت بدهی و ثبات مالی شرکت‌ها، تضمین تعادل ساختار سرمایه آنهاست که باید به عنوان عاملی در افزایش سودآوری یا کاهش زیان‌دهی در نظر گرفته شود (ردیون و ایوان، ۲۰۲۳). همچنین رشد بالاتر از روند شاخص، یا سطوح بسیار بالای نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری می‌تواند نشان‌دهنده حباب قیمت سهام باشد، سقوط حباب‌های قیمت می‌تواند اثرات مخربی بر ریسک سیستماتیک داشته باشد و ثبات مالی را به خطر بیندازد (چن و همکاران، ۲۰۲۱). نهایتاً اینکه از آنجایی که متغیر پایداری مالی بر حسب رشد دارایی‌ها اندازه‌گیری شده و در ایران در سال‌های اخیر بخشی از این رشد به دلیل افزایش سرمایه از محل تجدید ارزیابی است، بنابراین در نظر گرفتن این امر حائز اهمیت بود لذا اثرات متغیر تجدید ارزیابی دارایی‌ها را نیز مورد توجه قرار گرفته است. با توجه به توضیحات بیان شده، متغیرهای مذکور در این پژوهش کنترل شده‌اند، نحوه اندازه‌گیری هر یک در ادامه ارائه شده است:

سن شرکت (AGE): عبارت است از سال‌های پذیرش شرکت در بورس اوراق بهادار تهران

اهرم مالی (LEV): عبارت است از نسبت بدهی‌ها به دارایی‌ها

زیان (LOSS): عبارت است از وضعیت مالی شرکت که در آن سود خالص دوره مالی منفی باشد، معمولاً با یک متغیر مجازی نشان داده می‌شود که در صورت وجود زیان یک و در غیر این صورت صفر

نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری (MTB): عبارت است از نسبت ارزش بازار حقوق صاحبان سهام به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام، که نشان‌دهنده ارزش‌گذاری بازار از شرکت نسبت به دارایی‌های دفتری آن است.

تجدیدارزیابی (Revaluation): یک متغیر مجازی است اگر شرکت افزایش سرمایه از محل تجدید ارزیابی داشته باشد عدد یک و در غیر این‌صورت عدد صفر

۴. یافته‌های پژوهش

برای ارائه یک نمای کلی از خصوصیات مهم متغیرهای محاسبه شده، در جدول (۳) برخی از مفاهیم آمار توصیفی این متغیرها، شامل میانگین، انحراف معیار حداقل، حداکثر و تعداد مشاهدات ارائه شده است.

همانطور که در جدول مشاهده می‌شود، در رابطه با متغیر پایداری مالی به عنوان متغیر وابسته، میانگین برابر با ۰/۳۶۳ است که نشان می‌دهد که به طور متوسط شرکت‌های مورد مطالعه در بازه زمانی پژوهش، ۳۶ درصد رشد دارایی‌ها داشتند. میانگین عملکرد زیست‌محیطی، اجتماعی و راهبری به عنوان متغیر مستقل، میانگین ۱/۳۲۷ است، که نشان می‌دهد شرکت‌های مورد بررسی، به طور متوسط ۱/۳۲۷ معیار از شاخص‌های گزارشگری زیست‌محیطی، اجتماعی و راهبری را دارا بوده‌اند. میانگین متغیر میانجی ۲/۵۴۹ است، بدان مفهوم که شرکت‌ها از چهار سازوکار راهبری برون‌سازمانی مورد بررسی، به طور متوسط حائز ۲/۵۴۹ مورد هستند، در متغیرهای کنترلی نیز به عنوان مثال، میانگین اهرم مالی برابر با ۰/۵۵۸

است که نشان می‌دهد در شرکت‌های نمونه به طور میانگین، حدوداً ۵۶ درصد دارایی شرکت‌های نمونه از محل بدهی و تأمین مالی از محل استقراض تأمین شده است.

جدول ۳. آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

متغیرها	میانگین	میانه	انحراف معیار	حداقل	حداکثر	چولگی	کشیدگی
پایداری مالی	۰/۳۶۳	۰/۳۷۳	۰/۲۰۶	۰/۰۰۱	۰/۷۰۱	-۰/۰۶۱	۱/۷۵۹
عملکرد زیست‌محیطی، اجتماعی و راهبری	۱/۳۲۷	۱/۲۲۴	۰/۷۴۲	۰/۰۰۰	۳/۰۵۱	۰/۳۸۴	۲/۱۲۵
سازکارهای راهبری شرکتی برون‌سازمانی	۲/۵۴۹	۲/۰۰	۰/۶۵۹	۲/۰۰	۴/۰۰	۰/۷۹۴	۲/۵۳۴
عمر شرکت	۲۰/۵۹۷	۱۸/۰۰	۹/۵۹۱	۳/۰۰	۵۴/۰۰	۱/۱۱۸۰	۲/۱۱۳
اهرم مالی	۰/۵۵۸	۰/۵۵۵	۰/۲۰۸	۰/۰۳۱	۱/۵۰۵	۰/۱۱۷	۲/۵۰۶
زیان	۰/۲۰۵	۰/۰۰۰	۰/۴۰۴	۰/۰۰۰	۱/۰۰۰	۱/۴۶۳	۲/۱۴۰
نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار	۰/۳۳۶	۰/۳۱۳	۰/۱۹۲	۰/۰۱۴	۰/۹۳۵	۰/۴۸۴	۲/۴۷۲
تجدیدارزیابی	۰/۰۸۴	۰/۰۰۰	۰/۲۷۸	۰/۰۰۰	۱/۰۰۰	۰/۹۹۲	۲/۹۴۹

۴-۱- آمار استنباطی

هدف از ارائه آمار استنباطی، آزمون فرضیه‌های پژوهش است. به منظور برآورد مدل‌ها و فرضیه‌های پژوهش از رگرسیون استفاده شده است که ابتدا باید فروض کلاسیک مورد آزمون قرار گیرند و در انتها فرضیه‌های پژوهش مورد آزمون قرار گرفته‌اند. یکی از مفروضات مدل رگرسیونی خطی کلاسیک وجود همسانی واریانس جملات اخلال می‌باشد. برای آزمون ناهمسانی واریانس از آزمون بارتلت و لون استفاده شده است که نتایج بیانگر وجود مشکل ناهمسانی واریانس بوده، بنابراین برای رفع ناهمسانی واریانس از روش حداقل مربعات تعمیم یافته (GLS) برای تخمین مدل‌ها استفاده شده است. عدم وجود هم‌خطی قابل ملاحظه بین متغیرهای مستقل نیز به عنوان یکی از فروض کلاسیک مطرح است، شایان ذکر است که بررسی این شاخص‌ها فقط در خصوص متغیرهای توضیحی مدل‌ها انجام می‌شود. نتایج حاصل از آزمون هم‌خطی همراه با آزمون فرضیه‌ها ارائه شده است.

۴-۲- انتخاب الگوی برآورد

به منظور انتخاب یکی از روش‌های داده‌های مقید یا تابلویی از آماره F لیمر استفاده شده است. اگر در بین مشاهدات، ناهمگنی یا تفاوت‌های فردی وجود داشته باشد، از روش داده‌های تابلویی و در غیر این صورت از روش داده‌های مقید استفاده می‌شود. اگر پس از آزمون F لیمر، فرضیه صفر رد شده باشد، این پرسش مطرح می‌شود روابط را می‌توان در قالب کدام یک از روش‌های آثار ثابت و یا آثار تصادفی بررسی کرد. آزمون هاسمن این موضوع را مشخص می‌کند.

جدول ۴. نتایج آزمون F لیمر برای سه مدل و آزمون هاسمن در مدل دوم

مدل	آزمون	درجه آزادی	آماره	احتمال
مدل اول	F لیمر	(۱۶۵، ۶۵۸)	۰/۸۴۹	۰/۹۰۱
مدل دوم	F لیمر	(۱۶۵، ۶۵۸)	۱/۰۸۵	۰/۰۳۲
مدل سوم	F لیمر	(۱۶۵، ۶۵۷)	۰/۸۵۰	۰/۸۹۹

همان‌طور که در جدول (۴) مشاهده می‌شود، احتمال آماره F لیمر در مدل‌های اول و سوم بیشتر از ۰/۰۵ است؛ لذا برای تخمین این مدل‌ها از روش تلفیقی استفاده می‌شود. در مدل دوم احتمال آماره F لیمر کمتر از ۰/۰۵ است، بنابراین از روش پانل استفاده می‌شود، در این مدل برای انتخاب بین اثرات ثابت با اثرات تصافی آزمون هاسمن انجام شد، با توجه به میزان احتمال آماره که بیشتر از ۰/۰۵ است، باید از روش اثرات ثابت برای آزمون این مدل استفاده کرد.

۳-۴- آزمون فرضیه‌های پژوهش

بعد از ارائه آمار توصیفی و بررسی فروض مدل رگرسیون، به برازش مدل‌های رگرسیونی و آزمون فرضیه‌های پژوهش اقدام می‌گردد. در ادامه نتایج آزمون فرضیه‌های پژوهش به تفکیک ارائه می‌شود:

۳-۴-۱- آزمون فرضیه اول

در این فرضیه رابطه عملکرد زیست‌محیطی، اجتماعی و راهبری با پایداری مالی بررسی شد، یافته‌های حاصل از آزمون این فرضیه در جدول (۵) ارائه شده است.

جدول ۵. نتایج برآورد آزمون فرضیه اول

متغیر	ضریب	آماره t	احتمال آماره	آماره VIF
ضریب ثابت	C	۰/۳۷۵	۱۱/۶۰۶	۰/۰۰۰
عملکرد زیست‌محیطی، اجتماعی و راهبری	ESG	۰/۲۱۵	۹/۶۰۰	۱/۰۰۹
عمر شرکت	AGE	-۰/۰۰۱	-۱/۷۸۷	۱/۰۱۶
اهرم مالی	LEV	-۰/۰۲۳	-۰/۶۵۷	۱/۰۲۷
زیان	LOSS	۰/۰۳۳	۱/۸۶۸	۱/۰۲۱
نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار	MTB	-۰/۰۰۱	-۰/۰۲۰	۱/۰۰۵
تجدیدارزیابی	Reval	۰/۰۲۲	۰/۸۳۷	۱/۰۰۲
آماره F فیشر	۸/۷۵۱	ضریب تعیین	۰/۴۱۴	
احتمال آماره	۰/۰۰۰	ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۴۰۶	
		آماره دوربین-واتسون	۱/۹۸۳	

همانگونه که مشاهده می‌شود، مقدار عامل تورم واریانس در مدل رگرسیونی فوق کمتر از ۱۰ می‌باشد لذا می‌توان مدعی شد مشکل هم‌خطی بین متغیرهای توضیحی مدل‌ها در حدی نیست که نتایج تخمین ضرایب را غیر قابل اتکاء کند. مطابق نتایج تخمین مدل اول، مقدار احتمال آماره F فیشر برابر ۰/۰۰۰ و کمتر از ۰/۰۵ (سطح خطای پژوهش) است؛ بنابراین، معناداری و مناسب بودن مدل تأیید می‌گردد. مقدار آماره دوربین واتسون به میزان ۱/۹۸۳ حاکی از عدم وجود خود همبستگی بین جملات خطاء مدل است. ضریب تعیین تعدیل شده مدل، برابر با ۰/۴۰۶ نشان می‌دهد که حدود ۴۱ درصد از تغییرات متغیر پایداری مالی، توسط متغیرهای مدل، توضیح داده می‌شود.

در فرضیه اول، مقدار احتمال آماره t متغیر عملکرد زیست‌محیطی، اجتماعی و راهبری برابر ۰/۰۰۰ است که کمتر از سطح خطای ۰/۰۵ است، بنابراین عملکرد زیست‌محیطی، اجتماعی و راهبری با پایداری مالی رابطه دارد و در نتیجه فرضیه اول تأیید می‌شود. علاوه بر این، با توجه به علامت ضریب متغیر عملکرد زیست‌محیطی، اجتماعی و راهبری که برابر با ۰/۲۱۵ است، می‌توان گفت عملکرد زیست‌محیطی، اجتماعی و راهبری با پایداری مالی رابطه مثبت و معناداری دارد.

۴-۳-۲- آزمون فرضیه دوم

در فرضیه دوم، نقش میانجی سازوکارهای راهبری شرکتی برون‌سازمانی بر رابطه بین عملکرد زیست‌محیطی، اجتماعی و راهبری و پایداری مالی بررسی می‌شود. برای آزمون این فرضیه از رویکرد **بارون و کنی (۱۹۸۶)** استفاده می‌شود. بر اساس این روش، برای آزمون فرضیه دوم، سه شرط وجود دارد. در ادامه هر یک از این سه شرط بررسی می‌گردد.

آزمون شرط اول: وجود ارتباط معنادار بین عملکرد زیست‌محیطی، اجتماعی و راهبری (متغیر مستقل) و پایداری مالی (متغیر وابسته)، آزمون این شرط در فرضیه اول بررسی شد و نتایج حاکی از وجود رابطه مثبت و معنادار معنادار بین عملکرد زیست‌محیطی، اجتماعی و راهبری و پایداری مالی است. بنابراین شرط اول برقرار است.

آزمون شرط دوم: وجود ارتباط معنادار بین عملکرد زیست‌محیطی، اجتماعی و راهبری (متغیر مستقل) و سازوکارهای راهبری شرکتی برون‌سازمانی (متغیر میانجی)، نتایج آزمون این شرط در جدول (۶) در زیر ارائه شده است:

جدول ۶: نتایج برآورد مدل رگرسیونی برای آزمون فرضیه دوم- شرط دوم و شرط سوم

شرط دوم				شرط سوم				متغیر	
ضریب	t	آماره	معناداری	VIF	ضریب	t	آماره	معناداری	VIF
۰/۴۹۴	۱۶/۵۸۴	۰/۰۰۰	---	---	۰/۳۸۸	۹/۲۱۸	۰/۰۰۰	---	---
ESG	۰/۱۳۹	۶/۶۱۱	۰/۰۰۰	۱/۰۰۹	۰/۱۸۶	۶/۶۲۳	۰/۰۰۰	۱/۰۰۸	---
GOV	---	---	---	---	۰/۱۵۶	۵/۵۰۵	۰/۰۰۰	۱/۰۱۵	---
AGE	۰/۰۰۱	۰/۲۷۹	۰/۷۸۰	۱/۰۱۶	-۰/۰۰۱	-۱/۷۸۰	۰/۰۷۵	۱/۰۱۶	---
LEV	-۰/۱۳۵	-۱/۱۵۱	۰/۲۵۰	۱/۰۲۷	-۰/۰۲۴	-۰/۶۷۷	۰/۴۹۹	۱/۰۲۹	---
LOSS	-۰/۱۰۲	-۱/۷۵۴	۰/۰۸۰	۱/۰۲۱	۰/۰۳۳	۱/۸۳۲	۰/۰۶۷	۱/۰۲۵	---
MTB	۰/۲۴۴	۰/۱۲۷	۰/۰۵۵	۱/۰۰۵	۰/۰۰۲	۰/۰۱۷	۰/۹۸۶	۱/۰۱۱	---
Reval	۰/۰۴۵	۰/۵۴۹	۰/۵۸۳	۱/۰۰۲	۰/۰۲۲	۰/۸۴۸	۰/۳۹۷	۱/۰۰۲	---
آماره F فیشر	۸/۷۶۶	ضریب تعیین	۰/۴۰۳	آماره F	۸/۵۳۶	ضریب تعیین	۰/۴۲۳	آماره F فیشر	۰/۴۰۵
احتمال آماره	۰/۰۰۰	آماره دوربین- واتسون	۲/۰۱۶	احتمال آماره	۰/۰۰۰	آماره دوربین- واتسون	۱/۹۸۴	احتمال آماره	۰/۰۰۰

همانگونه که مشاهده می‌شود، مقدار عامل تورم واریانس در مدل رگرسیونی فوق کمتر از ۱۰ می‌باشد لذا می‌توان مدعی شد مشکل هم‌خطی بین متغیرهای توضیحی مدل در حدی نیست که نتایج تخمین ضرایب را غیر قابل اتکاء کند. مطابق نتایج تخمین مدل اول، مقدار احتمال آماره F فیشر برابر ۰/۰۰۰ و کمتر از ۰/۰۵ (سطح خطای پژوهش) است؛ بنابراین، معناداری و مناسب بودن مدل تأیید می‌گردد. مقدار آماره دوربین واتسون به میزان ۲/۰۱۶ حاکی از عدم وجود خود همبستگی بین جملات خطاء مدل است. ضریب تعیین تعدیل شده مدل، برابر با ۰/۳۸۶ نشان می‌دهد که حدود ۳۹ درصد از تغییرات متغیر پایداری مالی، توسط متغیرهای مدل، توضیح داده می‌شود. مقدار احتمال آماره t متغیر عملکرد زیست‌محیطی، اجتماعی و راهبری برابر ۰/۰۰۰ است که کمتر از سطح خطای ۰/۰۵ است، بنابراین بین عملکرد زیست‌محیطی، اجتماعی و راهبری و سازوکارهای راهبری شرکتی برون‌سازمانی رابطه معناداری وجود دارد. علاوه بر این،

با توجه به علامت ضریب متغیر عملکرد زیست‌محیطی، اجتماعی و راهبری که برابر با ۰/۱۳۹ است، می‌توان گفت بین عملکرد زیست‌محیطی، اجتماعی و راهبری و سازوکارهای راهبری شرکتی برون‌سازمانی رابطه مثبت و معناداری وجود دارد.

آزمون شرط سوم: وجود ارتباط معنادار بین سازوکارهای راهبری شرکتی برون‌سازمانی (متغیر میانجی) و پایداری مالی (متغیر وابسته)، زمانی که متغیر مستقل و میانجی به طور همزمان وارد مدل رگرسیون گردند. نتایج بررسی شرط سوم نیز در جدول (۶) ارائه شده است. همانگونه که مشاهده می‌شود، مقدار عامل تورم واریانس در مدل رگرسیونی فوق کمتر از ۱۰ می‌باشد لذا می‌توان مدعی شد مشکل هم‌خطی بین متغیرهای توضیحی مدل در حدی نیست که نتایج تخمین ضرایب را غیر قابل اتکاء کند. فرضیه دوم در صورتی تأیید می‌گردد که ورود همزمان متغیر مستقل و میانجی در معادله آخر، ضریب رگرسیون متغیر مستقل را در مقایسه با مدل اول تا اندازه‌ای کاهش دهد، اما همچنان این ضریب معنادار باشد. در این حالت متغیر میانجی از نوع میانجی جزئی است؛ اما چنانچه در مدل آخر، ضریب متغیر مستقل پس از ورود متغیر میانجی به صفر یا به حد غیر معناداری کاهش یابد، در این صورت متغیر میانجی از نوع میانجی کامل است. مقدار احتمال آماره t متغیر عملکرد زیست‌محیطی، اجتماعی و راهبری برابر ۰/۰۰۰ است که کمتر از سطح خطای ۰/۰۵ است، بنابراین عملکرد زیست‌محیطی، اجتماعی و راهبری با پایداری مالی رابطه معناداری دارد. علاوه بر این، با توجه به علامت ضریب متغیر عملکرد زیست‌محیطی، اجتماعی و راهبری که برابر با ۰/۱۸۶ است، می‌توان گفت بین عملکرد زیست‌محیطی، اجتماعی و راهبری بر پایداری مالی رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. در شرط سوم ضریب عملکرد زیست‌محیطی، اجتماعی و راهبری باید همچنان معنادار باشد اما مقدار آن باید نسبت به مدل اول کمتر باشد. مقدار ضریب این متغیر در مدل اول برابر با ۰/۲۱۵ و در مدل سوم برابر با ۰/۱۸۶ است؛ بنابراین شرط سوم مربوط آزمون اثر میانجی تأیید می‌گردد. در مجموع نتایج برازش مدل‌های فوق نشان داد که سازوکارهای نظام راهبری شرکتی برون‌سازمانی بر رابطه بین عملکرد زیست‌محیطی، اجتماعی و راهبری با پایداری مالی نقش میانجی دارد. بنابراین فرضیه دوم پژوهش رد نمی‌گردد.

۴-۴- تحلیل‌های تکمیلی

در این بخش به منظور بررسی استحکام نتایج به دست آمده، ابتدا آزمون فرضیه‌های پژوهشی بدون حضور متغیرهای کنترلی (ستون ۱) و آزمون فرضیه‌ها با کنترل متغیر سال و صنعت (ستون ۲) انجام شد. نتایج مربوط در جداول ۷ الی ۹ مستند شده است. سپس مدل با استفاده از شاخص جایگزین برای متغیر وابسته یعنی Z-Score نیز آزمون می‌شود.

۴-۴-۱- آزمون فرضیه اول و فرضیه دوم (بدون حضور متغیرهای کنترلی و کنترل اثرات سال و صنعت)

نتایج حاصل از آزمون فرضیه اول پژوهش بدون حضور متغیرهای کنترلی و کنترل اثرات سال و صنعت در جدول ۸ ارائه شده است. همچنین نتایج مستند شده در جدول (۷) بیانگر آن است که در هر دو حالت عدم حضور متغیرهای کنترلی و با کنترل اثرات سال و صنعت، عملکرد زیست‌محیطی، اجتماعی و راهبری با پایداری مالی رابطه مثبت و معناداری دارد که مؤید همراستا بودن این نتیجه با یافته اصلی در فرضیه اول (و شرط اول فرضیه دوم) است.

جدول ۷. نتایج برآورد آزمون فرضیه اول و شرط اول فرضیه دوم (۱) بدون متغیر کنترلی و (۲) با کنترل سال و صنعت

متغیر	بدون حضور متغیرهای کنترلی						با کنترل اثرات سال و صنعت
	ضریب	آماره t	معناداری	ضریب	آماره t	معناداری	
ضریب ثابت	۰/۳۴۳	۲۳/۴۱۷	۰/۰۰۰	۰/۷۰۴	۱۵/۲۳۵	۰/۰۰۰	
عملکرد زیست محیطی، اجتماعی و راهبری	ESG	۹/۵۸۱	۰/۰۰۰	۰/۲۱۵	۹/۵۷۱	۰/۰۰۰	
عمر شرکت	AGE	---	---	-۰/۰۰۱	-۱/۹۱۱	۰/۰۵۶	
اهرم مالی	LEV	---	---	-۰/۰۳۰	-۰/۸۳۰	۰/۴۰۷	
زیان	LOSS	---	---	۰/۰۳۲	۱/۷۷۴	۰/۰۷۶	
نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار	MTB	---	---	۰/۰۱۳	۰/۳۰۷	۰/۷۵۹	
تجدیدپذیری	Reval	---	---	۰/۰۲۰	۰/۷۵۵	۰/۴۵۰	
اثرات سال‌ها	Year	---	---		کنترل شد		
اثرات صنایع	Industry	---	---		کنترل شد		
آماره F فیش	۱۳/۴۹۸	R^2	۰/۴۰۳	آماره F فیش	۱۰/۳۹۵	R^2	۰/۴۱۳
احتمال آماره	۰/۰۰۰	R^2 تعدیل شده	۰/۴۰۲	احتمال آماره	R^2 تعدیل شده		۰/۴۰۴

جدول ۸. نتایج برآورد شرط دوم فرضیه دوم (۱) بدون متغیر کنترلی و (۲) با کنترل سال و صنعت

متغیر	بدون حضور متغیرهای کنترلی						با کنترل اثرات سال و صنعت
	ضریب	آماره t	معناداری	ضریب	آماره t	معناداری	
ضریب ثابت	۰/۵۸۵	۴۰/۴۹۳	۰/۰۰۰	۰/۴۹۶	۱۶/۵۹۷	۰/۰۰۰	
عملکرد زیست محیطی، اجتماعی و راهبری	ESG	۶/۶۰۲	۰/۰۰۰	۰/۱۳۶	۶/۴۹۹	۰/۰۰۰	
عمر شرکت	AGE	---	---	۰/۰۰۱	۰/۵۷۹	۰/۵۶۳	
اهرم مالی	LEV	---	---	-۰/۱۱۹	-۱/۰۳۹	۰/۲۹۹	
زیان	LOSS	---	---	-۰/۰۹۸	-۱/۷۲۵	۰/۰۸۵	
نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار	MTB	---	---	۰/۲۲۵	۱/۷۲۴	۰/۰۸۵	
تجدیدپذیری	Reval	---	---	۰/۰۵۶	۰/۶۷۷	۰/۴۹۸	
اثرات سال‌ها	Year	---	---		کنترل شد		
اثرات صنایع	Industry	---	---		کنترل شد		
آماره F فیش	۱۳/۲۷۶	R^2	۰/۶۴۳	آماره F فیش	۸/۷۳۶	R^2	۰/۴۱۷
احتمال آماره	۰/۰۰۰	R^2 تعدیل شده	۰/۶۰۳	احتمال آماره	R^2 تعدیل شده		۰/۴۰۷

نتایج ارائه شده نشان می‌دهد بین عملکرد زیست محیطی، اجتماعی و راهبری و سازوکارهای راهبری شرکتی برون‌سازمانی (متغیر میانجی) در هر دو حالت عدم حضور متغیرهای کنترلی و با کنترل اثرات سال و صنعت رابطه مثبت و معناداری وجود دارد، این یافته مشابه با یافته اصلی پژوهش بوده و نتایج به این تغییرات حساس نبودند.

در شرط سوم وجود ارتباط معنادار بین سازوکارهای راهبری شرکتی برون‌سازمانی (متغیر میانجی) و پایداری مالی (متغیر وابسته)، زمانی که متغیر مستقل و میانجی به طور همزمان وارد مدل رگرسیون گردند، در هر دو حالت بدون حضور متغیر کنترلی و با کنترل اثرات سال و صنعت بررسی شد. همانگونه که مشاهده می‌شود با ورود همزمان متغیر مستقل و میانجی در معادله، ضریب رگرسیون متغیر مستقل (در هر دو حالت) در مقایسه با مدل اول تا اندازه‌ای کاهش یافته است، اما همچنان این ضریب معنادار است، بنابراین شرط سوم مربوط آزمون اثر میانجی در هر دو حالت بدون حضور متغیرهای کنترلی و با کنترل اثرات سال و صنعت تأیید می‌گردد، بدان معنا که نتایج آزمون نقش میانجی سازوکارهای راهبری

شرکتی برون‌سازمانی بر رابطه بین عملکرد زیست‌محیطی، اجتماعی و راهبری و پایداری مالی به تغییرات مزبور همراه با یافته اصلی، است.

جدول ۹. نتایج برآورد شرط سوم فرضیه دوم (۱) بدون متغیر کنترلی و (۲) با کنترل سال و صنعت)

بدون حضور متغیرهای کنترلی			با کنترل اثرات سال و صنعت			متغیر	
ضریب	آماره t	معناداری	ضریب	آماره t	معناداری		
۰/۳۸۲	۹/۸۵۸	۰/۰۰۰	۰/۵۴۰	۱۲/۲۵۳	۰/۰۰۰	C	ضریب ثابت
۰/۱۷۷	۶/۴۶۲	۰/۰۰۰	۰/۱۸۵	۶/۵۹۳	۰/۰۰۰	ESG	عملکرد زیست محیطی، اجتماعی و راهبری
۰/۱۵۵	۵/۴۵۰	۰/۰۰۰	۰/۱۵۵	۵/۴۸۲	۰/۰۰۰	GOV	سازوکارهای راهبری شرکتی برون سازمانی
--	--	--	--	-۱/۹۰۰	۰/۰۵۸	AGE	عمر شرکت
--	--	--	--	-۰/۸۴۷	۰/۳۹۷	LEV	اهرم مالی
--	--	--	--	۱/۷۴۱	۰/۰۸۲	LOSS	زیان
--	--	--	--	۰/۳۳۵	۰/۷۳۸	MTB	نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار
--	--	--	--	۰/۷۶۶	۰/۴۴۴	Reval	تجدیدارزیابی
						Year	اثرات سال‌ها
						Industry	اثرات صنایع
۰/۵۹۲	R^2	آماره F فیشر	۸/۲۶۵	R^2	۰/۴۱۳		
۰/۵۷۵	R^2 تعدیل شده	احتمال آماره	۰/۰۰۰	R^2 تعدیل شده	۰/۴۰۳		

۴-۲-۴- مقیاس جایگزین پایداری مالی، بر حسب Z-Score

به منظور کسب اطمینان از نتایج به دست آمده، یک بار مدل‌ها با استفاده از شاخص جایگزین متغیر وابسته، یعنی پایداری مالی بر حسب Z-Score به اجرا درمی‌آید. مطابق با پژوهش‌های اورازالین و هم‌پژوهان (۲۰۱۹)؛ **جانگ و هو (۲۰۱۸)؛ کورانچی‌پونگ و هم‌پژوهان (۲۰۱۶)**، اسماعیلی‌کیا و اوشنی (۱۴۰۱) و دارابی (۱۳۹۶) پایداری مالی از تقسیم جمع دو نسبت سود خالص و حقوق صاحبان سهام بر جمع دارایی‌های هر سال بر انحراف معیار نسبت سود خالص به جمع دارایی‌ها به دست می‌آید.

$$F.sustait_{it} = Z - score_{it} = \frac{ROA_{it} + E/TA_{it}}{\sigma_{ROA_{it}}}$$

که در آن E/TA : به صورت میانگین برای هر شرکت در هر دوره در نظر گرفته می‌شود. در حالی که ROA بازده دارایی‌های شرکت است، E/TA دوره میانگین از نسبت حقوق صاحبان سهام به جمع دارایی‌های شرکت را نشان می‌دهد σROA_i انحراف معیار بازده دارایی‌ها در دوره مورد مطالعه است. پایداری مالی بر حسب Z-Score به عنوان متغیر اندازه‌گیری همه ریسک‌ها و حقوق صاحبان سهام به دارایی‌ها و E/TA میزان سرمایه شرکت‌ها است. نتایج حاصل شده در جدول ۱۱ ارائه شده است.

نتایج مستند شده در جدول (۱۱) بیانگر وجود (۱) رابطه مثبت و معنادار بین عملکرد زیست‌محیطی، اجتماعی و راهبری و پایداری مالی بر حسب Z-Score (۲) رابطه مثبت و معنادار بین عملکرد زیست‌محیطی، اجتماعی و راهبری و سازوکارهای راهبری شرکتی برون‌سازمانی (متغیر میانجی) و (۳) رابطه معنادار بین سازوکارهای راهبری شرکتی برون‌سازمانی (متغیر میانجی) و پایداری مالی (متغیر وابسته حسب Z-Score) است، زمانی که متغیر مستقل و میانجی به طور همزمان وارد مدل رگرسیون شدند. همچنین با ورود همزمان متغیر مستقل و میانجی در معادله، ضریب رگرسیون متغیر

مستقل در مقایسه با مدل اول (شرط اول) تا اندازه‌ای کاهش یافته است، اما همچنان این ضریب معنادار است. بر این مبنا در مورد هر دو فرضیه پژوهش با سنجه جایگزین، نتایج همراستا با یافته‌های اصلی است.

جدول ۱۰. نتایج برآورد فرضیه‌های اول و دوم (با سنجه جایگزین متغیر وابسته (پایداری مالی بر حسب Z-Score))

متغیر	شرط اول			شرط دوم			شرط سوم		
	ضریب	t	معناداری	ضریب	t	معناداری	ضریب	t	معناداری
C	۰/۸۱۱	۲۵/۲۲۴	۰/۰۰۰	۰/۴۸۳	۲۴/۱۶۶	۰/۰۰۰	۰/۶۰۸	۳۵/۴۵۱	۰/۰۰۰
ESG	۰/۴۷۸	۱۶/۰۱۷	۰/۰۰۰	۰/۱۴۵	۷/۴۵۷	۰/۰۰۰	۰/۴۱۳	۱۵/۹۹۶	۰/۰۰۰
GOV	--	--	--	--	--	--	۰/۰۴۰	۰/۳۹۰	۰/۰۰۶
AGE	-۰/۰۰۱	-۰/۱۲۵	۰/۹۰۱	۰/۰۰۱	۰/۳۳۳	۰/۷۳۹	-۰/۰۸۴	-۰/۱۲۹	۰/۸۹۷
LEV	-۰/۰۶۸	-۱/۵۰۸	۰/۱۳۲	-۰/۱۲۹	-۱/۱۶۱	۰/۲۴۶	-۰/۰۹۱	-۱/۴۹۰	۰/۱۳۷
LOSS	-۰/۰۱۲	-۰/۶۲۴	۰/۵۳۳	-۰/۱۰۱	-۱/۷۶۴	۰/۰۷۸	-۰/۰۴۲	-۰/۵۹۸	۰/۵۵۰
MTB	-۰/۰۴۶	-۱/۱۶۷	۰/۲۴۳	۰/۲۴۷	۲/۰۸۴	۰/۰۳۸	-۰/۰۸۷	-۱/۱۹۲	۰/۲۳۴
آماره F	۱۸/۹۸۳	R ²	۰/۴۶۶	آماره F	۹/۰۳۴	R ²	۰/۴۳۸	۱۹/۸۴۴	R ²
فیش				فیش					
احتمال	۰/۰۰۰	R ²	۰/۴۴۰	احتمال	۰/۰۰۰	R ²	۰/۴۱۲	۰/۰۰۰	R ²
آماره	تعدیل شده			آماره	تعدیل شده		آماره	تعدیل شده	

۵- نتیجه‌گیری

در دهه‌های اخیر فعالیت شرکت‌ها به دلیل بحران مالی جهانی و کووید-۱۹ دستخوش تغییرات قابل توجهی شده که نشان‌دهنده پیوستگی اقتصاد جهانی است. شرکت‌ها به دلیل سوءرفتار در زمینه‌هایی مانند تأثیر زیست‌محیطی، شیوه‌های اخلاقی، فرار از مسئولیت اجتماعی و مدیریت ناکافی ذینفعان، مورد بررسی دقیق قرار گرفته‌اند. در نتیجه‌ی چنین تغییرات مخربی، ذینفعان با نگاه منتقدانه‌تری به جنبه‌های زیست‌محیطی، اجتماعی و راهبری شرکت‌هایی که به آنها علاقه‌مند هستند، می‌نگرند (نذیر و همکاران، ۲۰۲۴). از آنجایی که نظام راهبری شرکتی به آماده‌سازی، اتخاذ، اجرا، نظارت و اجرای تصمیمات در امور عملکرد زیست‌محیطی، اجتماعی و راهبری (محیط زیست، پایداری و راهبری شرکتی) کمک می‌کند، بر این اساس، هدف پژوهش حاضر بررسی نقش میانجی سازوکارهای نظام راهبری شرکتی برون‌سازمانی بر رابطه عملکرد زیست‌محیطی، اجتماعی، راهبری با پایداری مالی است. در همین راستا دو فرضیه پژوهش تدوین گردید که فرضیه نخست رابطه عملکرد زیست‌محیطی، اجتماعی و راهبری با پایداری مالی را بررسی نمود و فرضیه بعدی، نقش میانجی سازوکارهای راهبری شرکتی بر رابطه عملکرد زیست‌محیطی، اجتماعی و راهبری با پایداری مالی مورد توجه قرار داد.

نتایج حاصل از آزمون فرضیه اول نشان داد که عملکرد زیست‌محیطی، اجتماعی و راهبری بر پایداری مالی رابطه مثبت و معناداری دارد. این نتیجه با مطالعات تجربی همخوانی دارد که تأثیر غیرمنفی عملکرد زیست‌محیطی، اجتماعی و راهبری با عملکرد مالی را گزارش کرده‌اند (پستلیونه و همکاران^۱، ۱۴۰۳). بر همین مبنا این یافته با نتایج نذیر و همکاران (۲۰۲۴)، لو (۲۰۲۱) و به نوعی با یافته‌های اسماعیلی کیا و فتحی‌نیا (۱۴۰۴) و برزگر و همکاران (۱۴۰۲) همسوست. تبیین این رابطه از منظر نظری بر پایه ادغام عملکرد زیست‌محیطی، اجتماعی و راهبری در استراتژی‌های شرکتی استوار است، جایی که عملکرد زیست‌محیطی با صرفه‌جویی در هزینه‌های عملیاتی و کاهش ریسک‌های قانونی، ثبات مالی را ارتقا می‌دهد؛ جنبه اجتماعی از طریق افزایش بهره‌وری کارکنان و وفاداری مشتریان، جریان‌های درآمدی پایدار ایجاد می‌کند؛ و راهبری

^۱ Postiglione

شرکتی با شفافیت و کنترل‌های داخلی، هزینه‌های نمایندگی را کاهش می‌دهد (ده سوزا باربوسا و همکاران، ۱۴۰۲؛ بوچتی و همکاران، ۱۴۰۳). در بازارهای نوظهور مانند ایران، جایی که چالش‌های نهادی برجسته است، عملکرد زیست‌محیطی، اجتماعی و راهبری نه تنها ابزاری برای انطباق با استانداردهای جهانی است، بلکه به عنوان سرمایه‌گذاری راهبردی عمل می‌کند که پایداری مالی را از طریق کاهش نوسانات و افزایش دسترسی به سرمایه‌های مسئولیت‌پذیر تقویت می‌نماید (اگروال و همکاران، ۱۴۰۳). این سازوکارها، مدیریت را از تمرکز بر سودهای کوتاه‌مدت به سوی تاب‌آوری بلندمدت سوق می‌دهند. پیشنهاد مبتنی بر این یافته آن است که تصمیم‌گیران و سیاست‌گذاران، سیاست‌گذاری‌های تشویقی در راستای بهبود عملکرد زیست‌محیطی، اجتماعی و راهبری و افشای مناسب آن در دست اقدام داشته باشند، این امر می‌تواند می‌تواند مزیت رقابتی پایدار برای شرکت‌های بورسی ایجاد و مدیریت ریسک‌های مالی را به سطحی پیشرفته‌تر ارتقا دهد. آزمون فرضیه دوم، حاکی از آن است که با روش **بارون و کنی (۱۹۸۶)** سه شرط میانجی‌گری جزئی برآورده شده است: بنابراین سازوکارهای راهبری شرکتی برون‌سازمانی به عنوان یک متغیر میانجی در رابطه بین عملکرد زیست‌محیطی، اجتماعی و راهبری پایداری مالی به صورت جزئی میانجی است، این میانجی‌گری جزئی به این معناست که بخشی از تأثیر عملکرد ESG بر پایداری مالی از طریق سازوکارهای راهبری برون‌سازمانی انجام می‌شود، اما این تأثیر به طور مستقیم نیز وجود دارد. به عبارت دیگر، سازوکارهای راهبری شرکتی برون‌سازمانی نمی‌تواند به طور کامل مسیر این رابطه را توضیح دهد و همچنان رابطه‌ای مستقیم بین عملکرد ESG و پایداری مالی وجود دارد. به این ترتیب، فرضیه دوم تایید و مشخص می‌شود عملکرد ESG هم اثر مستقیم و هم اثر غیر مستقیم بر پایداری مالی دارد. این نتیجه به نوعی با مطالعه **اکلز و همکاران (۲۰۱۹)** همسوست. تبیین این میانجی‌گری بر پایه سازوکاری نظارتی راهبری شرکتی استوار است، به این صورت که تقویت نظارت برون‌سازمانی، اجرای سیاست‌های عملکرد زیست‌محیطی، اجتماعی و راهبری را تسهیل می‌کند و اثرات آن را بر پایداری مالی تقویت می‌نماید؛ برای نمونه، کمیته‌های پایداری ریسک‌های زیست‌محیطی را مدیریت کرده و شفافیت راهبری اعتماد سرمایه‌گذاران را افزایش می‌دهد (**آستوتی و همکاران، ۱۴۰۳**). در بستر ایران، جایی که ضعف مقررات حاکمیتی چالش‌برانگیز است، این میانجی‌گری حیاتی است، زیرا مالکیت نهادی، کنترل‌های داخلی قوی و گزارشگری با کیفیت، عملکرد زیست‌محیطی، اجتماعی و راهبری را از یک تعهد اخلاقی به استراتژی مالی تبدیل می‌کنند و تاب‌آوری در برابر شوک‌های اقتصادی را دوچندان می‌سازند (**اگروال و همکاران، ۱۴۰۳**). این یافته‌ها، راهبری شرکتی برون‌سازمانی را به عنوان عامل کلیدی برای انتقال اثرات عملکرد زیست‌محیطی، اجتماعی و راهبری به نتایج مالی پیشرفته می‌دانند، و با تئوری ذی‌نفعان همخوانی دارد که نظارت مؤثر را برای همسویی منافع ضروری می‌شمارد، و در نهایت، بر سیاست‌های الزام‌آور تأکید می‌ورزد تا پایداری مالی به سطحی استراتژیک ارتقا یابد. نتایج به دست آمده بدون حضور متغیرهای کنترلی و با کنترل متغیرهای سال و صنعت و با استفاده از سنجه جایگزین متغیر وابسته (پایداری مالی بر حسب Z-Score) نیز به تأیید رسید.

بر مبنای این یافته پژوهش، پیشنهاد اصلی به متولیان تدوین قوانین و مقررات در این حوزه است، تدوین مقررات مناسب در خصوص راهبری شرکتی برون‌سازمانی و تقویت این سازوکارها می‌تواند نقش نظارتی ذی‌نفعان برون‌سازمانی را پررنگ نموده این امر می‌تواند زمینه‌ساز ارتقای ارزش‌های درونی شرکت از طریق بهبود عملکرد ESG شده و به طور بالقوه تقویت پایداری مالی را به دنبال داشته باشد. این پژوهش با توجه به ماهیت آن، با محدودیت فراگیری که بر سر اجرای آن چالش ایجاد کند مواجه نبود، اما این نکات باید مورد توجه قرار گیرد: نخست، معیارهای گزینشی جامعه آماری و ناقص بودن

داده‌های برخی شرکت‌ها که منجر به انتخاب ۱۶۶ شرکت به عنوان نمونه نهایی شد، تعمیم‌پذیری نتایج به کل بازار را با احتیاط واجد می‌سازد و پیشنهاد می‌شود مطالعات آتی با داده‌های جامع‌تر و روش‌های پنل پویا، این محدودیت را جبران نمایند تا اعتبار تعمیم‌پذیری افزایش یابد. در بخش آزمون‌های تکمیلی و برای بررسی استحکام نتایج سنجه جایگزین متغیر وابسته استفاده شد، اما به دلیل محدودیت‌های زمانی، یافته‌های اصلی این پژوهش با سنجه‌های جایگزین متغیر مستقل و متغیر میانجی ارزیابی نشد، پیشنهاد می‌شود در مطالعات آتی سنجه‌های اندازه‌گیری جایگزین برای متغیرهای مستقل و میانجی (مثلاً استفاده از روش PCA برای اندازه‌گیری آنها) استفاده شود. علاوه بر این، برای غنی‌سازی دانش آتی، پیشنهاد می‌شود پژوهش‌های بعدی بر طراحی مدل‌های تعاملی عملکرد زیست‌محیطی، اجتماعی و راهبری، راهبری شرکتی و عملکرد مالی بلندمدت با رویکرد معادلات ساختاری تمرکز کنند، که نقش تعدیل‌گر ریسک‌های محیطی در رابطه عملکرد زیست‌محیطی، اجتماعی و راهبری و پایداری مالی را بررسی نماید؛ همچنین، تأثیر کیفیت گزارشگری عملکرد زیست‌محیطی، اجتماعی و راهبری بر اعتماد سرمایه‌گذاران نهادی و تصمیمات تأمین مالی، تحلیل مقایسه‌ای میان صنایع مختلف با تأکید بر میانجی‌گری سازوکارهای راهبری شرکتی و تحلیل پویای تعاملات عملکرد زیست‌محیطی، اجتماعی و راهبری در بحران‌های اقتصادی با داده‌های سری زمانی-پنل در بورس ایران، می‌تواند شکاف‌های موجود را پر کرده و چارچوب‌های تجربی را به سطحی پیشرفته‌تر برساند و این پیشنهادها زمینه‌ای برای پژوهش‌های میان‌رشته‌ای فراهم می‌آورند.

ملاحظات اخلاقی

پیروی از اصول اخلاقی پژوهش

نویسندگان اصول اخلاقی را در انجام و انتشار این پژوهش علمی رعایت و این موضوع مورد تأیید همه آنهاست.

مشارکت نویسندگان

همه نویسندگان در مقاله سهم و نقش یکسان داشته‌اند.

تعارض منافع

بنا بر اظهار نویسندگان این مقاله تعارض منافع ندارد.

حامی مالی

نویسندگان هیچگونه حمایت مالی برای تحقیق، تألیف و انتشار این مقاله دریافت نکرده‌اند.

تقدیر و تشکر

بدینوسیله از معاونت محترم پژوهشی دانشگاه ایلام به خاطر حمایت معنوی در اجرای پژوهش حاضر تقدیر به عمل می‌آید.

منابع

- اسماعیلی کیا، غریبه؛ نجف‌نیا، سمیه و اوشنی، محمد (۱۳۹۸). بررسی رابطه بین سازوکارهای راهبری شرکتی برون‌سازمانی و قلب مالی با تمرکز بر ارزیابی شناختی از تجویزهای تئوری نمایندگی. *بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، ۲۶(۲)، ۱۹۲-۱۶۹. [10.22059/acctgrev.2019.275806.1008116](https://doi.org/10.22059/acctgrev.2019.275806.1008116)
- اسماعیلی کیا، غریبه و اوشنی، محمد (۱۴۰۱). پایداری مالی شرکت و گزارشگری مالی متقلبان: نقش کیفیت ساز و کارهای راهبری شرکتی. *مجله دانش حسابداری*، ۱۳(۲)، ۸۳-۱۹۴. [10.22103/jak.2021.17763.3515](https://doi.org/10.22103/jak.2021.17763.3515)
- اسماعیلی کیا، غریبه و فتحی‌نیا، حسنا (۱۴۰۴). بررسی رابطه عملکرد زیست‌محیطی، اجتماعی، راهبری با عملکرد مالی و غیرمالی شرکت: نقش تعدیل‌کنندگی ویژگی‌های ساختاری مدیریت. *بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، ۳۲(۱)، ۲۹-۱. [10.22059/acctgrev.2024.380998.1008999](https://doi.org/10.22059/acctgrev.2024.380998.1008999)
- اسماعیلی کیا، غریبه؛ قنبری، امین و ناصری، مهدیس (۱۴۰۴). بررسی نقش تعدیل‌گری خوش‌بینی و کوتاه‌بینی مدیریت بر رابطه بین عوامل اقتضایی و پایداری مالی. *مجله دانش حسابداری*، ۱۶(۲)، ۹۹-۱۲۸. doi.org/10.22103/jak.2024.23077.4030
- اشرف طالش، سیدهادی؛ فرساد امان‌الهی، غلامرضا؛ کیقبادی، امیررضا و لشگری، زهرا (۱۴۰۰). تأثیر عملکرد زیست‌محیطی و مسئولیت اجتماعی بر ارزش بازار: نقش واسطه‌ای عمر شرکت. *دانش حسابداری مالی*، ۸(۳)، ۲۶۷-۲۲۹. [10.30479/jfak.2021.14722.2806](https://doi.org/10.30479/jfak.2021.14722.2806)
- باباجانی، جعفر؛ مرفوع، محمد و نعیمی، ابوطالب (۱۳۹۹). الگویی برای حاکمیت شرکتی در بانک‌های ایران. *مجله دانش حسابداری*، ۱۱(۲)، ۱-۲۹. [10.22103/jak.2020.14544.3049](https://doi.org/10.22103/jak.2020.14544.3049)
- بهرامی، آسود؛ نوروش، ایرج؛ راد، عباس و محمدی ملقرنی، عطاله (۱۳۹۹). پیش‌بینی قلب در صورت‌های مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *مطالعات تجربی حسابداری مالی*، ۶۵(۱۶)، ۵۹-۳۵. doi.org/10.22054/qjma.2019.47425.2072
- دارابی، رؤیا (۱۳۹۶). عوامل تعیین‌کننده پایداری مالی در شرکت‌های سرمایه‌گذاری پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *تحقیقات حسابداری و حسابرسی*، ۳۶، ۱۷-۳۶. https://www.iaaaar.com/article_98783.html
- خلیفه سلطانی، احمد و نایب‌محسنی، شیدا (۱۳۹۳). حاکمیت شرکتی و قلب. *نخستین ماهنامه بازار سرمایه ایران*، ۹-۱۱. ensani.ir/fa/article/332858
- فتاحی نافچی، حسن؛ حمیدیان، نرگس و ریاحی درچه، فرش (۱۴۰۵). اثر تعاملی افشاء و عملکرد گزارشگری زیست‌محیطی، اجتماعی و راهبری شرکتی. *مجله دانش حسابداری*، ۱۷(۱)، ۱۴۳-۱۶۰. <https://doi.org/10.22103/jak.2024.23865.4085>
- فخاری، حسین؛ ملکیان، اسفندیار و جفایی رهنی منیر (۱۳۹۶). تبیین و رتبه‌بندی مؤلفه‌ها و شاخص‌های گزارشگری زیست‌محیطی، اجتماعی و راهبری شرکتی به روش تحلیل سلسله مراتبی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار. *دو فصلنامه حسابداری ارزشی و رفتاری*، ۲(۴)، ۱۸۷-۱۵۳. [10.29252/aapc.2.4.153](https://doi.org/10.29252/aapc.2.4.153)
- رحیمیان، نظام‌الدین؛ رضایی، فرزین و میرعبداللهی، فرانک سادات (۱۳۹۲). ارتباط میان ساختار مالکیت و عملکرد مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *راهبرد مدیریت مالی*، ۱(۳)، ۸۸-۶۵. [10.22051/jfm.2014.969](https://doi.org/10.22051/jfm.2014.969)

صفی‌خانی، فهیمه؛ صفی‌خانی، محمدرضا و بشارت‌پور، فاطمه (۱۴۰۳). ارتباط بین افشاء داوطلبانه و عملکرد مالی با تأکید بر سازوکارهای نظام راهبری شرکتی. دانش سرمایه‌گذاری، ۳(۴)، ۳۲۴-۲۹۹. [10.30495/jik.2024.23154](https://doi.org/10.30495/jik.2024.23154)

References

- Aevoae, G. M., Andrieș, A. M., Ongena, S., & Sprincean, N. (2023). ESG and systemic risk. *Applied Economics*, 55(27), 3085–3109. <https://doi.org/10.1080/00036846.2022.2108752>
- Aggarwal, P., Singh, A., & Malhotra, D. (2024). Linking sustainable finance and environmental, social, and governance (ESG): A systematic literature review and sentiment analysis. *Academy of Marketing Studies Journal*, 28(S3), 1–26. <https://www.researchgate.net/publication/398423233>
- Aich, S., Thakur, A., Nanda, D., Tripathy, S., & Kim, H. C. (2021). Factors affecting ESG toward investment impact: A structural approach. *Sustainability*, 13(19), 10868. <https://doi.org/10.3390/su131910868>
- Al-Dhamari, R., Al-Wesabi, H., Farooque, O. A., Tabash, M. I., & El Refae, G. A. (2023). Does the investment committee mitigate the risk of financial distress in GCC? The role of investment inefficiency. *International Journal of Accounting & Information Management*, 31(2), 321–354. <https://doi.org/10.1108/IJAIM-08-2022-0180>
- Al-Sarraf, J. (2025). Board diversity matters: Assessing ESG performance across firm sizes. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*. <https://doi.org/10.1108/CG-11-2023-0495>
- Arayssi, M., & Jizi, M. (2024). Royal family board directors and the level of ESG disclosures in GCC listed firms. *Journal of Accounting & Organizational Change*, 21(1), 58–83. <https://doi.org/10.1108/JAOC-08-2022-0123>
- Ashraf Talesh, S. H., Farsad Amanollahi, G., Kiqbad, A., & Lashgari, Z. (2021). The impact of environmental performance and social responsibility on market value: The mediating role of firm age. *Financial Accounting Knowledge*, 8(3), 229–267. <https://doi.org/10.30479/jfak.2021.14722.2806> [In Persian].
- Astuti, W. T., Ani, D. A., Subranta, A., Solissa, F., & Wiriatmaja, N. U. (2024). Sustainable financial strategies: Analyzing the role of ESG in corporate financial performance and risk management. *The Journal of Academic Science*, 1(6), 813–820. <https://doi.org/10.59613/a2qk1a03>
- Ayem, S., Kusuma, H., & Arifin, J. (2025). Integrated reporting, ESG disclosure, forecast accuracy, and firm value: Profitability as a moderating variable. *Journal of Lifestyle and SDGs Review*, 5(2), e02608. <https://doi.org/10.47172/2965-730X.SDGsReview.v5.n02.pe02608>
- Babajanei, J., Marfou, M., & Naeimi, A. (2020). A model for corporate governance in Iranian banks. *Journal of Accounting Knowledge*, 11(2), 1–29. <https://doi.org/10.22103/jak.2020.14544.3049> [In Persian].
- Bacha, S., Ajina, A., & Saad, S. B. (2021). CSR performance and the cost of debt: Does audit quality matter? *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 21(1), 137–158. <https://doi.org/10.1108/CG-11-2019-0335>
- Bahrani, A., Noravesh, I., Raad, A., & Molqarani Mohammadi, A. (2020). Forecasting financial statement fraud detection in companies listed on the Tehran Stock Exchange. *Empirical Studies in Financial Accounting*, 17(65), 35–59. <https://doi.org/10.22054/qjma.2019.47425.2072> [In Persian].
- Blaise, G., & Kaushik, J. (2009). Measures of financial stability: A review. *IFC Bulletin*, 31, 365–380. <https://ideas.repec.org/h/bis/bisifc/31-26.html>
- Baron, R. M., & Kenny, D. A. (1986). The moderator–mediator variable distinction in social psychological research: Conceptual, strategic, and statistical considerations. *Journal of Personality and Social Psychology*, 51(6), 1173–1182. <https://doi.org/10.1037/0022-3514.51.6.1173>
- Bossel, H. (1999). *Indicators for sustainable development: Theory, method, applications*. <https://www.scirp.org/reference/referencespapers?referenceid=3441305>
- Chen, G., Lingling, C., Liu, Y., & Qian, Y. (2021). Stock price bubbles, leverage and systemic risk. *International Review of Economics & Finance*, 74, 405–417. <https://doi.org/10.1016/j.iref.2021.03.017>
- Chishti, M. F., Rao, M., Raffat, M. W., & Rafi, S. (2024). Estimating corporate risk and corporate value: An application of Altman's Z-score on the KSE-30 Index. *International Journal of Contemporary Issues in Social Sciences*, 3(2), 2833–2841. <https://www.researchgate.net/publication/382692938>
- Cho, W., Lee, J., & Park, J. (2023). Higher highs and lower lows: Investor valuation of ESG and financial performance. *Applied Economics Letters*, 1–6. <https://doi.org/10.1080/13504851.2023.2193720>
- Clark, G. L., Feiner, A., & Viehs, M. (2015). *From the stockholder to the stakeholder: How sustainability can drive financial outperformance*. Oxford University Press. <https://doi.org/10.2139/ssrn.2508281>

- Cornell, B., & Shapiro, A. C. (1987). Corporate stakeholders and corporate finance. *Financial Management*, 16(1), 5–14. <https://doi.org/10.2307/3665543>
- Dakhli, A. (2022). The impact of corporate social responsibility on firm financial performance: Does audit quality matter? *Journal of Applied Accounting Research*, 23(5), 950–976. <https://doi.org/10.1108/JAAR-06-2021-0150>
- Darabi, R. (2018). Determining factors of financial stability in investment companies accepted in the securities market. *Accounting and Auditing Research*, 9(36), 17–34. www.iaaaar.com/article_98783.html [In Persian].
- Duque-Grisales, E., & Aguilera-Caracuel, J. (2021). Environmental, social and governance (ESG) scores and financial performance of multilatinas: Moderating effects of geographic international diversification and financial slack. *Journal of Business Ethics*, 168(2), 315–334. <https://doi.org/10.1007/s10551-019-04177-w>
- Dyck, A., Lins, K. V., Roth, L., & Wagner, H. F. (2019). Do institutional investors drive corporate social responsibility? International evidence. *Journal of Financial Economics*, 131(3), 693–714. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2018.08.013>
- Eccles, R. G., Ioannou, I., & Serafeim, G. (2014). The impact of corporate sustainability on organizational processes and performance. *Management Science*, 60(11), 2835–2857. <https://doi.org/10.1287/mnsc.2014.1984>
- Esmaili Kia, G., Najafnia, S., & Oshani, M. (2019). Investigating the relationship between external corporate governance mechanisms and financial fraud focusing on cognitive evaluation theory insights on agency theory prescriptions. *Journal of Accounting and Auditing Review*, 26(2), 169–192. doi.org/10.22059/acctgrev.2019.275806.1008116 [In Persian].
- Esmailikia, G., & Oshni, M. (2022). Corporate financial sustainability and fraudulent financial reporting: The role of the quality of corporate governance mechanisms. *Journal of Accounting Knowledge*, 13(2), 83–194. <https://doi.org/10.22103/jak.2021.17763.3515> [In Persian].
- Esmailikia, G., & Fathinia, H. (2025). Investigating the impact of environmental, social, and governance performance on financial and non-financial performance of companies: The moderating role of structural management characteristics. *Accounting and Auditing Review*, 32(1), 1–29. doi.org/10.22059/acctgrev.2024.380998.1008999 [In Persian].
- Esmailikia, G., Ghanbari, A., & Naseri, M. (2025). Investigating the moderating role of management optimism and myopia on the relationship between contingency factors and financial sustainability. *Journal of Accounting Knowledge*, 16(61), 99–128. <https://doi.org/10.22103/jak.2024.23077.4030> [In Persian].
- Fakhari, H., Malekian, E., & Jafaei Rahni, M. (2018). Explaining and ranking the components and indicators of environmental, social, and corporate governance reporting using the analytic hierarchy process in companies listed on the stock exchange. *Iranian Journal of Value & Behavioral Accounting*, 2(4), 153–187. <https://doi.org/10.29252/aapc.2.4.153> [In Persian].
- Fattahi Nafchi, H., Hamidian, N., & Farshid Riahi Dorche, F. (2026). The interactive effect of environmental, social, and corporate governance (ESG) reporting performance on the cost of debt. *Journal of Accounting Knowledge*, 17(1), 143–160. <https://doi.org/10.22103/jak.2024.23865.4085> [In Persian].
- 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>
- Gompers, P. A., Ishii, J. L., & Metrick, A. (2003). Corporate governance and equity prices. *Quarterly Journal of Economics*, 118(1), 107–155. <https://doi.org/10.1162/00335530360535162>
- Gong, Y., & Ho, K. C. (2018). Does corporate social responsibility matter for corporate stability? Evidence from China. *Quality & Quantity*, 52(5), 2291–2319. <https://doi.org/10.1007/s11135-017-0665-6>
- Gunawan, M. R. R., & Efrianti, D. (2025). Profitability, capital adequacy, credit risk, and macroeconomics on financial stability: The role of firm size. *Proceeding Accounting, Management, Economics Uniska*, 2, 415–430. <https://icamekaproceedings.fe.uniska-kediri.ac.id/index.php/icameka/article/view/153>
- Hassel, L., Nilsson, H., & Nyquist, S. (2005). The value relevance of environmental performance. *European Accounting Review*, 14(1), 41–61. <https://doi.org/10.1080/0963818042000279722>
- Kaur, N., & Rizvi, S. (2025). Age of the firm and financial stability: Does experience matter? *Journal of Informatics Education and Research*, 5(2), 1744–1789. <https://doi.org/10.52783/jier.v5i2.2629>
- Khan, M., Serafeim, G., & Yoon, A. (2016). Corporate sustainability: First evidence on materiality. *The Accounting Review*, 91(6), 1697–1724. <https://doi.org/10.2308/accr-51383>

- Khalifeh Soltani, A., & Nayeb Mohseni, S. (2014). Corporate governance and fraud. *Bourse: First Iran Capital Market Monthly Magazine*, 9–11. <https://ensani.ir/fa/article/332858> [In Persian].
- Kim, Y., Park, M. S., & Wier, B. (2012). Is earnings quality associated with corporate social responsibility? *The Accounting Review*, 87(3), 761–796. <https://doi.org/10.2308/accr-10209>
- Kuranchie-Pong, L., Bokpin, G. A., & Andoh, C. (2016). Empirical evidence on disclosure and risk-taking of banks in Ghana. *Journal of Financial Regulation and Compliance*, 24(2), 197–212. <https://doi.org/10.1108/JFRC-05-2015-0025>
- Lins, K. V., Servaes, H., & Tamayo, A. (2017). Social capital, trust, and firm performance: The value of corporate social responsibility during the financial crisis. *The Journal of Finance*, 72(4), 1785–1824. <https://doi.org/10.1111/jofi.12505>
- Lu, L. W. (2021). The moderating effect of corporate governance on the relationship between corporate sustainability performance and corporate financial performance. *International Journal of Disclosure and Governance*, 18(3), 193–206. <https://doi.org/10.1057/s41310-020-00099-6>
- Olalekan, H. O., & Adegbe, F. F. (2021). Financial leverage and financial stability of quoted manufacturing companies in Nigeria. *International Journal of Scientific and Research Publications*, 11(1), 474–484. <https://doi.org/10.29322/IJSRP.11.01.2021.p10956>
- Ma, D., Xie, Y., Huang, H., & Qiu, J. (2024). Does corporate ESG performance promote export resilience? New insights from risk resistance and resilience. *Journal of Environmental Management*, 371, 122881. <https://doi.org/10.1016/j.jenvman.2024.122881>
- Nazir, S. S., Ashiq, T., Chishti, M. F., Ullah, R., & Marwat, A. (2024). Assessing financial stability through ESG: The impact of sustainable finance on commercial banks listed on the Pakistan Stock Exchange (PSX). *Bulletin of Business and Economics*, 13(3), 120–129. <https://doi.org/10.61506/01.00455>
- Nakano, K. (2021). Risk assessment for adaptation to climate change in the international supply chain. *Journal of Cleaner Production*, 319, 128785. <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2021.128785>
- Oliveira, B., & Leal, C. C. (2024). Leading the way toward a sustainable future: The role of sustainable finance and environmental, social, and governance investing. In *Circular Economy and Manufacturing* (pp. 53–82). Elsevier. <https://doi.org/10.1016/B978-0-443-14028-0.00010-4>
- Orazalin, N., Mahmood, M., & Narbaev, T. (2019). The impact of sustainability performance indicators on financial stability: Evidence from the Russian oil and gas industry. *Environmental Science and Pollution Research*, 26(8), 8157–8168. <https://doi.org/10.1007/s11356-019-04325-9>
- Putra, W. M. (2019). Analysis of financial fraud using the fraud diamond model with corporate governance as the moderating variable. In *Proceedings of the 5th International Conference on Accounting and Finance (ICAF 2019)* (pp. 163–169). Atlantis Press. <https://doi.org/10.2991/icafe-19.2019.27>
- Postiglione, M., Miglietta, F., & Battisti, E. (2024). ESG and firm value: A hybrid literature review on cost of capital and firm performance. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 31(6), 6457–6480. <https://doi.org/10.1002/csr.2940>
- Poyser, A., & Daugaard, D. (2023). Indigenous sustainable finance as a research field: A systematic literature review on indigenising ESG, sustainability, and indigenous community practices. *Accounting & Finance*, 63(1), 47–76. <https://doi.org/10.1111/acfi.13062>
- Reddy, M. S. S., Sharfunisa, N., Prabakaran, C., Dharsini, L. P., Shrivastava, P., & Selvan, R. S. (2025). Effect on manufacturing industries benefit from life cycle sustainability assessment of environmental and social criteria. In *Sustainability* (pp. 107–124). IGI Global. <https://doi.org/10.4018/979-8-3693-7230-2.ch006>
- Ragazou, K., Lemonakis, C., Passas, I., Zopounidis, C., & Garefalakis, A. (2025). ESG-driven ecopreneur selection in European financial institutions: Entropy and TOPSIS analysis. *Management Decision*, 63(4), 1316–1345. <https://doi.org/10.1108/MD-12-2023-2425>
- Rahimian, N., Rezaei, F., & Mirabdollahi, F. (2014). Relationship between ownership structure and financial performance of firms listed on the Tehran Stock Exchange. *Financial Management Strategy*, 1(3), 65–88. <https://doi.org/10.22051/jfm.2014.969> [In Persian].
- Rodion, P., & Zayukov, I. (2023). Assessment of the relationship between liquidity and unprofitability of companies in preventing their bankruptcy. *Problems and Perspectives in Management*, 21(1), 141–143. [https://doi.org/10.21511/ppm.21\(1\).2023.13](https://doi.org/10.21511/ppm.21(1).2023.13)

- Safikhani, F., & Besharatpour, M. F. (2024). The relationship between voluntary disclosure and financial performance with emphasis on corporate governance mechanisms. *Journal of Investment Knowledge*, 13(52), 299–324. <https://doi.org/10.30495/jik.2024.23154> [In Persian].
- Schwertner, T., & Sohn, M. (2024). CSR disclosure and investor social preferences: Heterogeneous investor responses to media reports on corporate greenwashing. *Journal of Accounting & Organizational Change*, 20(5), 843–873. <https://doi.org/10.1108/JAOC-01-2023-0012>
- Seok, J., Kim, Y., & Oh, Y. K. (2024). How ESG shapes firm value: The mediating role of customer satisfaction. *Technological Forecasting and Social Change*, 208, 123714. <https://doi.org/10.1016/j.techfore.2024.123714>
- Sinha Ray, R., & Goel, S. (2023). Impact of ESG score on financial performance of Indian firms: Static and dynamic panel regression analyses. *Applied Economics*, 55(15), 1742–1755. <https://doi.org/10.1080/00036846.2022.2101611>
- Skousen, C. J., Smith, K. R., & Wright, C. J. (2009). Detecting and predicting financial statement fraud: The effectiveness of the fraud triangle and SAS No. 99. *Advances in Financial Economics*, 13, 53–81. [https://doi.org/10.1108/S1569-3732\(2009\)0000013005](https://doi.org/10.1108/S1569-3732(2009)0000013005)
- Sulehri, F. A., Audi, M., Ashraf, M. S., Azam, H., Bukhari, S. A. F., & Ali, A. (2024). Empirical insights into financial integration: Fintech credit and regulatory dynamics. *Journal of Asian Development Studies*, 13(2), 1691–1705. <https://ideas.repec.org/p/pramprapa/121776.html>
- Supri, Z., Rura, Y., & Pontoh, G. T. (2018). Detection of fraudulent financial statements with fraud diamond. *Journal of Research in Business and Management*, 6(5), 39–45. www.questjournals.org/F06053945.pdf
- Wahyudin, A., & Solikhah, B. (2017). Corporate governance implementation rating in Indonesia and its effects on financial performance. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*. <https://doi.org/10.1108/CG-02-2016-0034>
- Walsh, J. P., & Seward, J. K. (1990). On the efficiency of internal and external corporate control mechanisms. *Academy of Management Review*, 15(3), 421–458. <https://doi.org/10.5465/amr.1990.4308826>
- Wen, K., Agyemang, A., Alessa, N., Sulemana, I., & Osei, A. (2023). The moderating role of ownership concentration on financing decisions and firm sustainability: Evidence from China. *Sustainability*, 15(18), 13385. <https://doi.org/10.3390/su151813385>
- Wu, H., & Li, J. (2023). The relationship between environmental disclosure and financial performance: Mediating effects of economic development and information penetration. *Economic Research-Ekonomska Istraživanja*, 36(1), 116–142. <https://doi.org/10.1080/1331677X.2022.2072355>
- Xue, Y., Jiang, C., Guo, Y., Liu, J., Wu, H., & Hao, Y. (2022). Corporate social responsibility and high-quality development: Do green innovation, environmental investment, and corporate governance matter? *Emerging Markets Finance and Trade*, 58(11), 3191–3214. <https://doi.org/10.1080/1540496X.2022.2034616>