New Research in Islamic Humanities Studies
Online ISSN : 2980 - 8944
https://api.lu.ac.ir/
Lorestan University

The Impact of Corporate Governance and Cash Flow on Firm Value: The Moderating Role of the Board of Directors in Companies Listed on the Tehran Stock Exchange

Mohammad Kheiri[1], **Mehdi Moslehi**[2]✉, **Foujan Amiri** [3]

1. Assistant Professor, Department of Management, Economics and Accounting, Payame Noor University, Tehran, Iran. Email: m.kheiri@pnu.ac.ir
2. Corresponding Author, Assistant Professor, Department of Management, Payame Noor University, Tehran, Iran. Email: mehdi.moslehi@pnu.ac.ir
3. Assistant Professor, Department of Management, Payame Noor University, Tehran, Iran. Email: foujanamiri@pnu.ac.ir

Article Info

Article type:
Research Article
Article history:
Received 21 September 2025
Received in revised form 19 November 2025
Accepted 17 December 2025
Available online 21 March 2026

Keywords:
Board of Directors,
Cash Flow,
Corporate Governance,
EViews Software,
Firm Value,
Panel Data

ABSTRACT

Research Objective: This study aimed to investigate the impact of corporate governance and cash flow on firm value, with particular emphasis on the moderating role of the board of directors in companies listed on the Tehran Stock Exchange (TSE)

Research Methodology: In terms of its objective, the study is classified as applied research, while its methodological approach is descriptive-correlational. The statistical population comprised 795 companies listed on the TSE as of the end of the Iranian calendar year 1403 (2025). After applying predefined screening criteria, 114 companies were selected as the final research sample. The study utilized financial data covering the period from 1398 to 1403 (2019–2025), extracted from the audited financial statements of the sampled companies. The collected data were analyzed using panel data regression techniques in EViews software. Tobin's Q, a measure of firm value, was the dependent variable. The independent variables included corporate social responsibility, the audit committee, the supervisory board, and operating cash flow, while the board of directors was incorporated as the moderating variable.

Findings: The results of the F-Limer (Chow) and Hausman specification tests supported the suitability of the fixed-effects model for the empirical analysis. The findings revealed that corporate social responsibility, the audit committee, the supervisory board, operating cash flow, and the board of directors had positive and statistically significant effects on firm value. Furthermore, the results demonstrated that the board of directors positively and significantly moderated the relationship between corporate social responsibility and firm value. Conversely, the board of directors negatively moderated the relationship between the audit committee and firm value, suggesting a substitution effect between these corporate governance mechanisms. Additionally, the board of directors exerted a positive and statistically significant moderating effect on the relationships between the supervisory board and firm value, as well as between operating cash flow and firm value. The main regression model demonstrated satisfactory explanatory power, with an adjusted coefficient of determination (adjusted R^2) of 0.341 and an F-statistic of 40.15, indicating overall statistical significance at the 1% level ($p < 0.01$).

Conclusion: Overall, the findings highlight the importance of simultaneously strengthening corporate governance mechanisms and enhancing cash flow management to improve firm value. In particular, the results underscore the critical moderating role of the board of directors in shaping the effectiveness of governance structures and financial resources in creating firm value.

Cite this article: Kheiri, M., Moslehi, M., & Amiri, F.(2026). The Impact of Corporate Governance and Cash Flow on Firm Value: The Moderating Role of the Board of Directors in Companies Listed on the Tehran Stock Exchange. *New Research in Islamic Humanities Studies*, *5* (9), 1-15. http//doi.org/https://doi.org/10.22034/api.2026.2085022.1654

© Author(s) retain the copyright and full publishing rights. **Publisher**: Lorestan

DOI: http//doi.org/https://doi.org/10.22034/api.2026.2085022.1654

Introduction

In contemporary capital markets, investors place significant emphasis on reliable financial information. High-quality financial reporting assists investors in more accurately estimating risk and evaluating firm value, ultimately leading to improved investment decisions (Noravesh et al., 2015/2016). Firm value constitutes a fundamental concept within corporate finance, as it reflects investors' assessments of a company's profitability potential, growth opportunities, cash flows, and risk profile. Through the pricing of equities and other financial instruments, the capital market facilitates the allocation of resources across various firms and investment opportunities. Consequently, identifying the determinants of firm value is of paramount importance to shareholders, managers, and regulatory bodies (Maghsoudi, 2023).While firm value is inherently linked to accounting performance, it remains conceptually distinct from traditional metrics such as Return on Assets (ROA) or Return on Equity (ROE). Accounting performance provides historical data regarding past outcomes, whereas market-based metrics also incorporate investors' forward-looking evaluations of the firm's prospects and underlying risks.In this context, corporate governance encompasses the mechanisms that regulate the relationships among owners, managers, and corporate oversight bodies, thereby influencing managerial decision-making processes and accountability (Sarraf et al., 2022). Agency theory posits that the separation of ownership and control can engender divergent interests between managers and shareholders. Jensen and Meckling (1976) analyze this paradigm through the lens of agency costs, emphasizing the critical role of monitoring and incentive mechanisms in aligning managerial decisions with shareholders' interests (Jensen & Meckling, 1976).

Method

In terms of its objective, this study is classified as applied research; methodologically, it employs a descriptive-correlational design. Quantitative data were collected on an annual basis and structured as a panel dataset. The empirical analyses investigate the relationships between corporate social responsibility (CSR), the audit committee, the supervisory board, operating cash flow, and firm value, while also assessing the moderating role of the board of directors. The unit of observation is the firm-year. The employment of panel data techniques permits the accommodation of the repetitive structure of firm-level observations over time (Baltagi, 2021).The statistical population comprised 795 companies listed on the Tehran Stock Exchange (TSE) as of the end of the year 1403 (approx. March 2025). The research sample was selected using a systematic screening process based on predefined criteria. Firms were excluded from the sample if they met any of the following conditions: being listed on the over-the-counter (OTC) market, being inactive, operating as non-manufacturing entities, operating within the financial sector (e.g., investment firms, banks, insurance, or leasing companies), or lacking sufficient accessible data. Following the application of these exclusion criteria, a final sample of 114 companies was established.

Result

The positive relationship observed between corporate social responsibility (CSR) and firm value ($\beta = 0.412$, $p < 0.001$) is consistent with the findings of Barzegari Khanagha et al. (2019) in the context of the Tehran Stock Exchange. In their study, they investigated the individual and interactive effects of CSR and corporate governance on firm value. Similarly, Metwali et al. (2025) demonstrated a significant association between environmental, social, and governance (ESG) disclosures, the characteristics of both audit and sustainability committees, and firm value. This alignment suggests that, within the context of the current study, CSR disclosure is associated with higher firm valuations. However, the present findings do not provide direct empirical tests of underlying mediating mechanisms, such as the reduction of

information asymmetry or shifts in investor sentiment; consequently, these pathways remain tentative explanations that warrant investigation in future research.

Discussion and Conclusion

This study aimed to investigate the impact of corporate governance and cash flow on firm value, specifically examining the moderating role of the board of directors in companies listed on the Tehran Stock Exchange (TSE). This finding aligns with the rationale that cash generated from core operational activities supports debt servicing and facilitates internal financing. From an agency theory perspective, however, excess free cash flow may increase managerial discretion over cash reserves, thereby exacerbating agency costs. Consequently, the positive coefficient of operating cash flow must be interpreted in conjunction with the oversight function of the board of directors. Dittmar and Mahrt-Smith (2007) demonstrated that corporate governance quality is linked to the market valuation of cash holdings. While their findings corroborate the present study's conclusions regarding the importance of monitoring cash resources, it is important to note that cash holdings and operating cash flow are conceptually distinct metrics. In conclusion, this study demonstrates that corporate social responsibility, audit committee size, the supervisory board index, operating cash flow, and the board of directors each maintain a positive and statistically significant relationship with firm value. However, the moderating role of the board of directors is non-uniform across these relationships. The interaction effects are positive concerning CSR, the supervisory board, and operating cash flow, but negative regarding audit committee size. This heterogeneity implies that the evaluation of corporate governance mechanisms must holistically consider their complex interactions and the specific nature of the relationships under investigation.

Author Contributions

The author contributed equally to the conceptualization of the article and writing of the original and subsequent drafts.

Data Availability Statement

Data available on request from the authors.

Acknowledgements

Thanks and appreciation have not been expressed.

Ethical Considerations

The author avoided data fabrication, falsification, and plagiarism, and any form of misconduct.

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

Conflict of Interest
The author declare no conflict of interest.

Declaration of Generative AI and AI-assisted technologies in the writing process
This declaration does not apply to the use of basic tools for checking grammar, spelling, references, etc.

پژوهش های نوین در مطالعات علوم انسانی اسلامی
شاپا الکترونیکی: ۸۹۴۴-۲۹۸۰
https://api.lu.ac.ir/
دانشگاه لرستان

تأثیر حاکمیت شرکتی و جریان نقدی بر ارزش شرکت با نقش تعدیل‌کننده هیئت مدیره در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران

محمد خیری[۱]، مهدی مصلحی[*۲]، فوزان امیری[۳]

۱. استادیار، گروه مدیریت، اقتصاد و حسابداری، دانشگاه پیام نور، تهران، ایران. m.kheiri@pnu.ac.ir
۲ استادیار، گروه مدیریت، دانشگاه پیام نور، تهران، ایران. (نویسنده مسئول). mehdi.moslehi@pnu.ac.ir
۳. استادیار، گروه مدیریت، دانشگاه پیام نور، تهران، ایران. foujanamiri@pnu.ac.ir

اطلاعات مقاله

نوع مقاله:
مقاله پژوهشی،

تاریخچه مقاله:
تاریخ دریافت: ۱۴۰۴/۶/۳۰
تاریخ بازنگری: ۱۴۰۴/۸/۲۸
تاریخ پذیرش: ۱۴۰۴/۹/۱۶
تاریخ انتشار: ۱۴۰۵/۰۱/۰۱

کلیدواژه‌ها:
ارزش شرکت،
جریان نقدی،
حاکمیت شرکتی ،
داده های تابلویی،
نرم افزار ایویوس.
هیئت مدیره

چکیده

پژوهش حاضر با هدف بررسی تأثیر حاکمیت شرکتی و جریان نقدی بر ارزش شرکت با نقش تعدیل‌کننده هیئت مدیره در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران انجام شد. این تحقیق از نظر هدف کاربردی و از حیث روش توصیفی-همبستگی است. جامعه آماری شامل ۷۹۵ شرکت بورسی تا پایان سال ۱۴۰۳ بود که پس از اعمال معیارهای غربالگری، ۱۱۴ شرکت به عنوان نمونه انتخاب شدند. داده‌های پژوهش برای دوره ۱۳۹۸ تا ۱۴۰۳ از صورت‌های مالی حسابرسی‌شده استخراج و در قالب داده‌های تابلویی (Panel Data) با استفاده از نرم‌افزار EViews تحلیل شدند. متغیر وابسته ارزش شرکت (Q توبین)، متغیرهای مستقل شامل مسئولیت اجتماعی، کمیته حسابرسی، هیئت نظارت و جریان نقد عملیاتی، و متغیر تعدیل‌کننده هیئت مدیره بود. نتایج آزمون‌های F-لیمر و هاسمن، برتری مدل اثرات ثابت (Fixed Effects) را تأیید کرد. یافته‌ها نشان داد که مسئولیت اجتماعی، کمیته حسابرسی، هیئت نظارت، جریان نقد عملیاتی و هیئت مدیره تأثیر مثبت و معناداری بر ارزش شرکت دارند. همچنین هیئت مدیره رابطه مسئولیت اجتماعی و ارزش شرکت را به طور مثبت، رابطه کمیته حسابرسی و ارزش شرکت را به طور منفی (اثر جانشینی)، و روابط هیئت نظارت و جریان نقد عملیاتی با ارزش شرکت را به طور مثبت و معنادار تعدیل می‌کند. مدل اصلی با ضریب تعیین تعدیل‌شده ۰/۳۴۱ و آماره F برابر ۴۰/۱۵ در سطح کمتر از ۰/۰۱ معنادار بود. یافته‌ها بر تقویت همزمان سازوکارهای حاکمیت شرکتی و مدیریت جریان نقدی با توجه به نقش هیئت مدیره تأکید دارد.

استناد: خیری و همکاران (۱۴۰۵). عنوان مقاله. تأثیر حاکمیت شرکتی و جریان نقدی بر ارزش شرکت با نقش تعدیل‌کننده هیئت مدیره در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. *پژوهش های نوین در مطالعات علوم انسانی اسلامی*، (۹) ۵، ۱-۱۵.
https://doi.org/10.22034/api.2026.2085022.1654

ناشر: دانشگاه لرستان.

©نویسندگان.

https://doi.org/10.22034/api.2026.2085022.1654

مقدمه

امروزه سرمایه گذاران در بازارهای سرمایه به میزان زیادی بر اطلاعات مالی قابل اتکا تأکید دارند. کیفیت بالای گزارشگری مالی به سرمایه گذاران در برآورد بهتر ریسک و ارزیابی ارزش شرکت کمک نموده و منجر به بهبود تصمیم های سرمایه گذاری می گردد (نوروش و همکاران، ۱۳۹۴). ارزش شرکت از مفاهیم بنیادین در مالی شرکتی است؛ زیرا ارزیابی سرمایه‌گذاران از توان سودآوری، فرصت‌های رشد، جریان‌های نقدی و ریسک شرکت را بازتاب می‌دهد. بازار سرمایه از طریق قیمت‌گذاری سهام و سایر ابزارهای مالی، منابع را میان شرکت‌ها و فرصت‌های سرمایه‌گذاری تخصیص می‌دهد؛ ازاین‌رو شناخت عوامل مرتبط با ارزش شرکت برای سهامداران، مدیران و نهادهای ناظر اهمیت دارد (مقصودی، ۱۴۰۲). این ارزش با عملکرد حسابداری ارتباط دارد، اما مفهومی متمایز از سنجه‌هایی چون بازده دارایی‌ها یا بازده حقوق صاحبان سهام به شمار می‌رود؛ عملکرد حسابداری اطلاعاتی درباره نتایج گذشته فراهم می‌کند و سنجه‌های بازارمحور، ارزیابی سرمایه‌گذاران از چشم‌انداز و ریسک شرکت را نیز دربرمی‌گیرند. در این میان، حاکمیت شرکتی سازوکارهایی را دربرمی‌گیرد که روابط میان مالکان، مدیران و نهادهای نظارتی شرکت را سامان می‌دهند و بر شیوه تصمیم‌گیری و پاسخ‌گویی مدیران اثر می‌گذارند (صراف و همکاران، ۱۴۰۱). نظریه نمایندگی توضیح می‌دهد که جدایی مالکیت از کنترل می‌تواند زمینه تفاوت منافع مدیران و سهامداران را فراهم کند. جنسن و مک‌لینگ (۱۹۷۶) این وضعیت را از منظر هزینه‌های نمایندگی تحلیل کرده و بر نقش سازوکارهای نظارتی و انگیزشی در همسوسازی تصمیم‌های مدیران با منافع مالکان تأکید می‌کنند (جنسن و مک‌لینگ، ۱۹۷۶).

جریان نقد عملیاتی یکی دیگر از عوامل مرتبط با ارزیابی شرکت است. این جریان، وجه نقد حاصل از فعالیت‌های اصلی شرکت را بازتاب می‌دهد و اطلاعاتی درباره توان ایفای تعهدات، تأمین مالی داخلی و تداوم عملیات فراهم می‌سازد. جریان نقد عملیاتی از سود حسابداری متمایز است؛ سود بر مبنای تعهدی محاسبه می‌شود، درحالی‌که جریان نقد عملیاتی دریافت‌ها و پرداخت‌های نقدی مرتبط با عملیات را منعکس می‌کند. ازاین‌رو، سرمایه‌گذاران می‌توانند آن را در کنار سودآوری و ریسک برای ارزیابی وضعیت مالی شرکت در نظر بگیرند (دارابی و همکاران، ۱۳۹۲). در تحلیل آثار نقدینگی بر ارزش شرکت، جریان نقد عملیاتی را باید از جریان نقد آزاد نیز تفکیک کرد؛ جریان نقد آزاد به منابعی اشاره دارد که پس از تأمین نیازهای عملیاتی و سرمایه‌گذاری در اختیار مدیریت قرار می‌گیرند. جنسن (۱۹۸۶) توضیح می‌دهد که این منابع، افزون بر پشتیبانی از سرمایه‌گذاری‌های ارزش‌آفرین، اهمیت نظارت بر تخصیص وجوه را نیز برجسته می‌کنند (جنسن، ۱۹۸۶). بنابراین، بررسی جریان نقد عملیاتی در کنار حاکمیت شرکتی این امکان را فراهم می‌کند که هم ظرفیت ایجاد وجه نقد و هم کیفیت نظارت بر تخصیص آن در تبیین ارزش شرکت لحاظ شود. نقش هیئت‌مدیره در این میان از آن جهت اهمیت دارد که ویژگی‌های آن می‌توانند بر کیفیت نظارت و چگونگی اثرگذاری سازوکارهای راهبری و منابع نقدی تأثیر بگذارند.

اگرچه پژوهش های متعددی به بررسی عوامل مالی مؤثر بر ارزش نهایی وجه نقد پرداخته اند، ازجمله ساختارسرمایه، فرصت های رشد، کیفیت سود و نقدشوندگی سهام، اما نقش سازوکارهای حاکمیت شرکتی و ویژگی های هیئت مدیره در این زمینه کمتر موردتوجه قرار گرفته است. با وجود اهمیت روزافزون وجه نقد در اتّخاذ تصمیم های مالی، در بازارهای نوظهور همچون ایران هنوز درک جامعی از نقش عوامل غیرمالی، به ویژه ساختار و ترکیب هیئت مدیره، در تعیین ارزش نهایی وجه نقد وجود ندارد. درحالی که بخش قابل توجهی از پژوهش های پیشین عمدتاً بر متغیرهای مالی متمرکز بوده اند، واقعیت های نهادی و محیطی نشان می دهد که سازوکارها ی حاکمیت شرکتی و ویژگیها ی محیط تجاری نیز می توانند نقش تعیین کنندها ی در کارایی مدیریت نقدینگی ایفا کنند. این شکاف دانشی، ضرورت بررسی تأثیر تنوع هیئت مدیره به عنوان یکی از ابعاد کلیدی راهبری شرکتی را بر ارزش نهایی وجه نقد آشکار می سازد. از سوی دیگر، انتظار می رود استقلال هیئت مدیره و پویایی محیط تجاری به عنوان عوامل تعدیل گر، شدت و جهت این رابطه را تحت تأثیر قرار دهند. بر این اساس، دغدغه اصلی پژوهش حاضر آن است که آیا ترکیب متنوع تر اعضای هیئت مدیره می تواند به تصمیم گیری های مالی کاراتر و افزایش ارزش نهایی وجه نقد منجر شود و آیا این اثر در حضور هیئت مدیره مستقل تر و در محیط های تجاری پویا تقویت می گردد؟ این پژوهش، با تمرکز همزمان

بر عوامل درونی حاکمیت شرکتی و شرایط محیطی، به دنبال پر کردن دیدگاه های مالی و رفتاری است و تلاش می کند تصویری جامع از رفتار نگهداشت نقدینگی در شرکت های ایرانی ارائه دهد. یافته های حاصل از این پژوهش، ضمن گسترش مرزهای دانش در حوزه حاکمیت شرکتی، می تواند مدیران و سیاست گذاران مالی را در طراحی ساختار هیئت مدیره ای کارآمد و تدوین مقررات مؤثرتر برای ارتقا ی شفافیت و افزایش اعتماد سرمایه گذاران یاری کند. پرسش اصلی پژوهش حاضر آن است که حاکمیت شرکتی و جریان نقد عملیاتی چه اثری بر ارزش شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران دارند و ویژگی‌های هیئت‌مدیره چگونه این ارتباطها را تعدیل می‌کند؟ هدف پژوهش، بررسی اثرهای مستقیم حاکمیت شرکتی و جریان نقد عملیاتی بر ارزش شرکت و آزمون نقش تعدیل‌گر هیئت‌مدیره است. بر این مبنا، انتظار می‌رود حاکمیت شرکتی و جریان نقد عملیاتی با ارزش شرکت ارتباط مثبت داشته باشند و ویژگی‌های هیئت‌مدیره شدت این ارتباطها را تغییر دهد.

مبانی نظری و پیشینه پژوهش

حاکمیت شرکتی مجموعه‌ای از سازوکارهای هدایت، نظارت و پاسخ‌گویی است که روابط میان سهامداران، مدیران، هیئت‌مدیره و دیگر ذی‌نفعان شرکت را سامان می‌دهد. این سازوکارها بر نحوه تصمیم‌گیری مدیران، گزارشگری مالی و تخصیص منابع اثر می‌گذارند. نظریه نمایندگی، یکی از مبانی اصلی تبیین نقش حاکمیت شرکتی است. بر اساس این نظریه، جدایی مالکیت از کنترل، اختیار تصمیم‌گیری را به مدیران واگذار می‌کند و زمینه تفاوت منافع مدیران و مالکان را فراهم می‌آورد. جنسن و مک‌لینگ (۱۹۷۶) هزینه‌های نمایندگی را در ارتباط با نظارت، تعهد و پیامدهای واگذاری اختیار تصمیم‌گیری تبیین می‌کنند. در این چارچوب، استقلال و ترکیب هیئت‌مدیره، کمیته حسابرسی و ساختار مالکیت می‌توانند ظرفیت نظارتی شرکت را تقویت کنند و کیفیت اطلاعات در دسترس سرمایه‌گذاران را بهبود بخشند. اثرگذاری حاکمیت شرکتی بر ارزش شرکت از مسیرهایی چون نظارت بر تصمیم‌های مدیریتی، افزایش شفافیت و بهبود تخصیص منابع قابل تبیین است. ازاین‌رو، بررسی سازوکارهای راهبری در کنار ارزش شرکت، ارتباط میان تصمیم‌های درون‌سازمانی و ارزیابی بازار را روشن می‌سازد. ارزش شرکت بیانگر ارزیابی بازار از چشم‌انداز اقتصادی و ریسک‌های شرکت است و از نظر مفهومی با عملکرد حسابداری تفاوت دارد. سنجه‌هایی چون بازده دارایی‌ها و بازده حقوق صاحبان سهام، نتایج مالی دوره‌های گذشته را نشان می‌دهند؛ درحالی‌که سنجه‌های بازارمحور، انتظارات سرمایه‌گذاران درباره ظرفیت آتی شرکت را نیز دربرمی‌گیرند.

دیتمار و مارت‌اسمیت (۲۰۰۷) نشان دادند که حاکمیت شرکتی با ارزشی که بازار برای منابع نقدی شرکت قائل می‌شود ارتباط دارد؛ در شرکت‌هایی با راهبری قوی‌تر، ارزش بازار وجه نقد بیشتر گزارش شد. این یافته برای پژوهش حاضر از آن جهت اهمیت دارد که نشان می‌دهد ظرفیت نقدی به‌تنهایی برای تبیین ارزش شرکت کافی نیست و شیوه نظارت بر تخصیص منابع نیز اهمیت دارد. پژوهش رومزی و هرناواتی (۲۰۲۵) جریان نقد عملیاتی را در مدل ارزش شرکت و در کنار سازوکارهای حاکمیت شرکتی بررسی کرد؛ نتایج آنان از ارتباط جریان نقد عملیاتی با ارزش شرکت در شرکت‌های مورد مطالعه حکایت داشت. در مطالعه پانگستوتی و ویدیادهانا (۲۰۲۶)، جریان نقد عملیاتی نیز در کنار مسئولیت اجتماعی، مدیریت ریسک و ویژگی‌های هیئت‌مدیره در مدل ارزش شرکت قرار گرفت. برآوردهای آن مطالعه برای جریان نقد عملیاتی با ارزش سهام، شواهد آماری محدودتری از برخی مسیرهای دیگر نشان داد. مشایخی و بزاز (۲۰۰۸) در مطالعه خود درباره شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس تهران، رابطه ویژگی‌های هیئت‌مدیره با سنجه‌های عملکرد حسابداری را بررسی کردند. یافته‌های آنان برای اندازه هیئت‌مدیره با برخی سنجه‌های عملکرد ارتباط معکوس و برای حضور اعضای بیرونی هیئت‌مدیره ارتباط مستقیم نشان داد. برزگری خانقاه و همکاران (۲۰۱۹) نیز حاکمیت شرکتی، مسئولیت اجتماعی شرکت و اثر تعاملی این دو را در ارتباط با ارزش شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس تهران آزمودند.

نقش تعدیل‌گر هیئت‌مدیره به این معناست که شدت ارتباط یک متغیر مستقل با ارزش شرکت، با توجه به ویژگی‌های هیئت‌مدیره تغییر می‌کند. از دیدگاه نظریه نمایندگی، هیئت‌مدیره با نظارت بر مدیران و ارزیابی تصمیم‌های سرمایه‌گذاری و تأمین مالی، در نحوه اثرگذاری حاکمیت شرکتی و جریان نقد بر ارزش شرکت نقش دارد. استقلال، ترکیب تخصصی و ظرفیت نظارتی اعضا از ویژگی‌هایی هستند که می‌توانند کیفیت این نظارت را شکل دهند. در مدل پژوهش، حاکمیت شرکتی و هیئت‌مدیره از نظر مفهومی باید تمایز روشنی داشته باشند؛

حاکمیت شرکتی می‌تواند مجموعه‌ای از سازوکارهای منتخب راهبری را بازنمایی کند و متغیر تعدیل‌گر، ویژگی یا شاخص مشخص هیئت‌مدیره را نشان دهد. این تفکیک، تفسیر اثر مستقیم حاکمیت شرکتی را از اثر تعاملی ویژگی‌های هیئت‌مدیره متمایز می‌کند. صالحی و همکاران (۲۰۲۲) در شرکت‌های بورس تهران نقش تعدیل‌گر استقلال هیئت‌مدیره را در ارتباط میان کارایی سرمایه‌گذاری و ارزش شرکت بررسی کردند. متوالی و همکاران (۲۰۲۵) در شرکت‌های عربستان سعودی، ارتباط افشای ESG و ارزش شرکت را با توجه به ویژگی‌های کمیته حسابرسی و کمیته پایداری مطالعه کرده و نقش تقویت‌کننده این سازوکارها را گزارش کردند. موندال و ساهو (۲۰۲۵) نیز در شرکت‌های هندی، نقش تعدیل‌گر اندازه، استقلال و تنوع جنسیتی هیئت‌مدیره را در رابطه مسئولیت اجتماعی و عملکرد شرکت بررسی کردند. مجموعه این مطالعات نشان می‌دهد که نقش هیئت‌مدیره به نوع رابطه مورد بررسی و ویژگی‌های راهبری انتخاب‌شده وابسته است.

روش پژوهش

پژوهش حاضر از نظر هدف کاربردی و از حیث روش، توصیفی ـ همبستگی است. داده‌های کمی پژوهش به‌صورت سالانه و در قالب داده‌های تابلویی گردآوری شده‌اند. تحلیل‌ها ارتباط مسئولیت اجتماعی، کمیته حسابرسی، هیئت نظارت و جریان نقد عملیاتی با ارزش شرکت را بررسی می‌کنند و نقش تعدیل‌گر هیئت‌مدیره را می‌سنجند. واحد مشاهده، شرکت ـ سال است. به‌کارگیری داده‌های تابلویی امکان لحاظ‌کردن ساختار تکرارشونده مشاهدات شرکت‌ها در طول زمان را فراهم می‌کند (بالتاگی، ۲۰۲۱).

جامعه آماری شامل ۷۹۵ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران تا پایان سال ۱۴۰۳ است. انتخاب نمونه با غربالگری شرکت‌ها بر اساس معیارهای پژوهش انجام شد. معیارهای حذف شامل فرابورسی‌بودن، غیرفعال‌بودن، غیرتولیدی‌بودن، فعالیت در حوزه سرمایه‌گذاری، بانک، بیمه یا لیزینگ، و دسترسی‌نداشتن به داده‌های کافی بود. پس از اعمال این معیارها، ۱۱۴ شرکت در نمونه پژوهش قرار گرفتند. دوره بررسی از سال ۱۳۹۸ تا ۱۴۰۳ را دربرمی‌گیرد. بر اساس اطلاعات ارائه‌شده، داده‌های پژوهش شامل ۶۸۴ مشاهده شرکت ـ سال است؛ یعنی ۱۱۴ شرکت طی شش سال مالی بررسی شده‌اند. داده‌های پژوهش از صورت‌های مالی حسابرسی‌شده شرکت‌ها استخراج شده‌اند. شاخص مسئولیت اجتماعی بر پایه چارچوب GRI تعریف شده است. جدول ۱ زیر سنجه‌های عملیاتی گزارش‌شده برای متغیرهای پژوهش را خلاصه می‌کند.

جدول ۱ .متغیرها و سنجه‌های عملیاتی پژوهش

متغیر	نماد	نقش در مدل	سنجه عملیاتی
ارزش شرکت	FV	وابسته	Qتوبین= بدهی دفتری/ دارایی دفتری + ارزش بازار کل
مسئولیت اجتماعی	CSR	مستقل	شاخص افشای مسئولیت اجتماعی بر پایه چارچوب GRI
کمیته حسابرسی	KA	مستقل	تعداد اعضای کمیته حسابرسی
هیئت نظارت	BOC	مستقل	نسبت اعضای مستقل هیئت نظارت تقسیم بر لگاریتم طبیعی فروش
جریان نقد عملیاتی	OCF	مستقل	جریان نقد عملیاتی تقسیم بر بدهی‌های جاری
هیئت‌مدیره	BOD	تعدیل‌گر	تعداد اعضای هیئت‌مدیره تقسیم بر لگاریتم طبیعی فروش

مدل تجربی پژوهش

برای آزمون اثر متغیرهای مستقل بر ارزش شرکت و بررسی نقش تعدیل‌گر هیئت‌مدیره، صورت کلی مدل پنلی به شکل زیر است:

$$FVit=\beta0+\beta1CSRit+\beta2KAit+\beta3BOCit+\beta4OCFit+\beta5BODit+j\in M\sum\gamma j\ (Xj,\ it\times BO)$$

در این رابطه، iمعرف شرکت و tمعرف سال است؛ X_jهر یک از متغیرهای مستقل پژوهش را نشان می‌دهد؛ Mمجموعه مسیرهایی است که نقش تعدیل‌گری هیئت‌مدیره در آن‌ها آزمون می‌شود؛ μ_iاثر ثابت شرکت و ε_{it}جمله خطا است .اثر اصلی متغیرهای مستقل و هیئت‌مدیره در مدل درج شده‌اند تا ضریب هر جمله تعاملی، رابطه تعدیل‌گری مربوط را نشان دهد.

در صورت آزمون تعدیل‌گری برای هر چهار متغیر مستقل، $M = \{C, S, R, KABOCOCF\}$خواهد بود. اگر آزمون به چند رابطه مشخص محدود باشد، مجموعه Mمطابق فرضیه‌های پژوهش تعیین می‌شود .متغیرهای کنترلی در مشخصات ارائه‌شده فهرست نشده‌اند؛ ازاین‌رو معادله حاضر بر متغیرهای معرفی‌شده و جمله‌های تعاملی مربوط تمرکز دارد.

تحلیل داده‌ها با نرم‌افزار EViews و با استفاده از رگرسیون داده‌های تابلویی انجام شد. برای انتخاب ساختار مناسب مدل، آزمون Fلیمر و آزمون هاسمن به کار گرفته شدند. آزمون Fلیمر برای ارزیابی ضرورت اثرات ثابت در برابر مدل تجمیعی و آزمون هاسمن برای مقایسه برآوردهای اثرات ثابت و اثرات تصادفی استفاده می‌شود. راهنمای EViews نیز آزمون‌های اثرات ثابت و هاسمن را در بخش آزمون‌های مدل پنلی شرح می‌دهد.

بر اساس اطلاعات ارائه‌شده، نتایج آزمون‌های Fلیمر و هاسمن به انتخاب مدل اثرات ثابت انجامیدند؛ بنابراین، برآورد روابط پژوهش بر مبنای مدل اثرات ثابت گزارش می‌شود .در معادله بالا، μ_iاثر ثابت شرکت را نشان می‌دهد .اگر تنظیم مدل در EViewsشامل اثرات زمانی یا اثرات دوطرفه نیز باشد، صورت معادله باید با همان مشخصات برآوردشده هماهنگ شود.

یافته های پژوهش

شاخص‌های توصیفی متغیرهای پژوهش در جدول۲ نشان دادهشده است. میانگین ارزش شرکت، سنجیده‌شده با Qتوبین، برابر با ۱٫۳۵۲ است. میانگین جریان نقد عملیاتی ۰٫۲۸۴ گزارش شده و دامنه آن مقادیر منفی را نیز دربرمی‌گیرد. تعداد اعضای کمیته حسابرسی در مشاهدات بین ۲ تا ۵ نفر قرار دارد.

جدول ۲ .خلاصه آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

متغیر	میانگین	انحراف معیار	حداقل	حداکثر
ارزش شرکت (FV؛ Q توبین)	۱٫۳۵۲	۰٫۴۱۹	۰٫۶۵۲	۲٫۸۴۷
مسئولیت اجتماعی (CSR)	۰٫۴۲۱	۰٫۱۷۹	۰٫۰۸۴	۰٫۸۸۴
کمیته حسابرسی (KA)	۳٫۱۵۲	۰٫۹۲۱	۲٫۰۰۰	۵٫۰۰۰
هیئت نظارت (BOC)	۰٫۵۵۳	۰٫۱۴۱	۰٫۲۵۰	۰٫۸۵۰
جریان نقد عملیاتی (OCF)	۰٫۲۸۴	۰٫۲۱۳	−۰٫۳۵۲	۰٫۹۵۴
هیئت‌مدیره (BOD)	۰٫۶۲۱	۰٫۱۹۴	۰٫۲۳۱	۱٫۱۵۳

جدول ۳ .نتایج آزمون Fلیمر

آماره F	درجه آزادی	سطح معناداری	نتیجه
۳٫۸۴۲	(۵۷۰ ،۱۱۳)	<۰٫۰۰۱	مدل اثرات ثابت انتخاب شد.

نتایج آزمون Fلیمر در جدول ۳، تفاوت معناداری میان مدل تجمیعی و مدل اثرات ثابت نشان می‌دهد. مقدار آماره برابر با ۳٫۸۴۲ و سطح معناداری کمتر از ۰٫۰۰۱ است؛ ازاین‌رو، برای برآوردهای بعدی مدل اثرات ثابت در نظر گرفته شد.

جدول ٤ .نتایج آزمون هاسمن

آماره کای‌اسکوئر	درجه آزادی	سطح معناداری	نتیجه
۲۵٫۴۳۱	۹	۰٫۰۰۲۶	مدل اثرات ثابت انتخاب شد.

آزمون هاسمن نیز با آماره کای‌اسکوئر ۲۵٫۴۳۱ و ۹ درجه آزادی، سطح معناداری ۰٫۰۰۲۶ را نشان می‌دهد. این نتیجه از انتخاب مدل اثرات ثابت در مقایسه با مدل اثرات تصادفی پشتیبانی می‌کند.

جدول ۵ .آزمون نرمال‌بودن باقیمانده‌ها

آماره Jarque–Bera	درجه آزادی	سطح معناداری	تفسیر
۲٫٤٥٦	۲	۰٫۲۹۳	شواهد آزمون با نرمال‌بودن باقیمانده‌ها سازگار است.

آماره Jarque–Beraبرابر با ۲٫۴۵۶ و سطح معناداری آن ۰٫۲۹۳ است .چون این سطح از آستانه ۰٫۰۵ بیشتر است، نتیجه آزمون با نرمال‌بودن باقیمانده‌ها سازگار است.

جدول ٦ .آماره دوربین ـ واتسون

مدل	آماره Durbin–Watson	تفسیر گزارش‌شده
ارزش شرکت	۲٫۰۳۱	نبود خودهمبستگی مرتبه اول گزارش شده است.

آماره دوربین ـ واتسون برای مدل ارزش شرکت ۲٫۰۳۱ گزارش شده است. این مقدار در گزارش پژوهش به‌عنوان نشانه‌ای از نبود خودهمبستگی مرتبه اول تفسیر شده است.

جدول ۷ .نتایج آزمون VIF

متغیر	VIF	تفسیر
CSR	۱٫۲	هم‌خطی پایین
KA	۱٫۲	هم‌خطی پایین
BOC	۱٫۲	هم‌خطی پایین
OCF	۱٫۲	هم‌خطی پایین
BOD	۱٫۳	هم‌خطی پایین

مقادیر VIFمتغیرهای درج‌شده در جدول ۷ بین ۱٫۲ تا ۱٫۳ است. بر پایه همین مقادیر، هم‌خطی چندگانه میان متغیرهای گزارش‌شده پایین ارزیابی می‌شود.

جدول ۸ .خلاصه نتایج آزمون فرضیه‌های پژوهش

فرضیه	مسیر یا اثر آزمون‌شده	ضریب β	آماره t	سطح معناداری	نتیجه
H1	CSR → FV	۰٫۴۱۲	۱۱٫۸۳	<۰٫۰۰۱	اثر مثبت
H2	KA → FV	۰٫۲۱۸	۵٫۸۴	<۰٫۰۰۱	اثر مثبت
H3	BOC → FV	۰٫۳۰۵	۸٫۳۶	<۰٫۰۰۱	اثر مثبت
H4	OCF → FV	۰٫۳۶۸	۱۰٫۳۳	<۰٫۰۰۱	اثر مثبت
H5	BOD → FV	۰٫۱۵۲	۴٫۰۱	<۰٫۰۰۱	اثر مثبت
H6	CSR × BOD → FV	۰٫۱۷۲	۴٫۵۷	<۰٫۰۰۱	تعدیل مثبت
H7	KA × BOD → FV	−۰٫۱۵۸	−۴٫۴۳	<۰٫۰۰۱	تعدیل منفی
H8	BOC × BOD → FV	۰٫۱۲۸	۲٫۷۵	<۰٫۰۰۶	تعدیل مثبت
H9	OCF × BOD → FV	۰٫۱۶۸	۴٫۴۲	<۰٫۰۰۱	تعدیل مثبت

جدول ۸ نتایج برآورد مدل اثرات ثابت را گزارش می‌کند. ضرایب پنج اثر مستقیم مثبت و از نظر آماری معنادارند. همچنین، ضرایب تعامل نشان می‌دهند که نقش تعدیل‌گر هیئت‌مدیره در روابط پژوهش، بسته به متغیر مستقل، جهت متفاوتی دارد.

ضریب تعامل CSR و هیئت‌مدیره مثبت است؛ بنابراین، با افزایش مقدار متغیر تعدیل‌گر، ارتباط برآوردشده میان مسئولیت اجتماعی و ارزش شرکت تقویت می‌شود. ضریب تعامل کمیته حسابرسی و هیئت‌مدیره منفی است و از تضعیف این ارتباط در سطوح بالاتر متغیر تعدیل‌گر حکایت دارد. ضرایب تعامل هیئت نظارت و جریان نقد عملیاتی با هیئت‌مدیره مثبت‌اند و تقویت ارتباط این دو متغیر با ارزش شرکت را نشان می‌دهند. ضریب تعیین تعدیل‌شده مدل اثرات ثابت ۰٫۳۴۱ و آماره Fبرابر با ۴۰٫۱۵ گزارش شده است. سطح معناداری آماره Fکمتر از ۰٫۰۰۱ است؛ بنابراین، مدل در مجموع از نظر آماری معنادار است.

بحث و نتیجه گیری

پژوهش حاضر با هدف تأثیر حاکمیت شرکتی و جریان نقدی بر ارزش شرکت با نقش تعدیل‌کننده هیئت مدیره در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران انجام شد. برآورد مدل اثرات ثابت نشان داد هر پنج اثر مستقیم گزارش‌شده مثبت و از نظر آماری معنادارند. در مقابل، علامت اثرهای تعاملی یکسان نبود: تعامل هیئت‌مدیره با مسئولیت اجتماعی، شاخص هیئت نظارت و جریان نقد عملیاتی مثبت بود؛ تعامل آن با اندازه

کمیته حسابرسی علامت منفی داشت. این الگو نشان می‌دهد که رابطه سازوکارهای راهبری و ارزش شرکت به نوع سازوکار و ترکیب آن با هیئت‌مدیره وابسته است.

ارتباط مثبت مسئولیت اجتماعی و ارزش شرکت $(\beta, = 0.412\ p < 0.001)$ با مطالعه برزگری خانقاه و همکاران (۲۰۱۹) همسو است. آنان در پژوهش خود ارتباط مسئولیت اجتماعی، حاکمیت شرکتی و اثر تعاملی این دو را با ارزش شرکت بررسی کردند . پژوهش متوالی و همکاران (۲۰۲۵) نیز افشای ESGو ویژگی‌های کمیته حسابرسی و کمیته پایداری را در ارتباط با ارزش شرکت نشان داد. این همسویی نشان می‌دهد که در پژوهش حاضر افشای مسئولیت اجتماعی با ارزش‌گذاری بالاتر شرکت همراه بوده است. یافته های پژوهش درباره سازوکارهای میانجی، از قبیل کاهش عدم تقارن اطلاعاتی یا تغییر نگرش سرمایه‌گذاران، آزمون مستقیمی ارائه نمی‌کند؛ ازاین‌رو، این مسیرها تبیین‌های احتمالی برای پژوهش‌های بعدی به‌شمار می‌روند.

اندازه کمیته حسابرسی با ارزش شرکت ارتباط مثبت و معنادار دارد .$(\beta, = 0.218\ p < 0.001)$. این یافته با اهمیت نظارت کمیته حسابرسی در مطالعات مربوط به راهبری شرکتی سازگار است؛ بااین‌حال، سنجه پژوهش حاضر تعداد اعضاست. بنابراین، نتیجه به اندازه کمیته مربوط می‌شود و درباره تخصص مالی اعضا، استقلال، تعداد جلسات یا کیفیت فعالیت کمیته داوری مستقیمی فراهم نمی‌کند. متوالی و همکاران (۲۰۲۵) ویژگی‌های کمیته حسابرسی را در ارتباط افشای ESGو ارزش شرکت بررسی کردند، ولی سنجه‌ها و نقش تحلیلی آن مطالعه با متغیر KAدر پژوهش حاضر یکسان نیست . در نتیجه، همسویی در اهمیت موضوع مشاهده می‌شود، در حالی که مقایسه مستقیمِ اندازه اثرها به اطلاعات بیشتری درباره تعریف هر سنجه نیاز دارد.

ضریب مثبت شاخص هیئت نظارت $(\beta, = 0.305\ p < 0.001)$نشان می‌دهد این شاخص با ارزش شرکت ارتباط مثبت دارد. مشایخی و بزاز (۲۰۰۸) در شرکت‌های ایرانی، ارتباط ویژگی‌های هیئت‌مدیره و عملکرد را بررسی کردند و گزارش دادند که نتایج برحسب ویژگی سنجیده‌شده تفاوت دارد؛ استقلال اعضای بیرونی و اندازه هیئت‌مدیره آثار یکسانی نداشتند . اگر شاخص BOC در پژوهش حاضر واقعاً سهم اعضای مستقل را بازتاب دهد، جهت مثبت ضریب با نقش نظارتی استقلال سازگار است. بااین‌حال، تعریف عملیاتی BOC باید با دامنه آمار توصیفی آن تطبیق داده شود؛ بنابراین، تفسیر این ضریب در وضع فعلی مشروط به تأیید فرمول سنجش است.

جریان نقد عملیاتی نیز رابطه مثبت و معناداری با ارزش شرکت دارد .$(\beta, = 0.368\ p < 0.001)$. این یافته با این تفسیر سازگار است که منابع نقدی حاصل از فعالیت‌های اصلی می‌توانند از ایفای تعهدات و تأمین مالی داخلی پشتیبانی کنند. از دیدگاه نمایندگی، بااین‌حال، جریان نقد آزاد می‌تواند اختیار مدیران را بر منابع نقدی گسترش دهد و هزینه‌های نمایندگی ایجاد کند. ازاین‌رو، ضریب مثبت جریان نقد عملیاتی را باید در کنار نقش نظارتی هیئت‌مدیره تفسیر کرد. دیت‌مار و مارت‌اسمیت (۲۰۰۷) نشان دادند که حاکمیت شرکتی با ارزشی که بازار برای وجه نقد نگهداری‌شده قائل می‌شود ارتباط دارد . یافته های پژوهش آنان با یافته های پژوهش حاضر از نظر نقش نظارت بر منابع نقدی همسو است، اما وجه نقد نگهداری‌شده و جریان نقد عملیاتی دو سنجه متفاوت‌اند.

نتیجه تعامل منفی کمیته حسابرسی و هیئت‌مدیره بر ضرورت تعریف روشن وظایف این دو بخش دلالت دارد. شرکت‌ها می‌توانند سازوکار هماهنگی میان هیئت‌مدیره و کمیته حسابرسی را به شکلی تنظیم کنند که نظارت‌ها مکمل یکدیگر باشند و تقسیم مسئولیت، گزارش‌دهی و پیگیری مصوبات روشن باشد. در مقابل، تعامل مثبت BODبا جریان نقد عملیاتی از اهمیت نظارت هیئت‌مدیره بر پیش‌بینی جریان‌های نقدی، تخصیص سرمایه، مدیریت نقدینگی و ارزیابی برنامه‌های سرمایه‌گذاری پشتیبانی می‌کند. سرمایه‌گذاران نیز می‌توانند ترکیب و کارکرد سازوکارهای نظارتی را در کنار شاخص‌های جریان نقد عملیاتی بررسی کنند؛ ضرایب پژوهش به‌تنهایی مبنای تصمیم‌گیری درباره هر شرکت نیستند.

محدودیت‌های پژوهش حاضر به شرح ذیل است: نخست یافته‌های این پژوهش فقط از ۱۱۴ شرکت انتخاب‌شده از بورس تهران و دوره ۱۳۹۸ تا ۱۴۰۳ استخراج شده است و حذف شرکت‌های فرابورسی، غیرفعال، غیرتولیدی، سرمایه‌گذاری، بانکی، بیمه‌ای و لیزینگی، دامنه تعمیم نتایج را به شرکت‌های برخوردار از معیارهای ورود به نمونه محدود می‌کند. پژوهش‌های آینده می‌توانند دوره زمانی را گسترش دهند، گروه‌های

صنعتی دیگر را جداگانه بررسی کنند و نتایج را با بازارهای دیگر مقایسه کنند. روش پژوهش روش توصیفی ـ همبستگی فقط امکان تفسیر ضرایب در قالب ارتباط‌های برآوردشده را فراهم می‌کند. در مدل گزارش‌شده، فهرستی از متغیرهای کنترلی ارائه نشده است؛ ازاین‌رو، پژوهش‌های آینده می‌توانند اثر اندازه شرکت، اهرم مالی، سودآوری، رشد، ساختار مالکیت و کیفیت حسابرسی را در صورت توجیه نظری وارد کنند. امکان درون‌زایی و علیت معکوس نیز باید بررسی شود؛ برای نمونه، ارزش شرکت می‌تواند با تصمیم‌های افشای مسئولیت اجتماعی یا ساختار راهبری ارتباط داشته باشد. استفاده از متغیرهای ابزاری یا روش‌های پنلی پویای مناسب، در صورت فراهم‌بودن شرایط داده‌ای و نظری، می‌تواند در این زمینه کمک‌کننده باشد. برآیند پژوهش نشان می‌دهد مسئولیت اجتماعی، اندازه کمیته حسابرسی، شاخص هیئت نظارت، جریان نقد عملیاتی و شاخص هیئت‌مدیره هر یک رابطه مثبت و معناداری با ارزش شرکت دارند. نقش تعدیل‌گر هیئت‌مدیره، بااین‌حال، در همه روابط یکسان نیست. عامل آن با مسئولیت اجتماعی، هیئت نظارت و جریان نقد عملیاتی مثبت و تعامل آن با اندازه کمیته حسابرسی منفی است. این ناهمگونی نشان می‌دهد ارزیابی سازوکارهای راهبری باید با توجه به ترکیب آن‌ها و نوع رابطه مورد بررسی انجام شود.

ملاحظات اخلاقی

پیروی از اصول اخلاق پژوهش

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

مشارکت نویسندگان

مشارکت نویسندگان در مقاله تقریباً به شکل زیر باشد:

نویسنده اول: تهیه و آماده‌سازی نمونه‌ها، انجام آزمایش و گردآوری داده‌ها، انجام محاسبات، تجزیه و تحلیل آماری داده‌ها، تحلیل و تفسیر اطلاعات و نتایج، تهیه پیشنویس مقاله

نویسنده دوم: استاد راهنمای پایان‌نامه، طراحی پژوهش، نظارت بر مراحل انجام پژوهش، بررسی و کنترل نتایج، اصلاح، بازبینی و نهایی‌سازی مقاله

نویسنده سوم: استاد مشاور پایان‌نامه، مشارکت در طراحی پژوهش، نظارت بر پژوهش، مطالعه و بازبینی مقاله

تعارض منافع

بنا بر اظهار نویسندگان این مقاله تعارض منافع ندارد.

حامی مالی

بنابر اظهارات نویسندگان این پژوهش هیچگونه حامی مالی ندارد.

سپاسگزاری

از تمامی مشارکت کنندگان در این پژوهش سپاسگزاری می شود.

منابع

چهار محالی, علی اکبر , زاهدی, جواد و محمدی, رضا . (۱۳۹۸). نقش ارزش بازار در رابطه بین بازده دارایی‌ها و بازده حقوق صاحبان سهام با قیمت سهام در بورس اوراق بهادار تهران. مدیریت دارایی و تامین مالی, ۷(۴), ۱۷-۳۰. doi: 10.22108/amf.2019.103686.1094

خدادادی، ع.، و فلاح، م. (۱۴۰۲). رابطه بین جریان نقد عملیاتی و ارزش شرکت با تعدیل‌گری ویژگی‌های هیئت مدیره. فصلنامه حسابداری مالی، ۱۵(۴)، ۱۲۵-۱۴۸.

دارابی, رویا, وکیلی فرد, حمیدرضا, مشکین, مسعود (۱۳۹۲). رابطه بین جریان نقدی عملیاتی و سود عملیاتی با بازده سهام شرکتها و تاثیر عدم تقارن اطلاعاتی بر این روابط. *حسابداری مدیریت*, ۶(۱۶), ۱-۱۴.

صراف، فاطمه، بشارت پور، فاطمه، علی اکبری، محمدامین و پرتوی، رویا. (۱۴۰۱). تأثیر بازده سهام و عملکرد مالی بر رابطه بین حاکمیت شرکتی و ارزش شرکت. مطالعات حسابداری و حسابرسی، ۱۱(۴۳)، ۲۱–۳۶. https://doi.org/10.22034/iaas.2022.161710

مقصودی، محمد. (۱۴۰۲). تاثیر حاکمیت شرکتی بر ارتباط بین وجه نقد مازاد و ارزش شرکت. چشم انداز حسابداری و مدیریت، ۶(۷۸)، ۷۰–۸۰.

موسوی، س. ن.، و کاظمی، م. (۱۴۰۳). تأثیر ترکیب هیئت مدیره بر رابطه بین افشای داوطلبانه و ارزش شرکت. فصلنامه بورس اوراق بهادار، ۱۶(۶۳)، ۵۷-۷۸.

نوروش, ایرج , مومنی یانسری, ابوالفضل و صفری گرایلی, مهدی . (۱۳۹۴). کیفیت سود و ارزش شرکت: شواهدی از شرکت‌های ایرانی. نشریه پژوهش های حسابداری مالی, ۷(۴), ۱-۱۸.

نیکبخت، م.، و صفری، ر. (۱۴۰۱). نقش هیئت مدیره در تعدیل رابطه بین حاکمیت شرکتی و عملکرد مالی. مجله علوم اقتصادی و مدیریت، ۴(۸)، ۱-۵۰.

یزدانی، س.، و محمودی، ع. (۱۴۰۴). تحلیل نقش تعدیل‌کننده ساختار هیئت مدیره در رابطه بین ریسک مالی و ارزش شرکت. مطالعات تجربی حسابداری، ۱۳(۱)، ۴۶-۲۱.

References

Baltagi, B. H. (2021). *Econometric analysis of panel data* (6th ed.). Springer. https://doi.org/10.1007/978-3-030-53953-5

Barzegari Khanaghah, J., Sadeghi, H. A., & Ghadakforoushan, M. (2019). Investigating the interactive effect of corporate governance and corporate social responsibility on firm value in the Tehran Stock Exchange. *Interdisciplinary Journal of Management Studies, 12*(3), 425–450. https://doi.org/10.22059/ijms.2019.265155.673303

Dittmar, A., & Mahrt-Smith, J. (2007). Corporate governance and the value of cash holdings. *Journal of Financial Economics, 83*(3), 599–634. https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2005.12.006

Global Reporting Initiative. (2021). *GRI Universal Standards 2021*. https://www.globalreporting.org/standards/

Jensen, M. C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *American Economic Review, 76*(2), 323–329. RePEc record

Mashayekhi, B., & Bazaz, M. S. (2008). Corporate governance and firm performance in Iran. *Journal of Contemporary Accounting & Economics, 4*(2), 156–172. https://doi.org/10.1016/S1815-5669(10)70033-3

Metwally, A. B. M., Abdalla, G. S. S., Aly, S. A. S., & Ali, M. A. S. (2025). ESG disclosure and firm value: Do audit committee characteristics and sustainability committee matter? *International Journal of Financial Studies, 13*(4), 188. https://doi.org/10.3390/ijfs13040188

Mondal, S., & Sahu, T. N. (2025). Unveiling the moderating role of governance mechanism on the nexus between CSR and firm performance in India: A GMM-based dynamic panel approach. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management, 32*(1), 506–521. https://doi.org/10.1002/csr.2975

Pangestuti, D. C., & Widyadhana, K. N. (2026). The impact of corporate social responsibility, enterprise risk management, board of commissioners, and operational cash flow on firm value: Moderating role of the board of directors in Indonesia's energy sector. *Jurnal Riset Ekonomi Manajemen (REKOMEN), 9*(1), 39–61. https://doi.org/10.31002/rekomen.v9i1.3548

Romzy, I., & Hernawati, E. (2025). Pengaruh tata kelola dan arus kas terhadap nilai perusahaan dengan dewan direksi sebagai variabel moderasi di tiga negara ASEAN. *Jurnal Locus: Penelitian dan Pengabdian, 4*(5). https://doi.org/10.58344/locus.v4i5.3948

Salehi, M., Zimon, G., Arianpoor, A., & Gholezoo, F. E. (2022). The impact of investment efficiency on firm value and moderating role of institutional ownership and board independence. *Journal of Risk and Financial Management, 15*(4), 170. https://doi.org/10.3390/jrfm15040170