

## مطالعه رابطه بین شرکت های دولتی، ابعاد عملکرد پایداری شرکتی و ارزش شرکت

وحید امین<sup>۱</sup>، \* خسرو فغانی ماکرانی<sup>۲</sup>، علی ذبیحی<sup>۳</sup>

۱. دانشجوی دکتری، گروه حسابداری، واحد ساری، دانشگاه آزاد اسلامی، ساری، ایران.

۲. دانشیار گروه حسابداری، واحد سمنان، دانشگاه آزاد اسلامی، سمنان، ایران.

۳. استادیار گروه حسابداری، واحد ساری، دانشگاه آزاد اسلامی، ساری، ایران.

تاریخ دریافت: ۹۷/۱/۱۵ تاریخ پذیرش: ۱۳۹۷/۵/۵

## The Study of the Relationship Between Government Firms, Dimensions of Corporate Sustainability Performance and Firm Value

V. Amin<sup>1</sup>, \*Kh. Faghani Makrani<sup>2</sup>, A. Zabih<sup>3</sup>

1. PhD. student of Accounting, Sari Branch, Islamic Azad University, Sari, Iran.

2. Associate Professor in Accounting, Semnan Branch, Islamic Azad University, Semnan, Iran.

3. Assistant Professor in Accounting, Sari Branch, Islamic Azad University, Sari, Iran.

## Abstract

The purpose of this study is to investigate the relationship between the government firms (concentration of government ownership) and the dimensions of corporate sustainability performance. In this study, the effect of corporate sustainability performance on the market value, as well as the effect of moderating the concentration of government ownership on this relationship is examined.

In this research, ۹۳ companies listed in Tehran Stock Exchange during the years ۲۰۱۰ to ۲۰۱۶ (۶۵۱ firm-years) were investigated. To measure corporate sustainability, the KLD Index has been used in five dimensions: social, environmental, governance, ethics, and economics.

The findings of the research showed that the government firms (concentration of government ownership) has a significant positive relationship with the environmental, governance, ethical, economic, and overall corporate governance performance. There was no significant relationship between the concentration of government ownership and the social dimension of sustainability. In addition, the results showed that corporate sustainability performance has a significant positive effect on the market value of firms. But the government firms (concentration of government ownership) did not have significantly affect the relationship between corporate sustainability performance and market value.

**Keywords:** Government Firms, Corporate Sustainability Performance, Firm Value, KLD Index.

## چکیده

هدف از این پژوهش بررسی مطالعه رابطه بین شرکت های دولتی (تمرکز مالکیت دولتی) و ابعاد عملکرد پایداری شرکتی است. همچنین در این پژوهش تأثیر عملکرد پایداری شرکتی بر ارزش بازار شرکت و نیز تأثیر تعدیل کنندگی تمرکز مالکیت دولتی بر این رابطه مورد بررسی قرار می گیرد.

در این پژوهش تعداد ۹۳ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال های ۱۳۸۹ الی ۱۳۹۵ (تعداد ۶۵۱ سال-شرکت) مورد بررسی قرار گرفت. برای اندازه گیری عملکرد پایداری شرکتی از شاخص KLD در پنج بعد اجتماعی، زیست محیطی، حاکمیتی، اخلاقی و اقتصادی استفاده شده است.

یافته های پژوهش نشان داد که شرکت های دولتی (تمرکز مالکیت دولتی) با ابعاد زیست محیطی، حاکمیتی، اخلاقی، اقتصادی و عملکرد کلی پایداری شرکتی رابطه مثبت و معناداری دارد. رابطه معناداری بین تمرکز مالکیت دولتی و بعد اجتماعی عملکرد پایداری مشاهده نشد. علاوه بر این، نتایج حاکی از آن بود که عملکرد پایداری شرکتی به طور مثبت و معناداری بر ارزش بازار شرکت ها اثرگذار است. اما شرکت های دولتی (تمرکز مالکیت دولتی) اثر معناداری بر رابطه بین عملکرد پایداری شرکتی و ارزش بازار نداشته است.

**واژه های کلیدی:** شرکت های دولتی، عملکرد پایداری شرکتی، ارزش

شرکت، شاخص KLD

طبقه بندی موضوعی: H۴

## مقدمه

امروزه فشار به شرکت‌ها برای داشتن رفتار مسئولانه‌تر در مقایسه با بعد اقتصادی و حداکثرسازی سود و ارزش، به یک چالش جدید برای تصمیم‌گیری در شرکت‌ها تبدیل شده است (حسینی و حقیقت، ۱۳۹۵).

با توجه به افزایش آگاهی عمومی در مورد مسائل اجتماعی و زیست‌محیطی، تقاضا برای گزارشات در زمینه پایداری شرکتی شدت یافته است (تاگسون و همکاران<sup>۱</sup>، ۲۰۰۹).

اطلاعات ارائه شده در گزارش‌های عملکرد پایداری شرکتی<sup>۲</sup> باید با هدف محافظت از منافع عمومی و اطمینان از اینکه سازمان‌ها مسئولیت‌های اجتماعی و زیست‌محیطی خود را بر عهده دارند، افشا شود. این رویکرد، دیدگاه سازمان‌هایی را که به طور کامل بر روی رقابت و سود متمرکز هستند تضعیف کرده و آن‌ها را وادار می‌کند تا به فعالیت‌های زیست‌محیطی، اقتصادی و اجتماعی مشروع روی آورند (سوتانتوپوترا<sup>۳</sup>، ۲۰۰۹).

از این رو انتظار می‌رود بنگاه‌ها پا را فراتر از تمرکز بر جنبه‌های مالی محدود و کوتاه‌مدت گذاشته و به یک محیط اجتماعی، زیست‌محیطی و اقتصادی تبدیل شوند (هافار و سیرسی<sup>۴</sup>، ۲۰۱۷).

پایداری شرکتی به‌عنوان پاسخگوی نیازهای امروزه بدون آسیب رساندن به توانایی نسل‌های آینده تعریف شده است که به ابعاد پنج‌گانه اقتصادی، حاکمیتی، اجتماعی، اخلاقی و زیست‌محیطی در بلندمدت توجه می‌نماید (رضایی و همایون، ۲۰۱۴).

شرکت‌ها به منظور کسب مشروعیت و شهرت در مسائل مربوط به اجتماع، محیط‌زیست و حقوق بشر سرمایه‌گذاری می‌کنند. از این رو مدیران شرکت‌ها با ایجاد مشروعیت و شهرت در جامعه به دنبال حداکثرسازی سود و افزایش ارزش شرکت می‌باشند. شرکتی که به صورت مؤثر رهبری می‌شود، طرفدار اصول اخلاقی است، به حاکمیت مسئولیت اجتماعی و الزامات زیست‌محیطی متعهد است و می‌تواند در ایجاد ارزش شرکت در بلندمدت، پایدار باشد.

در این میان دولت نقش مهمی را به‌عنوان یک دستگاه قانونی با اعمال حمایت از کسب و کار پایدار ایفا می‌کند (کوردبا و پاچون<sup>۵</sup>، ۲۰۱۴).

از آنجا که دغدغه اصلی دولت‌ها ایجاد مشروعیت پایدار در جامعه است، لذا دولت به‌عنوان سهامدار در شرکت‌های دولتی، علاقه بیشتری به پیامدهای اجتماعی و زیست‌محیطی

شرکت‌ها نسبت به سایر مالکان از خود نشان می‌دهند. زیرا انتظارات و فشارهای مسئولیت‌پذیری در شرکت‌های دولتی در مقایسه با بخش خصوصی به‌طور دائم بیشتر است (گرلینگ و همکاران<sup>۶</sup>، ۲۰۱۵).

کرمیر و گوردن<sup>۷</sup> (۲۰۰۱)، استدلال می‌کنند که انتظارات ویژه‌ای از افشای اطلاعات اجتماعی و زیست‌محیطی در شرکت‌های دولتی نسبت به سازمان‌های بخش خصوصی وجود دارد بنابراین انتظار می‌رود که شرکت‌های دولتی به فعالیت‌های پایداری و افشای گسترده‌تر آن بپردازند (گرلینگ و همکاران، ۲۰۱۵).

بنابراین، شرکت‌های دولتی نه تنها باید عملکرد پایداری را در فعالیت‌های کسب و کار خود قرار دهند، بلکه اطلاعاتی را که احتمالاً مشروعیت عملیات آن‌ها را افزایش می‌دهد، افشا می‌کند (گاردسانچز و همکاران<sup>۸</sup>، ۲۰۱۷).

در نتیجه انتظار می‌رود این امر موجب عملکرد پایداری شرکتی بیشتر شده و بر ارزش شرکت‌ها در بلندمدت اثر گذار باشد. از این رو هدف این پژوهش تعیین رابطه بین تمرکز مالکیت دولتی و عملکرد پایداری شرکتی و همچنین نقش تمرکز مالکیت دولتی در رابطه بین عملکرد پایداری شرکتی و ارزش شرکت می‌باشد. نتایج این پژوهش نشان خواهد داد که شرکت‌های دولتی تا چه میزان به عملکرد پایداری شرکتی اهمیت داده و از طریق عملکرد پایداری شرکتی که منجر به ایجاد اعتماد عمومی و مشروعیت می‌شود به دنبال افزایش ارزش شرکت‌ها هستند.

## مبانی نظری

توضیح پایداری شرکتی تنها با یک نظریه دشوار است بنابراین در این پژوهش با توجه مطالعات پیشین و بر مبنای ترکیبی از سه نظریه در مورد پایداری شرکتی در شرکت‌های دولتی، یک چارچوب نظری را برای آزمایش تجربی ایجاد می‌کند. نظریه‌های اصلی که در این پژوهش مورد استفاده قرار می‌گیرند عبارتند از: نظریه ذینفعان<sup>۹</sup>، نظریه مشروعیت<sup>۱۰</sup> و نظریه نهادی<sup>۱۱</sup>.

**نظریه ذینفعان:** نظریه ذینفعان، متضمن انتظارات و نیازهای ذینفعان سازمان‌ها است. همان‌طور که بولیوار و همکارانش<sup>۱۲</sup>

۶. Greiling et al

۷. Cormier & Gordon

۸. Garde-Sánchez et al

۹. Stakeholders Theory

۱۰. Legitimacy theory

۱۱. Institutional theory

۱۲. Rodríguez-Bolívar et al

۱. Tagesson et al

۲. Corporate Sustainability Performance

۳. Sutantoputra

۴. Haffar & Searcy

۵. Córdoba-Pachón

برای درک و توضیح رفتار اجتماعی است (اودنوان<sup>۱۶</sup>، ۲۰۰۲). تئوری مشروعیت توضیح می دهد که سازمان ها در یک محیط پویا کار می کنند، و در چارچوب هایی که توسط جامعه پذیرفته شده است یعنی تحت هنجارهای تعیین شده توسط جامعه و ذینفعان، فعالیت می کنند (میچلون و پاربوتتی<sup>۱۷</sup>، ۲۰۱۲)، که به آن مشروعیت سازمانی گفته می شود. عمدتاً تمرکز، بر اقدامات سازمان ها می باشد، آن ها باید با ارزش های اجتماعی هماهنگ باشند و باید این ارزش ها را به ذینفعان خود انتقال دهند (باهر<sup>۱۸</sup>، ۱۹۹۸).

تئوری مشروعیت تأکید می کند که سازمان ها متعهد به اقدامات مطلوب اجتماعی هستند. بر طبق ادبیات، عملکرد پایداری شرکتی و افشای آن راهی برای سازمان به منظور افزایش اعتبار، کارایی، مشروعیت و افزایش روابط با ذینفعان است (ردریگز بولیوار و همکاران<sup>۱۹</sup>، ۲۰۱۵).

این امر ابزار مهمی برای رسیدن به مشروعیت سازمانی است که می تواند انتظارات جامعه و درک آن ها را تحت تأثیر قرار دهد (برانکو و همکاران<sup>۱۹</sup>، ۲۰۰۸).

افشای عملکرد پایداری می تواند به عنوان یک گفتگوی بین سازمان و ذینفعان آن در نظر گرفته شود. سازمان ها با به اشتراک گذاری فعالیت های خود با ذینفعان، مشروعیت خود را کنترل می کنند و نشان می دهد که آن ها رفتار مناسب داشته و انتظارات و نیازهای ذینفعان را برآورده می کنند (میچلون و پاربوتتی<sup>۱۷</sup>، ۲۰۱۲).

با این وجود اگر سازمان ها نتوانند نشان دهند که فعالیت هایشان با ارزش های اجتماعی سازگار است، حتی اگر فعالیت های آن ها مطابق انتظارات جامعه باشد مشروعیت شان با تهدید مواجه خواهد شد (برانکو و همکاران<sup>۱۹</sup>، ۲۰۰۸).

مشروعیت یک راه برای سازمان ها برای اطمینان از بقای خود در آینده است و می تواند به عنوان یک "منبع" در نظر گرفته شود که قابل دستکاری است (میچلون و پاربوتتی<sup>۱۷</sup>، ۲۰۱۲).

با این حال، اعتماد، شهرت و مشروعیت که می تواند با انجام رفتار خاص و اتخاذ اقداماتی که برای جامعه و محیط زیست مفید هستند، مدیریت شود. سازوکارهای نامشهود مرتبط با موفقیت سازمان است. شهرت و تصویر خوب می تواند به شرکت ها کمک کند تا منابع و مراودات مالی خود را کسب نمایند، که این امر نشان می دهد شرکت ها نیازمند افزایش رفتار اخلاق مدارانه به منظور کسب منفعت و سود هستند (بولیوار و همکاران<sup>۱۹</sup>، ۲۰۱۵).

(۲۰۱۵) بیان داشتند: "بر اساس نظریه ذینفعان... یک نقطه مهم برای ادغام مؤثر مسئولیت اجتماعی با فرهنگ سازمانی، شناسایی مسئولیت های اجتماعی شرکت به طیف وسیعی از ذینفعان (کارکنان، سرمایه گذاران، تأمین کنندگان، مشتریان، جوامع محلی و جامعه به طور کلی) که تحت تأثیر فعالیت های شرکت قرار گرفته می باشد." در این نظریه فرض بر این است که برخی از ذینفعان نسبت به دیگران در سازمان قدرت بیشتری دارند تا نفوذ خود را افزایش دهند. با توجه به نظریه ذینفعان، سازمان ها به طور فعال تر اقدامات پایداری را، برای ذینفعانی که دارای نفوذ بیشتری هستند، اعمال می نمایند (گاردسانچز و همکاران<sup>۲۰</sup>، ۲۰۱۷).

این نظریه پیش بینی می کند که مدیران به اقدامات پایداری می پردازند تا وظایف معنوی، اخلاقی، و اجتماعی خود را برای ذینفعانشان برآورده سازند و به طور استراتژیکی به اهداف شرکت برای ذینفعانشان دست یابند. در گسترش نظریه سنتی ذینفعان، جنسن<sup>۱۳</sup> (۲۰۰۲)، نظریه ذینفعان روشنفکرانه را ارائه می دهد (همچنین حداکثرسازی ارزش روشن نامیده می شود). این نظریه نشان می دهد که مدیران باید تصمیماتی اتخاذ کنند که منافع همه ذینفعان یک شرکت را در نظر گیرد. هنگامی که مدیران شرکت ها در خدمت ذینفعان هستند، معاوضه ای نیز برای کاهش درگیری بین ذینفعان و حوزه های مهم باید وجود داشته باشد (هیلمن و همکاران<sup>۱۴</sup>، ۲۰۰۹).

تفاوت عمده بین نظریه ذینفعان سنتی و نظریه ذینفعان روشنفکرانه این است که دومین نظریه حداکثرسازی ارزش بلندمدت را به عنوان هدف یک شرکت می پذیرد در حالی که شرکت توجه خود را به برآوردن خواسته های همه حوزه های شرکت ها متمرکز می سازد. جنسن (۲۰۱۰)، استدلال می کند که نظریه ذینفعان همان طوری که توسط فریمن<sup>۱۵</sup> (۱۹۸۴) بیان شد هیچ مشخصات مفهومی در مورد چگونگی ایجاد مبادلات بین ذینفعان که باید ایجاد شود ندارد.

**نظریه مشروعیت:** نظریه مشروعیت، تعیین می کند که انتظارات جامعه از سازمان ها، ناشی از یک "قرارداد اجتماعی" است (گاردسانچز و همکاران<sup>۲۰</sup>، ۲۰۱۷).

قرارداد اجتماعی نشان می دهد که سازمان ها دارای تعهدات مسئولیت پذیری در برابر انتظارات جامعه هستند، حتی اگر هدف اصلی آن ها سود باشد. این قرارداد به عنوان تلاشی

۱۷. Michelon & Parbonetti

۱۸. Buhr

۱۹. Branco et al

۱۳. Jensen

۱۴. Hillman et al

۱۵. Freeman

۱۶. O'Donovan

**نظریه نهادی:** نظریه نهادی توضیح می‌دهد که چرا سازمان‌ها تمایل دارند ویژگی‌های مشابهی را به کار گیرند و چگونه سازمان‌ها فرم‌های سازمانی را به منظور مشروعیت دادن به شیوه‌های خود اعمال می‌کنند (گنزالس و چامورو<sup>۲۰</sup>، ۲۰۰۸).

نظریه نهادی، دیدگاهی مکمل برای نظریه ذینفعان و نظریه مشروعیت فراهم می‌آورد، زیرا درک می‌کند که چگونه سازمان‌ها نسبت به تغییر انتظارات و فشارهای اجتماعی و نهادی، واکنش نشان می‌دهند. تئوری نهادی فرض می‌کند که سازمان‌ها، ساختارها و شیوه‌های مدیریتی را که توسط سایر سازمان‌ها در حوزه خود مشروع هستند، بدون در نظر گرفتن مفید بودن آن‌ها، می‌پذیرند (کارپنتر و فروز<sup>۲۱</sup>، ۲۰۰۱).

دیماجیو و پوول<sup>۲۲</sup> (۱۹۸۳)، استدلال می‌کنند که سازمان‌هایی که در یک محیط یکسان کار می‌کنند، تحت فشارهای مشابه قرار می‌گیرند و بنابراین در سازه‌ها و رفتارهای خود سازگار هستند، بنابراین، این امر منجر به همگنی در میان سازمان‌ها می‌شود (کارپنتر و فروز، ۲۰۰۱).

تئوری نهادی توضیح می‌دهد که چگونه سازمان‌ها برای انطباق ارزش‌ها از سوی جامعه و ذینفعانشان تحت فشار قرار می‌گیرند (برای مثال در مورد شرکت‌های دولتی و عملکرد پایندگی). این الزام به همگنی، ریشه در نفوذ سیاسی دارد.

دولت‌ها می‌تواند الزام کنند که سازمان‌ها باید به وسیله اجرای قانون، عمل و رفتار خاصی را انجام دهند. یک نمونه از این الزام به همگنی، افشای اجباری اطلاعات پایندگی شرکتی در شرکت‌های دولتی کشور سوئد است (دیلارد و همکاران<sup>۲۳</sup>، ۲۰۰۴).

در بحث تئوری نهادی می‌توان بر روی منطق نهادی تمرکز کرد. شرکت‌های دولتی به‌عنوان سازمان‌های ترکیبی در ابعاد درون بخشی فعالیت می‌کنند و برای متعادل نمودن منطق‌های نهادی متفاوت تعریف می‌شوند (الکسیوس و کیسنروس<sup>۲۴</sup>، ۲۰۱۵).

منطق سازمانی در بین بخش خصوصی و دولتی متفاوت است. در حالی که شرکت‌های دولتی گاهی اوقات ترکیبی از هر دو بخش هستند، آن‌ها باید مشروعیت منطق‌های مختلف نهادی را برای موفقیت و تداوم به وجود آورند (کارانزا و لانگو<sup>۲۵</sup>، ۲۰۱۲).

سازمان‌های ترکیبی گاهی منطق‌های نهادی مختلف را از سه بخش ترکیب می‌کنند: بخش خصوصی، عمومی و

غیرانتفاعی (گروسی و توماسون<sup>۲۶</sup>، ۲۰۱۵). ادبیات شش منطق نهادی را پیشنهاد کرده است که عبارت است از: منطق بازار، منطق شرکت، منطق خانواده، منطق حرفه‌ای، منطق مذهبی و دولتی. اگر چه، غالباً منطق نهادی در یک سازمانی ترکیبی، منطق بازار و دولت است، شرکت‌های دولتی در یک محیط رقابتی فعالیت می‌کنند و منطق بازار به این معنی است که سازمان‌ها اهداف استراتژیک را برای افزایش کارایی معاملات خود تعیین می‌کنند. منطق دولتی ناشی از حقوق شهروندی است و استراتژی‌ها به سمت "منافع مشترک" هدایت می‌شوند که یکی از اهداف این نظریه است (کارانزا و لانگو، ۲۰۱۲).

شرکت‌های دولتی ترکیبی از منطق‌های دولتی و بازار هستند، زیرا هر دو به اهداف اجتماعی و تجاری گرایش دارند (موریسون<sup>۲۷</sup>، ۲۰۱۶).

معمولاً شرکت‌های دولتی، با شرایط بازار، همگرا هستند، زیرا آن‌ها در یک محیط رقابتی فعالیت می‌کنند، بنابراین اهداف مالی در مأموریت شرکت‌های دولتی، به منظور قادر ساختن آن‌ها در سنجش سود، بهره‌وری و خطرات، گنجانده شده است و باید اطمینان حاصل شود که منابع به خوبی مورد استفاده قرار می‌گیرد (ریگرینگز کانسلیت<sup>۲۸</sup>، ۲۰۱۶). این مطابق با منطق بازار است (کارانزا و لانگو، ۲۰۱۲؛ موریسون، ۲۰۱۶).

با این حال برخی از شرکت‌های دولتی مأموریت سیاست عمومی را اتخاذ می‌کنند که آن‌ها را به اهداف سیاست عمومی نزدیک می‌کند. اهداف سیاست عمومی دولت را قادر می‌سازد تا اطمینان حاصل کنند که شرکت‌های دولتی فعالیت‌های خود را به نحوی کافی انجام داده و به سوی منافع عمومی و ایجاد ارزش‌های عمومی هدایت می‌شوند. اهداف سیاست عمومی به این دلیل که به‌عنوان مکانیسمی برای ارتباط انتظارات بین دولت و شرکت‌های دولتی به کار گرفته می‌شود، حائز اهمیت است (ریگرینگز کانسلیت، ۲۰۱۶). که این امر مطابق با منطق دولتی است (کارانزا و لانگو، ۲۰۱۲؛ موریسون، ۲۰۱۶)

### عملکرد پایندگی شرکتی و ارزش شرکت

پرداختن به مسئولیت اجتماعی شرکتی (CSR) و پایندگی شرکتی (CS) می‌تواند به‌عنوان یک هدف کلی سازمان برای هماهنگ کردن منافع مختلف (سهامداران و ذینفعان) با منافع بلندمدت جامعه به‌طور کلی توصیف شود. پرداختن به این فعالیت‌ها برای تأمین کنندگان، کارکنان، مشتریان و سایر

۲۶. Grossi & Thomasson

۲۷. Morrison

۲۸. Regeringskansliet

۲۰. González & Chamorro

۲۱. Carpenter & Feroz

۲۲. DiMaggio & Powell

۲۳. Dillard et al

۲۴. Alexius & Cisneros

۲۵. Carranza & Longo

مولی و همکاران<sup>۳۴</sup> (۲۰۰۲)، ۳۳۹ شرکت بخش تولیدی را بررسی کردند و به این نتیجه رسیدند که کارایی زیست محیطی ضعیف (خوب) تأثیر مثبت (منفی) معناداری بر بازده سهام دارد. هورواثوا<sup>۳۵</sup> (۲۰۱۲)، ارتباط بین عملکرد زیست محیطی (اندازه گیری شده توسط تجزیه و تحلیل ۹۳ آلاینده منتشر شده در مورد هوا، آب و زمین از جمهوری چک) و کارایی مالی را بررسی کرد و رابطه منفی برای کارایی زیست محیطی یک سال قبل و همبستگی مثبتی برای عملکرد زیست محیطی دو سال قبل یافت و نشان می دهد که فرضیه پورتر در بلندمدت قابل اجراست.

با این حال، راسیر و ارنهارت<sup>۳۶</sup> (۲۰۱۱)، دریافتند که آلودگی کمتر عملکرد مالی شرکت ها را در اجرای کوتاه مدت و بلندمدت با اثر قوی تری در بلندمدت بهبود می بخشد. بر اساس داده های ماهانه از سال ۱۹۹۶ تا ۲۰۰۲، گانستر و همکاران<sup>۳۷</sup> (۲۰۰۶)، از رتبه بندی های مشاوره ای ارزش استراتژیک به عنوان پروکسی برای عملکرد زیست محیطی استفاده کردند و به رابطه مثبتی بین بهره وری و ارزش شرکت رسیدند.

مونتابون و همکاران<sup>۳۸</sup> (۲۰۰۷) بر این باورند که رابطه مثبت و معناداری بین شیوه های مدیریت زیست محیطی (EMPs) و عملکرد (ROA)، رشد فروش، بازگشت سرمایه، و عامل درآمد وجود دارد.

لو و شو<sup>۳۹</sup> (۲۰۰۷)، به این نتیجه رسیدند که تابع سرمایه گذاری بین شرکت های ایالات متحده در شاخص پایداری داو جونز<sup>۴۰</sup> بیشتر از شرکت های غیر پایدار است.

#### مالکیت دولتی و عملکرد پایداری شرکتی

در تئوری، شرکت هایی که درصد زیادی از سهام آن ها متعلق به دولت است، انتظار می رود انگیزه بیشتری برای شرکت در فعالیتهای پایداری و فعالیتهای مسئولیت اجتماعی داشته باشند و اطلاعات بیشتری را به منظور افزایش مشروعیت خود منتشر کنند (گاردسانچز و همکاران، ۲۰۱۷).

همان طور که گاردسانچز و همکاران (۲۰۱۷)، استدلال می کند: "[...] نقش دولت، نشان دادن منافع جامعه، کمک به رفاه اجتماعی، حفاظت از محیط زیست و اقدامات شفاف به منظور مشروعیت بخشیدن به اقدامات آن است."

در گزارش ریگرینگر کانسلیت (۲۰۱۶)، گفته شده است که

سهامداران ایجاد ارزش می کند (تامسن و کانین<sup>۴۱</sup>، ۲۰۱۲). مشارکت در فعالیتهای پایداری و فعالیتهای مسئولیت اجتماعی می تواند رقابت سازمانی را افزایش داده و به طور همزمان ارزش اجتماعی و اقتصادی را در محیطی که سازمان در حال فعالیت است ایجاد کند (پورتر و کرامر<sup>۴۰</sup>، ۲۰۱۱).

در پاسخ به فشارهای روزافزون برای شرکت هایی که به نحوی مسئولانه عمل می کنند، انگیزه هایی برای افشای اطلاعات پایداری به منظور نشان دادن مشارکت آنان در زمینه های پایداری شرکتی افزایش یافته است. شرکت هایی که در پایداری درگیر هستند باید لمس کنند که پایداری مزایایی، نه در کوتاه مدت، بلکه در بلندمدت برای آن ها در پی دارد. درگیر شدن در پایداری می تواند مزایای بالقوه ای مانند افزایش شهرت و تعهد کارکنان بوجود آورد. بهره مندی از درگیر شدن در پایداری اغلب بلندمدت است و در قالب "نامشهود" ظاهر می شود. این دارایی های نامشهود، از جمله ظرفیت نوآوری، کیفیت مدیریت، مردم و استراتژی، منابع واقعی ارزش کسب و کار هستند (AICPA, ۲۰۱۳b).

روند رو به رشد گزارش گری عملکرد پایداری مدیران اجرایی را آگاه ساخته است که عملکرد آن ها بستگی به اطلاعات غیرمالی دارد. مطالعاتی که به بررسی رابطه بین بعد اجتماعی و زیست محیطی پایداری شرکتی و عملکرد مالی و ارزش شرکت می پردازند، نتایج مختلفی ثبت کرده اند.

شارما و هنریکز<sup>۴۱</sup> (۲۰۰۵) متوجه شدند ذینفعانی مانند مشتریان، گروه های زیست محیطی و کارکنان اثر مثبتی بر سطح فعالیتهای پایداری دارند. بیشتر شرکت های دارای مسئولیت اجتماعی نام تجاری و شهرت را بهبود می بخشند (اسپرینکل و ماینز<sup>۴۲</sup>، ۲۰۱۰)، و به ایجاد انگیزه، استخدام و حفظ کارکنان کمک می کند و احتمال داشتن خطوط تولید معیوب و یا خطر پرداخت جریمه سنگین برای آلودگی زیاد را کاهش می دهند. همه موارد بالا نشان می دهد که شرکت ها با رفتار مسئولانه اجتماعی از نظر صرفه جویی در هزینه تولید، افزایش بهره وری و روحیه کارکنان بهره مند شده و موجب ایجاد ارزش برای شرکت می گردد (اسپرینکل و ماینز، ۲۰۱۰).

ماهاپاترا<sup>۴۳</sup> (۱۹۸۴)، هزینه های کنترل آلودگی را با بازده بازار مقایسه کرد و همبستگی منفی بین این دو یافت.

جاگی و فریدمن (۱۹۹۲)، رابطه منفی بین شاخص عملکرد آلودگی و عملکرد اقتصادی شرکت در صنعت خمیر و کاغذ یافتند.

۳۳. Mahapatra

۳۴. Molloy et al

۳۵. Horváthová

۳۶. Rassier & Earnhart

۳۷. Guenster et al

۳۸. Montabon et al

۲۹. Thomsen & Conyon

۳۰. Porter & Kramer

۳۱. Sharma & Henriques

۳۲. Sprinkle & Maines

شرکت‌های دولتی متعلق به جامعه هستند، که تقاضا برای ارائه اطلاعات در مورد عملکرد آن‌ها را افزایش می‌دهد (گروسی و توماسون، ۲۰۱۵).

حتی اگر شرکت‌های دولتی در یک محیط رقابتی کار کنند، می‌توانند بر جامعه تأثیر بگذارند، به این معنی که آن‌ها باید اقدامات پایبندی را در رابطه با ذینفعان خود (مثلاً شهروندان) ترویج دهند. شرکت‌های دولتی نه تنها باید دیدگاه جمعی جامعه مورد نظر خود، بلکه نظرات خاص و اهداف ذینفعان خاص را در مورد مسئولیت اجتماعی و مسائل مربوط به پایبندی در نظر بگیرند (دیگان<sup>۴۱</sup>، ۲۰۰۲).

با توجه به نظریه ذینفعان، شرکت‌های دولتی باید ذینفعان مختلف خود را با منافع متفاوت شناسایی کنند. ذینفعان، شرکت‌های دولتی برای گزارش اطلاعات مربوط به فعالیت‌های اجتماعی و زیست‌محیطی و چگونگی تأثیرگذاری این فعالیت‌ها بر محیط‌زیست و جامعه، تحت فشار قرار می‌دهند. شرکت‌های دولتی و سایر شرکت‌ها در گزارش‌های خود اطلاعاتی در مورد تأثیرات بر روی جامعه و محیط‌زیست را برای دستیابی و یا حفظ روابط خوب با ذینفعان و همچنین افزایش تصویر و شهرت، افشا می‌کنند. با این وجود، افشای عملکرد پایبندی می‌تواند رقابت را افزایش دهد. تئوری مشروعیت اشاره می‌کند که شرکت‌های دولتی باید اقدامات خود را قانونی کنند تا اعتماد عمومی را جلب نمایند، که می‌تواند منجر به این شود که شرکت‌های دولتی از تقاضای اطلاعاتی در مورد عملکرد پایبندی خود آگاه‌تر شوند. انتظار می‌رود، شرکت‌هایی که درصد بیشتری از سهام آن‌ها متعلق به دولت است، برای پذیرش مسئولیت اجتماعی تحت فشار بیشتری باشند. لذا یک نیاز به مسئولیت و پایبندی برای شرکت‌های دولتی ایجاد می‌شود (گاردسانچز و همکاران، ۲۰۱۷).

نظریه نهادی توضیح می‌دهد که شرکت‌ها به منظور بهبود سازوکارهای سازمانی با هدف افزایش مزیت‌های رقابتی تلاش می‌کنند (دیماجیو و پوول، ۱۹۸۳).

### پیشینه پژوهش

**پیشینه خارجی:** لی و همکاران<sup>۴۲</sup> (۲۰۱۸)، در پژوهش خود به بررسی اثر افشای عملکرد اجتماعی، زیست‌محیطی و حاکمیتی بر ارزش شرکت پرداختند. همچنین در این پژوهش به نقش توانایی مدیران رده بالایی نیز توجه شده است. نتایج پژوهش یک ارتباط مثبت را بین سطح افشای سه‌گانه عملکرد

اجتماعی، زیست‌محیطی و حاکمیتی با ارزش شرکت نشان داد. آن‌ها بیان کردند که این ارتباط، شفافیت و پاسخگویی را بهبود بخشیده و موجب افزایش اعتماد ذینفعان در ایجاد ارزش بالاتر برای شرکت می‌گردد.

گارد سانچز و همکاران (۲۰۱۷)، در پژوهشی ویژگی‌های مدیریتی و شرکتی را به‌عنوان عامل مسئولیت‌پذیری اجتماعی در شرکت‌های دولتی مورد بررسی قرار دادند. بر اساس نتایج به‌دست آمده، اندازه شرکت و بخش شرکت‌های دولتی اثر معناداری بر فعالیت‌های مسئولیت اجتماعی داشته است.

ژانگ و ژانگ<sup>۴۳</sup> (۲۰۱۶)، به این موضوع که آیا مسئولیت‌پذیری اجتماعی در شرکت‌های دولتی بیشتر از شرکت‌های خصوصی است؟ پرداختند. نتایج نشان داد که تفاوت عملکرد مسئولیت اجتماعی در شرکت‌های دولتی و خصوصی ناشی از ماهیت مالکیت نبوده است بلکه در واقع تفاوت‌ها ناشی از اندازه شرکت است.

انجی و رضایی (۲۰۱۵)، در پژوهشی تحت عنوان عملکرد پایبندی شرکتی و هزینه سرمایه حقوق صاحبان سهام، ۳۰۰۰ شرکت را طی سال‌های ۱۹۹۰ تا ۲۰۱۳ مورد بررسی قرار دادند. در این پژوهش ابعاد عملکرد پایبندی شرکتی هم به‌طور یکجا و هم مجزا مورد بررسی قرار گرفت. نتایج نشان داد که ابعاد حاکمیتی و زیست‌محیطی عملکرد پایبندی هزینه سرمایه را کاهش می‌دهد ولی ارتباط معناداری بین بعد اجتماعی و هزینه سرمایه یافت نشد. البته نتایج پژوهش به‌طور کلی رابطه منفی و معناداری را بین عملکرد غیرمالی پایبندی و هزینه سرمایه نشان داد.

زی و همکاران<sup>۴۴</sup> (۲۰۱۵)، در پژوهشی مسئولیت‌پذیری اجتماعی، هزینه سرمایه و ساختار مالکیت را در بین شرکت‌های چینی مورد بررسی قرار دادند. نتایج نشان داد که شرکت‌های با اقدامات مسئولیت اجتماعی بیشتر به‌طور معناداری هزینه سرمایه کمتری دارند. علاوه بر آن نتایج حاکی از آن بود که شرکت‌های دولتی، عملکرد مسئولیت اجتماعی بهتر و هزینه سرمایه کمتری نسبت به شرکت‌های غیردولتی دارند. اما تأثیر مسئولیت اجتماعی در کاهش هزینه سرمایه در شرکت‌های غیردولتی نسبت به شرکت‌های دولتی بیشتر است.

کوردباپاچون و همکاران (۲۰۱۴)، به پژوهشی تحت عنوان "دیدگاه سیستماتیک مسئولیت‌پذیری اجتماعی در شرکت‌های دولتی" پرداختند. یافته‌ها نشان داد که اگر چه مدیران ارشد شرکت‌های دولتی با اصول مسئولیت‌پذیری اجتماعی آگاه و به آن متعهد هستند، نیازی ضروری برای افزایش استفاده از

برزرگ و همکاران (۱۳۹۵)، در پژوهش خود، رابطه بین ساختار مالکیت و مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکتی را طی سال‌های ۱۳۸۵ الی ۱۳۹۳ مورد بررسی قرار دادند. نتایج نشان داد که بین متغیرهای مالکیت نهادی، مالکیت بانکی و مالکیت دولتی با مسئولیت‌های اجتماعی شرکتی رابطه مثبت معناداری وجود دارد و بین متغیر تمرکز مالکیت با مسئولیت‌های اجتماعی شرکتی رابطه معناداری وجود ندارد.

بهار مقدم و همکاران (۱۳۹۳)، به بررسی رابطه بین مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی و مسئولیت اجتماعی شرکتی پرداختند. متغیرهای حاکمیت شرکتی مورد بررسی در این پژوهش شامل تمرکز مالکیت، مدیران غیرموظف و دوگانگی مدیرعامل می‌باشد. نتایج نشان داد که به جز دوگانگی مدیرعامل سایر متغیرها رابطه مثبت و معناداری با مسئولیت اجتماعی دارند.

عبدلی و همکاران (۱۳۹۲)، تأثیر ترکیب هیئت‌مدیره و ساختار مالکیت بر میزان مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکت‌ها در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را مورد مطالعه قرار دادند. نتایج حاکی از آن است که بین مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکت‌ها با نسبت اعضای موظف هیئت‌مدیره و تمرکز مالکیت رابطه معنی‌داری وجود دارد و متغیر تمرکز مالکیت بیشترین تأثیر را نسبت به سایر متغیرها بر روی مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکت‌ها می‌گذارد همچنین مطابق با نتایج به‌دست آمده مشخص گردید بین نقش دوگانه رئیس هیئت‌مدیره، نسبت تغییرات هیئت‌مدیره و نوع مالکیت با مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکت‌ها رابطه معناداری وجود ندارد.

### فرضیه‌های پژوهش

با توجه به مبانی نظری و پیشینه پژوهش تبیین شده، فرضیه‌های این پژوهش بر اساس تئوری ذینفعان، مشروعیت و نهادی، به شرح زیر تدوین می‌گردد:

فرضیه اول: رابطه مثبت و معناداری بین تمرکز مالکیت دولتی و بعد اجتماعی عملکرد پایداری شرکتی وجود دارد.

فرضیه دوم: رابطه مثبت و معناداری بین تمرکز مالکیت دولتی و بعد زیست‌محیطی عملکرد پایداری شرکتی وجود دارد.

فرضیه سوم: رابطه مثبت و معناداری بین تمرکز مالکیت دولتی و بعد حاکمیتی عملکرد پایداری شرکتی وجود دارد.

فرضیه چهارم: رابطه مثبت و معناداری بین تمرکز مالکیت دولتی و بعد اخلاقی عملکرد پایداری شرکتی وجود دارد.

فرضیه پنجم: رابطه مثبت و معناداری بین تمرکز مالکیت دولتی و بعد اقتصادی عملکرد پایداری شرکتی وجود دارد.

فرضیه ششم: رابطه مثبت و معناداری بین تمرکز مالکیت

اقدامات مسئولیت اجتماعی در برنامه‌ها و فعالیت‌های روزانه شرکت‌های دولتی، به منظور تأیید مشارکت فعال و نیز آگاه‌سازی ذینفعان، دارند.

لی و همکاران (۲۰۱۳)، به پژوهشی تحت عنوان "عملکرد شرکت، مالکیت شرکت و افشای مسئولیت اجتماعی در چین" پرداختند. یافته‌ها نشان داد که شرکت‌های با عملکرد بهتر نسبت به شرکت‌های با عملکرد ضعیف‌تر، بیشتر به افشای مسئولیت اجتماعی پرداخته و همچنین گزارشات مسئولیت اجتماعی با کیفیت بالاتری را ارائه می‌نمایند. علاوه بر آن، ارتباط بین عملکرد شرکت و مسئولیت اجتماعی در میان شرکت‌های دولتی در مقایسه با شرکت‌های غیردولتی ضعیف‌تر است.

**پیشینه داخلی:** خوزین و همکاران (۱۳۹۷)، در پژوهشی به بررسی اثر ساختار مالکیت بر توسعه سطح گزارشگری پایداری پرداختند. نتایج نشان داد که با افزایش درصد سهام شناور آزاد از سطح گزارشگری پایداری در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران کاسته می‌شود. همچنین نتایج حاکی از آن بود که گزارشگری پایداری شرکت‌های ایرانی همانند سایر کشورهای آسیایی در سطح پایینی قرار دارد.

معضومی و همکاران (۱۳۹۷)، در پژوهشی به "شناسایی متغیرهای مؤثر بر گزارشگری پایداری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس تهران" پرداختند. متغیرهای اندازه شرکت، نقدینگی، سهامداران نهادی و دوگانگی مدیرعامل بر میزان گزارشگری پایداری شرکت‌ها تأثیر معناداری دارند و همچنین سه متغیر عمر شرکت، دارایی نامشهود و استقلال هیئت‌مدیره بر میزان گزارشگری پایداری شرکت‌ها تأثیر معناداری ندارند.

صباحی و محمدزاده (۱۳۹۷)، به بررسی رابطه بین عملکرد اجتماعی، ساختار مالکیت و حاکمیت شرکتی پرداختند. یافته‌ها حاکی از آن است که بین تمرکز مالکیت، مالکیت نهادی، مالکیت دولتی، استقلال هیئت‌مدیره، اندازه شرکت و اهرم مالی با مسئولیت اجتماعی رابطه معناداری وجود ندارد. اما بین اندازه هیئت‌مدیره، دوگانگی مدیرعامل، نرخ بازده دارایی و نقدینگی با مسئولیت اجتماعی رابطه معناداری وجود دارد.

ملکیان و همکاران (۱۳۹۵)، به مطالعه رابطه بین مالکیت دولتی و نهادی با مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکت‌ها پرداختند. نتایج حاصل از پژوهش نشان داد که مالکیت دولتی و تمرکز مالکیت دولتی رابطه مثبت و معناداری با مسئولیت‌پذیری اجتماعی دارد. اما نتایج پژوهش رابطه معناداری را بین مالکیت نهادی و تمرکز مالکیت نهادی با مسئولیت‌پذیری اجتماعی نشان نداد.

(۴) در طی دوره پژوهش تغییر سال مالی نداده باشند؛  
 (۵) در طی این دوره از بورس خارج نشده باشند؛  
 (۶) داده‌های مورد نیاز این پژوهش در دسترس باشد.  
 لذا تعداد کل مشاهدات در این پژوهش ۶۵۱ سال-شرکت می‌باشد.

### مدل و متغیرهای پژوهش

مدل رگرسیونی پژوهش برای آزمون فرضیه اول تا ششم به شرح زیر است:

$$CSP_t = \beta_0 + \beta_1 Gown_t + \beta_2 Size_t + \beta_3 Lev_t + \beta_4 CFO_t + \beta_5 SG_t + \sum_{i=1}^n \beta_i Industry + \sum_{j=1}^n \beta_j Year + \varepsilon$$

مدل رگرسیونی پژوهش برای آزمون فرضیه هفتم به شرح زیر است:

$$MV_t = \beta_0 + \beta_1 CSP_{t-1} + \beta_2 Size_t + \beta_3 Lev_t + \beta_4 CFO_t + \beta_5 SG_t + \sum_{i=1}^n \beta_i Industry + \sum_{j=1}^n \beta_j Year + \varepsilon$$

مدل رگرسیونی پژوهش برای آزمون فرضیه هشتم به شرح زیر است:

$$MV_t = \beta_0 + \beta_1 CSP_{t-1} + \beta_2 Gown_{t-1} + \beta_3 (CSP * Gown)_{t-1} + \beta_4 Size_t + \beta_5 Lev_t + \beta_6 CFO_t + \beta_7 SG_t + \sum_{i=1}^n \beta_i Industry + \sum_{j=1}^n \beta_j Year + \varepsilon$$

نحوه اندازه‌گیری متغیرهای پژوهش در جدول (۱) نشان داده شده است.

**عملکرد پایداری شرکت (CSP):** نمره و یا امتیاز پایداری شرکت از طریق مجموع نقاط قوت و نقاط ضعف یا نگرانی مربوط به چک لیست رتبه‌بندی اجتماعی (KLD index) برای هر ۷ بعد شامل: اجتماعی، حاکمیتی، محیط‌زیست، روابط کارکنان، کیفیت محصول، حقوق بشر و تنوع بخشی (سای و همکاران<sup>۴۵</sup>، ۲۰۱۶؛ دیبکر<sup>۴۶</sup>، ۲۰۱۷؛ شفییعی و همکاران، ۱۳۹۵)، ابتدا بر اساس ابعاد پنج‌گانه عملکرد پایداری شرکتی به ترتیب شامل: حوزه‌های اقتصادی، حاکمیتی، اجتماعی، اخلاقی و زیست‌محیطی (انجی و رضایی، ۲۰۱۵)، طبقه‌بندی شده می‌شود. در هر حوزه معیارهایی به‌عنوان نقاط قوت و نقاط نگرانی مطرح گردید. نقشه راه حوزه‌ها و معیارهای عملکرد پایداری شرکتی در جدول (۲) نشان داده شده است. چنانچه شرکت مورد بررسی دارای معیارهای نقاط قوت باشد عدد ۱ و در غیر این صورت عدد صفر به آن تعلق می‌گیرد، از طرف

دولتی و عملکرد کلی پایداری شرکتی وجود دارد.  
 فرضیه هفتم: رابطه مثبت و معناداری بین عملکرد پایداری شرکتی و ارزش شرکت وجود دارد.  
 فرضیه هشتم: تمرکز مالکیت دولتی رابطه بین عملکرد پایداری شرکتی و ارزش شرکت را تعدیل می‌کند.

### روش‌شناسی پژوهش

این پژوهش از نظر هدف کاربردی و از نوع تحقیقات نیمه تجربی محسوب می‌گردد. از نظر استدلال این پژوهش از نوع توصیفی بوده و از تحلیل قیاس-استقرا استفاده شده است. برای گردآوری اطلاعات مورد نیاز در بخش پیشینه پژوهش و همچنین مبانی نظری از روش کتابخانه‌ای و از کتب، مقالات فارسی و لاتین استفاده شده است. اطلاعات و داده‌های کمی و کیفی مربوط به متغیرهای این پژوهش شامل بسیاری از اقلام از صورت‌های مالی حسابرسی شده و یادداشت‌های توضیحی همراه و همچنین از گزارش فعالیت‌های هیئت‌مدیره به مجمع عمومی صاحبان سهام برای متغیر عملکرد پایداری شرکت‌ها با مراجعه به کتابخانه سازمان بورس اوراق بهادار تهران جمع‌آوری شده است. ابزار گردآوری داده‌ها شامل شبکه جامع اطلاع‌رسانی codal.ir (برای صورت‌های مالی سال‌های ۱۳۹۰ الی ۱۳۹۵) و Rdis.ir (برای صورت‌های مالی سال‌های ۱۳۸۸ و ۱۳۸۹) و لوح‌های فشرده سازمان بورس اوراق بهادار تهران بوده که به‌صورت دستی استخراج گردید. تمامی داده‌های پژوهش در نرم‌افزار Excel ساماندهی شده است و در نهایت برای تجزیه و تحلیل کمی، همچنین آزمون هر یک از فرضیه‌ها در این پژوهش از رگرسیون چندگانه در نرم‌افزار ۱۲ Stata استفاده می‌شود.

جامعه آماری این پژوهش کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار ایران در بازه زمانی ۷ سال طی سال‌های ۱۳۸۹ الی ۱۳۹۵ می‌باشد. همچنین جهت جمع‌آوری داده‌های مربوط به فرضیات پژوهش برای متغیر عملکرد پایداری شرکتی تا یک سال قبل محاسبه شده است، در نتیجه بازه جمع‌آوری داده بین سال‌های ۱۳۸۸ الی ۱۳۹۵ در نظر گرفته شد. در این پژوهش ۹۳ شرکت با توجه به محدودیت‌های اعمال شده در زیر از جامعه آماری انتخاب شده‌اند:

(۱) قبل از سال ۱۳۸۸ تا پایان سال ۱۳۹۵ در بورس حضور داشته باشند؛

(۲) جز بانک‌ها، بیمه‌ها، شرکت‌های سرمایه‌گذاری و

واسطه‌گری نباشند؛

(۳) پایان سال مالی آن‌ها پایان اسفند ماه باشد؛

۴۳. Zheng & Zhang

۴۴. Xu et al



جدول ۱. متغیرهای پژوهش

| متغیرهای پژوهش                     | علامت اختصاری | نحوه اندازه گیری   |
|------------------------------------|---------------|--|
| ارزش بازار                         | MV            | لگاریتم طبیعی حاصلضرب تعداد سهام و قیمت سهام در پایان سال  |
| عملکرد پایداری شرکتی<br>KLD Index* | CSP           | $CSP = \sum_{i=1}^5 (نقطه نگرانی - نقطه قوت)$  |
| تمرکز مالکیت دولتی                 | Gown          | اگر شرکت دولتی (۵۰ درصد سهام بعلاوه یک سهم متعلق به ارگان های دولتی) باشد عدد یک، در غیر این صورت عدد صفر. |
| متغیر تعدیل گر                     | CSP*Gown      | حاصلضرب عملکرد پایداری شرکتی در مالکیت دولتی.  |
| اندازه شرکت                        | SIZE          | لگاریتم طبیعی ارزش دفتری جمع دارایی های شرکت.  |
| اهرم مالی                          | LEV           | ارزش دفتری جمع بدهی ها<br>ارزش دفتری جمع داراییها  |
| خالص جریان وجه نقد عملیاتی         | CFO           | خالص جریان نقد حاصل از فعالیت های عملیاتی<br>ارزش دفتری جمع داراییها                                       |
| رشد فروش                           | SG            | درصد تغییرات فروش سال جاری نسبت به فروش سال گذشته  |

\* در این پژوهش اثرات سال (شامل ۸ سال از ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۵) و اثرات صنعت (شامل ۱۹ صنعت) کنترل شده است (Kinder, Lydenberg & Domini).

جدول ۲. نقشه راه متغیرهای عملکرد پایداری شرکتی

| معیارهای اندازه گیری عملکرد پایداری شرکتی با استفاده از شاخص KLD |  | EGSEE   |
|--|--|---------|
| ارتباطات جامعه   | امور خیریه- در صورتیکه شرکت بخشی از سود خالص قبل از کسر مالیات را به امور خیریه اختصاص دهد.  | اجتماعی |
|  | اجرای برنامه های نوآورانه- اختصاص بودجه کمک به شرکت های غیر انتفاعی در شرایط نامناسب اقتصادی.  | اجتماعی |
|  | امور خیریه خارج از ایران- شرکت کمک های خود یا ابتکارات نوآورانه ای را در برنامه های خود در خارج از کشور انجام دهد.                                 | اجتماعی |
|  | برنامه حمایت از مسکن- برنامه های حمایتی مسکن در سطح شرکت و ملی   | اجتماعی |
|  | برنامه حمایت از تحصیل- شرکت برنامه حمایتی برای تحصیل ابتدایی و راهنمایی داشته باشد. یا برنامه ای برای برنامه های آموزش شغل برای جوانان برگزار کند. | اجتماعی |
|  | برنامه حمایت از ورزش- شرکت برنامه حمایتی برای ورزش در سطح شرکت، استانی و ملی داشته باشد.   | اجتماعی |
| مسئله های اجتماعی  | اثرات منفی اقتصادی- شرکت هایی که دچار مسائل حقوق آب، زمین، دفع ضایعات یا مسائل دیگری که اثرگذار بر زندگی، مالیات یا ارزش دارایی جامعه باشد.        | اجتماعی |
|  | مشکلات مالیاتی- در صورتیکه شرکت دارای پرونده مالیاتی در هیئت حل اختلاف مالیاتی باشد.   | اجتماعی |
|  | پاداش- در صورتی که شرکت پاداشی در سال مالی به مدیران ارشد داده باشد.   | حاکمیتی |
| حاکمیت شرکتی   | قوت مالکیت- در صورتیکه شرکت، صاحب ۲۰ تا ۵۰ درصد از شرکت دیگر باشد.   | حاکمیتی |
|  | قوت شفافیت- شرکت گزارش مؤثری از اندازه گیری های محیطی، اجتماعی و یا موضوع خاص شرکتی داشته باشد.  | حاکمیتی |
|  | نگرانی های حسابداری- شرکت دارای اظهار نظر حسابرسی مشروط باشد   | حاکمیتی |
| منوع   | مشکلات شفافیت- شرکت دارای ضعف در افشای اطلاعات مربوط به مسائل محیط و اجتماع باشد.  | حاکمیتی |
|  | مدیران اجرایی- در صورتیکه شرکت از مدیران اجرایی خانم و یا اقلیت جامعه استفاده کند.   | اجتماعی |
|  | اعضای هیئت مدیره- خانم ها، اقلیت ها و افراد معلول عضو هیئت مدیره باشند.  | اجتماعی |
|  | منافع شغلی/ زندگی- منافع خارج از شرکت برای کودکان، سالمندان یا اوقات فراغت   | اجتماعی |
|  | کارمندان خانم و اقلیت- حداقل ۵٪ کارمندان شرکت از این گروه باشند.   | اجتماعی |
|  | استخدام کارمندان معلول   | اجتماعی |
| مسئله های اجتماعی  | مشکلات دادگاهی- دعوی مربوط به کارکنان و بیمه و...  | اجتماعی |
|  | نداشتن خانم در اعضای هیئت مدیره  | اجتماعی |

| ادامه جدول ۲ |   |               |        |
|--------------|---|---------------|--------|
| اخلاقی       | مزایای غیر نقدی- شرکت مزایای غیر نقدی را برای کارکنان خود در نظر گرفته باشد.  | روابط کارکنان | فناوری |
| اخلاقی       | توزیع نقدی درآمد- شرکت دارای برنامه توزیع سود نقدی است که اخیراً آن را به اکثریت نیروی کار خود و سهامداران تقسیم کرده است.  |               |        |
| اخلاقی       | مشارکت کارکنان- شرکت برای مشارکت کارکنان، همچنین مشارکت در مالکیت راغب است.   |               |        |
| اخلاقی       | مزایای بازنشستگی- شرکت دارای برنامه مزایای بازنشستگی قابل توجه است.   |               |        |
| اخلاقی       | سلامت و ایمنی- شرکت دارای برنامه بهداشتی و ایمنی قوی است.   | فناوری        | فناوری |
| اخلاقی       | کاهش نیروی کار- شرکت در آن سال مالی نیروی کار خود را کاهش داده باشد.  |               |        |
| اخلاقی       | سلامت و ایمنی- شرکت جرایمی را بابت بهداشت و ایمنی پرداخت نموده باشد   |               |        |
| اخلاقی       | ضعف در مزایای بازنشستگی- شرکت در این زمینه دچار کسری بودجه شده باشد.  | محیط زیست     | فناوری |
| زیست محیطی   | محصولات و خدمات سودمند- ساخت محصول مطابق با محیط زیست و کارا در مصرف انرژی.   |               |        |
| زیست محیطی   | جلوگیری از آلودگی- شرکت دارای برنامه‌های پیشگیری از آلودگی شدید، از جمله کاهش میزان انتشار و برنامه‌های کاهش سموم است.  |               |        |
| زیست محیطی   | بازیافت- شرکت از مواد بازیافتی به‌عنوان موادخام در فرایندهای تولید استفاده می‌کند و یا عامل اصلی در صنعت بازیافت است.   |               |        |
| زیست محیطی   | انرژی پاک- شرکت اقدامات قابل توجهی را برای کاهش تأثیر بر تغییرات آب و هوایی و آلودگی هوا از طریق استفاده از انرژی‌های تجدیدپذیر و سوخت پاک یا از طریق بهره‌وری و صرفه‌جویی در انرژی انجام داده است.   |               |        |
| زیست محیطی   | دریافت جایزه و لوح تقدیر در زمینه محیط زیست   |               |        |
| زیست محیطی   | اموال، ماشین آلات و تجهیزات- شرکت اموال، ماشین آلات و تجهیزات خود را با عملکرد محیطی بالا برای صنعت خود حفظ می‌کند.   |               |        |
| زیست محیطی   | سیستم‌های مدیریتی- دریافت گواهی ISO ۱۴۰۰۱ توسط شرکت برای سیستم‌های مدیریتی شرکت.  |               |        |
| زیست محیطی   | فضولات خطرناک- شرکت جز ۵ صنعت اول در ایجاد فضولات پر خطر باشد (شیمیایی و نفت، چرم و نساجی، استخراج و تولید فلزات اساسی، کاغذ و چاپ و رنگ، شوینده و تمیزکننده).  |               |        |
| زیست محیطی   | مسائل قانونی- پرداخت جرائم برای مسائل و مشکلات زیست محیطی ای که شرکت تولید کرده است (نقض مدیریت زباله، جریمه انرژی).  |               |        |
| زیست محیطی   | مواد شیمیایی نازک کننده لایه اوزون- شرکت جزو تولیدکنندگان مواد شیمیایی از بین برنده لایه اوزون باشد.  | فناوری        | فناوری |
| زیست محیطی   | مواد شیمیایی کشاورزی- شرکت تولیدکننده مواد شیمیایی کشاورزی است، یعنی آفت کش ها یا کود شیمیایی و یا تولید مواد اولیه آن‌ها.  |               |        |
| زیست محیطی   | تغییرات آب و هوایی- شرکت باعث تغییرات اقلیمی و آب و هوا شود- شرکت درآمد قابل توجهی از فروش زغال سنگ یا نفت و محصولات مشتق شده آن به‌دست می‌آورد یا درآمد قابل توجهی را به‌طور غیرمستقیم از احتراق زغال سنگ یا نفت و محصولات تولیدی به‌دست می‌آورد.  |               |        |
| اخلاقی       | روابط دوستانه با مردم بومی- شرکت ارتباطات خود را با مردم بومی برقرار کرده و به مسائل مربوط به آن‌ها احترام می‌گذارد (ایجاد فضای سبز برای استفاده عموم، برگزاری مراسم ها و جشن ها، احداث جاده برای راحتی مردم بومی، استفاده از کارگران بومی، برگزاری مسابقات ورزشی شهری و استانی، برگزاری نمایشگاه در سطح شهر و استان، کمک به روستا و شهر همجوار، گزارش رضایت همسایگان کارخانه). | حقوق بشر      | فناوری |
| اخلاقی       | حقوق کارکنان و کارگران- افشای مناسب برای حقوق کارکنان و کارگران وجود دارد.  |               |        |
| اقتصادی      | کیفیت- شرکت دارای یک برنامه کیفیت بلندمدت برای محصولات و خدمات باشد.  | محصول         | فناوری |
| اقتصادی      | تحقیق و توسعه / نوآوری- شرکت دارای برنامه‌ای برای تحقیق و توسعه و نوآوری در صنعت خود است.   |               |        |
| اقتصادی      | مزایای شرایط سخت اقتصادی- شرکت به‌عنوان بخشی از مأموریت اصلی خود، محصولات یا خدمات را برای افراد محروم اقتصادی ارائه می‌کند.  |               |        |
| اقتصادی      | ایمنی محصول- شرکت اخیراً جریمه‌های قابل توجهی در رابطه با ایمنی محصولات و خدمات پرداخت کرده است .   |               |        |
| اقتصادی      | نگرانی‌های قراردادی / بازاریابی- پرداخت جرائم و یا دعاوی حقوقی مربوط به قرارداد ها، بازاریابی و شیوه تبلیغات و ...  |               |        |

### آزمون فرضیه های اول تا ششم

جدول (۵) نتایج آزمون فرضیه های اول تا ششم را نشان می دهد. در این جدول رابطه تمرکز مالکیت دولتی با ابعاد پایداری شرکتی مورد بررسی قرار می گیرد.

فرضیه اول بیان می دارد که رابطه مثبت و معناداری بین تمرکز مالکیت دولتی و بعد اجتماعی عملکرد پایداری شرکتی وجود دارد. همان طور که در جدول ۵ نشان داده شده است، آماره  $F$  مربوط به مدل فرضیه اول  $۴۳/۴۶$  و سطح معناداری آن  $۰/۰۰۰$  می باشد که نشان از برازش مناسب مدل رگرسیونی است. در این مدل متغیرهای مستقل به میزان  $۲۶\%$  متغیر وابسته را توضیح می دهند. با توجه به ضریب تمرکز مالکیت دولتی ( $۰/۱۵۸$ )، آماره  $t$  ( $۱/۴۱$ ) و سطح معناداری آن می توان نتیجه گرفت که رابطه معناداری بین تمرکز مالکیت دولتی و بعد اجتماعی عملکرد پایداری وجود ندارد. لذا فرضیه اول این پژوهش مبنی بر رابطه مثبت و معنادار بین تمرکز مالکیت دولتی و بعد اجتماعی عملکرد پایداری شرکت تأیید نمی گردد.

در فرضیه دوم رابطه بین تمرکز مالکیت دولتی و بعد زیست محیطی عملکرد پایداری مورد بررسی قرار گرفت. آماره  $F$  مربوط به مدل فرضیه دوم ( $۴۵/۹۴$ ) و سطح معناداری آن ( $۰/۰۰۰$ ) نشان می دهد که مدل رگرسیونی دارای برازش مناسب است. در فرضیه دوم، متغیرهای مستقل به میزان  $۴۸/۷\%$  متغیر وابسته را توضیح می دهند. با توجه به جدول (۵)، ضریب متغیر تمرکز مالکیت دولتی  $۰/۹۵۰$  است. آماره  $t$  ( $۸/۰۶$ ) و سطح معناداری آن نشان می دهد که تمرکز مالکیت دولتی رابطه مثبت و معناداری با بعد زیست محیطی عملکرد پایداری شرکت دارد. لذا می توان نتیجه گرفت که فرضیه دوم پژوهش مورد تأیید قرار می گیرد.

فرضیه سوم این پژوهش عبارت است از رابطه مثبت و معناداری بین تمرکز مالکیت دولتی و بعد حاکمیتی عملکرد پایداری شرکتی وجود دارد. آماره  $F$  ( $۱۲/۱۱$ ) و سطح معناداری آن ( $۰/۰۰۰$ ) برازش مناسب مدل رگرسیونی را نشان می دهد. مقدار ضریب تعیین نشان می دهد که متغیرهای مستقل به میزان  $۳۰/۲\%$  متغیر وابسته را توضیح می دهند. ضریب متغیر تمرکز مالکیت دولتی ( $۰/۲۰۶$ ) نشان می دهد که بین تمرکز مالکیت دولتی و بعد حاکمیتی عملکرد پایداری رابطه مثبت وجود دارد. با توجه به آماره  $t$  ضریب تمرکز مالکیت دولتی ( $۲/۲۱$ ) این رابطه در سطح خطای  $۰/۰۵$  معنادار است. لذا فرضیه سوم این پژوهش مبنی بر رابطه مثبت و معنادار بین تمرکز مالکیت دولتی و بعد حاکمیتی عملکرد پایداری شرکتی تأیید می گردد.

فرضیه چهارم بیان می دارد که رابطه مثبت و معناداری

دیگر چنانچه برای شرکتی معیارهای نقاط نگرانی برقرار باشد عدد ۱ و در غیر این صورت عدد صفر تعلق می گیرد.

جهت محاسبه امتیاز هر یک از ابعاد عملکرد پایداری برای هر شرکت مجموع نقاط نگرانی از مجموع نقاط قوت کسر می شود و امتیاز عملکرد اجتماعی (SOC)، حاکمیتی (GOV)، اخلاق (ETH)، زیست محیطی (INV) و اقتصادی (ECO) محاسبه می گردد. به منظور محاسبه امتیاز کل عملکرد پایداری شرکتی از فرمول زیر استفاده می شود (i، عبارت است از ابعاد پنج گانه پایداری شرکتی):

$$CSP = \sum_{i=1}^5 (نقاط نگرانی - نقاط قوت)$$

### یافته های پژوهش

#### آمار توصیفی

جدول (۳) آمار توصیفی هر یک از متغیرهای وابسته، مستقل و کنترلی پژوهش حاضر را نشان می دهد. با توجه به این جدول، آمار توصیفی در مورد ابعاد عملکرد پایداری نشان می دهد که به طور کلی میانگین عملکرد پایداری شرکتی برابر با  $۶/۵۱۳$  است که نسبت امتیاز کامل قابل کسب، در سطح پایینی قرار دارد. در بین ابعاد عملکرد پایداری، ابعاد زیست محیطی و حاکمیتی با امتیاز ( $-۳$ ) کمترین مقدار و ابعاد اجتماعی، زیست محیطی و اخلاقی با امتیاز ( $۶$ ) بیشترین مقدار را کسب نمودند. از طرفی آمار توصیفی نشان می دهد که تقریباً  $۶۱$  درصد مشاهدات دارای تمرکز مالکیت دولتی می باشند و از نوع شرکت های دولتی محسوب می شوند. به عبارتی از  $۶۵۱$  سال/شرکت، تعداد  $۳۹۸$  مشاهده به عنوان شرکت های دولتی طبقه بندی شده است.

#### بررسی فروض مدل رگرسیون خطی

رگرسیون جهت برآورد مدل مناسب با بهترین برازش، نیازمند وجود چند پیش فرض کلاسیک می باشد که نتایج حاصله در جدول ۴ ذکر گردید.

#### آزمون فرضیه های پژوهش

در این پژوهش به منظور آزمون فرضیات و نیز رفع مشکل ناهمسانی واریانس و خود همبستگی سریالی بین باقیمانده ها، از روش رگرسیون حداقل مربعات مقاوم (Robust OLS) و رگرسیون حداقل مربعات تعمیم یافته (GLS) استفاده شده است. در زمان برآورد مدل به روش فوق و همچنین کنترل اثرات سال و صنعت، انجام آزمون های انتخاب الگوی مناسب (چاو و هاسمن) ضروری نمی باشد (بنی مهد،  $۱۳۹۶$ ).

## جدول ۳. آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

| متغیرهای پژوهش        | نماد | میانگین | میانه  | کمینه  | بیشینه | انحراف معیار |
|-----------------------|------|---------|--------|--------|--------|--------------|
| ارزش بازار            | MV   | ۱۳/۸۷۴  | ۱۳/۷۶۲ | ۱۱/۲۸۰ | ۱۷/۲۹۹ | ۱/۵۲۴        |
| بعد اجتماعی           | SOC  | ۰/۷۵۳   | ۱/۰۰۰  | -۲/۰۰۰ | ۶/۰۰۰  | ۱/۴۳۰        |
| بعد زیست محیطی        | ENV  | ۱/۷۲۴   | ۲/۰۰۰  | -۳/۰۰۰ | ۶/۰۰۰  | ۱/۷۳۴        |
| بعد حاکمیتی           | GOV  | -۰/۳۸۶  | ۰/۰۰۰  | -۳/۰۰۰ | ۳/۰۰۰  | ۱/۳۴۲        |
| بعد اخلاقی            | ETH  | ۲/۸۷۶   | ۳/۰۰۰  | -۱/۰۰۰ | ۶/۰۰۰  | ۱/۳۳۶        |
| بعد اقتصادی           | ECO  | ۱/۵۴۷   | ۲/۰۰۰  | ۰/۰۰۰  | ۳/۰۰۰  | ۰/۸۳۹        |
| عملکرد پایداری شرکتی  | CSP  | ۶/۵۱۳   | ۷/۰۰۰  | -۵/۰۰۰ | ۱۹/۰۰۰ | ۴/۲۹۵        |
| تمرکز مالکیت دولتی    | GOWN | ۰/۶۱۱   | ۱/۰۰۰  | ۰/۰۰۰  | ۱/۰۰۰  | ۰/۴۸۸        |
| اندازه شرکت           | SIZE | ۱۴/۳۲۳  | ۱۴/۰۲۱ | ۱۱/۰۸۲ | ۱۹/۱۳۳ | ۱/۵۸۴        |
| اهرم مالی             | LEV  | ۰/۶۱۸   | ۰/۶۰۹  | ۰/۰۰۲  | ۲/۶۵۸  | ۰/۲۷۳        |
| جریان وجه نقد عملیاتی | CFO  | ۰/۱۱۶   | ۰/۱۰۰  | -۰/۳۰۱ | ۱/۰۴۹  | ۰/۱۳۳        |
| رشد فروش              | SG   | ۰/۱۸۹   | ۰/۱۵۳  | -۰/۹۱۵ | ۲/۷۳۳  | ۰/۳۹۲        |

## جدول ۴. بررسی فروض کلاسیک رگرسیون خطی

| آزمون های پیش فرض | عدم هم خطی <sup>۴۷</sup>      | نا همسانی واریانس <sup>۴۸</sup> | خود همبستگی سریالی <sup>۴۹</sup> | نرمال بودن باقیمانده <sup>۵۰</sup> | روش برآورد مدل <sup>۵۱</sup> |
|-------------------|-------------------------------|---------------------------------|----------------------------------|------------------------------------|------------------------------|
| مدل               | میانگین عامل تورم واریانس VIF | برش-پاگان / کوک-ویسبرگ*         | آزمون والدريج*                   | جارکو-برا                          | نوع آزمون                    |
| فرضیه اول         | ۴/۱۱                          | ۱/۰۷<br>(۰/۳۰۲۴)                | ۴۶/۵۹۸<br>(۰/۰۰۰۰)               | ۷/۵۹۴                              | Robust OLS                   |
| فرضیه دوم         | ۴/۱۱                          | ۱/۵۸<br>(۰/۲۰۹۳)                | ۳۱/۸۹۶<br>(۰/۰۰۰۰)               | ۲/۱۳۹                              | Robust OLS                   |
| فرضیه سوم         | ۴/۱۱                          | ۱/۳۸<br>(۰/۲۳۹۸)                | ۲۴/۲۹۱<br>(۰/۰۰۰۰)               | ۴/۶۷۱                              | Robust OLS                   |
| فرضیه چهارم       | ۴/۱۱                          | ۰/۶۳<br>(۰/۴۲۷۶)                | ۳۵/۰۴۱<br>(۰/۰۰۰۰)               | ۲/۷۴۴                              | Robust OLS                   |
| فرضیه پنجم        | ۴/۱۱                          | ۰/۲۵<br>(۰/۶۱۹۸)                | ۱۰/۷۶۳<br>(۰/۰۰۱۵)               | ۸/۰۶۴                              | Robust OLS                   |
| فرضیه ششم         | ۴/۱۱                          | ۰/۲۳<br>(۰/۶۳۱۱)                | ۳۲/۹۶۴<br>(۰/۰۰۰۰)               | ۰/۷۵۳                              | Robust OLS                   |
| فرضیه هفتم        | ۴/۲۱                          | ۱۹/۹۸<br>(۰/۰۰۰۰)               | ۶۱/۶۴۸<br>(۰/۰۰۰۰)               | ۵۵/۹۷۳                             | GLS                          |
| فرضیه هشتم        | ۴/۳۹                          | ۱۷/۳۹<br>(۰/۰۰۰۰)               | ۶۴/۷۶۱<br>(۰/۰۰۰۰)               | ۵۶/۸۰۹                             | GLS                          |

\* توضیح اینکه برای آزمون نا همسانی واریانس و خود همبستگی سریالی، سطر اول مقدار آماره و سطر دوم (عدد داخل پرانتز) سطح معناداری آماره می باشد.

۴۷. در همه مدل ها میانگین عامل تورم واریانس برای متغیرهای مستقل

و وابسته در حد مجاز بوده و از نظر هم خطی مشکلی وجود ندارد.

۴۸. در مدل فرضیات هفتم و هشتم، آماره معنادار بوده که نشان دهنده عدم همسانی واریانس مقادیر خطای مدل است.

۴۹. آماره والدريج برای مدل همه فرضیات در سطح ۵٪ معنادار بوده که نشان از وجود خود همبستگی سریالی در باقیمانده مدل ها می باشد و برای رفع مشکل خود همبستگی مرتبه اول از روش رگرسیون حداقل مربعات مقاوم (Robust OLS) استفاده شده است.

۵۰. اگر مقدار آماره جارکو-برا کمتر عدد ۵/۹۹ باشد توزیع باقیمانده های مدل نرمال است. مدل فرضیات دوم، سوم، چهارم و ششم دارای توزیع

نرمال باقیمانده ها می باشد. در سایر فرضیات با توجه به قضیه حد مرکزی به دلیل تعداد مشاهدات زیاد می توان از فرض نرمال بودن باقیمانده ها صرف نظر کرد.

۵۱. در انتخاب روش برآورد مدل به منظور آزمون فرضیه ها، برای فرضیه های اول تا ششم تنها به دلایلی وجود مشکل خود همبستگی سریالی از رگرسیون حداقل مربعات مقاوم (Robust OLS) استفاده شده است و برای فرضیه های هفتم و هشتم به دلیل وجود مشکل نا همسانی واریانس و خود همبستگی سریالی با هم، از رگرسیون حداقل مربعات تعمیم یافته (GLS) استفاده شده است.

جدول ۵. نتایج آزمون فرضیه های اول الی ششم (Robust OLS)

$$CSP_t = \beta_0 + \beta_1 Gown_t + \beta_2 Size_t + \beta_3 Lev_t + \beta_4 CFO_t + \beta_5 SG_t + \sum_1^{19} \beta_i Industry + \sum_1^5 \beta_j Year + \epsilon_0$$

| متغیر وابسته   |                      |                    |                      |                      |                      | نماد | متغیرها                   |
|--|----------------------|--------------------|----------------------|----------------------|----------------------|------|---------------------------|
| فرضیه اول فرضیه دوم فرضیه سوم فرضیه چهارم فرضیه پنجم فرضیه ششم |                      |                    |                      |                      |                      |      |                           |
| CSP  | ECO                  | ETH                | GOV                  | ENV                  | SOC                  |      |                           |
| عملکرد پایداری   | اقتصادی              | اخلاقی             | حاکمیتی              | زیست محیطی           | اجتماعی              |      |                           |
| ۱/۸۴۳***<br>(۶/۱۸)   | ۰/۱۵۹**<br>(۲/۴۵)    | ۰/۳۷۰***<br>(۳/۶۷) | ۰/۲۰۶<br>(۲/۲۱)**    | ۰/۹۵۰***<br>(۸/۰۶)   | ۰/۱۵۸<br>(۱/۴۱)      | GOWN | تمرکز مالکیت دولتی        |
| ۰/۸۹۸***<br>(۷/۶۳)   | ۰/۰۸۵***<br>(۳/۷۷)   | ۰/۰۲۷<br>(۰/۷۲)    | ۰/۲۱۱***<br>(۵/۴۲)   | ۰/۲۴۹***<br>(۵/۰۷)   | ۰/۳۲۵***<br>(۷/۲۰)   | SIZE | اندازه شرکت               |
| -۰/۰۰۴<br>(-۰/۰۱)  | ۰/۶۴۳***<br>(۴/۰۷)   | -۰/۱۳۵<br>(-۰/۶۶)  | -۰/۰۳۱<br>(-۰/۱۸)    | -۰/۲۸۷*<br>(-۱/۷۰)   | -۰/۱۹۳<br>(-۱/۰۶)    | LEV  | اهرم مالی                 |
| ۳/۳۶۱***<br>(۳/۱۹)   | -۰/۰۰۶**<br>(-۲/۵۹)  | ۰/۹۷۶***<br>(۲/۹۷) | ۱/۰۷۹***<br>(۳/۰۳)   | ۱/۶۰۶***<br>(۴/۲۱)   | ۰/۳۰۷<br>(۰/۸۱)      | CFO  | جریان وجه نقد عملیاتی     |
| -۰/۱۷۸<br>(-۰/۶۱)  | -۰/۰۲۹<br>(-۰/۳۶)    | ۰/۰۵۵<br>(۰/۴۷)    | -۰/۰۰۸<br>(-۰/۰۶)    | -۰/۰۶۸<br>(-۰/۵۷)    | -۰/۱۲۸<br>(-۱/۱۲)    | SG   | رشد فروش                  |
| -۵/۲۱۴***<br>(-۳/۶۱)   | -۰/۵۸۳***<br>(-۲/۱۰) | ۳/۱۲۷***<br>(۶/۱۴) | -۲/۰۷۳***<br>(-۳/۰۹) | -۲/۲۲۸***<br>(-۳/۵۸) | -۳/۴۵۸***<br>(-۵/۸۲) | C    | مقدار ثابت                |
| بله  | بله                  | بله                | بله                  | بله                  | بله                  | Year | سال                       |
| بله  | بله                  | بله                | بله                  | بله                  | بله                  | Ind  | صنعت                      |
| ۶۴/۱۷  | ۲۱/۵۳                | ۲۱/۹۵              | ۱۲/۱۱                | ۴۵/۹۴                | ۴۳/۴۶                |      | آماره F                   |
| ۰/۰۰۰  | ۰/۰۰۰                | ۰/۰۰۰              | ۰/۰۰۰                | ۰/۰۰۰                | ۰/۰۰۰                |      | احتمال آماره F            |
| ۰/۴۵۲  | ۰/۲۴۷                | ۰/۲۹۸              | ۰/۳۰۲                | ۰/۴۸۷                | ۰/۲۶۰                |      | ضریب تعیین R <sup>۲</sup> |
| ۰/۴۴۶  | ۰/۲۳۹                | ۰/۲۹۱              | ۰/۲۹۵                | ۰/۴۸۲                | ۰/۲۵۳                |      | ضریب تعیین تعدیل شده      |

\* در سطح معناداری ۰/۱، \*\* در سطح معناداری ۰/۰۵، \*\*\* در سطح معناداری ۰/۰۰۱. توضیح: برای هر متغیر، سطر اول ضرایب و سطر دوم (داخل پرانتز) آماره t.

مربوط به مدل فرضیه پنجم (۲۱/۵۳) و سطح معناداری آن (۰/۰۰۰) نشان می‌دهد که مدل رگرسیونی دارای برازش مناسب است. در فرضیه پنجم، متغیرهای مستقل به میزان ۲۴/۷٪ متغیر وابسته را توضیح می‌دهند. با توجه به جدول (۵)، ضریب متغیر تمرکز مالکیت دولتی ۰/۱۵۸ می‌باشد. آماره t (۲/۴۵) و سطح معناداری آن نشان می‌دهد که در سطح خطای ۰/۰۵ تمرکز مالکیت دولتی رابطه مثبت و معناداری با بعد اقتصادی عملکرد پایداری شرکت دارد. لذا می‌توان نتیجه گرفت که فرضیه پنجم پژوهش مورد تأیید قرار می‌گیرد. فرضیه ششم این پژوهش عبارت است از رابطه مثبت و معناداری بین تمرکز مالکیت دولتی و عملکرد پایداری شرکتی وجود دارد. در این فرضیه عملکرد پایداری مجموع امتیاز ابعاد پنجگانه پایداری می‌باشد. آماره F (۶۴/۱۷) و سطح معناداری آن (۰/۰۰۰) برازش مناسب مدل رگرسیونی را نشان می‌دهد. مقدار ضریب تعیین نشان می‌دهد که متغیرهای مستقل به

بین تمرکز مالکیت دولتی و بعد اخلاقی عملکرد پایداری شرکتی وجود دارد. همان‌طور که در جدول ۵ نشان داده شده است، آماره F مربوط به مدل فرضیه چهارم ۲۱/۹۵ و سطح معناداری آن ۰/۰۰۰ می‌باشد که نشان از برازش مناسب مدل رگرسیونی است. در این مدل متغیرهای مستقل به میزان ۲۹/۸٪ متغیر وابسته را توضیح می‌دهند. با توجه به ضریب تمرکز مالکیت دولتی (۰/۳۷۰)، آماره t (۳/۶۷) و سطح معناداری آن می‌توان نتیجه گرفت که در سطح خطای ۰/۰۱ رابطه معناداری بین تمرکز مالکیت دولتی و بعد اخلاقی عملکرد پایداری وجود دارد. لذا با توجه به علامت ضریب متغیر تمرکز مالکیت دولتی فرضیه چهارم این پژوهش مبنی بر رابطه مثبت و معنادار بین تمرکز مالکیت دولتی و بعد اخلاقی عملکرد پایداری شرکت تأیید می‌گردد. در فرضیه پنجم رابطه بین تمرکز مالکیت دولتی و بعد اقتصادی عملکرد پایداری مورد بررسی قرار گرفت. آماره F

به منظور آزمون فرضیه هفتم، با توجه به جدول ۶، آماره والد و احتمال آن بیانگر برآزش مناسب مدل است. ضریب متغیر عملکرد پایداری شرکتی (۰/۰۱۸)، آماره t (۳/۱۵) و سطح معناداری آن نشان می‌دهد که با اطمینان ۹۹٪ عملکرد پایداری شرکتی تأثیر مثبت و معناداری بر ارزش بازار شرکت‌های پذیرفته شده در بورس دارد. در نتیجه فرضیه هفتم پژوهش تأیید می‌شود.

در فرضیه هشتم پژوهش اثر تعدیل‌کنندگی تمرکز مالکیت دولتی (شرکت‌های دولتی) بر رابطه بین عملکرد پایداری شرکتی و ارزش بازار شرکت مورد بررسی قرار گرفت. همان‌طور که در جدول ۶ نشان داده شد، آماره والد و احتمال آن نشان از برآزش مناسب مدل است. از آنجا که ضریب متغیر تعدیلگر مدل، به عبارتی حاصلضرب عملکرد پایداری شرکتی و تمرکز مالکیت شرکت (۰/۰۰۷-) و آماره t (۰/۶۳-) آن معنادار نمی‌باشد در نتیجه می‌توان بیان کرد که تمرکز مالکیت دولتی

میزان ۴۵/۲٪ متغیر وابسته را توضیح می‌دهند. ضریب متغیر تمرکز مالکیت دولتی (۱/۸۴۳) نشان می‌دهد که بین تمرکز مالکیت دولتی و عملکرد پایداری شرکت رابطه مثبت وجود دارد. با توجه به آماره t ضریب تمرکز مالکیت دولتی (۶/۱۸) این رابطه در سطح خطای ۰/۰۱ معنادار است. لذا فرضیه ششم این پژوهش مبنی بر رابطه مثبت و معنادار بین تمرکز مالکیت دولتی و عملکرد پایداری شرکتی تأیید می‌گردد.

### آزمون فرضیه هفتم و هشتم

در فرضیه هفتم، تأثیر عملکرد پایداری شرکتی بر ارزش بازار شرکت و همچنین در فرضیه هشتم اثر تعدیلی تمرکز مالکیت دولتی (شرکت‌های دولتی) بر رابطه بین عملکرد پایداری شرکتی و ارزش بازار مورد بررسی قرار گرفت. نتایج رگرسیون مربوط به فرضیه‌های هفتم و هشتم در جدول ۶ نشان داده شده است.

### جدول ۶. نتایج آزمون فرضیه‌های هفتم و هشتم (GLS)

| متغیر مستقل: ارزش بازار (MV)  |                      | نماد                      | متغیرها                                 |
|---|----------------------|---------------------------|---|
| فرضیه هفتم  | فرضیه هشتم           |                           |   |
| ۰/۰۱۸**<br>(۲/۰۴)   | ۰/۰۱۸***<br>(۳/۱۵)   | CSP                       | عملکرد پایداری شرکتی                    |
| ۰/۱۶۴*<br>(۱/۸۳)  | -                    | GOWN                      | تمرکز مالکیت دولتی                      |
| -۰/۰۰۷<br>(-۰/۶۳)   | -                    | CSP*GOWN                  | عملکرد پایداری شرکتی*تمرکز مالکیت دولتی |
| ۰/۶۳۸***<br>(۲۵/۵۰)   | ۰/۶۵۹***<br>(۲۷/۴۲)  | SIZE                      | اندازه شرکت                             |
| -۰/۲۹۷***<br>(-۳/۱۱)  | -۰/۲۷۶***<br>(-۲/۹۴) | LEV                       | اهرم مالی                               |
| ۱/۰۴۵***<br>(۷/۷۹)  | ۱/۱۱۹***<br>(۸/۴۹)   | CFO                       | جریان وجه نقد عملیاتی                   |
| ۰/۱۲۹***<br>(۲/۸۸)  | ۰/۱۳۷***<br>(۳/۰۵)   | SG                        | رشد فروش                                |
| ۳/۹۴۳***<br>(۱۰/۱۷)   | ۳/۸۰۹***<br>(۹/۹۷)   | C                         | مقدار ثابت                              |
| بله   | بله                  | Year                      | سال                                     |
| بله   | بله                  | Ind                       | صنعت                                    |
| ۳۲۵۹/۴۰   | ۳۳۳۵/۲۸              | آماره والد-کای دو         |   |
| ۰/۰۰۰۰  | ۰/۰۰۰                | احتمال آماره والد         |   |
| ۰/۳۹۰   | ۰/۳۷۹                | ضریب تعیین R <sup>۲</sup> |   |
| ۰/۳۸۲   | ۰/۳۷۳                | ضریب تعیین تعدیل شده      |   |
| *در سطح معناداری ۰/۱، ** در سطح معناداری ۰/۰۵ و *** در سطح معناداری ۰/۰۱.<br>توضیح: برای هر متغیر، سطر اول ضرایب و سطر دوم (داخل پرانتز) آماره t. |                      |                           |   |

تئوری های ذینفعان، مشروعیت و نهادی در مورد رابطه بین شرکت های دولتی و عملکرد پایداری شرکتی حمایت می کند و موجب تقویت ادبیات مربوط به آن ها می شود. بر اساس تئوری ذینفعان و مشروعیت، عملکردهای اجتماعی، زیست محیطی، حاکمیتی، اخلاقی و اقتصادی موجب رضایت همه ذینفعان، افزایش شهرت و ایجاد وجهه مناسب برای شرکت ها شده که خود باعث کاهش هزینه های معاملات در بلندمدت می گردد. این موضوع مشروعیت سازمان را در جامعه های در آن فعالیت می کند افزایش داده و ارزش شرکت را در بلندمدت تحت تأثیر قرار می دهد. محدودیت مورد توجه در این پژوهش، استخراج داده های پایداری بوده است، زیرا شکل و نحوه ارائه این اطلاعات در گزارش هیئت مدیره به مجمع عمومی صاحبان سهام در شرکت های مختلف، متفاوت است. با توجه به نتایج این پژوهش به مدیران شرکت ها پیشنهاد می شود، به دلیل رقابتی شدن بازارها، برای حفظ و تقویت مشروعیت و کسب وجهه مناسب و نیز افزایش عملکرد و ارزش بازار شرکت، ابعاد عملکرد پایداری را مورد توجه قرار داده و در گزارشات سالانه شرکت ها به نحو مطلوب افشا نمایند همچنین به پژوهشگران پیشنهاد می شود تا ابعاد عملکرد پایداری شرکتی را در طول چرخه عمر شرکت های دولتی و غیردولتی و تأثیر آن بر سایر معیارهای عملکرد شرکت (حسابداری، بازار و اقتصادی) مورد بررسی قرار دهند.

### منابع

- برزگر، قدرت اله؛ اسکو، وحید؛ تاگر، رضا. (۱۳۹۵). "بررسی رابطه بین ساختار مالکیت و مسئولیت اجتماعی شرکتی در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران". *بررسی های حسابداری*، ۳(۱۱)، ۴۴-۲۱.
- بهار مقدم، مهدی؛ صادقی، زین العابدین؛ صفرزاده، ساره. (۱۳۹۳). "بررسی رابطه مکانیزم های حاکمیت شرکتی بر افشای مسئولیت اجتماعی شرکت ها". *فصلنامه علمی پژوهشی حسابداری مالی*، ۵(۲۰).
- حسینی، سید علی؛ حقیقت، سرور. (۱۳۹۵). "رابطه بین حاکمیت شرکتی و تعهد به ایفای مسئولیت های اجتماعی در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران". *پژوهش حسابداری*، ۳(۳)، ۱۲۸-۱۰۳.
- خوزین، علی؛ طالب نیا، قدرت اله؛ گرکز، منصور؛ بنی مهد، بهمن. (۱۳۹۷). "بررسی اثر ساختار مالکیت بر توسعه سطح گزارشگری پایداری". *فصلنامه حسابداری مدیریت*، ۱۱(۳۶)، ۱-۱۳.
- شفیع، حسین؛ خدای پور، احمد؛ دستگیر، محسن.

اثر معناداری بر رابطه بین عملکرد پایداری شرکتی و ارزش بازار ندارد. لذا با توجه به موارد مذکور فرضیه هشتم پژوهش رد می شود.

### بحث و نتیجه گیری

در این پژوهش به بررسی رابطه بین تمرکز مالکیت (شرکت های دولتی)، ابعاد عملکرد پایداری و ارزش بازار شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته شده است. با توجه به مبانی نظری بیان شده، از یک طرف رابطه بین تمرکز مالکیت دولتی و ابعاد عملکرد پایداری شرکتی و از طرف دیگر اثر تمرکز مالکیت دولتی بر رابطه بین عملکرد پایداری شرکتی و ارزش بازار مورد بررسی قرار گرفت. نتایج حاصل از آزمون فرضیه ها نشان داد که بین تمرکز مالکیت دولتی (شرکت های دولتی) و بعد اجتماعی عملکرد پایداری شرکتی رابطه معناداری وجود ندارد، ولی نتایج حاکی از آن است که تمرکز مالکیت دولتی (شرکت های دولتی) اثر مثبت و معناداری بر ابعاد زیست محیطی، حاکمیتی، اخلاقی و اقتصادی عملکرد پایداری شرکتی دارد. به طور کلی با آزمون فرضیه ششم یافته ها نشان داد که تمرکز مالکیت دولتی اثر مثبت و معناداری بر عملکرد کلی پایداری شرکتی دارد. این نتایج با یافته های گاردسانچز و همکاران (۲۰۱۷)، زی و همکاران (۲۰۱۵)، ملکیان و همکاران (۱۳۹۵) و برزگز و همکاران (۱۳۹۵) همسو و همچنین با نتایج ژانگ و ژانگ (۲۰۱۶)، لی و همکاران (۲۰۱۳)، صبحی و محمدزاده (۱۳۹۷) و عبدلی و همکاران (۱۳۹۲) ناهمسو می باشد. این یافته ها بیانگر آن است که شرکت های دولتی انگیزه بیشتری برای اقدامات و فعالیت های مسئولیت اجتماعی و پایداری شرکتی دارند، زیرا آن ها از طرف ذینفعان، بیشتر تحت فشار هستند. از این رو شرکت های دولتی به منظور جلب اعتماد عمومی و نیز کسب مشروعیت، اقدام به فعالیت های مسئولیت اجتماعی و پایداری شرکتی نموده و این اقدامات را به طور مؤثرتری در گزارشات خود افشا می نمایند. یافته ها در مورد عملکرد پایداری شرکتی و ارزش بازار نشان داد که عملکرد پایداری شرکتی اثر مستقیمی بر ارزش بازار شرکت ها در سال بعد دارد بدین معنی که اقدامات پایداری شرکتی در بلندمدت عملکرد و ارزش شرکت را به طور مستقیم تحت تأثیر قرار می دهد، این نتیجه مطابق با پژوهش لی و همکاران (۲۰۱۸) می باشد. در نهایت با بررسی اثر تعدیلی تمرکز مالکیت دولتی بر رابطه بین عملکرد پایداری شرکتی و ارزش بازار یافته ها حاکی از آن است که تمرکز مالکیت دولتی اثر معناداری بر این رابطه ندارد که مخالف با مبانی نظری بیان شده می باشد. این پژوهش از

- تهران، انجمن مدیریت راهبردی ایران، [https://www.civilica.com/Paper-ICSM10-ICSM10\\_082.html](https://www.civilica.com/Paper-ICSM10-ICSM10_082.html)
- معصومی، سید رسول؛ صالح نژاد، سید حسن؛ ذبیحی زرین کلایی، علی. (۱۳۹۷). "شناسایی متغیرهای مؤثر بر میزان گزارشگری پایداری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران". *دانش حسابرسی*، ۱۸(۷۰)، ۱۹۵-۲۲۱.
  - ملکیان، اسفندیار؛ سلمانی، رسول؛ شهسوار، معصومه. (۱۳۹۵). "مطالعه رابطه بین مالکیت دولتی و نهادی با مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکت‌ها". *فصلنامه دانش سرمایه‌گذاری*، ۵(۱۷)، ۷۴-۵۵.
  - AICPA. (۲۰۱۳b). "The Economics of Sustainability Initiatives". Retrieved from [http://www.aicpa.org/InterestAreas/FRC/AssuranceAdvisoryServices/DownloadableDocuments/Whitepaper\\_Economics\\_of\\_Sustainability\\_Initiatives.pdf](http://www.aicpa.org/InterestAreas/FRC/AssuranceAdvisoryServices/DownloadableDocuments/Whitepaper_Economics_of_Sustainability_Initiatives.pdf) in October.
  - Alexius, S. & Cisneros, J. (۲۰۱۵). "Mission(s) Impossible? Configuring Values in the Governance of State-owned Enterprises". *International Journal of Public Sector Management*, ۲۸(۴/۵)، ۲۸۶-۳۰۶.
  - Anthony C., Ng, Zabihollah Rezaee (۲۰۱۵). "Business Sustainability Performance and Cost of Equity Capital". *Journal of Corporate Finance*, ۳۴، ۱۲۸-۱۴۹.
  - Branco, C.M. & Lima Rodrigues, L.L. (۲۰۰۸). "Social Responsibility Disclosure: A study of Proxies for the Public Visibility of Portuguese Banks". *The British Accounting Review*, ۴۰(۲)، ۱۶۱-۱۸۱.
  - Buhr, N. (۱۹۹۸). Environmental performance, legislation and annual report disclosure: the case of acid rain and Falconbridge. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, ۱۱(۲)، ۱۶۳-۱۹۰.
  - Carpenter, V.L. & Feroz, E.H. (۲۰۰۱). "Institutional Theory and Accounting Rule Choice: An Analysis of Four US State Governments' Decisions to Adopt Generally Accepted Accounting Principles". *Accounting, Organizations and Society*, ۲۶(۱)، ۵۶۵-۵۹۶.
  - Córdoba-Pachón, J.R., Garde-Sánchez, R. & Rodríguez-Bolívar, M. (۲۰۱۴). "A Systemic View of Corporate Social Responsibility (CSR) in State-Owned Enterprises (SOEs)". *Knowledge and Process Management*, ۲۱(۲)، ۲۰۶-۲۱۹.
  - Cormier, D. & Gordon, I.A. (۲۰۰۱). "An Examination of Social and Environmental Reporting Strategies". *Accounting, Auditing and Accountability Journal*, ۱۴(۵)، ۵۸۷-۶۱۷.
  - Deegan, C. (۲۰۰۲). "Introduction -The Legitimizing Effect of Social and Environmental Disclosures- A Theoretical Foundation". *Accounting, Auditing and Accountability Journal*, ۱۵(۲)، ۲۸۲-۳۱۱.
  - Diebecker, J. & Sommer, F. (۲۰۱۷). "The Impact of Corporate Sustainability Performance on Information Asymmetry: The Role of Institutional Differences". *Review of Managerial Science*, ۱۱(۲)، ۴۷۱-۵۱۷.
  - Dillard, J.F., Rigsby, J.T. & Goodman, C. (۲۰۰۴). "The Making and Remaking of Organization Context: Duality and the Institutionalization Process". *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, ۱۷(۲)، ۵۰۶-۵۴۲.
  - DiMaggio, P.J. & Powell, W.W. (۱۹۸۳). "The Iron Cage Revisited: Institutional Isomorphism and Collective Rationality in Organizational Fields".
  - "بررسی رابطه بین تغییرات سطح افشای مسائل اجتماعی و زیست‌محیطی با شاخص‌های سودآوری با استفاده از شاخص KLD". *فصلنامه دانش حسابداری مالی*، ۳(۴)، ۴۳-۶۴.
  - صبحی، نسرتین؛ محمدزاده، امیر. (۱۳۹۷). "بررسی رابطه بین عملکرد اجتماعی، ساختار مالکیت و حاکمیت شرکتی". *مجله دانش حسابداری مالی*، ۵(۱۶)، ۱۵۱-۱۲۷.
  - عبدلی، محمدرضا؛ پناهی، حمید؛ رحیمیان، فاطمه. (۱۳۹۲). "بررسی تأثیر ترکیب هیئت‌مدیره و ساختار مالکیت بر میزان مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکت‌ها در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران". *دهمین کنفرانس بین‌المللی مدیریت استراتژیک*.



- American Sociological Review*, ۴۸, ۱۴۷-۱۶۰.
- Freeman, R.E. (۱۹۸۴). *Strategic management: A stakeholder approach*. Boston: Pitman/Ballinger (Harper Collins).
  - Garde-Sánchez, R., Rodríguez Bolívar, M. & López-Hernández, A.M. (۲۰۱۷). "Corporate and Managerial Characteristics as Drivers of Social Responsibility Disclosure by State-Owned Enterprises". *Review of Managerial Science*, ۱۱(۲), ۶۳۳-۶۵۹.
  - Greiling, D., Traxler, A.A. & Stötzer, S. (۲۰۱۵). "Sustainability Reporting in the Austrian, German and Swiss Public Sector". *International Journal of Public Sector Management*, ۲۸(۴/۵), ۴۰۴-۴۲۸.
  - Grossi, G. & Thomasson, A. (۲۰۱۵). "Bridging the Accountability Gap in Hybrid Organizations: the case of Copenhagen Malmo Port". *International Review of Administrative Sciences*, ۸۱(۲), ۶۰۴-۶۲۰.
  - Guenster, N., Derwall, J., Bauer, R. & Koedijk, K. (۲۰۰۶). "The Economic Value of Corporate Eco-Efficiency". *Academy of Management Conference Paper*, Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=۶۷۵۶۲۸>.
  - Haffar, M. & Searcy, C. (۲۰۱۷). "Classification of Trade-offs Encountered in the Practice of Corporate Sustainability". *J. Bus. Ethics*, ۱۴۰, ۴۹۵-۵۲۲.
  - Hillman, A.J., Withers, M.C. & Collins, B.J. (۲۰۰۹). "Resource Dependence Theory: A Review". *Journal of management*, ۳۵(۲), ۱۴۰۴-۱۴۲۷.
  - Horváthová, E. (۲۰۱۲). "The Impact of Environmental Performance on Firm Performance: Short-Term Costs and Long-Term Benefits?". *Ecological Economics*, ۸۴, ۹۱-۹۷.
  - Jaggi, B., and M. Freedman. (۱۹۹۲). "An Examination of the Impact of Pollution Performance on Economic and Market Performance: Pulp and Paper Firms". *Journal of Business Finance and Accounting* ۱۹(۴), ۶۹۷-۷۱۳.
  - Jensen, M.C. (۲۰۰۲). "Value Maximization, Stakeholder Theory, and the Corporate Objective Function". *Business Ethics Quarterly*, ۱۲(۲), ۲۳۵-۲۵۶.
  - Jensen, M.C. (۲۰۱۰). "Value Maximization, Stakeholder Theory, and the Corporate Objective Function". *Journal of Applied Corporate Finance*, ۲۲(۱), ۳۲-۴۲.
  - Larrinaga-González, C. & Pérez Chamorro, V. (۲۰۰۸). "Sustainability Accounting and Accountability in Public Water Companies". *Public Money & Management*, ۲۸(۲), ۳۳۷-۳۴۳.
  - Li, Q., Luo, W., Wang, Y. & Wu, L. (۲۰۱۳). "Firm Performance, Corporate Ownership, and Corporate Social Responsibility Disclosure in China". *Bus. Ethics*, ۲۲(۲), ۱۵۹-۱۷۳.
  - Lo, S.F. & Sheu, H.J. (۲۰۰۷). "Is Corporate Sustainability a Value Increasing Strategy for Business?". *Corporate Governance: An International Review*, ۱۵(۲), ۳۴۵-۳۵۸.
  - Mahapatra, S. (۱۹۸۴). "Investor Reaction to Corporate Social Accounting". *Journal of Business Finance and Accounting*, ۱۱(۱), ۲۹-۴۰.
  - Michelon, G. & Parbonetti, A. (۲۰۱۲). "The Effect of Corporate Governance on Sustainability Disclosure". *Journal of Managerial Governance*, ۱۶, ۴۷۷-۵۰۹.
  - Molloy, L., Erekson, H. & Gorman, R. (۲۰۰۲). "Exploring the Relationship Between Environmental and Financial Performance". *Workshop on Capital Markets and Environmental Performance*, ۵۵.
  - Montabon, F.R., Sroufe, R.P. & Narisimhan, R. (۲۰۰۷). "An Examination of Corporate Reporting, Environmental Management Practices and Firm Performance". *Journal of Operations Management*, ۲۵(۴), ۹۹۸-۱۰۱۴.
  - Morrison, N. (۲۰۱۶). "Institutional Logics and Organisational Hybridity: English Housing Associations' Diversification Into the Private Rented Sector". *Housing Studies*, ۳۱(۱), ۸۹۷-۹۱۵.
  - O'Donovan, G. (۲۰۰۲). "Environmental Disclosures in the

- Annual Report: Extending the Applicability and Predictive Power of Legitimacy Theory”. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, ۱۵(۳), ۳۴۴-۳۷۱.
- Porter, M. & Kramer, M.R. (۲۰۱۱). “Creating Shared Value”. *Harvard Business Review*, ۸۹(۱/۲), ۶۲-۷۷.
  - Rassier, D.G. & Earnhart, D. (۲۰۱۱). “Short-Run and Long-Run Implications of Environmental Regulation on Financial Performance”. *Contemporary Economic Policy*, ۲۹(۲), ۳۵۷-۳۷۳.
  - Regeringskansliet. (۲۰۱۶). *Annual report state-owned enterprises ۲۰۱۵*. Näringsdepartementet.
  - Regeringskansliet. (۲۰۱۶). *Statens ägarpolicy och riktlinjer för bolag med statligt ägande ۲۰۱۷*. Näringsdepartementet.
  - Rezaee, Z. & Homayoun. S. (۲۰۱۴). “Integrating Sustainability Education in Business Curriculum: An Analysis of Existing Syllabi”. *Journal of Business and Economics*, ۵(۱۰), ۱۸۷۷-۱۸۹۱.
  - Rodríguez-Bolívar, M., Garde-Sánchez, R. & López-Hernández, A.M. (۲۰۱۵). “Managers as Drivers of CSR in State Owned Enterprises”. *Journal of Environmental Planning and Management*, ۵۸(۴), ۷۷۷-۸۰۱.
  - Saz-Carranza, A. & Longo, F. (۲۰۱۲). “Managing Competing Institutional Logics in Public-Private Joint Ventures”. *Public Management Review*, ۱۴(۳), ۳۳۱-۳۵۷.
  - Sharma, S. & Henriques, I. (۲۰۰۵). “Stakeholder Influences on Sustainability Practices in the Canadian Forest Products Industry”. *Strategic Management Journal*, ۲۶, ۱۵۹-۱۸۰.
  - Siew, R.Y.J., Balatbat, M.C.A. & Carmichael, D.G. (۲۰۱۶). “The Impact of ESG Disclosures and Institutional Ownership on Market Information Asymmetry”. *Asia-Pacific Journal of Accounting & Economics*, ۲۳(۶), ۴۳۲-۴۴۸.
  - Sprinkle, G.B. & Maines, L.A. (۲۰۱۰). “The Benefits and Costs of Corporate Social Responsibility”. *Business Horizons*, ۵۳, ۴۴۵-۴۵۳.
  - Sutantoputra, A.W. (۲۰۰۹). “Social Disclosure Rating System for Assessing Firms’ CSR Reports”. *Corporate Communications: An International Journal*, ۱۴(۱), ۳۴-۴۸.
  - Tagesson, T., Blank, V., Broberg, P. & Collin, S. (۲۰۰۹). “What Explains the Extent and Content of Social and Environmental Disclosures on Corporate Websites: A Study of Social and environmental reporting in Swedish listed corporations. *Corp. Soc. Responsible Environ. Mgmt*, ۱۶, ۳۵۲-۳۶۴, doi: ۱۰.۱۰۰۲/csr.۱۹۴.
  - Thomsen, S. & Conyon, M. (۲۰۱۲). *Corporate governance: mechanism and systems*. London: McGraw-Hill.
  - Xu, S., Liu, D. & Huang, J. (۲۰۱۵). “Corporate social responsibility, the cost of equity capital and ownership structure: An analysis of Chinese listed firms China”. *Australian Journal of Management*, ۴۰(۲), ۲۴۵-۲۷۶.
  - Li, Y., Gong, M., Xiu-Ye Z. & Koh L. (۲۰۱۸). “The Impact of Environmental, Social and Governance Disclosure on Firm Value: the Role of CEO Power”. *The British Accounting Review*, ۵۰(۱), ۶۰-۷۵, doi: ۱۰.۱۰۱۶/j.bar.۲۰۱۷.۰۹.۰۰۷.
  - Zheng, H. & Zhang, Y. (۲۰۱۶). “Do SOEs Outperform Private Enterprises in CSR? Evidence from China”. *Chinese Management Studies*, ۱۰(۳), ۴۳۵-۴۵۷.