



بررسی تأثیر عملکرد زیست محیطی، اجتماعی و حاکمیتی (ESG) بر جریان نقد عملیاتی آتی: نقش تعدیلی سودآوری

محمدجواد زارع بهنمیری^{۱*}، فاطمه تلخابی^۲، رضا یعقوبی بریجانی^۲

^{۱*} - گروه حسابداری، دانشکده علوم اقتصادی و اداری، دانشگاه قم، قم، ایران

^۲ - گروه حسابداری، دانشکده مدیریت و حسابداری، دانشگاه طلوع مهر، قم، ایران

نوع مقاله:	چکیده
پژوهشی	<p>مقدمه: فعالیت زیست محیطی، اجتماعی و حاکمیت شرکتی (ESG) برای رشد پایدار حیاتی است و مطالعات قبلی نشان داده است که عملکرد ESG برای شرکت‌ها دارای پیامدهای مالی و غیرمالی است. جریان نقد عملیاتی آتی نیز یکی از سازه‌های مهم ارزش‌گذاری شرکت‌ها است. همچنین انتظار می‌رود سودآوری بر رابطه بین عملکرد ESG و جریان نقد عملیاتی آتی تأثیرگذار باشد. چرا که سودآوری بالاتر نشان می‌دهد که شرکت حاشیه‌های مالی کافی برای پوشش هزینه‌های اجرای عملکرد ESG را دارد، بدون آن‌که ریسک مالی قابل توجهی ایجاد شود. در نتیجه افزایش جریان نقد عملیاتی آتی در این شرکت‌ها دور از انتظار نیست. لذا هدف از این پژوهش بررسی تأثیر عملکرد زیست محیطی، اجتماعی و حاکمیتی ESG بر جریان نقد عملیاتی آتی و در ادامه، ارائه شواهدی از نقش تعدیلی سودآوری بر رابطه عملکرد ESG و جریان نقد عملیاتی آتی است.</p>
تاریخچه مقاله:	<p>مواد و روش‌ها: شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، جامعه آماری این پژوهش را تشکیل می‌دهند. روش انتخاب جامعه آماری دردسترس، از نوع نمونه‌گیری غربالگری بوده و از بین شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، شرکت‌هایی که محدودیت‌هایی مانند شرکت مالی، هلدینگ، بانک، بیمه، اطلاعات ناقص و غیره نداشته باشند انتخاب شدند، همچنین شرکت‌ها می‌بایست از سال ۱۳۹۴ تا پایان سال ۱۴۰۲ عضو فعال بورس اوراق بهادار باشند. با مراجعه به پایگاه‌های مختلف بورس اوراق بهادار تهران، ارقام و اعداد مورد نیاز از گزارش‌های سالانه صورت‌های مالی پایان دوره، یادداشت‌های ضمیمه و گزارش فعالیت‌های مالی و گزارش فعالیت‌های هیأت مدیره به شرکت برای تحلیل و تحلیل داده‌های جمع‌آوری و استفاده شده است. این پژوهش از نوع راهبردی/کمی، هدف/توصیفی، رویکردی/تجربی و راه‌حلی/کتابخانه‌ای است. برای آزمون فرضیه‌های پژوهش، یک مدل ریاضی با استفاده از روش رگرسیون چندمتغیره برازش داده شده است. همچنین داده‌ها به صورت پنل دیتا تهیه شده‌اند و از برآوردگر گشتاور تعمیم یافته (GMM) و نرم افزار استاتاستا ورژن ۱۷ برای آزمون فرضیه پژوهش استفاده شده است.</p>
کلیمات کلیدی:	<p>نتایج: نتایج این مطالعه در آزمون فرضیه اول نشان داد که عملکرد زیست محیطی، اجتماعی و حاکمیتی شرکت‌ها به طور مثبت با جریان‌های نقدی آتی مرتبط است. بدین معنا که بهبود فعالیت‌های زیست محیطی، اجتماعی و حاکمیتی شرکت‌ها می‌تواند منجر به افزایش یا تشدید جریان‌های نقدی آتی شود. همچنین نتایج این مطالعه در آزمون فرضیه دوم نشان داد سودآوری تأثیر مثبتی بر ارتباط بین عملکرد زیست محیطی، اجتماعی و حاکمیتی شرکت‌ها و جریان‌های نقدی آتی دارد. لذا می‌توان بیان داشت که سودآوری رابطه مثبت بین عملکرد زیست محیطی، اجتماعی و حاکمیتی شرکتی و جریان نقد عملیاتی آتی را تشدید می‌کند.</p>

بحث: در این پژوهش رابطه بین عملکرد زیست محیطی، اجتماعی و حاکمیتی و جریانات نقدی عملیاتی آتی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بررسی شد. مضافاً اینکه این رابطه در شرایط سودآوری شرکت‌ها نیز بررسی گردید. یافته‌ها از نظریه مبتنی بر منابع و استدلال نظری حمایت می‌کند که بیانگر ارتباط مثبت بین عملکرد زیست محیطی، اجتماعی و حاکمیتی شرکت و کیفیت سود است. این مطالعه با نشان دادن اینکه عملکرد زیست محیطی، اجتماعی و حاکمیتی شرکت‌ها اطلاعاتی را در مورد چشم‌انداز مالی آتی و کیفیت سود آن‌ها نشان می‌دهد، ادبیات در این زمینه را غنی می‌کند.

مقدمه

جریان نقدی مقدار خالص وجه نقد یا مشابه‌های وجه نقد است که به یک کسب‌وکار وارد و از آن خارج می‌شوند. جریان‌های نقدی در صورت جریان وجوه نقد در سه بخش عمده جریان نقدی حاصل از فعالیت‌های عملیاتی، جریان نقدی حاصل از فعالیت‌های سرمایه‌گذاری و جریان نقدی حاصل از فعالیت‌های تأمین مالی گزارش می‌گردد. در این پژوهش جریان نقدی حاصل از فعالیت‌های عملیاتی مورد توجه می‌باشد. جریان نقدی عملیاتی که عدد وجه نقد ایجاد شده در نتیجه عملیات عادی شرکت پس از کسر شدن همه هزینه‌های عملیاتی بدست می‌آید و مجموعه‌ای از تعدیلات بر روی سود خالص می‌باشد، برای ارزیابی عملکرد شرکت بسیار مهم است. استانداردها نوشته شده در مورد تجزیه و تحلیل صورت‌های مالی توجه به جریان نقدی عملیاتی را توصیه می‌کند، زیرا اختیار اعطاشده به وسیله حسابداری تعهدی به شکل تخمین‌ها و گزارش‌های مالی متنوع می‌تواند عملکرد بالقوه اندازه‌گیری شده به وسیله درآمد را دچار نقص کند (Dyckman et al., 2010). پژوهش‌هایی که در این حوزه صورت گرفته‌اند شواهدی ارائه کرده‌اند که سرمایه‌گذاران به جریان نقدی عملیاتی توجه می‌کنند (Chang et al., 1996). Barth و همکاران (۲۰۱۸) نشان دادند که اهمیت ارزش جریان نقدی عملیاتی با گذشت زمان افزایش می‌یابد. علاوه بر این، شرکت‌کنندگان در بازار سرمایه توجه بیشتری به گزارشات جریان نقدی عملیاتی نشان می‌دهند که توسط تحلیلگران و شرکت‌های پیش‌بینی‌کننده جریانات نقد عملیاتی بیان شده است (Mohanram, 2014). از دیگر موضوعاتی که مورد توجه سرمایه‌گذاران و به طور کلی ذی‌نفعان شرکت‌ها است موضوع عملکرد ESG شرکت‌ها است (Ho et al., 2024). عملکرد زیست محیطی، اجتماعی و حاکمیتی شرکت را می‌توان به عنوان میزانی که

شرکت‌ها عوامل زیست محیطی، اجتماعی و حاکمیتی را در عملیات خود در نظر می‌گیرند و در نهایت تأثیری که این عوامل بر جامعه، محیط طبیعی و نحوه اداره شرکت دارند، تعریف کرد (Carroll & Shabana, 2010). مطالعات قبلی نشان داده است که عملکرد زیست محیطی، اجتماعی و حاکمیتی شرکت دارای پیامدهای غیرمالی و مالی است (Malik, 2015). پیامدهای غیرمالی، اثر عملکرد زیست محیطی، اجتماعی و حاکمیتی بر انگیزه کارکنان (Burbano, 2016)، پوشش رسانه‌های جمعی (Cahan et al., 2015)، تصمیمات خرید مصرف کننده (Hainmueller & Hiscox, 2015) نشان داده شده است. همچنین پیامد مالی، عملکرد زیست محیطی، اجتماعی و حاکمیتی شرکت‌ها در ارتباط با مدیریت سود (Hong & Andersen, 2011)، شکاف قیمت پیشنهاد خرید و فروش (Nguyen et al., 2019)، پریشانی مالی (Al-Hadi et al., 2019)، بازده حقوق صاحبان سهام (Beck et al., 2018) و ارزش شرکت (Nguyen, 2019) بررسی شده است. در نتیجه پیامدهای غیرمالی و مالی عملکرد زیست محیطی، اجتماعی و حاکمیتی می‌توانند برای تصمیم‌گیری اطلاعات مفیدی را ارائه کنند. تأیید اجتماعی برای به دست آوردن منابع و بقای شرکت‌ها ماحصل تحقیقات در زمینه مشروعیت سازمانی است. یکی از راه‌های بدست آوردن این تأیید اجتماعی و مشروعیت کاهش عدم تقارن اطلاعاتی بین شرکت و سرمایه‌گذاران با گزارشگری و افشای اطلاعات شرکت است. به عنوان مثال، ادراک ذی‌نفعان و همچنین تأیید اجتماعی شرکت‌ها می‌تواند از طریق گزارش سالیانه هیئت‌مدیره شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران که گزارشی تفصیلی از وضعیت شرکت است و در سامانه کدال منتشر می‌شود، حاصل گردد و موجب افزایش شهرت و خوشنامی آن‌ها شود. در نتیجه، شرکت‌ها برای بدست آوردن تداوم

عملکرد ESG و جریان‌های نقد عملیاتی آتی:

سرمایه‌گذاران، اعتباردهندگان و سایر استفاده‌کنندگان اطلاعات حسابداری برای اتخاذ تصمیم‌های مالی و سرمایه‌گذاری، نیازمند اطلاعات مربوط به جریان‌های نقدی هستند (Rezaie et al., 2014). که در بندهای ۴ و ۵ استاندارد حسابداری شماره ۲ ایران به اهمیت و منافع حاصل از این اطلاعات پرداخته شده است. برای درک بهتر در ادامه این بندها ارائه می‌شوند:

بند ۴:

صورت جریان‌های نقدی همراه با سایر صورت‌های مالی، اطلاعاتی فراهم می‌آورد تا استفاده‌کنندگان صورت‌های مالی بتوانند تغییرات در خالص دارایی‌های واحد تجاری، ساختار مالی واحد تجاری (شامل نقدینگی و توان پرداخت بدهی‌ها) و توانایی واحد تجاری در تأثیرگذاری بر مبالغ و زمانبندی جریان‌های نقدی به منظور سازگاری با تغییر شرایط و فرصت‌ها را ارزیابی کنند. اطلاعات جریان‌های نقدی در ارزیابی توانایی واحد تجاری در ایجاد نقد و معادل‌های نقد مفید است و برای استفاده‌کنندگان صورت‌های مالی، ایجاد مدل‌های ارزیابی و مقایسه ارزش فعلی جریان‌های نقدی آتی واحدهای تجاری مختلف را امکان‌پذیر می‌کند. اطلاعات جریان‌های نقدی، همچنین قابلیت مقایسه گزارشگری نتایج عملیات واحدهای تجاری مختلف را بهبود می‌بخشد زیرا، آثار به‌کارگیری رویه‌های مختلف حسابداری در معاملات و رویدادهای یکسان را حذف می‌کند.

بند ۵:

اطلاعات تاریخی جریان‌های نقدی، اغلب به عنوان نشانه‌ای از مبلغ، زمانبندی و اطمینان از جریان‌های نقدی آتی بکار می‌رود. اطلاعات مزبور همچنین جهت بررسی صحت ارزیابی‌های گذشته از جریان‌های نقدی آتی و ارزیابی ارتباط بین سودآوری و خالص جریان‌های نقدی و تأثیر تغییر قیمت‌ها مفید است. با توجه به این دو بند استاندارد حسابداری شماره ۲ می‌توان به اهمیت اطلاعات جریان‌های نقدی پی برد. البته، لازم به ذکر است که در این پژوهش جریان نقدی حاصل از فعالیت‌های عملیاتی مورد توجه می‌باشد. بر اساس بند ۱۲ استاندارد حسابداری شماره ۲، مبلغ جریان‌های نقدی حاصل از فعالیت‌های عملیاتی، معیار اصلی در ارزیابی این موضوع است که عملیات واحد تجاری، تا چه میزان جریان‌های نقدی کافی

فعالیت، سودآوری و مزایای رقابتی می‌توانند این شهرت و سابقه خوب را اهرم کنند تا از آن‌ها حفاظت کند (Pollock & Rindova, 2003). با توجه به این توضیحات انتظار می‌رود عملکرد زیست‌محیطی، اجتماعی و حاکمیتی شرکت‌ها منجر به افزایش جریان‌های نقدی آتی گردد. با این حال شدت تأثیر این رابطه در شرایط مختلف ممکن است متفاوت باشد، برای مثال در شرکت‌های سودآور. لذا سودآوری را می‌توان یک عامل کلیدی در تعدیل این رابطه دانست. سودآوری با معیارهای مختلفی سنجیده می‌شود، یکی از این معیارها نسبت سود خالص به کل دارایی‌های شرکت (ROA) است. این معیار نشان می‌دهد که شرکت نسبت به سرمایه‌گذاری کل در دارایی‌هایش تا چه اندازه سودآور است. افزون بر این، ROA بیانگر آن است که مدیریت ارشد چگونه سرمایه‌گذاری شرکت در دارایی‌ها را برای کسب سود به کار می‌گیرد (Treepongkaruna & Suttipun, 2024). می‌توان از این مفهوم اینگونه استنباط کرد که در شرکت‌های سودآور، رعایت همزمان ابعاد عملکرد زیست‌محیطی، اجتماعی و حاکمیتی شرکت‌ها برای ذی‌نفعان شرکت به عنوان سیگنالی مثبت از عملکرد شرکت تلقی می‌شود، که می‌تواند اعتماد ذی‌نفعان را جلب و موجب افزایش جریان‌های نقدی عملیاتی آتی شرکت گردد. در این راستا یکی از اهداف این پژوهش نیز اثبات همین موضوع است. بنابراین این مطالعه بر دستیابی به شواهدی از تأثیر عملکرد زیست‌محیطی، اجتماعی و حاکمیتی شرکتی بر جریان‌های نقدی عملیاتی آتی و نقش تعدیل‌کنندگی سودآوری بر رابطه بین عملکرد زیست محیطی، اجتماعی و حاکمیتی شرکتی و جریان‌های نقدی عملیاتی آتی طی سال‌های ۱۳۹۴ تا ۱۴۰۲ تمرکز دارد؛ تا مشخص نماید عملکرد زیست محیطی، اجتماعی و حاکمیتی شرکتی بر جریان‌های نقدی عملیاتی آتی چه اثری دارد و سودآوری رابطه بین عملکرد زیست محیطی، اجتماعی و حاکمیتی شرکتی و جریان‌های نقدی عملیاتی آتی را چگونه تعدیل می‌کند.

منجر به وفاداری مشتریان، کارکنان مولد و یک جامعه محلی حامی و بهبود عملکرد مالی می‌شود و عملکرد خوب در حوزه ESG نه تنها به شرکت‌ها در مدیریت ریسک‌های غیرمالی کمک می‌کند، بلکه از طریق بهبود شهرت و افزایش کارایی عملیاتی، به خلق ارزش بلندمدت نیز منجر می‌شود (Ridwan & Alghifari, 2025). با توجه به این‌که عملکرد ESG شرکت‌ها نشان‌دهنده یک سرمایه‌گذاری بلندمدت است، انتظار می‌رود آثار آن در قالب بهبود جریان‌های نقدی و درآمدهای آتی نمایان گردد. Li و Jia (2022) نیز در پژوهش خود نشان دادند که شرکت‌هایی که عملکرد ESG بهتری ارائه می‌دهند جریان‌های نقدی عملیاتی و سودهای بیشتری در آینده خواهند داشت. در ادامه فرضیه ۱ بر این مبنای ارائه می‌گردد:

فرضیه ۱: عملکرد زیست محیطی، اجتماعی و حاکمیتی شرکتی بر جریان‌های نقد عملیاتی آتی شرکت‌ها تأثیر معناداری دارد.

تأثیر سودآوری بر رابطه بین عملکرد ESG و

جریان‌های نقد عملیاتی آتی: سودآوری، به‌عنوان یک شاخص حیاتی از عملکرد مالی، توانایی یک شرکت را در تولید سود نسبت به هزینه‌ها و سرمایه‌گذاری‌های انجام‌شده در یک دوره مشخص نشان می‌دهد. این شاخص به‌عنوان یکی از معیارهای کلیدی برای سرمایه‌گذاران و سایر ذی‌نفعان محسوب می‌شود، زیرا بازتابی از کارآمدی و اثربخشی استراتژی‌های عملیاتی و مدل کسب‌وکار شرکت است. شاخص‌هایی مانند بازده دارایی‌ها (ROA) و بازده حقوق صاحبان سهام (ROE)، به‌طور معمول برای ارزیابی سودآوری استفاده می‌شوند و دیدگاه‌هایی در مورد بهره‌وری عملیاتی و سلامت مالی شرکت ارائه می‌دهند (Treepongkaruna & Suttipun, 2024). در این پژوهش از معیار بازده دارایی‌ها برای سنجش سودآوری شرکت‌ها استفاده می‌شود. بازده دارایی‌ها نشان می‌دهد که مدیریت ارشد شرکت چگونه از سرمایه‌گذاری‌های انجام‌شده در کل دارایی‌ها برای کسب سود استفاده می‌کند. استفاده بهینه از منابع و کنترل دقیق هزینه‌ها از عوامل کلیدی در بهبود سودآوری هستند. با این تفاسیر انتظار می‌رود سودآوری بر رابطه بین عملکرد ESG و جریان‌های نقد عملیاتی آتی تأثیرگذار باشد. چرا که سودآوری خوب نشان می‌دهد که شرکت

برای بازپرداخت وام‌ها، نگهداشت توان عملیاتی واحد تجاری، پرداخت سود تقسیمی و انجام سرمایه‌گذاری جدید بدون استفاده از منابع مالی برون‌سازمانی، ایجاد کرده است. با توجه به نقش حیاتی جریان‌های نقدی در موفقیت و تداوم فعالیت واحدهای تجاری، مدیران توجه ویژه‌ای به بررسی و تحلیل جریان‌های نقدی، به‌ویژه جریان‌های نقدی حاصل از فعالیت‌های عملیاتی دارند. در واقع، جریان‌های نقدی به عنوان بخش جدایی‌ناپذیری از فرآیند برنامه‌ریزی مالی، جایگاه مهمی در تصمیم‌گیری‌های مدیریتی پیدا کرده‌اند (Jabbarzade Kangarlouei et al., 2014; Farhangian & Heidarpour, 2019). همان‌طور که بیان شد ذی‌نفعان شرکت‌ها به جریان‌های نقد عملیاتی آتی شرکت‌ها اهمیت می‌دهند. یکی از دیگر موضوعاتی که مورد توجه ذی‌نفعان است موضوع عملکرد ESG شرکت‌ها است (Ho et al., 2024). فعالیت‌های مرتبط با عملکرد ESG به یکی از عوامل کلیدی برای دستیابی به عملکردی پایدار و ایجاد مزیت رقابتی تبدیل شده‌اند و در شرایط متغیر کسب‌وکار جهانی، نقش مهمی در کسب اعتبار و مقبولیت برای شرکت‌ها ایفا می‌کنند (Lampikoski et al., 2014). Shabana و Carroll (2010)، بیان داشتند که می‌توان عملکرد زیست‌محیطی، اجتماعی و حاکمیتی شرکت را می‌توان به عنوان میزانی که شرکت‌ها عوامل زیست‌محیطی، اجتماعی و حاکمیتی را در عملیات خود در نظر می‌گیرند و در نهایت تأثیری که این عوامل بر جامعه، محیط طبیعی و نحوه اداره شرکت دارند، تعریف کرد. چارچوب ESG برای ارزیابی تأثیر و پایداری فعالیت‌های تجاری یک شرکت به کار می‌رود. جنبه زیست‌محیطی (E) شامل ابتکاراتی در زمینه مدیریت منابع طبیعی و کاهش انتشار آلاینده‌ها می‌شود؛ جنبه اجتماعی (S) به سیاست‌ها و رویه‌هایی مرتبط است که به کارکنان، حقوق بشر و جوامع محلی توجه دارند؛ در حالی که جنبه حاکمیتی (G) بر ساختار مدیریت، رویه‌ها و اقداماتی متمرکز است که شفافیت و پاسخ‌گویی را تضمین می‌کنند (Ridwan & Alghifari, 2025). از لحاظ تئوریک و طبق نظریه ذی‌نفعان ESG برای شرکت‌ها دارای ارزش ذاتی است، که با خلق مزیت رقابتی و برآورده کردن نیازهای ذی‌نفعان، عملکرد مالی و غیرمالی شرکت را بهبود می‌بخشد (El Khoury et al., 2023). عملکرد زیست محیطی، اجتماعی و حاکمیتی

شرکت است. β_i پارامترهای مختلف مدل، i شرکت مورد تجزیه و تحلیل، t سال‌های پژوهش و ϵ عبارت خطا است و ضریب β_2 مورد توجه برای پذیرش فرضیه اول است و اگر مقدار آن در سطح معناداری باشد فرضیه اول پژوهش پذیرفته است. Sales سطح فروش، $\ln TA$ لگاریتم دارایی‌ها، div سود تقسیمی، OC چرخه عملیاتی، Loss زیان و VolEarn نوسانات سود است. در ادامه برای آزمون فرضیه دوم مدل رگرسیون پایه به شکل ذیل به روز می‌شود:

مدل (۲)

$$CFO_{it+1} = \beta_0 + \beta_1 CFO_{it} + \beta_2 ESG_{it} + \beta_3 Earn_{it} + \beta_4 Earn_{it} * ESG_{it} + \beta_5 Sales_{it} + \beta_6 LnTA_{it} + \beta_7 div_{it} + \beta_8 OC_{it} + \beta_9 Loss_{it} + \beta_{10} VolEarn_{it} + \epsilon_{it}$$

در این مدل Earn سودآوری است. برای پذیرش فرضیه دوم ضریب β_4 حائز اهمیت است. اگر ضریب تعاملی ESG و سودآوری معنادار باشد فرضیه دوم پژوهش تایید خواهد شد. پیرو مطالعه Li و Jia (2022)، متغیرهای پژوهش در جدول ۱ تعریف و اندازه‌گیری می‌شوند.

برای هر شرکت، معیارهای زیست‌محیطی، اجتماعی و حاکمیتی مختلف جمع‌آوری و محاسبه می‌شود تا این سه امتیاز محیطی، اجتماعی و حاکمیتی ساخته شود. ستون زیست محیطی در درجه اول بر استفاده از منابع، نوآوری محصول و انتشار کربن تمرکز دارد. در حالی که رکن اجتماعی موضوعات مربوط به حقوق بشر، محیط نیروی کار، مسئولیت محصول و مشارکت جامعه را در بر می‌گیرد. در نهایت، ستون حاکمیت مسائل مربوط به حقوق سهامداران، ساختار هیأت مدیره و استراتژی مسئولیت اجتماعی شرکت را اندازه‌گیری می‌کند. هر ستون با نرخ بالاتر نشان دهنده عملکرد بهتر زیست-محیطی، اجتماعی و حاکمیتی است. امتیاز نهایی زیست-محیطی، اجتماعی و حاکمیتی از این داده‌ها میانگین وزنی این سه ستون برای هر شرکت برای هر سال است (He et al., 2023).

حاشیه‌های مالی کافی برای پوشش هزینه‌های اجرای عملکرد ESG را دارد، بدون آن‌که ریسک مالی قابل توجهی ایجاد شود (Ridwan & Alghifari, 2025). در نتیجه افزایش جریان نقد عملیاتی آتی در این شرکت‌ها دور از انتظار نیست. بنابراین فرضیه زیر ارائه می‌گردد:

فرضیه ۲: سودآوری بر رابطه بین عملکرد زیست محیطی، اجتماعی و حاکمیتی شرکتی و جریان نقد عملیاتی آتی شرکت‌ها تأثیرگذار است.

مواد و روش‌ها

شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، جامعه آماری این پژوهش را تشکیل می‌دهند. روش انتخاب جامعه آماری دردسترس، از نوع نمونه‌گیری غربالگری می‌باشد و از بین شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، شرکت‌هایی که محدودیت‌هایی مانند شرکت مالی، هلدینگ، بانک، بیمه، اطلاعات ناقص و غیره نداشته باشند انتخاب می‌شوند، همچنین شرکت‌ها می‌بایست از ابتدای سال ۱۳۹۴، تا پایان سال ۱۴۰۲ عضو فعال بورس اوراق بهادار باشند. با مراجعه به پایگاه‌های مختلف بورس اوراق بهادار تهران، ارقام و اعداد مورد نیاز از گزارش‌های سالانه صورت‌های مالی پایان دوره، یادداشت‌های ضمیمه و گزارش فعالیت‌های مالی و گزارش فعالیت‌های هیأت مدیره به شرکت برای تحلیل و تحلیل داده‌های جمع‌آوری و استفاده شده است. این پژوهش از نوع راهبردی/کمی، هدف/توصیفی، رویکردی/تجربی و راه‌حلی/کتابخانه‌ای است. برای آزمون فرضیه‌های پژوهش، یک مدل ریاضی با استفاده از روش رگرسیون چندمتغیره برازش داده شده است. مدل رگرسیون پایه زیر پیرو مطالعه Li و Jia (2022)، برای آزمون فرضیه اول پژوهش طراحی شده است:

مدل (۱)

$$CFO_{it+1} = \beta_0 + \beta_1 CFO_{it} + \beta_2 ESG_{it} + \beta_3 Sales_{it} + \beta_4 LnTA_{it} + \beta_5 div_{it} + \beta_6 OC_{it} + \beta_7 Loss_{it} + \beta_8 VolEarn_{it} + \epsilon_{it}$$

در این مدل CFO جریان نقد عملیاتی آتی است، ESG نشان‌دهنده عملکرد زیست‌محیطی، اجتماعی و حاکمیتی

جدول ۱- نحوه اندازه گیری متغیرها، منبع: Li و Jia (2022)

نام متغیر	نوع متغیر	نحوه اندازه گیری
جریانات نقدی	مستقل	نسبت خالص وجه نقد خالص از فعالیت‌های عملیاتی به کل دارایی‌ها
عملکرد ESG	وابسته	به شرح ذیل جدول ۱
سودآوری	تعدیل‌گر	سودآوری برابر با نسبت سود خالص به کل دارایی‌ها است، برای آزمون نقش تعدیل کننده آن در این پژوهش، متغیر دووجهی آن نیز مورد توجه است. پس اگر نسبت سود خالص به کل دارایی‌های شرکت از میانه نسبت سود خالص به کل دارایی‌های شرکت‌های نمونه بیشتر باشد برابر با یک است، و در غیراین صورت برابر با صفر است.
سطح فروش		لگاریتم طبیعی کل فروش
اندازه شرکت		لگاریتم طبیعی کل دارایی‌ها
پرداخت سود		نسبت پرداخت‌های نقدی بابت سود سهام به کل دارایی‌ها
چرخه عملیاتی		لگاریتم طبیعی حساب‌ها و اسناد دریافتی به فروش به علاوه لگاریتم طبیعی نسبت موجودی کالا به بهای تمام شده کالای فروش رفته
زیان شرکت	کنترلی	دووجهی است، اگر شرکت در سال زیانده باشد برابر با یک است
نوسانات سود		نسبت انحراف استاندارد سودخالص طی سه سال گذشته بر کل دارایی‌ها

جدول ۲- شاخص‌های ابعاد زیست محیطی، اجتماعی و حاکمیتی، (Fakhari et al., 2017)

بعد	شاخص‌ها
اجتماعی	سرمایه‌گذاری مسولیت اجتماعی، یادگیری و آموزش اجتماعی، شفافیت‌سازی اجتماعی، سلامت تولید، مسائل اجتماعی و مشتریان و زنجیره تأمین، حفظ نام تجاری و رفتار ضد رقابتی، حقوق نیروی کار، سلامت و امنیت و بهره‌وری، رعایت اصول حقوق بشر، توسعه اجتماعی و بشردوستانه، ادراک اجتماعی و ذینفعان، عدم تبعیض و شمول اجتماعی
زیست محیطی	سیستم مدیریت زیست محیطی، انرژی و بهره‌وری آب، مسائل محیطی محصولات و خدمات و زنجیره تأمین، آموزش محیطی، آلاینده‌گی، آلودگی و ضایعات
حاکمیتی	مدیریت ریسک سرمایه‌گذاری، اقدامات نظارتی و مدیریت ریسک، شفاف‌سازی راهبردی، ترکیب هیأت مدیره، کمیته‌ها، جبران عملکرد، انطباق با قوانین، اخلاق و فساد اصول رفتاری، رعایت حقوق سهامداران

نتایج

۱۳۹۴ تا ۱۴۰۲ اندازه‌گیری شده‌اند. بنابراین ۱۱۵۲ سال-

شرکت تعداد نمونه پژوهش را به صورت پنل متوازن تشکیل داده است.

آمار توصیفی متغیرهای تحقیق با استفاده از ۱۲۸ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی

جدول ۳- آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

متغیر	نماد	میانگین	انحراف خطای استاندارد	کمینه	بیشینه
جریانات نقد عملیاتی	ocf	۰/۱۳۱	۰/۱۴۱	-۰/۳۷۸	۰/۶۸۷
عملکرد ESG	ESG	۰/۶۳۶	۰/۱۰۸	۰/۱۸۶	۰/۹۴۲
سودآوری	earn	۰/۵	۰/۵۰۰۲	۰/۰۰۰	۱/۰۰۰
سطح فروش	sales	۱۵/۳۵۸	۲/۰۰۷	۹/۷۲۶	۲۲/۱۳۳
اندازه شرکت	lna	۱۵/۵۰۳	۱/۸۱۶	۱۱/۴۰۷	۲۱/۸۹۹
پرداخت سود	div	۰/۰۶۶	۰/۰۸۸	۰/۰۰۰	۰/۳۴۶
چرخه عملیاتی	oc	-۲/۴۷۳	۱/۴۵۱	-۵/۷۵۴	۲/۵۶۲
زیان شرکت	loss	۰/۰۸۲	۰/۲۷۴	۰/۰۰۰	۱/۰۰۰
نوسانات سودآوری	volearn	۰/۰۷۸	۰/۰۶۳	۰/۰۰۱	۰/۳۸

برابر با ۰/۰۶۳ می‌باشد که نشان می‌دهد این دو متغیر به ترتیب دارای بیشترین و کمترین انحراف معیار هستند. کمینه و بیشینه نیز کمترین و بیشترین را در هر متغیر نشان می‌دهد. متغیر زیان شرکت دوجبهی است که در ۸/۱۶ درصد مشاهدات شرکت‌ها زیان ده بوده و برابر با یک است و در ۹۱/۸۴ درصد مشاهدات شرکت‌ها سودآوریده بوده و برابر با صفر است. ضرایب همبستگی متغیرهای پژوهش در جدول ۴ ارائه شده‌است. نتایج به دست آمده از این جدول بیانگر نبود وابستگی شدید بین متغیرهای مستقل می‌باشد؛ در نتیجه می‌توان متغیرهای پژوهش را در مدل پژوهش گردآوری نمود و آزمون رگرسیون انجام داد.

آمار توصیفی شامل میانگین، میانه، انحراف معیار، کمینه و بیشینه متغیرها می‌باشد. مقدار میانگین برای متغیر جریان‌ات نقد عملیاتی برابر با ۰/۱۳۱ می‌باشد که نشان می‌دهد جریان‌ات نقد عملیاتی حاصل از فعالیت‌های عملیاتی به ازای دارایی‌های شرکت‌ها ۱۳/۱ درصد است و مقدار میانگین برای متغیر عملکرد زیست محیطی، اجتماعی و حاکمیتی برابر با ۰/۶۳۶ می‌باشد که نشان می‌دهد عملکرد عملکرد زیست محیطی، اجتماعی و حاکمیتی شرکت‌ها از میانگین مؤلفه‌های سنجش آن بیشتر است و مقادیر میانگین نشان از تمرکز داده‌ها حول این مقادیر است. مقدار این پارامتر برای متغیر سطح فروش برابر با ۲/۰۰۷ و برای متغیر نوسانات سودآوری

جدول ۴- ضریب همبستگی بین متغیرهای پژوهش

متغیرها	جریان‌ات نقد عملیاتی	عملکرد ESG	سودآوری	سطح فروش	اندازه شرکت	پرداخت سود	چرخه عملیاتی	زیان شرکت	نوسانات سودآوری
جریان‌ات نقد عملیاتی	۱								
عملکرد ESG	۰/۱۸۹	۱							
سودآوری	۰/۵۲۶	۰/۱۰۸	۱						
سطح فروش	۰/۱۸۶	۰/۴۵۴	۰/۲۶۱	۱					
اندازه شرکت	۰/۱۳۳	۰/۴۹۶	۰/۲۲۷	۰/۹۵۳	۱				
پرداخت سود	۰/۶۳۴	۰/۲۱۶	۰/۶۱۴	۰/۲۱۹	۰/۱۷۳	۱			
چرخه عملیاتی	-	-	-	-	-	-	۱		
زیان شرکت	۰/۱۶۳	۰/۰۱۹	-۰/۴۶۷	-۰/۱	۰/۰۷۷	۰/۲۰۱	۰/۰۰۳	۱	
نوسانات سودآوری	۰/۲۶۳	۰/۰۵۷	۰/۴۵۷	۰/۱۶۲	۰/۱۸	۰/۴۲۵	۰/۰۲۲	۰/۰۸۲	۱

۱- پویایی در جریان‌ات نقد عملیاتی با گنجاندن تأخیرهای آن‌ها مشخص می‌شود،
 ۲- اثرات خاص شرکت مشاهده نمی‌شود و
 ۳- نگرانی‌های درون‌زایی بالقوه وجود دارد.
 همچنین با توجه به ماهیت جریان‌ات نقد عملیاتی به نظر می‌رسد روش تعمیم‌یافته لحظه‌ها انتخاب بهتری برای تحلیل‌های تجربی باشد. در ضمن، متغیر وابسته (جریان‌ات نقد عملیاتی) با یک سال تأخیر زمانی در آن سمت معادله

در این پژوهش از برآوردگر روش گشتاور تعمیم‌یافته (GMM) که برای مدل‌های دینامیکی داده‌های تابلویی توسط توسط Arellano و Bond (۱۹۹۱) توسعه داده شده است، جهت آزمون فرضیه‌ها استفاده شده است. مدل‌های پژوهش برای جریان‌ات نقد عملیاتی شامل سه عنصر کلیدی است که می‌توان آن‌ها را دلایلی برای استفاده از برآوردگر روش تعمیم‌یافته لحظه‌ها منطبق دانست:

قرار دارد و همه متغیرهای مستقل و کنترلی نیز یکسال نسبت به متغیر وابسته تأخیر زمانی دارند.

نتیجه آزمون فرضیه اول

با توجه به جدول ۵ مقدار به دست آمده برای سطح معناداری آماره کل مدل (Wald chi2(7)) ۰/۰۰۰ است که کمتر از ۰/۰۵ است. با توجه به نتایج حاصل شده از برآوردگر گشتاور تعمیم یافته در جدول ۵، مقدار به دست آمده آماره مدل (Wald chi2(7)) ۱۳۶/۶۱۹ است که این مقدار از مقدار آماره مربوطه در جدول استاندارد بیشتر است و همچنین سطح احتمال آماره مدل برابر با ۰/۰۰۰ است که کمتر از ۰/۰۵ است در نتیجه مدل آزمون در

سطح اطمینان ۹۵ درصد معنادار است. مقدار سطح احتمال برای متغیر عملکرد ESG برابر با ۰/۰۱ می باشد و این مقدار از ۰/۰۵ کمتر است و همچنین قدرمطلق مقدار آماره تی- استیودنت آن ۲/۵۹ است، از ۱/۹۶ بیشتر است، در نتیجه در سطح اطمینان ۹۵ درصد، متغیر عملکرد زیست محیطی، اجتماعی و حاکمیتی بر متغیر جریان نقد عملیاتی آتی تأثیر معناداری دارد، بنابراین فرضیه اول پژوهش تأیید گردید. همچنین با توجه به مقدار ۰/۰۵۳ ستون ضرایب متغیر عملکرد زیست محیطی، اجتماعی و حاکمیتی، اثرگذاری مثبت می باشد.

جدول ۵- نتیجه آزمون تأثیر عملکرد ESG شرکتی بر جریان نقد عملیاتی آتی

جریان نقد عملیاتی آتی				
متغیر	ضریب	خطای استاندارد	آماره t	سطح معناداری
جریان نقد عملیاتی	-۰/۰۳۳	۰/۰۳۹	-۰/۸۴	۰/۴۰۲
عملکرد ESG	۰/۰۵۳	۰/۰۲	۲/۵۹	۰/۰۱
سطح فروش	۰/۰۴۲	۰/۰۱۷	۲/۴	۰/۰۱۶
اندازه شرکت	-۰/۰۴۶	۰/۰۱۸	-۲/۶۱	۰/۰۰۹
پرداخت سود	۰/۴۴۹	۰/۰۸۱	۵/۵۶	۰/۰۰۰
چرخه عملیاتی	-۰/۰۳۴	۰/۰۰۷	-۴/۷	۰/۰۰۰
زبان شرکت	۰/۰۰۳	۰/۰۱۲	۰/۲۵	۰/۸۰۳
نوسانات سودآوری	-۰/۱۴۶	۰/۰۷۲	-۲/۰۳	۰/۰۴۳
عرض از مبدا	۰/۰۱۵	۰/۰۸۲	۰/۱۸	۰/۸۵۹
مقدار آماره مدل (Wald chi2(7))		۱۳۶/۶۱۹		
سطح معناداری مدل		۰/۰۰۰		
تعداد مشاهدات		۸۹۶		
سطح معناداری خودهمبستگی درجه ۱		۰/۰۰۰		
سطح معناداری خودهمبستگی درجه ۲		۰/۷۶۲		
آزمون ساراگان		۰/۰۹۴۴		

نتیجه آزمون فرضیه دوم:

با توجه به نتایج حاصل شده از برآوردگر گشتاور تعمیم یافته در جدول ۶، مقدار به دست آمده آماره مدل (Wald chi2(7)) ۲۰۲/۵۹۵ است که این مقدار از مقدار آماره مربوطه در جدول استاندارد بیشتر است و همچنین سطح احتمال آماره مدل برابر با ۰/۰۰۰ است که کمتر از ۰/۰۵ است در نتیجه مدل آزمون در سطح اطمینان ۹۵ درصد معنادار است. مقدار سطح احتمال برای متغیر

سودآوری برابر با عملکرد ESG ۰/۰۲۵ می باشد و این مقدار از ۰/۰۵ کمتر است؛ و همچنین قدرمطلق مقدار آماره تی- استیودنت آن ۲/۲۴ است، از ۱/۹۶ بیشتر است، در نتیجه در سطح اطمینان ۹۵ درصد، متغیر سودآوری بر متغیر جریان نقد عملیاتی آتی تأثیر معناداری دارد، پس نتایج فرضیه اول تکرار شد.

جدول ۶- نتیجه آزمون تأثیر سودآوری بر رابطه بین عملکرد ESG و جریان نقد عملیاتی آتی

جریان نقد عملیاتی آتی				
متغیر	ضریب	خطای استاندارد	آماره t	سطح معناداری
جریان نقد عملیاتی	-۰/۰۴۳	۰/۰۳۹	-۱/۱۱	۰/۲۶۵
عملکرد ESG	۰/۰۹۸	۰/۰۳۱	۳/۱۵	۰/۰۰۲
سودآوری	۰/۰۲۶	۰/۰۱۷	۱/۵۲	۰/۱۲۸
عملکرد ESG* سودآوری	-۰/۰۳۷	۰/۰۱۸	-۲/۰۵	۰/۰۴
سطح فروش	۰/۴۶۶	۰/۰۸۲	۵/۷۱	۰/۰۰۰
اندازه شرکت	-۰/۰۳۴	۰/۰۰۷	-۴/۶	۰/۰۰۰
پرداخت سودآوری	۰/۰۱۱	۰/۰۱۳	۰/۸۶	۰/۳۹۱
چرخه عملیاتی	-۰/۱۳۵	۰/۰۷۲	-۱/۸۷	۰/۰۶۲
زیان شرکت	۰/۱۷۲	۰/۰۶۳	۲/۷۴	۰/۰۰۶
نوسانات سودآوری	-۰/۰۴۳	۰/۰۳۹	-۱/۱۱	۰/۲۶۵
عرض از مبدا	۰/۰۹۸	۰/۰۳۱	۳/۱۵	۰/۰۰۲
مقدار آماره مدل (Wald chi2(7))		۱۶۵/۸۴۳		
سطح معناداری مدل		۰/۰۰۰		
تعداد مشاهدات		۸۹۶		
سطح معناداری خودهمبستگی درجه ۱		۰/۰۰۰		
سطح معناداری خودهمبستگی درجه ۲		۰/۸۲۳۵		
سطح معناداری آزمون ساراگان		۰/۰۸۰۵		

مقدار سطح احتمال برای متغیر تعامل عملکرد زیست محیطی، اجتماعی و حاکمیتی و سودآوری برابر با ۰/۰۰۵ می‌باشد و این مقدار از ۰/۰۵ کمتر است و همچنین قدرمطلق مقدار آماره تی- استیودنت ۲/۷۸ است که از ۱/۹۶ بیشتر است، در نتیجه در سطح اطمینان ۹۵ درصد تعامل عملکرد زیست محیطی، اجتماعی و حاکمیتی و سودآوری بر جریان نقد عملیاتی آتی تأثیر معناداری دارد. پس فرضیه دوم تأیید گردید. همچنین ضریب متغیر تعامل عملکرد زیست محیطی، اجتماعی و حاکمیتی و سودآوری با ضریب عملکرد زیست محیطی، اجتماعی و حاکمیتی هم‌علامت‌اند. بنابراین سودآوری رابطه بین عملکرد زیست محیطی، اجتماعی و حاکمیتی شرکتی و جریان نقد عملیاتی آتی را تشدید می‌کند.

بحث

در این پژوهش رابطه بین عملکرد زیست محیطی، اجتماعی و حاکمیتی و جریان نقد عملیاتی آتی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بررسی شد. مضافاً اینکه این رابطه در شرایط سودآوری

شرکت‌ها نیز بررسی گردید. نتایج این مطالعه در آزمون فرضیه اول نشان داد که عملکرد زیست محیطی، اجتماعی و حاکمیتی شرکت‌ها به طور مثبت با جریان‌های نقدی آتی مرتبط است. نتایج این مطالعه با یافته‌های پژوهش Li و Jia (۲۰۲۲)، در شرکت‌های فهرست‌شده استرالیا از سال ۲۰۰۲ تا ۲۰۱۸، همسو است. آن‌ها نیز متوجه شدند که عملکرد زیست محیطی، اجتماعی و حاکمیتی شرکت‌ها با جریان‌های نقدی بالاتر مرتبط است و عملکرد زیست محیطی، اجتماعی و حاکمیتی شرکت‌ها تأثیر مثبتی بر ارتباط بین سود و جریان‌های نقدی آتی دارد. نتایج از نظریه مبتنی بر منبع حمایت می‌کند و نشان می‌دهد که عملکرد زیست محیطی، اجتماعی و حاکمیتی شرکت‌ها به ارزش شرکت کمک می‌کند. نتایج این مطالعه در آزمون فرضیه دوم نشان داد سودآوری تأثیر مثبتی بر ارتباط بین عملکرد زیست محیطی، اجتماعی و حاکمیتی شرکت‌ها و جریان‌های نقدی آتی دارد. بنابراین، نظریه مبتنی بر منبع پشتیبانی می‌شود و نشان می‌دهد که سودآوری بالا با عملکرد زیست محیطی، اجتماعی و حاکمیتی شرکت‌ها به ارزش شرکت کمک می‌کند.

- marketplaces, *Organization Science* 27 (4), 1010–1028.
6. **Cahan, S.F., Chen, C., Chen, L. and Nguyen, N.H., 2015.** Corporate social responsibility and media coverage. *Journal of Banking & Finance*, 59, 409-422.
 7. **Carroll, A.B. and Shabana, K.M., 2010.** The business case for corporate social responsibility: A review of concepts, research and practice. *International journal of management reviews*, 12(1), 85-105.
 8. **Chang, X., Chen, Y. and Zolotoy, L., 2017.** Stock liquidity and stock price crash risk. *Journal of financial and quantitative analysis*, 52(4), 1605-1637.
 9. **Dyckman, T., Magee, R. and Pfeiffer, G., 2010.** *Financial Accounting*. Cambridge Business Publishers, Westmont.
 10. **El Khoury, R., Nasrallah, N. and Alareeni, B., 2023.** ESG and financial performance of banks in the MENAT region: concavity–convexity patterns. *Journal of Sustainable Finance and Investment*, 13(1), 406–430. <https://doi.org/1080/10/2021/20430795.1929807>
 11. **Fakhari, H., Malekian, E. and Jafaei Rahni, M., 2017.** Explanation and ranking of components and indicators of environmental, social and corporate governance reporting using the analytic hierarchy process in companies listed on the stock exchange. *Value and Behavioral Accounting*, 2(4), 153-187. (In Persian with English abstract)
 12. **Farhangian, A. and Heidarpoor, F., 2019.** Accounting Information Quality and Operational Cash Flow. *Empirical Research in Accounting*, 9(2), 121-142. doi: 22051/10/jera.17647/2018.1820. (In Persian with English abstract)
 13. **Hainmueller, J. and Hiscox, M.J., 2015.** Buying green? Field experimental tests of consumer support for environmentalism, Working paper. Available at: <http://dx.doi.org/2139/10/ssrn.2062429>.
 14. **He, F., Ding, C., Yue, W. and Liu, G., 2023.** ESG performance and corporate risk-taking: Evidence from China. *International Review of Financial Analysis*, 87, 102550.
 15. **Ho, L., Nguyen, V.H. and Dang, T.L., 2024.** ESG and firm performance: do stakeholder engagement, financial constraints and religiosity matter? *Journal of Asian Business and Economic Studies*, Vol. 31 No. 4, pp. 263-276. <https://doi.org/1108/10/JABES-08-2023-0306>
 16. **Hong, Y. and Andersen, L., 2011.** The relationship between corporate social responsibility and earnings management: an exploratory study, *Journal of Business Ethics* 104(4), 461–471.
- شرکت‌هایی با سودآوری بهتر که عملکرد زیست محیطی، اجتماعی و حاکمیتی بهتری ارائه می‌دهند، جریان‌های نقدی عملیاتی بیشتری در آینده خواهند داشت. نتایج این مطالعه در این بخش نیز مطابق یافته‌های پژوهش Jia و Li (۲۰۲۲)، در شرکت‌های فهرست‌شده استرالیا است. سودآوری با عملکرد زیست محیطی، اجتماعی و حاکمیتی بهتر جریان‌های نقدی آتی بیشتری دارد. نتایج نشان می‌دهد عملکرد زیست محیطی، اجتماعی و حاکمیتی شرکت‌ها به دلیل تعهد شرکت‌ها به رفتارهای اخلاقی، کیفیت درآمد آن‌ها بهتر از کیفیت درآمد همتایانشان است، که جریان‌های نقدی آتی بهتری را به همراه دارد. در این پژوهش به رابطه بین عملکرد ESG و جریان‌های نقدی عملیاتی آتی و نقش تعدیلی سودآوری پرداخته شد. پیشنهاد می‌شود در تحقیقات بعدی به موضوعات زیر نیز پرداخته شود:
- تأثیر ابعاد عملکرد زیست محیطی، اجتماعی و حاکمیتی شرکتی بر سودآوری شرکت‌ها
 - تأثیر ابعاد عملکرد زیست محیطی، اجتماعی و حاکمیتی شرکتی بر ریسک مالی شرکت‌ها
 - تأثیر ابعاد عملکرد زیست محیطی، اجتماعی و حاکمیتی شرکتی بر ریسک مالی شرکت‌ها با نقش تعدیلی سودآوری

منابع

1. **Al-Hadi, A., Chatterjee, B., Yaftian, A., Taylor, G. and Monzur Hasan, M., 2019.** Corporate social responsibility performance, financial distress and firm life cycle: evidence from Australia. *Accounting & Finance*, 59(2), 961-989.
2. **Arellano, M., and Bond, S.R., 1991.** Some Tests of Specification for Panel Data: Monte Carlo Evidence and an Application to Employment Equations. *Review of Economic Studies*. April, 58:2, pp. 277–97.
3. **Barth, M.E., Li, K. and McClure, C.G., 2018.** Evolution in value relevance of accounting information. Working paper. Stanford University and University of Chicago.
4. **Beck, C., Frost, G. and Jones, S., 2018.** CSR disclosure and financial performance revisited: A cross-country analysis. *Australian Journal of Management*, 43(4), 517-537.
5. **Burbano, V.C., 2016.** Social responsibility messages and worker wage requirements: field experimental evidence from online labor

- reduce information asymmetry? Empirical evidence from Australia, *Australian Journal of Management* 44(2), 188–211.
24. **Pollock, T.G. and Rindova, V.P., 2003.** Media legitimation effects in the market for initial public offerings. *Academy of Management Review*, 46(5), 631–642.
 25. **Rezaie, F., Afshar, M. and Kohbar, F., 2014.** Compared to operating profit, operating cash flow, operating cash flow components accruals in predicting future firm. *Accounting and Auditing Studies*, 3(10), 52–63. doi: 22034/10/iaas.103570/2014. (In Persian with English abstract)
 26. **Ridwan, M. and Alghifari, E.S., 2025.** Evaluating the impact of ESG on financial risk: the moderating effects of operational ability and profitability in Indonesian infrastructure firms. *Journal of Accounting & Organizational Change*. <https://doi.org/1108/10/jaoc-08-2024-0281>
 27. **Treepongkaruna, S. and Suttipun, M., 2024.** The impact of environmental, social and governance (ESG) reporting on corporate profitability: evidence from Thailand. *Journal of Financial Reporting and Accounting*. <https://doi.org/1108/10/JFRA-09-2023-0555>
 17. **Jabbarzade Kangarlouei, S., Monfared, M. and Motavassel, M., 2014.** The Impact of Operating Cash Flows on Financial Leverage Adjustments in Firms listed on Tehran Stock Exchange (TSE). *Financial Management Strategy*, 2(1), 73–95. doi: 22051/10/jfm.977/2015. (In Persian with English abstract)
 18. **Jia, J. and Li, Z., 2022.** Corporate sustainability, earnings persistence and the association between earnings and future cash flows. *Accounting & Finance*, 62(1), 299–336.
 19. **Lampikoski, T., Westerlund, M., Rajala, R. and Möller, K., 2014.** Green innovation games: Value-creation strategies for corporate sustainability. *California Management Review*, 57(1), 88–116. <https://doi.org/1525/10/cmr.57/2014.88/1>
 20. **Malik, M., 2015.** Value-enhancing capabilities of CSR: a brief review of contemporary literature, *Journal of Business Ethics* 127(2), 419–438.
 21. **Mohanram, P., 2014.** Analysts' cash flow forecasts and the decline of the accrual's anomaly. *Contemp. Accounting Res.* 31 (4), 1143–1170.
 22. **Nguyen, J.H., 2018.** Carbon risk and firm performance: evidence from a quasi-natural experiment, *Australian Journal of Management* 43(1), 65–90.
 23. **Nguyen, V.H., Agbola, F.W. and Choi, B., 2019.** Does corporate social responsibility





Examining the Impact of Environmental, Social and Governance (ESG) Performance on Future Operating Cash Flows: The Moderating Role of Profitability

Mohammad Javad Zare Bahnamiri^{1*}, Fatemeh Talkhabi², Reza Yaqobi Berijani²

1* - Department of Accounting, Faculty of Economic Sciences and Administration, University of Qom, Qom, Iran

2- Department of Accounting, Faculty of Management and Accounting, Tolouemehr University, Qom, Iran

Original Article

Abstract

Received:
2025.02.15

Accepted:
2025.06.14

Keywords:

Environmental,
Social and
Governance
Performance,
Operating Cash
Flows,
Profitability

Introduction: Environmental, Social, and Corporate Governance (ESG) activities are vital for sustainable growth, and prior studies have shown that Environmental, Social, and Corporate Governance performance has both financial and non-financial consequences for firms. Future operating cash flows are also among the key constructs in firm valuation. Moreover, profitability is expected to influence the relationship between Environmental, Social, and Corporate Governance performance and future operating cash flows, as strong profitability indicates that a firm has sufficient financial margins to cover the costs of implementing Environmental, Social, and Corporate Governance practices without creating significant financial risk. Consequently, an increase in future operating cash flows for such firms is not unexpected. Therefore, the objective of this study is to examine the effect of environmental, social, and governance performance on future operating cash flows and, subsequently, to provide evidence on the moderating role of profitability in the relationship between Environmental, Social, and Corporate Governance performance and future operating cash flows.

Materials and Methods: The statistical population of this study consists of companies listed on the Tehran Stock Exchange. The sampling method is based on availability using a screening approach. From among the listed companies, those without limitations such as being financial institutions, holding companies, banks, insurance companies, or having incomplete information were selected. Additionally, companies were required to be active members of the Tehran Stock Exchange from the beginning of 2015 to the end of 2023. By referring to various databases of the Tehran Stock Exchange, the required data were collected from annual financial statements, accompanying notes, financial activity reports, and board of directors' reports. This research is strategic/quantitative in nature, descriptive in purpose, empirical in approach, and applied/library-based in methodology. To test the research hypotheses, a mathematical model was estimated using multivariate regression. The data were structured as panel data, and the Generalized Method of Moments (GMM) estimator along with Stata software

version 17 was used to test the research hypotheses.

Results: The results of the first hypothesis test indicate that companies' environmental, social, and governance performance is positively associated with future operating cash flows. This implies that improvements in environmental, social, and governance activities can lead to an increase or intensification of future operating cash flows. Furthermore, the results of the second hypothesis test show that profitability has a positive effect on the relationship between Environmental, Social, and Corporate Governance performance and future operating cash flows. Thus, it can be stated that profitability strengthens the positive relationship between corporate Environmental, Social, and Corporate Governance performance and future operating cash flows.

Discussion: This study examined the relationship between environmental, social, and governance performance and future operating cash flows in companies listed on the Tehran Stock Exchange. In addition, this relationship was analyzed under conditions of corporate profitability. The findings support the resource-based theory and theoretical reasoning that suggest a positive relationship between corporate Environmental, Social, and Corporate Governance performance and earnings quality. By demonstrating that corporate environmental, social, and governance performance provides information about firms' future financial prospects and earnings quality, this study enriches the existing literature in this field.