



Financial Accounting Research

Financial Accounting Research

E-ISSN: 2322-3405

Vol. 17, Issue 2, No.64, 2025, P: 109- 124

Received: 23.06.2025 Accepted: 06.01.2026

The Effect of Sustainability Reporting on Investment Sensitivity to Internal Cash Flow

Fatemeh Kamranian Marnani*: Assistant Professor of Accounting, Ragheb Isfahani Higher Education Institute, Isfahan, Iran.
kamranian@raghebisf.ac.ir

Amirhosein Eshaghi: MSc of Accounting, Ragheb Isfahani Higher Education Institute, Isfahan, Iran.
amir.eshaghi87@gmail.com

Abstract

One of the topics well addressed in the theoretical foundations of financial economics is the sensitivity of investment costs to cash flow. A company's reliance on internal resources is determined by its investment sensitivity to its cash flow. This research investigates the impact of sustainability reporting on the sensitivity of investment to internal cash flow. The hypotheses of this study were tested using a sample of 120 companies listed on the Tehran Stock Exchange from 2011 to 2025, employing multivariate regression models and panel data analysis. This study is applied in terms of purpose and falls within the scope of descriptive-correlational research in terms of hypothesis inference. The findings from estimating the research model indicate that sustainability reporting positively affects the sensitivity of investment to internal cash flow. Due to its disclosure requirements in environmental, social, and governance areas (ESG), it necessitates liquidity. This reduction in liquidity intensifies the sensitivity of investment to internal cash flow.

Keywords: Sensitivity of Investment, Internal Cash Flow, Sustainability Reporting.

Introduction

In the early decades, neoclassical economists argued that the social goal of corporations was to maximize shareholder wealth. Environmental and social responsibility can become a source of capability that can lead to a competitive advantage. Recent studies, focusing on the concept of Environmental, Social, and Governance (ESG), which pays more attention to business activities and strategic development, have had a broad view of corporate environmental and social responsibilities. Good economic, social, environmental, and corporate governance performance helps companies achieve sustainable business. Sustainable business occurs when companies do not sacrifice any natural and environmental resources to meet future needs. Business sustainability can be improved by achieving environmental, social, and governance aspects. Environmental, social, and governance aspects refer to the achievement of companies to improve social and environmental responsibility based on business ethics and effective governance implementation. Existing studies based on stakeholder theory have shown that ESG increases corporate liquidity by reducing information asymmetry and reducing agency conflicts. This increase in liquidity reduces the sensitivity of investment to internal cash flows. The World Commission on Environment and Development defines sustainable development as: “Progress and development that meets the needs of the present generation without compromising the right and ability of future generations to meet their needs from the environment and natural resources. This definition expresses the following three key points: Emphasis is placed on the fairness of ownership rights between generations. Establishing a forward-looking perspective reveals the role of long-term goals in collective and joint efforts over a wide period. It shapes the desirability and aspirations of ownership rights between generations. It expresses basic concepts from the category of sustainability in the form of the relationship between economic, environmental, and social conditions. Also, the World Business Council for Sustainable Development states:

“Sustainable development is a simultaneous activity for economic prosperity, environmental quality, and social justice.”

According to this definition, it can be inferred that the operational and strategic activities of a for-profit unit should consider environmental, economic, and social effects and also take action to meet the needs of stakeholders, especially shareholders, and their sustainability-based decision-making. Developing a strategy around sustainability requires the design and deployment of effective assessments of information systems related to social, environmental, and economic activities. In the following sections, the basics and background of the research, hypotheses, method, and findings will be presented. Finally, the discussion and conclusion will be discussed.

Methodology

To attain the mentioned purpose, a sample consisting of 120 companies was selected by a systematic elimination method from the companies listed on the Tehran stock exchange from 2011 to 2025. To estimate research hypotheses, weighted least squares and panel methods were used. The research hypothesis is as follows:

Sustainability reporting has a positive and significant effect on investment sensitivity to internal cash flow.

Findings

The results of the estimation of the research model indicate that sustainability reporting hurts the sensitivity of investment to internal cash flow.

Conclusion

Sustainability reporting needs liquidity due to environmental, social, and governance disclosures. This decrease in liquidity increases the sensitivity of investment to domestic cash flow. Investment is a crucial tool for economic and social development. Increased investment reduces floating liquidity and inflation and increases the wealth of investors. Companies need to pay special attention to financing their investments. Investment cash flow sensitivity indicates the extent to which a company relies on internal financial resources. Companies with more imperfections in the capital market are more sensitive to internal cash flow. A company's sustainability report is considered an effort toward transparency and accountability, which can measure the company's concern for sustainability.

تأثیر گزارشگری پایداری بر حساسیت سرمایه‌گذاری نسبت به جریان نقد داخلی

فاطمه کامرانیان مارنانی[✉]: استادیار، گروه حسابداری، مؤسسه آموزش عالی غیرانتفاعی راغب اصفهانی،

اصفهان، ایران.

kamranian@raghebisf.ac.ir

امیر حسین اسحاقی[✉]: کارشناس ارشد حسابداری، گروه حسابداری، مؤسسه آموزش عالی غیرانتفاعی راغب

اصفهانی، اصفهان، ایران.

amir.eshaghi87@gmail.com

چکیده

یکی از مباحثی که به‌خوبی در مبانی نظری اقتصاد مالی بررسی شده است، حساسیت هزینه‌های سرمایه‌گذاری نسبت به جریان وجه نقد است. میزان اتکای یک شرکت بر منابع داخلی از طریق حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقدی آن شرکت تعیین می‌شود. در این پژوهش، تأثیر گزارشگری پایداری بر حساسیت سرمایه‌گذاری نسبت به جریان نقد داخلی بررسی شده است. فرضیه‌های این پژوهش با نمونه‌ای مشتمل بر ۱۲۰ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق تهران طی بازه زمانی ۱۳۹۰ الی ۱۴۰۲ و با استفاده از الگوهای رگرسیونی چندمتغیره و داده‌های ترکیبی آزمون شده‌اند. این پژوهش از جنبه هدف، کاربردی است و از نظر نحوه استنباط فرضیه‌ها، در حوزه پژوهش‌های توصیفی-همبستگی قرار داد. یافته‌های حاصل از برآورد مدل پژوهش حاکی از آن است که گزارشگری پایداری بر حساسیت سرمایه‌گذاری نسبت به جریان نقد داخلی تأثیر مثبت دارد. گزارشگری پایداری به دلیل افشا در زمینه زیست‌محیطی، اجتماعی و حاکمیتی نیاز به نقدینگی دارد. این کاهش نقدینگی سبب تشدید حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقد داخلی می‌شود.

واژه‌های کلیدی: حساسیت سرمایه‌گذاری، جریان نقد داخلی، گزارشگری پایداری.

* نویسنده مسئول



مقدمه

حساسیت جریان نقدی سرمایه‌گذاری شاخصی برای نشان‌دادن سطح وابستگی (حساسیت) فعالیت‌های سرمایه‌گذاری به در دسترس بودن منابع داخلی شرکت است و به تعبیر دیگر، اندازه این حساسیت نشان‌دهنده توانایی شرکت در دستیابی به منابع تأمین مالی خارجی در هنگام سرمایه‌گذاری است. حساسیت کوچک‌تر (بزرگ‌تر) نشان‌دهنده توانایی (ناتوانی) شرکت‌ها برای دریافت تأمین مالی خارجی برای فعالیت‌های سرمایه‌گذاری است (Hubbard, 1998; Chen et al., 2017; Bushman et al., 2011). با توجه به اهمیت سرمایه‌گذاری برای شرکت‌ها شناسایی عوامل مؤثر بر محدودکردن میزان سرمایه‌گذاری شرکت‌ها دارای اهمیت است. **هو و همکاران** نشان دادند گزارشگری پایداری بر حساسیت سرمایه‌گذاری نسبت به جریان‌های نقدی تأثیرگذار است (Hu et al., 2023).

گزارشگری پایداری به افشای اطلاعات مرتبط با عملکرد زیست‌محیطی، اجتماعی و حاکمیتی شرکت‌ها اشاره دارد. هدف آن ارائه تصویری شفاف از چگونگی تأثیر فعالیت‌های بنگاه بر جامعه، محیط‌زیست و ذی‌نفعان است. گزارشگری پایداری با افزایش شفافیت و پاسخ‌گویی، هزینه‌های نمایندگی را کاهش می‌دهد و موجب می‌شود مدیران تصمیم‌های سرمایه‌گذاری را بر اساس عملکرد واقعی و جریان نقد داخلی شرکت اتخاذ کنند؛ در نتیجه، سرمایه‌گذاری شرکت‌ها بیشتر با وضعیت نقدینگی واقعی هماهنگ می‌شود که ممکن است به صورت افزایش حساسیت سرمایه‌گذاری نسبت به جریان نقد داخلی مشاهده شود. بر این اساس، هدف پژوهش بررسی تأثیر گزارشگری پایداری بر حساسیت سرمایه‌گذاری نسبت به جریان نقد داخلی است.

در رابطه با اهمیت این موضوع، می‌توان گفت بررسی تأثیر افشای پایداری بر حساسیت سرمایه‌گذاری نسبت به جریان نقد داخلی کمک می‌کند تا نقش واقعی اطلاعات پایداری در فرایند تصمیم‌گیری مالی شرکت‌ها روشن شود. نتایج این پژوهش می‌تواند برای نهادهای ناظر مانند سازمان بورس، بانک مرکزی و وزارت اقتصاد اهمیت داشته باشد؛ زیرا نشان می‌دهد ارتقای الزامات گزارشگری پایداری ممکن است رفتار نقدینگی و الگوی سرمایه‌گذاری شرکت‌ها را تغییر دهد. این آگاهی به سیاست‌گذاران کمک می‌کند تا چارچوب‌های افشای متناسب با شرایط اقتصادی کشور را طراحی کنند که در عین شفافیت، محدودیت مالی شرکت‌ها را تشدید نکنند. همچنین، بر اساس بررسی انجام‌شده، تا به حال پژوهشی در رابطه با بررسی اثر گزارشگری پایداری بر حساسیت سرمایه‌گذاری نسبت به جریان نقد داخلی انجام نشده است؛ بنابراین، این پژوهش از نوآوری برخوردار است.

مبانی نظری پژوهش

بحث حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقدی یکی از موضوع‌هایی است که به‌تازگی مورد توجه پژوهشگران مالی قرار گرفته است. این ادبیات به طور واضح‌تر با ادبیات تأمین مالی و سرمایه‌گذاری مرتبط است. بر اساس

پژوهش‌های قبلی، بین سرمایه‌گذاری و جریان نقد عملیاتی ارتباطی مستقیم وجود دارد. آنها شاخصی به نام حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقدی را معرفی کردند. این شاخص از طریق اندازه‌گیری میزان تغییرات در مخارج سرمایه‌ای شرکت به ازای یک واحد تغییر در جریان نقد عملیاتی تعریف می‌شود. این شاخص بیانگر میزان اتکای یک شرکت بر منابع داخلی است (حاجیان نژاد و حسینی، ۱۳۹۸؛ هاشمی و همکاران، ۱۳۹۶).

در دنیای امروز، چیزی بیش از برتری عملیاتی یا مالی نیاز است تا شرکت را به مزیت رقابتی برساند. عصر حاضر زمانی است که مشتریان و افراد جامعه از شرکت‌ها و سازمان‌ها انتظار دارند که مسئولیت‌پذیر باشند و در فعالیت‌ها و عملیات خود نسل‌های آینده را نیز در نظر بگیرند (Tsang et al., 2021). اهمیت دادن سازمان‌ها به نسل‌های آینده در انجام فعالیت‌های خود و نیز مصرف منابع گامی مثبت در راستای رسیدن به توسعه پایدار و نشانگر پاسخ‌گویی شفاف سازمان به ذی‌نفعان است. یکی از راه‌های بیان اثرات سازمان می‌تواند گزارش پایداری باشد. تغییرات سیاسی اخیر فشار بر شرکت‌ها را برای تقویت گزارش‌های پایداری خود افزایش داده است. موضوع پایداری از زمان‌های دور همواره به عنوان مسأله‌ای اساسی مطرح بوده است (فخاری و همکاران، ۱۳۹۶). افشای پایداری شرکت نقش و سهم بنگاه‌ها در توسعه پایدار را در سه حوزه اصلی به عنوان پایداری اجتماعی، زیست‌محیطی و اقتصادی تضمین می‌کند؛ از این رو، در عصر تجارت مدرن، افشای پایداری به ویژه در تصمیم‌گیری‌های راهبردی به عنوان مهم‌ترین برنامه در نظر گرفته می‌شود. افشای پایداری عبارت است از اندازه‌گیری، اطلاع‌رسانی و پاسخ‌گویی به ذی‌نفعان در رابطه با عملکرد سازمان در راستای اهداف توسعه پایدار. یک چرخه گزارش‌دهی پایداری اثربخش باعث افزایش درک ریسک‌ها و فرصت‌ها، تأکید بر ارتباط عملکرد مالی و غیرمالی، تسهیل فرایندها، کاهش هزینه‌ها و بهبود کارایی، رشد شهرت و وفاداری سازمان می‌شود (Aziz et al., 2016).

گزارش پایداری شرکت تلاشی برای شفافیت و مسئولیت‌پذیری در نظر گرفته می‌شود که می‌تواند نگرانی شرکت را برای پایداری اندازه‌گیری کند (Kim et al., 2018). افشای زیست‌محیطی، اجتماعی و حاکمیتی نه فقط عوامل زیست‌محیطی و اجتماعی را در نظر می‌گیرد، بلکه جنبه‌هایی از حاکمیت شرکتی را نیز در بر می‌گیرد. این شرایط به این دلیل است که مدیران و سهامداران در سراسر جهان درک می‌کنند حاکمیت شرکتی یک موضوع همراه با تشویق رشد اقتصادی جهانی و رشد قابل ملاحظه است. علاوه بر این، حکمرانی می‌تواند برای کمک به تصمیم‌گیری مرتبط با حاکمیت شرکتی نیز استفاده شود. آتان و همکاران سه جنبه زیست‌محیطی، اجتماعی و حاکمیتی را تعریف می‌کنند؛ یعنی جنبه‌های زیست‌محیطی مربوط به حفاظت از طبیعت، تغییرات آب‌وهوا و اثرات زیست‌محیطی ناشی از عملیات تجاری؛ جنبه‌های اجتماعی مرتبط با موضوع‌هایی مانند برابری، تنوع در محیط کار، حقوق بشر و مشارکت اجتماعی شرکت‌ها؛ و جنبه‌های حاکمیتی مربوط به استقلال هیئت‌مدیره، ساختار مالکیت، حقوق سهامداران اقلیت، رفتار منصفانه با سهامداران و شفافیت اطلاعات شرکت (Atan et al., 2018). شاخص‌های ارزیابی فعالیت‌های زیست‌محیطی و اجتماعی و مکانیسم‌های مدیریتی هنوز برای کسب‌وکارها و سایر ذی‌نفعان حیاتی هستند (Abughniem & Hamdan, 2019).

دیدگاه مبتنی بر منابع استدلال می‌کند مشارکت اجتماعی یا محیطی اساساً یک تصمیم شرکتی است که به تعهد منابع شرکت نیاز دارد؛ یعنی فعالیت‌های زیست‌محیطی، اجتماعی و حاکمیتی می‌تواند بار مالی داشته باشد که منابع شرکت مانند سرمایه‌گذاری مالی، منابع انسانی و کانال‌های ارتباطی را مصرف می‌کند (Sun & Gunia, 2017; Bhandari & Javakhadze, 2017). از آنجا که منابع شرکت‌ها محدود است، رقابت داخلی و تضاد بین وظایف بخش‌های مختلف وجود دارد. شرکت‌ها به‌سختی فعالیت‌های زیست‌محیطی، اجتماعی و حاکمیتی خود را بدون در نظر گرفتن هزینه افزایش می‌دهند. تعهد منابع به فعالیت‌های زیست‌محیطی، اجتماعی و حاکمیتی، شرکت‌ها را از کسب‌وکار اصلی خود منحرف و آنها را در برابر تهدیدات خارجی مانند رقابت آسیب‌پذیرتر می‌کند و به افزایش عدم اطمینان منجر می‌شود (Becchetti et al., 2015). عملکرد ESG به یک شاخص کلیدی برای ارزیابی عملکرد غیرمالی، تعالی مدیریتی و قابلیت‌های کاهش ریسک یک شرکت تبدیل شده است؛ بنابراین، شرکت‌ها باید عملکرد ESG خود را به طور جامع بهبود بخشند تا تخصیص منابع را بهینه کنند، شفافیت را افزایش دهند و جذابیت خود را برای سرمایه‌گذاران تقویت کنند، ضمن اینکه قابلیت توسعه پایدار خود را در یک بازار بسیار رقابتی نیز افزایش دهند (Li et al., 2024).

سرمایه‌گذاری بیش از حد در فعالیت‌های زیست‌محیطی، اجتماعی و حاکمیتی این نگرانی را در میان مشتریان ایجاد می‌کند که ممکن است شرکت در مدیریت کسب‌وکار اصلی خود شکست بخورد که نه فقط بر ثبات جریان‌های نقدی تأثیر می‌گذارد، بلکه ممکن است شرکت‌های مسئولیت‌پذیر اجتماعی را در یک نقطه ضعف رقابتی قرار دهد؛ بنابراین، فعالیت‌های زیست‌محیطی، اجتماعی و حاکمیتی ممکن است منبع تضاد بین ذی‌نفعان مختلف باشد (Krüger, 2015). بر اساس سه رکن (یعنی زیست‌محیطی، اجتماعی و حاکمیت)، فعالیت‌های راهبردی شرکت، فعالیت‌های زیست‌محیطی، اجتماعی و حاکمیتی نه فقط اطلاعات بیشتری را به عنوان مبنایی برای تصمیم‌گیری‌های سرمایه‌گذاری در اختیار سرمایه‌گذاران قرار می‌دهد، بلکه مفهوم سرمایه‌گذاری بلندمدت و سرمایه‌گذاری ارزشی را پرورش می‌دهد. به طور کلی، فعالیت‌های زیست‌محیطی، اجتماعی و حاکمیتی به دلیل نیاز به نقدینگی به حساسیت سرمایه‌گذاری نسبت به وجه نقد داخلی منجر می‌شود (Hu et al., 2023). بنابراین، فرضیه پژوهش به شرح زیر مطرح می‌شود:

فرضیه: گزارشگری پایداری بر حساسیت سرمایه‌گذاری نسبت به جریان نقد داخلی تأثیری مثبت و معنادار دارد.

روش‌شناسی پژوهش

پژوهش حاضر از لحاظ طبقه‌بندی بر مبنای هدف، از نوع پژوهش‌های کاربردی و از لحاظ طبقه‌بندی برحسب روش، توصیفی محسوب می‌شود. همچنین، این پژوهش از نوع پژوهش‌های تجربی در حوزه پژوهش‌های حسابداری است.

جامعه آماری این پژوهش کلیه شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران هستند. قلمرو زمانی این پژوهش بین سال‌های ۱۳۹۰ الی ۱۴۰۲ است. نمونه آماری این پژوهش شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران هستند که حاوی مشخصات زیر بوده‌اند:

۱- به منظور قابل مقایسه بودن اطلاعات، سال مالی شرکت منتهی به پایان اسفندماه باشد.

۲- طی بازه زمانی پژوهش، سال مالی خود را تغییر نداده باشد.

۳- کلیه داده‌های مورد نیاز پژوهش برای شرکت‌های تحت بررسی موجود و در دسترس باشد.

۴- جزو شرکت‌های واسطه‌گری مالی (بانک‌ها، سرمایه‌گذاری و لیزینگ) نباشد.

با در نظر گرفتن محدودیت‌های بالا، ۱۲۰ شرکت به عنوان نمونه آماری انتخاب شدند. به منظور دسته‌بندی و مدیریت داده‌ها، از نرم‌افزار مایکروسافت اکسل و به منظور آزمون فرضیه‌ها، از نرم‌افزار ایویوز ۱۳ استفاده شد. متغیرهای این پژوهش شامل وابسته، مستقل و کنترلی هستند که به شرح زیر اندازه‌گیری می‌شوند.

متغیر وابسته

متغیر وابسته این پژوهش حساسیت سرمایه‌گذاری نسبت به جریان نقد داخلی است. برای اندازه‌گیری حساسیت سرمایه‌گذاری نسبت به جریان نقد داخلی بر اساس پژوهش هو و همکاران (Hu et al., 2023) از رابطه رگرسیونی به شرح رابطه (۱) استفاده شده است:

$$Inv_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 CF_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad \text{رابطه (۱)}$$

که در رابطه بالا:

Inv: نسبت رشد اموال، ماشین‌آلات و تجهیزات به ارزش دفتری کل دارایی‌ها.

CF: نسبت جریان نقد عملیاتی به ارزش دفتری کل دارایی‌ها.

ضریب β_1 حساسیت سرمایه‌گذاری نسبت به جریان نقد داخلی را نشان می‌دهد.

متغیر مستقل

متغیر مستقل این پژوهش گزارشگری پایداری است که برای اندازه‌گیری آن از معیار افشای زیست‌محیطی، اجتماعی و حاکمیتی شرکتی استفاده شده است. در این پژوهش، برای اندازه‌گیری عملکرد زیست‌محیطی، اجتماعی و حاکمیتی از الگوی وزنی اسماعیلی کیا و فتاحی نیا (۱۴۰۴) استفاده شده است؛ به این صورت که بر اساس چک‌لیست پژوهش یادشده، گزارش‌های هیئت‌مدیره به‌دقت مورد تحلیل محتوا قرار گرفته‌اند و در صورت وجود هر شاخص برای آن، امتیاز یک و در غیر این صورت، امتیاز صفر در نظر گرفته می‌شود. الگوی وزنی استفاده‌شده در این پژوهش به شرح رابطه (۲) است:

رابطه (۲)

$$ESG = 0/337E + 0/388S + 0/275G$$

ESG

نمایانگر نمره میزان افشای زیست‌محیطی، اجتماعی و حاکمیتی؛ E نمایانگر نمره بُعد زیست‌محیطی، S نمایانگر نمره بُعد اجتماعی و G نمایانگر نمره بُعد حاکمیتی است. شاخص‌های مربوط به ابعاد افشا زیست‌محیطی، اجتماعی و حاکمیتی به شرح نگاره (۱) است:

نگاره (۱): شاخص‌های ابعاد زیست‌محیطی، اجتماعی و حاکمیتی

Table 1: Indicators of environmental, social and governance dimensions

بُعد زیست‌محیطی	بُعد اجتماعی	بُعد حاکمیتی
آلاینده‌گی و آلودگی، ضایعات	سلامت و امنیت و بهره‌وری	رعایت حقوق سهامداران
انرژی، بهره‌وری، آب	حقوق نیروی کار	کمیته‌ها
تنوع زیست‌محیطی	ادراک اجتماعی ذی‌نفعان	مدیریت ریسک
تغییر آب‌وهوا	سلامت تولید	جبران عملکرد
ارزیابی ریسک محیطی	عدم تبعیض و شمول اجتماعی	اخلاق و اصول رفتاری
مسائل خدمات و زنجیره تأمین	مسائل اجتماعی مشتریان و زنجیره	شفاف‌سازی راهبری
آموزش محیطی	تأمین	انطباق با قوانین
سیستم مدیریت محیطی	رعایت اصول حقوق بشر	ترکیب هیئت‌مدیره
شفاف‌سازی محیطی	توسعه اجتماعی و بشردوستانه	مدیریت ریسک سرمایه‌گذاری
	سرمایه‌گذاری مسئولیت اجتماعی	
	حفظ نام تجاری و رفتار ضد رقابت	
	یادگیری و آموزش اجتماعی	
	شفاف‌سازی اجتماعی	

متغیرهای کنترلی

بر اساس پژوهش هو و همکاران (Hu et al., 2023) از متغیرهای کنترلی به شرح زیر استفاده شده است:

اندازه شرکت (Size): لگاریتم طبیعی ارزش دفتری کل دارایی‌ها

سودآوری (Roa): نسبت سود خالص به ارزش دفتری کل دارایی‌ها

اهرم مالی (LEV): برابر است با نسبت کل بدهی‌ها به کل دارایی‌ها

سن شرکت (Age): تفاوت سال ورد به بورس شرکت با سال تحت بررسی

استقلال اعضای هیئت‌مدیره (BInd): نسبت اعضای غیرموظف هیئت‌مدیره به کل اعضای هیئت‌مدیره

برای آزمون فرضیه پژوهش، با واردکردن متغیرهای مستقل و کنترلی به رابطه (۱)، رابطه رگرسیونی به شرح رابطه (۳) بسط داده شده است. برای تأیید آزمون فرضیه پژوهش، انتظار می‌رود ضریب β_3 مثبت و معنادار باشد.

رابطه (۳)

$$Inv_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 CF_{i,t} + \beta_2 ESG_{i,t} + \beta_3 CF_{i,t} * ESG_{i,t} + \beta_4 Size_{i,t} + \beta_5 Roa_{i,t} + \beta_6 Lev_{i,t} + \beta_7 Age_{i,t} + \beta_8 Bind_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

یافته‌های پژوهش

نگاره (۲) آمار توصیفی متغیرهای پژوهش نشان می‌دهد.

نگاره (۲): آمار توصیفی

Table 2: Descriptive statistics

نام متغیر	نماد	میانگین	میان	حداکثر	حداقل	انحراف معیار	چولگی	کشیدگی
سرمایه‌گذاری	Inv	۰/۲۳۷	۰/۲۱۴	۰/۶۸۳	۰/۰۰۶	۰/۲۰۹	۰/۲۶۳	۴/۵۲۰
جریان نقد عملیاتی	Cfo	۰/۱۸۹	۰/۱۰۷	۰/۷۳۸	-۰/۶۰۴	۱/۳۶۷	۱۳/۱۴۷	۱۹/۵۰۹
افشای زیست‌محیطی، اجتماعی و حاکمیتی	ESG	۴/۴۴۰	۴/۲۷۴	۱۰/۳۰۶	۰/۶۶۳	۱/۸۰۹	۰/۴۴۱	۲/۷۳۸
استقلال هیئت‌مدیره	Ind	۰/۶۵۹	۰/۶۰۰	۱/۰۰۰	۰/۲۰۰	۰/۱۸۶	-۰/۱۷۵	۲/۸۸۰
اندازه شرکت	Sizs	۱۵/۰۴۴	۱۴/۷۴۰	۲۲/۲۳۵	۱۰/۳۵۲	۱/۸۱۱	۰/۶۵۸	۳/۶۱۲
سودآوری	Roa	۰/۱۶۱	۰/۱۲۸	۰/۷۶۴	-۰/۶۲۳	۰/۱۶۷	۰/۳۷۵	۳/۹۱۳
اهرم مالی	Lev	۰/۵۴۰	۰/۵۳۷	۲/۰۷۷	۰/۰۱۷	۰/۲۳۲	۰/۷۳۵	۶/۳۳۳
سن شرکت	Age	۲/۸۲۸	۲/۸۹۰	۳/۸۹۱	۰/۰۰۰	۰/۵۰۲	-۱/۶۴۰	۸/۶۴۰

با نگاهی به جدول توصیفی متغیرهای پژوهش، می‌توان دریافت میانگین و میانۀ متغیرهای موجود فاصله عمده‌ای با هم ندارند. در رابطه با میزان گزارشگری زیست‌محیطی، اجتماعی و حاکمیتی به عنوان متغیر میانگین، میانگین ۴/۴۴۰ است که نشان می‌دهد شرکت‌های تحت بررسی به طور متوسط ۴/۴۴۰ معیار از شاخص‌های گزارشگری زیست‌محیطی، اجتماعی و حاکمیتی را داشته‌اند. در رابطه با استقلال هیئت‌مدیره، میانگین ۰/۶۵۹ به دست آمده است که نشان می‌دهد در شرکت‌های تحت بررسی، به طور متوسط ۶۵ درصد از اعضای هیئت‌مدیره غیرموظف بوده‌اند. میانگین اهرم مالی برابر ۰/۵۴۰ است که نشان می‌دهد در شرکت‌های نمونه، به طور میانگین، حدود ۵۴ درصد از دارایی شرکت‌های نمونه از محل بدهی و از محل استقراض تأمین شده است.

آمار استنباطی

برای آزمون فرضیه‌ها، از داده‌های ترکیبی استفاده شده است. بر اساس نتایج آزمون F لیمر و هاسمن، الگوی رگرسیونی با استفاده از روش تابلویی با اثرهای ثابت تخمین زده شده است. نتایج آزمون LR با استفاده از نرم‌افزار ایویوز نسخه ۱۲، برای بررسی همسانی واریانس، بیانگر وجود ناهمسانی واریانس در الگو است.

نتایج آزمون دوربین واتسون نشان‌دهنده عدم وجود خودهمبستگی است. برای کاهش تأثیر ناهمسانی واریانس، از روش حداقل مربعات تعمیم‌یافته استفاده شد. نتایج آزمون عامل تورم واریانس (VIF) برای بررسی هم‌خطی نشان داد مقدار VIF برای همه متغیرهای پژوهش کمتر از ۱۰ است که عدم وجود هم‌خطی بودن متغیرهای توضیحی را تأیید می‌کند.

نتایج آزمون فرضیه پژوهش

در فرضیه پژوهش، تأثیر گزارشگری پایداری بر حساسیت سرمایه‌گذاری نسبت به جریان نقد داخلی بررسی شده است. برای آزمون فرضیه پژوهش، از رابطه (۳) استفاده شده که نتایج تخمین آن به شرح **نگاره (۳)** است.

نگاره (۳): نتایج حاصل از آزمون فرضیه پژوهش

Table (3): The results of the research hypotheses test

$Inv_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 CF_{i,t} + \beta_2 ESG_{i,t} + \beta_3 CF_{i,t} * ESG_{i,t} + \beta_4 Size_{i,t} + \beta_5 Roa_{i,t} + \beta_6 Lev_{i,t} + \beta_7 Age_{i,t} + \beta_8 Bind_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$					
نام متغیر	ضریب	خطای استاندارد	آماره t	سطح معناداری	VIF
عرض از مبدأ	-۰/۱۱۸۳	۰/۰۵۲۶	-۲/۲۴۷۱	۰/۰۴۴۲	-
CF	۰/۰۰۱۴	۰/۰۰۰۴	۳/۲۷۷۲	۰/۰۰۶۶	۲/۶۶
ESG	۰/۰۰۸۲	۰/۰۰۳۴	۲/۳۵۹	۰/۰۳۶۱	۱/۲۰
CF*ESG	۰/۰۰۰۳	۰/۰۰۰۱	۳/۵۹۱۸	۰/۰۰۳۷	۲/۴۸
Size	۰/۰۳۲۸	۰/۰۰۴۱	۷/۸۳۵۲	۰/۰۰۰۰	۱/۲۶
Roa	۰/۵۴۸۵	۰/۰۳۱۵	۱۴/۴۰۹۴	۰/۰۰۰۰	۱/۸۴
Lev	۰/۰۱۶۷	۰/۰۱۳۵	۱/۲۳۹	۰/۲۳۹۰	۱/۸۲
Age	-۰/۰۷۸۶	۰/۰۱۶۴	-۴/۷۷۹۶	۰/۰۰۰۴	۱/۰۳
Bind	۰/۰۳۴۵	۰/۰۱۳۷	۲/۵۰۸۷	۰/۰۲۷۵	۱/۱۱
آماره F فیشر (۹۳/۳۷)	احتمال آماره F فیشر (۰/۰۰۰۰)	ضریب تعیین (۰/۶۹۲۲)	ضریب تعیین تعدیل شده (۰/۶۸۲۶)		
آمار LR (۹۹۵/۷۲)	احتمال آماره LR (۰/۰۰۰۰)	مقدار آماره دوربین واتسون (۱/۷۷۱)			

طبق **نگاره (۳)**، سطح معناداری آماره F کمتر از سطح خطای ۵ درصد و بیانگر معناداری کل رگرسیون است. ضریب تعیین تعدیل‌شده برابر ۰/۶۸ است که نشان می‌دهد تقریباً ۶۸ درصد از متغیر وابسته توسط متغیرهای رگرسیون توضیح داده شده است. طبق فرضیه پژوهش، گزارشگری پایداری بر حساسیت سرمایه‌گذاری نسبت به جریان نقد داخلی تأثیر مثبت دارد. ضریب برآوردشده β_3 ۰/۰۰۰۳ و مثبت است و احتمال آماره t برای این ضریب برابر ۰/۰۰۳۷ و کمتر از سطح خطای ۵ درصد است که نشان می‌دهد در سطح اطمینان ۹۵ درصد معنادار است.

بنابراین، گزارشگری پایداری بر حساسیت سرمایه‌گذاری نسبت به جریان نقد داخلی تأثیر مثبت دارد؛ در نتیجه، فرضیه این پژوهش رد نمی‌شود.

بحث و نتیجه‌گیری

حساسیت جریان نقد سرمایه‌گذاری نشان‌دهنده میزان وابستگی شرکت به منابع مالی داخلی است. شرکت‌هایی با نقص‌های بیشتر در بازار سرمایه حساسیت بیشتری به جریان نقد داخلی دارند. هرچه حساسیت سرمایه‌گذاری نسبت به جریان نقد بیشتر باشد، شرکت در تأمین مالی پروژه‌های سرمایه‌گذاری خود محدودتر است و توان دسترسی به منابع مالی خارجی را ندارد. از طرفی، افشای اطلاعات گزارشگری پایداری ممکن است موجب افزایش اعتماد سرمایه‌گذاران و کاهش هزینه سرمایه خارجی شود. با این حال، در کوتاه‌مدت، ممکن است هزینه‌های افشا و الزامات انطباق باعث افزایش اتکا به منابع داخلی شود؛ بنابراین، گزارشگری پایداری می‌تواند حساسیت سرمایه‌گذاری نسبت به جریان نقد داخلی را افزایش دهد، زیرا مدیران برای حفظ تعهدات پایداری، تمایل بیشتری به استفاده از منابع نقدی داخلی دارند. بر این اساس، هدف پژوهش حاضر بررسی تأثیر گزارشگری پایداری بر حساسیت سرمایه‌گذاری نسبت به جریان نقد داخلی است.

نتایج پژوهش نشان داد گزارشگری پایداری (فعالیت زیست‌محیطی، اجتماعی و حاکمیتی) بر حساسیت سرمایه‌گذاری نسبت به جریان نقد داخلی تأثیر مثبت دارد. گزارشگری پایداری موجب افزایش شفافیت، پاسخ‌گویی و اعتبار شرکت در برابر ذی‌نفعان می‌شود؛ در نتیجه، مدیران در تصمیم‌گیری‌های سرمایه‌گذاری، به منابع واقعی داخلی شرکت و فرصت‌های واقعی رشد توجه بیشتری نشان می‌دهند. به بیان دیگر، ارتباط قوی‌تر میان جریان نقدی و سرمایه‌گذاری ممکن است نشانگر تصمیم‌گیری مبتنی بر عملکرد واقعی شرکت و نه بر اساس منابع تأمین مالی خارجی باشد. از سوی دیگر، ممکن است گزارشگری پایداری موجب افزایش هزینه‌های افشا، الزامات انطباق و شفافیت بیشتر شود که در کوتاه‌مدت، دسترسی شرکت به منابع مالی خارجی را کاهش می‌دهد؛ در نتیجه، شرکت‌ها بیشتر به جریان نقدی داخلی متکی می‌شوند و حساسیت سرمایه‌گذاری نسبت به جریان نقد افزایش می‌یابد. این یافته‌ها با پژوهش هو و همکاران (Hu et al., 2023) هم‌خوانی دارد.

بر اساس یافته‌های این پژوهش، به مدیران شرکت پیشنهاد می‌شود از آنجا که گزارشگری پایداری ممکن است هزینه‌بر باشد، توصیه می‌شود مدیران میان میزان افشا و توان نقدینگی شرکت توازن برقرار کنند تا اجرای الزامات پایداری موجب محدودیت مالی نشود. به مراجع قانون‌گذار پیشنهاد می‌شود با راه‌اندازی ابزارهایی مانند اوراق قرضه سبز یا صندوق‌های سرمایه‌گذاری مسئولانه اجتماعی، دسترسی شرکت‌ها به منابع مالی خارجی را افزایش و وابستگی آنها به جریان نقد داخلی را کاهش دهند. همچنین، نهادهای ناظر (مانند سازمان بورس یا بانک مرکزی) باید چارچوبی متناسب با شرایط اقتصادی کشور طراحی کنند تا هزینه‌های افشا کاهش یابد و شرکت‌ها بتوانند بدون آسیب به نقدینگی داخلی، گزارش‌دهی پایداری را اجرا کنند. همچنین، به پژوهشگران آتی پیشنهاد

می‌شود اثر عواملی مانند اندازه شرکت، مالکیت نهادی، کیفیت حاکمیت شرکتی یا قدرت مدیرعامل بر رابطه بین گزارشگری پایداری و حساسیت سرمایه‌گذاری را بررسی کنند.

منابع

اسماعیلی کیا، غریبه، و فتحی نیا، حسنا (۱۴۰۴). بررسی تأثیر عملکرد زیست‌محیطی، اجتماعی و راهبری بر عملکردهای مالی و غیرمالی شرکت: نقش تعدیل‌کنندگی ویژگی‌های ساختار مدیریت. بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، ۳۲(۱)، ۲۹-۱. <https://doi.org/10.22059/acctgrev.2024.380998.1008999>

حاجیان نژاد، امین، و حسینی، سید رسول (۱۳۹۸). تأثیر تعاملی محافظه‌کاری شرطی و هزینه نمایندگی بر حساسیت جریان نقدی سرمایه‌گذاری با در نظر گرفتن قدرت تخمین مدل‌های آماری. پژوهش‌های حسابداری مالی، ۱۱(۴)، ۶۶-۴۵.

<https://doi.org/10.22108/far.2020.119178.1517>

فخاری، حسین، ملکیان، اسفندیار، و جفایی رهنی، منیر (۱۳۹۶). تبیین و رتبه‌بندی مؤلفه‌ها و شاخص‌های گزارشگری زیست‌محیطی، اجتماعی و راهبری شرکتی به روش تحلیل سلسله‌مراتبی در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار. حسابداری ارزشی و رفتاری، ۲(۴)، ۱۸۷-۱۵۳. <https://doi.org/10.22103/jak.2019.12336.2729>

هاشمی، عباس، امیری، هادی، و افیونی، علیرضا (۱۳۹۶). تأثیر سطح نگهداشت وجه نقد بر حساسیت سرمایه‌گذاری نسبت به نوسان‌های جریان نقد عملیاتی در شرکت‌های دارای محدودیت مالی. دانش حسابداری، ۸(۱)، ۲۹-۴۹. <https://dor.isc.ac/dor/20.1001.1.20088914.1396.8.1.2.5>

References

- Abughniem, M. S., & Hamdan, A. (2019). Corporate sustainability as an antecedent to the financial performance: An empirical study. *Polish Journal of Management Studies*, 20(2), 35-44. <https://doi.org/10.17512/pjms.2019.20.2.03>
- Atan, R., Alam, M. M., Said, J., & Zamri, M. (2018). The impacts of environmental, social, and governance factors on firm performance: Panel study of Malaysian companies. *Management of Environmental Quality: An International Journal*, 29(2), 182-194. <https://doi.org/10.1108/MEQ-03-2017-0033>
- Aziz, N., Manab, N., & Othman, S. (2016). Critical success factors of sustainability risk management (SRM) practices in Malaysian environmentally sensitive industries. *Procedia Social and Behavioral Sciences*, 219, 4-11. <https://doi.org/10.1016/j.sbspro.2016.04.025>

- Becchetti, L., Ciciretti, R., & Hasan, I. (2015). Corporate social responsibility, stakeholder risk, and idiosyncratic volatility. *Journal of Corporate Finance*, 35, 297–309. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2015.09.001>
- Bhandari, A., & Javakhadze, D. (2017). Corporate social responsibility and capital allocation efficiency. *Journal of Corporate Finance*, 43, 354–377. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2017.01.012>
- Bushman, R., Smith, A., & Zhang, X. (2011). Investment cash flow sensitivities really reflect related investment decisions. *Market Intelligence*. <https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.842085>
- Chen, R., Ghoul, S. E., Guedhami, O., & Wang, H. (2017). Do state and foreign ownership affect investment efficiency? Evidence from privatizations. *Journal of Corporate Finance*, 42, 408–421. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2014.09.001>
- 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. <https://doi.org/10.22059/acctgrev.2024.380998.1008999> [In Persian]
- Fakhari, H., Malekian, E., & Jafaei Rahni, M. (2016). Explaining and ranking of the components and indicators of environmental, social, and corporate governance reporting by the Analytic Hierarchy Process in the companies listed on the Stock Exchange. *Iranian Journal of Value and Behavioral Accounting*, 2(4), 153-187. <https://doi.org/10.22103/jak.2019.12336.2729> [In Persian]
- Hajiannejad, A., & Hoseini, R. (2019). The interactive effect of conditional conservatism and agency costs on the cash flow-investment sensitivity, considering the strength of statistical models. *Financial Accounting Research*, 11(4), 45-66. <https://doi.org/10.22108/far.2020.119178.1517> [In Persian]
- Hashemi, A., Amiri, H., & Afyouni, A. (2017). Effects of cash flow volatility on investment with restricted financing sources. *Journal of Accounting Knowledge*, 8(1), 29-49. <https://dor.isc.ac/dor/20.1001.1.20088914.1396.8.1.2.5> [In Persian]
- Hu, W., Sun, J., Lin, Y., & Hu, J. (2023). ESG and investment efficiency: The role of marketing capability. *Sustainability*, 15. <https://doi.org/10.3390/su152416676>
- Hubbard, R. (1998). Capital market imperfections and investment. *Journal of Economic Literature*, 36, 192-225. <https://www.jstor.org/stable/2564955>
- Kim, J. B., Li, B., & Liu, Z. (2018). Does social performance influence breadth of ownership?. *Journal of Business Finance & Accounting*, 45(9-10), 1164-1194. <https://doi.org/10.1111/jbfa.12341>
- Krüger, P. (2015). Corporate goodness and shareholder wealth. *Journal of Financial Economics*, 115, 304–329. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2014.09.008>
- Li, W., Zho, J., & Liu, C. (2024). Environmental, social, and governance performance, financing constraints, and corporate investment efficiency: Empirical evidence from China. *Heliyon*, 10. <https://doi.org/10.1016/j.heliyon.2024.e40401>
- Sun, X., & Gunia, B. C. (2018). Economic resources and corporate social responsibility. *Journal of Corporate Finance*, 51, 332–351. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2018.06.009>

- Tsang, A., Wang, K. T., Liu, S., & Yu, L. (2021). Integrating corporate social responsibility criteria into executive compensation and firm innovation: International evidence. *Journal of Corporate Finance*, 70, 102070. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2021.102070>

