

## **The Effect of Family Ownership on Speed of Adjustment of Cash Holding: Evidence from Tehran Stock Exchange**

**Ali Reza Ma'toufi\***

Assistant Prof. in Accounting, Department of Accounting, Gorgan Branch, Islamic Azad University,  
Gorgan, Iran.

**Mohammad Golchoubi**

M.S. in Accounting, Department of Accounting, Gorgan Branch, Islamic Azad University, Gorgan,  
Iran.

### **Abstract**

This study examines the relationship between family ownership and Speed of Adjustment of cash holding, in three hypotheses identified consistent with the literature research. The research method is descriptive and correlational and to analyze the relationship between independent and dependent variables, multiple regression statistical methods were used. Then, to test the research hypotheses, using data on firms listed in Tehran Stock Exchange, through the sampling cup, 93 companies were selected as samples in the period from 2011 to 2015. The present results confirm the hypothesis that show there is a positive and significant relationship between family ownership and speed of adjustment to the level of cash holding. Further, Young and financially constrained family firms have a faster speed of adjustment to the level of cash holding.

**Keywords:** Family Ownership, Cash Holding, Speed of Adjustment of Cash Holding.

---

\* alirezamaetoofi@gorganiau.ac.ir

پژوهش‌های حسابداری مالی  
سال نهم، شماره چهارم، پیاپی (۳۴)، زمستان ۱۳۹۶  
تاریخ وصول: ۱۳۹۶/۰۸/۱۱  
تاریخ پذیرش: ۱۳۹۶/۱۲/۲۰  
صص: ۸۲-۶۱

## بررسی رابطه مالکیت خانوادگی و سرعت تعدیل در میزان نگهداشت وجه نقد: شواهدی از بورس اوراق بهادار تهران

علیرضا معطوفی<sup>۱\*</sup>، محمد گلچوبی<sup>\*\*</sup>

\* استادیار گروه حسابداری، واحد گرگان، دانشگاه آزاد اسلامی، گرگان، ایران  
<sup>\*\*</sup> کارشناس ارشد حسابداری، واحد گرگان، دانشگاه آزاد اسلامی، گرگان، ایران

### چکیده

در این پژوهش به بررسی رابطه بین مالکیت خانوادگی و سرعت تعدیل در میزان نگهداشت وجه نقد، در قالب ۳ فرضیه مطابق با ادبیات پژوهش، پرداخته شده است. روش پژوهش حاضر از نوع توصیفی و همبستگی است و برای بررسی رابطه میان متغیر مستقل و وابسته از روش آماری رگرسیون چندمتغیره استفاده شد. در ادامه، به منظور آزمون فرضیه‌های پژوهش با استفاده از اطلاعات مربوط به شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، از طریق روش نمونه‌گیری حذفی، ۹۳ شرکت (در قالب ۴۶۵ مشاهده شرکت-سال)، نمونه نهایی انتخاب شدند. در نهایت، نتایج پژوهش حاضر با تأیید کلیه فرضیه‌ها نشان می‌دهند، بین مالکیت خانوادگی و سرعت تعدیل در میزان نگهداشت وجه نقد رابطه مثبت و معنادار وجود دارد. علاوه بر این، شرکت‌های خانوادگی جوان و شرکت‌های خانوادگی با محدودیت مالی، سرعت تعدیل در میزان نگهداشت وجه نقد بیشتری دارند.

واژه‌های کلیدی: مالکیت خانوادگی، نگهداشت وجه نقد، سرعت تعدیل در میزان نگهداشت وجه نقد

## مقدمه

شیوه انباشت وجه نقد در شرکت‌ها تصادفی نیست، بلکه بخش مهمی از راهبرد مالی آنها محسوب می‌شود که ریشه در تمایل بنگاه به انباشت مقدار بهینه وجه نقد دارد [۳۷]. اگرچه ادبیات پژوهش به‌طور سنتی وجه نقد نگهداری شده شرکت را نتیجه جریان نقدی بیش از حد آن می‌داند، اما بررسی‌های اخیر حکایت از روند رو به رشد در میزان نقدینگی دارند که شرکت‌ها ذخیره می‌کنند و آن را نتیجه تصمیم‌گیری راهبردی بنگاه می‌داند [۱۸]. وضعیت نقدی مناسب، شرکت را قادر می‌سازد بر کمبود منابع مالی خارجی یا کاهش در جریان نقدی حاصل از عملیات بنگاه، به‌منظور تأمین مالی طرح‌های با ارزش فعلی خالص مثبت، به آسانی غلبه کند و در یک وضعیت مالی قوی قرار گیرد [۳۷].

زمانی که بازار قادر به تأمین منابع مالی ضروری نیست، بنگاه‌ها دارایی‌های نقدی را به‌عنوان بخش مهمی از خط‌مشی مالی خود نگهداری خواهند کرد؛ از این رو، انباشت وجه نقد، همچون سپری در مقابل نوسانات جریان نقدی عمل می‌کند [۳۱] و انعطاف‌پذیری مدیران را در اتخاذ تصمیمات سرمایه‌گذاری افزایش می‌دهد [۳۳]. وجه نقد نگهداری شده، شرکت را قادر به سرمایه‌گذاری می‌کند؛ حتی زمانی که با محدودیت مالی روبه‌روست و می‌تواند سرمایه‌گذاری‌های بلندمدت مانند پژوهش و توسعه را تضمین کند [۲۰]. در نهایت، وجه نقد نگهداری شده، همچون سازوکاری دفاعی در مقابل تصاحب احتمالی بنگاه عمل می‌کند [۲۸].

اگرچه نقدینگی هزینه‌های بالقوه بالایی دارد، بیشتر این هزینه‌ها مربوط به مشکلات نمایندگی در داخل شرکت است. نقدینگی به مدیران فرصت طلب،

اجازه سرمایه‌گذاری در طرح‌های با ارزش فعلی خالص منفی و یا صرف منابع بنگاه در راستای منافع شخصی‌شان را می‌دهد [۳۴]. به‌علاوه، سهامداران اکثریت با استفاده از نقدینگی، ثروت سهامداران اقلیت را در اختیار می‌گیرند [۲۶]؛ بنابراین، این احتمال وجود دارد که ساختار مالکیت، بنگاه را درگیر پیامدهای منفی وجه نقد نگهداری شده کند [۴۴].

مطابق با ادبیات پژوهش مالکیت خانوادگی، مشکلات نمایندگی بین مالکان و مدیران را کاهش می‌دهد (زیرا اعضای خانواده خود مالک و مدیر هستند)، اما احتمال سلب مالکیت از سهامداران اقلیت را افزایش می‌دهد [۱۲]. خانواده‌ها از سازوکارهای متفاوتی برای افزایش کنترل خود بر شرکت استفاده می‌کنند و به‌دلیل آنکه می‌خواهند آن را میراثی برای اعضای آینده خانواده حفظ کنند، محتاط‌تر عمل می‌کنند [۴۲]؛ بنابراین شرکت‌های خانوادگی با توجه به ویژگی‌های مختلف و دیدگاه‌های خود نسبت به آینده، ممکن است به روش‌های متفاوت از سایر شرکت‌ها به انباشت وجه نقد اقدام کنند.

در بسیاری از اقتصادهای توسعه‌یافته و در حال توسعه، مالکیت خانوادگی نوع متداولی از سهامداران کنترلی در شرکت‌هاست. بررسی‌ها نشان می‌دهند شرکت‌های خانوادگی بیش از ۷۰ درصد از تمام شرکت‌ها و حدود ۵۰ درصد اشتغال جهانی را به خود اختصاص داده‌اند. چیزی حدود ۳۵ درصد از شرکت‌های بزرگ آمریکایی از نوع شرکت‌های خانوادگی هستند. در اتحادیه اروپا حدود ۱۷ میلیون شرکت خانوادگی وجود دارد که زمینه اشتغال ۱۰۰ میلیون نفر را فراهم آورده‌اند و ۶۰ درصد از بخش کسب و کار اروپا را شامل می‌شوند [۳۷].

می‌گیرند آیا وجه نقد بین سهامداران توزیع شود، صرف مخارج داخلی شود و یا همچنان نگهداری شود [۲۹]. از مزایای مهم نگهداری وجه نقد به‌ویژه در بازارهای سرمایه ناکارا، افزایش قدرت شرکت برای استفاده از فرصت‌های سرمایه‌گذاری ارزشمند و پرهیز از هرگونه تأمین مالی خارجی گران‌قیمت و جلوگیری از بی‌ثباتی در پرداخت‌های شرکت در هنگام نوسان بازار است [۱۹]. به‌علاوه، بدون در اختیار داشتن وجه نقد، توسعه محصولات جدید، پرداخت سودهای نقدی به سهامداران و کاهش بدهی‌ها امکان‌پذیر نیست [۳۰].

میلر و همکاران [۴۰] معتقدند، نگهداشت وجه نقد شرکت‌ها برای اهداف معاملاتی است. به‌علاوه، انگیزه‌های دیگری از قبیل احتیاطی، هزینه نمایندگی، محدودیت مالی، مالیاتی و تنوع‌بخشی برای نگهداشت وجه نقد شرکت‌ها در نظر گرفته می‌شود [۳۶، ۴۷]. همچنین، از جمله برخی عوامل اقتصادی مؤثر بر نگهداشت وجه نقد، رقابت در بازار محصول، چرخه عمر شرکت و رابطه با مشتری است [۴۶]. از سوی دیگر نگهداری بیش از اندازه وجه نقد نشان از ناکارایی تخصیص منابع دارد و هزینه‌هایی را بر شرکت تحمیل می‌کند. برخی از هزینه‌ها شامل هزینه فرصت سرمایه و هزینه نمایندگی مرتبط با نظارت - است [۱۳]. در عین حال که نگهداری وجه نقد مازاد با عدم تقارن اطلاعاتی و مشکلات ناشی از آن مرتبط است [۴۶].

نگهداری وجه نقد از احتمال بحران مالی می‌کاهد و ذخیره‌ای مطمئن برای رویارویی با زیان‌های غیرمنتظره به‌شمار می‌رود، پیگیری سیاست‌های سرمایه‌گذاری بهینه را ممکن می‌سازد، در زمانی که شرکت با محدودیت‌های مالی روبه‌روست و

مطالعات متعدد ضمن مقایسه شرکت‌های خانوادگی با طیف وسیعی از بنگاه‌ها که به‌وسیله سایر انواع سهامداران کنترل می‌شوند، به بررسی این موضوع پرداختند که آیا کنترل شرکت به‌وسیله خانواده، شکل سازمانی کارآمدی محسوب می‌شود. ادبیات پژوهش نشان می‌دهد در برخی بررسی‌ها بنگاه‌های خانوادگی عملکرد بهتری از سایر شرکت‌ها داشته‌اند [۳۸، ۱۴، ۱۶، ۴۹]، در حالی که، پژوهش‌های دیگر حکایت از عملکرد ضعیف‌تر شرکت‌های خانوادگی در مقایسه با هم‌تایان غیرخانوادگی‌شان دارند [۴۱، ۱۷].

اهمیت این نوع از ساختار مالکیت زمینه انجام پژوهش‌های مختلف در راستای شناسایی ویژگی‌های مرتبط با این شکل سازمانی را فراهم آورده است؛ از این رو، پژوهش حاضر با تمرکز بر مالکیت خانوادگی به دنبال بررسی تأثیر این نوع از ساختار مالکیت بر سرعت تعدیل در میزان نگهداشت وجه نقد شرکت است. یافته‌های پژوهش حاضر ضمن داشتن سهم مناسبی در پرکردن ادبیات پژوهش کشور، ابزار مفیدی را در اختیار سایر پژوهشگران و سیاست‌گذاران بازار سرمایه قرار خواهد داد.

## مبانی نظری و پیشینه پژوهش

### نگهداشت وجه نقد

مدیران برای حداکثرکردن ارزش شرکت و مدیریت صحیح منابع، سعی دارند با انتخاب ترکیب مناسبی از دارایی‌ها و بدهی‌ها، درباره نگهداشت وجه نقد شرکت تصمیم‌گیری کنند؛ بنابراین، وجه نقد باید در سطحی نگهداری شود که بین هزینه نگهداری آن و هزینه وجه نقد ناکافی تعادل برقرار شود [۳۰].

در دوران رشد اقتصادی شرکت، همان‌طور که ذخایر وجه نقد افزایش می‌یابد مدیران تصمیم

سرعت خود را با وضعیت بازار و صنعت وفق دهند [۴۸].

همچنین، شرکت‌ها با ویژگی‌های متفاوت دارای سرعت تعدیل متفاوت نیز هستند؛ برای مثال، به‌طور متوسط سرعت تعدیل در شرکت‌های بزرگ، آهسته‌تر از سرعت تعدیل در شرکت‌های کوچک است [۴۸]. جریان نقدی آزاد نیز یکی از ویژگی‌های شرکتی مرتبط با سرعت تعدیل نگهداشت وجه نقد است. در واقع هرچه جریان‌های نقدی آزاد بیشتر باشند، متوسط سرعت تعدیل بیشتر خواهد بود [۲۵]. یکی دیگر از ویژگی‌های شرکت‌ها که با سرعت تعدیل نگهداشت وجه نقد آنها مرتبط است، حاکمیت شرکتی است. شرکت‌های با حاکمیت شرکتی قوی‌تر به‌طور متوسط سرعت تعدیل بالاتری دارند [۲۵]. از آنجا که برخی مالکان، با توجه به میزان مالکیت‌شان بر شرکت تحت مالکیت خود کنترل مؤثری دارند، ساختار مالکیت یک عنصر بالقوه مهم در حاکمیت شرکتی تلقی می‌شود. در ادامه با توجه به اهمیت ساختار مالکیت که یکی از عناصر سازوکار حاکمیت شرکتی است، مالکیت خانوادگی تشریح می‌شود.

### مالکیت خانوادگی

ترکیب سهامداری یا ساختار مالکیت از موضوعات مهم حاکمیت شرکتی به‌شمار می‌رود که بر انگیزه مدیران تأثیر می‌گذارد و بدین ترتیب می‌تواند در کارایی شرکت تأثیر قابل‌توجهی داشته باشد. باید توجه داشت، تأثیر ساختار مالکیت بر عملکرد و بازده شرکت‌ها موضوعی پیچیده و چندبعدی است. به‌همین دلیل، انواع تعارض و تضاد منافع بین اشخاص و گروه‌ها انتظار می‌رود [۲۳].

درنهایت به کم‌کردن هزینه‌های جمع‌آوری منابع مالی یا نقد کردن دارایی‌های موجود کمک می‌کند [۲۴]. [۵۱]

نتایج پژوهش دنیز و سیبیلکوف [۲۲] نشان می‌دهد، وجوه نقد نگهداری‌شده با سطوح سرمایه‌گذاری شرکت رابطه دارد. همچنین، شرکت‌هایی که دارای وجوه نقد زیاد هستند، دارای سرمایه‌گذاری بیشتری هستند و ارزش‌نهایی سرمایه‌گذاری خود را افزایش می‌دهند. به‌علاوه شرکت‌هایی که محدودیت مالی دارند، نسبت به شرکت‌هایی که بدون محدودیت مالی هستند، وجوه نقد بیشتری نگهداری می‌کنند [۳۳].

با توجه به موارد یادشده، شرکت‌ها با بررسی منافع و هزینه‌های نگهداشت وجه نقد، یک سطح هدف را برای میزان نگهداری وجه نقد در نظر خواهند گرفت و سعی بر آن خواهند داشت تا همواره وجه نقد جاری را به‌سمت سطح هدف تعدیل کنند. بر این اساس دو الگوی توازن ایستا و توازن پویا در رابطه با تعدیل نگهداشت وجه نقد کاربرد دارند [۴۸]. در الگوی توازن ایستا که اغلب پژوهش‌ها بدین طریق انجام گرفته‌اند، یک سطح هدف وجه نقد تعیین می‌شود و فرض بر این است شرکت‌ها بعد از تغییر در خصوصیات‌شان و یا ایجاد شوک، بلافاصله به سطح هدف خود بر می‌گردند. در الگوی نگهداشت وجه نقد پویا (تعدیل جزئی)، فرض بر این است که شرکت‌ها با تأخیر، وجه نقد موجود را به سمت ساختار وجه نقد هدف تعدیل می‌کنند [۲۵]. این تأخیر در تعدیل به‌دلیل وجود ناسازگاری بازار و هزینه‌های تعدیل است [۴۴]. در واقع در بازار سرمایه ناقص وجود ناسازگاری بین سرمایه‌گذاری و تأمین مالی موجب می‌شود تا شرکت‌ها قادر نباشند به

هیئت مدیره متشکل از اعضای خانوادگی، معمولاً نسبت به هیئت مدیره سایر شرکت‌ها، پاداش کمتری دریافت می‌کنند. اعضای خانوادگی عضو هیئت مدیره معمولاً کمتر به طرح‌های انگیزشی واکنش نشان می‌دهند و بیشتر به فکر حداکثر کردن ارزش شرکت هستند؛ از این رو، براساس این دیدگاه، شرکت‌های خانوادگی نسبت به سایر انواع شرکت‌ها ارزش بیشتری ایجاد می‌کنند [۳۹]. همچنین، به منظور ایجاد حسن شهرت در بلندمدت، شرکت‌های خانوادگی تشویق می‌شوند از فعالیت‌هایی نظیر مدیریت سود پرهیز کنند. مالکیت خانوادگی ممکن است هزینه‌های نمایندگی و در نتیجه هزینه بدهی را کاهش دهد [۳۲].

#### مالکیت خانوادگی و سرعت تعدیل در میزان نگهداشت وجه نقد

مزایا و معایب متعددی در خصوص کنترل خانوادگی در مقایسه با سایر اشکال ساختار مالکیت بیان می‌شود. به نظر منطقی است که فرض شود، شرکت‌های خانوادگی تمایل دارند سطوح بالاتری از نقدینگی را ذخیره کنند؛ اول آنکه، خانواده‌هایی که شرکت‌ها را کنترل می‌کنند، می‌خواهند کنترل خود را افزایش دهند و شرکت را میراثی برای نسل‌های آینده درون خانواده حفظ کنند [۴۲]. دیگر آنکه، نقدینگی به عنوان یک سازوکار پوشش ریسک، مانع ورشکستگی احتمالی می‌شود و استفاده از فرصت‌های سرمایه‌گذاری با ارزش را تضمین می‌کند [۳۷]. شرکت‌هایی که در آنها خانواده بزرگ‌ترین سهامدار است، در مقایسه با سایر شرکت‌ها بیشتر مستعد پیگیری راهبردهای محافظه‌کارانه هستند. علاوه بر این، شرکت‌های خانوادگی توانایی کاهش یا

ساختار مالکیت شرکت‌ها بسیار متنوع است و طیف وسیعی از سهامداران حقیقی و حقوقی می‌توانند در این ساختار ایفای نقش کنند. حضور سهامداران حقیقی از یک خانواده یا فامیل با در اختیار داشتن درصد بالای سهام و یا حضور آنها در هیئت مدیره به نوعی خانوادگی بودن مالکیت شرکت را نشان می‌دهد [۱۴]. عضویت اعضای خانواده در هیئت مدیره، درصد مالکیت سهام از سوی اعضای خانواده و کنترل یا نفوذ قابل ملاحظه خانواده در شرکت از عواملی هستند که شرکت‌های خانوادگی به وسیله آن تعریف می‌شوند. اهرهاردت و نواک [۲۷] شرکت‌های خانوادگی را شرکت‌هایی تعریف کرده‌اند که یک یا چند نفر از یک یا دو خانواده، صاحب حداقل پنجاه درصد از حقوق صاحبان سهام باشند. اندرسون و ریب [۱۴] میزان تملک هجده درصد از سهام عادی توسط خانواده را شرط تعریف شرکت‌های خانوادگی عنوان کرده‌اند. ویلاولونگا و آمیت [۴۹] شرکت خانوادگی را شرکتی تعریف می‌کنند که مؤسس یا یکی از اعضای نسبی یا سببی خانواده، عضو هیئت مدیره، مدیر اجرایی یا مالک حداقل ۵ درصد از سهام شرکت به صورت فردی یا گروهی باشند.

در شرکت‌های خانوادگی به علت وجود سهامدار عمده حقیقی و یا وجود اعضای خانواده در هیئت مدیره، ممکن است سایر سهامداران این گمان را داشته باشند که منافع خانواده یکی از اصلی‌ترین ارکان تصمیم‌گیری شرکت است و نسبت به منافع سایر سهامداران به ویژه سهامداران جزء در اولویت قرار می‌گیرد؛ در نتیجه، همواره این خطر احساس می‌شود که منافع این گروه در معرض خطر قرار گیرد [۱۰].

[۳۷]. بر این اساس فرضیه دوم پژوهش به این شرح مطرح می‌شود:

با افزایش سن شرکت‌های خانوادگی، سرعت تعدیل در میزان نگهداشت وجه نقد کاهش می‌یابد. یکی دیگر از متغیرهای تعدیلگر که بر سرعت تعدیل وجه نقد تأثیر می‌گذارد، محدودیت‌های مالی شرکت است [۴۵، ۳۷]. در شرکت‌های تحت کنترل خانوادگی محدودیت‌های مالی صرفاً ناشی از عوامل خارجی نیستند، بلکه به رفتار راهبردی خانواده‌ها نیز بستگی دارند. بنگاه‌های خانوادگی همانند سایر شرکت‌ها، مخالف تأمین مالی خارجی هستند [۱۶]. زمانی که تأمین مالی خارجی مطرح می‌شود، شرکت‌های خانوادگی آن را به مثابه خطری بالقوه در نظر می‌گیرند که ریسک ناتوانی آنها را در بازپرداخت بدهی‌ها افزایش می‌دهد. همچنین، بنگاه‌های خانوادگی به منظور جلوگیری از کاهش میزان کنترل‌شان در شرکت، مایل به انتشار سهام جدید نیستند [۱۵]. بر این اساس، به نظر می‌رسد، بنگاه‌های خانوادگی که با محدودیت‌های مالی بیشتری روبه‌رو هستند با سرعت بیشتری مجبور به تعدیل وجه نقد خود خواهند بود [۳۷]. با توجه به این موارد فرضیه سوم بدین ترتیب مطرح می‌شود:

با افزایش محدودیت مالی شرکت‌های خانوادگی، سرعت تعدیل در میزان نگهداشت وجه نقد افزایش می‌یابد.

در رابطه با موضوع اصلی پژوهش مطالعات چندانی صورت نگرفته است. در ادامه به پژوهش‌هایی اشاره می‌شود که تاحدی به صورت مستقیم یا غیرمستقیم با موضوع پژوهش حاضر ارتباط دارند.

حتی حذف مشکل نمایندگی بین مالکان و مدیران را دارند؛ در عین حال که ممکن است، برخی مزایا را از سهامداران اقلیت دریغ کنند [۴۰]. شرکت‌های خانوادگی نگهداری وجه نقد را راهی برای انباشت ثروت می‌دانند. به دلیل آنکه در شرکت‌های خانوادگی، خانواده به طور همزمان سهامدار و مدیر است، توانایی بهتر پیش‌بینی شوک‌های احتمالی آینده نسبت به جریان نقدی را دارند و قادرند سطح بهینه وجه نقد نگهداری شده را تعیین کنند [۳۷]. با توجه به این موارد شرکت‌های با مالکیت خانوادگی قادر خواهند بود سطح وجه نقد خود را سریع‌تر از سایر شرکت‌ها تعدیل کنند؛ بنابراین، فرضیه اول به شرح ذیل مطرح می‌شود:

بین مالکیت خانوادگی و سرعت تعدیل در میزان نگهداشت وجه نقد رابطه مثبت و معنادار وجود دارد. با توجه به آنکه برخی ویژگی‌های شرکت خانوادگی بر فرایند تعدیل وجه نقد نگهداری شده تأثیر می‌گذارند؛ از این رو در پژوهش حاضر مطابق با ادبیات پژوهش به بررسی اثر تعدیلگر برخی از آنها پرداخته می‌شود. نخستین متغیر تعدیلگر، متغیر سن است. اثر مالکیت خانوادگی بر سرعت تعدیل وجه نقد نگهداری شده در بنگاه خانوادگی جوان از شرکت خانوادگی بالغ متفاوت است. بنگاه‌های خانوادگی جوان تلاش می‌کنند وجه نقد نگهداری شده خود را برای رشد سریع‌تر، تأمین مالی طرح‌های سرمایه‌گذاری مناسب و اجتناب از کمبود منابع مالی افزایش دهند [۳۷]. همچنین، به دلیل آنکه بنگاه‌های جوان اغلب با محدودیت‌های مالی روبه‌رو هستند، سطح هدف وجه نقد آنها بالاتر است و با سرعت بیشتری مجبور به تعدیل آن خواهند بود

بیشتر از حد نگهداری می‌کنند و هم برای شرکت‌هایی که وجه نقد کمتر از حد نگهداری می‌کنند.

یونتو [۵۰] در پژوهشی با عنوان «بررسی رابطه بین مکانیسم‌های حاکمیت شرکتی، نگهداشت وجه نقد و ارزش شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار سنگاپور» نشان داد، شرکت‌های با حاکمیت شرکتی قوی، به نگهداشت بالای وجه نقد تمایل دارند. آنچه مهم است، بالاتر بودن ارزش شرکت، نگهداشت وجه نقد مازاد را کاهش نشان می‌دهد. به‌طور میانگین، شرکت‌هایی که ساختار تک‌مالکیتی دارند، با شرکت‌هایی که ساختار مالکیت هرمی دارند، تحت عنوان شرکت‌های فامیلی کنترل داده می‌شوند.

موسوی شیری و همکاران [۶] در پژوهشی با عنوان «رابطه بین حاشیه ارزش نگهداشت وجه نقد و سرمایه‌گذاری بیش از حد و نقش حاکمیت شرکتی بر این ارتباط» نشان دادند، حاشیه ارزش وجه نقد نگهداری‌شده در شرکت‌هایی با سرمایه‌گذاری بیش از حد، نسبت به شرکت‌هایی با سرمایه‌گذاری کمتر از حد، تفاوتی ندارد. ضمن آنکه در سطح شرکت‌های با سرمایه‌گذاری بیش از حد، بین حاشیه ارزش وجه نقد نگهداری‌شده و سرمایه‌گذاری بیش از حد، رابطه معکوس و معناداری وجود دارد، به‌طوری که این ارتباط از طریق سرمایه‌گذاران نهادی تعدیل می‌شود، ولی استقلال هیئت‌مدیره و شهرت حسابرسی تأثیری بر آن ندارند.

سپاسی و همکاران [۴] در پژوهشی با عنوان «تورم، چرخه عملیاتی و نگهداشت وجه نقد» نشان دادند، با افزایش تورم، میزان وجه نقد نگهداری‌شده واحدهای تجاری کاهش می‌یابد و هنگامی که تورم به سطح خاصی برسد، میزان نگهداشت وجه نقد شرکت‌ها با افزایش تورم، افزایش می‌یابد. همچنین

لوزانو و دوران [۳۷] در پژوهشی با عنوان «کنترل خانوادگی و سطح بهینه نگهداشت وجه نقد» نشان دادند، شرکت‌های خانوادگی دارای سرعت تعدیل در رسیدن به سطح بهینه نگهداشت وجه نقد بالاتر نسبت به شرکت‌های غیرخانوادگی هستند. این نتیجه در شرکت‌های خانوادگی جوان و با محدودیت مالی تشدید می‌شود.

ژائو [۵۱] در پژوهشی با عنوان «بحران مالی، نگهداشت وجه نقد مازاد و سرمایه‌گذاری شرکت بر اساس چشم‌اندازی از ادراک حاکمیت و ریسک» نشان داد، بعد از بحران مالی، سرمایه‌گذاری شرکت‌ها به‌طور قابل توجهی کاهش می‌یابد. علاوه بر این، نگهداشت وجه نقد مازاد، تأثیر منفی بحران بر سرمایه‌گذاری را کاهش می‌دهد. همچنین، حاکمیت شرکتی قوی در هنگام بحران مالی، انگیزه‌های نگهداشت وجه نقد مازاد را افزایش می‌دهد.

آکیلدریم و گونی [۱۱] در پژوهشی با عنوان «نگهداشت وجه نقد و بحران مالی» نشان دادند، میزان نگهداری وجه نقد در طی دوره مورد بررسی در کشورهای توسعه‌یافته و در حال توسعه رشد مثبتی داشته است. همچنین، بعد از بحران مالی طی سال‌های ۲۰۰۷ تا ۲۰۰۹ به‌طور متوسط نگهداشت وجه نقد در کشورهای در حال توسعه افزایش یافته و در کشورهای توسعه‌یافته اندکی کاهش پیدا کرده است.

اولر و پیکونی [۴۳] در پژوهشی به بررسی «ارتباط بین وجه نقد بیشتر و کمتر از حد بهینه با عملکرد آینده و نرخ بازده دارایی‌های عملیاتی» پرداختند. نتایج پژوهش آنها نشان داد، نرخ بازده دارایی‌های عملیاتی آینده و نرخ بازده سهام یک سال آتی در هنگام انحراف از وجه نقد بهینه برآوردی کاهش پیدا می‌کند، هم برای شرکت‌هایی که وجه نقد



خانوادگی نسبت به شرکت‌های غیرخانوادگی از نظر کیفیت افشا برتری ندارند. به بیان دیگر، عامل خانوادگی بودن رابطه معناداری با کیفیت افشا ندارد.

### فرضیه‌های پژوهش

باتوجه به مبانی نظری و پیشینه پژوهش فرضیه‌ها به شرح زیر است:

**فرضیه اول:** بین مالکیت خانوادگی و سرعت - تعدیل در میزان نگهداشت وجه نقد رابطه مثبت و معنادار وجود دارد.

**فرضیه دوم:** با افزایش سن شرکت‌های خانوادگی، سرعت تعدیل در میزان نگهداشت وجه نقد کاهش می‌یابد.

**فرضیه سوم:** با افزایش محدودیت مالی شرکت‌های خانوادگی، سرعت تعدیل در میزان نگهداشت وجه نقد افزایش می‌یابد.

### روش‌شناسی پژوهش

پژوهش حاضر از نظر توجه به زمان گذشته‌نگر، از لحاظ هدف کاربردی و با توجه به نوع، پسرودادی است. روش پژوهش حاضر از نوع توصیفی و همبستگی است و برای بررسی رابطه میان متغیر مستقل و وابسته از روش آماری رگرسیون چندمتغیره استفاده می‌شود. همچنین، تجزیه و تحلیل داده‌ها براساس روش مطالعه داده‌های ترکیبی است.

شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۴ جامعه آماری پژوهش حاضر را تشکیل داده‌اند. در این پژوهش از نمونه‌گیری آماری استفاده نشده است، اما شرکت‌های بررسی شده بر اساس محدودیت‌های زیر انتخاب شده‌اند:

هنگامی که چرخه عملیاتی افزایش یابد، میزان وجه نقد نگهداری شده واحدهای تجاری کاهش می‌یابد، با وجود این، هنگامی که چرخه عملیاتی به سطح خاصی برسد، میزان نگهداشت وجه نقد شرکت‌ها تغییر نمی‌کند.

مشکی میاوقی و صنایعی [۵] در پژوهشی به بررسی «تغییرپذیری زمانی نرخ نهایی و ارزش‌نهایی وجه نقد در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران» پرداختند. یافته‌های این پژوهش نشان داد، ارزش‌نهایی یک ریال وجه نقد، کمتر از ارزش اسمی آن است. همچنین، نرخ نهایی ارزش وجه نقد، نرخ کاهنده است؛ به این معنا که ارزش‌نهایی یک ریال وجه نقد تحصیل شده شرکت‌ها به موازات افزایش در میزان نگهداشت وجه نقد، کاهش می‌یابد.

افلاطونی [۳] در پژوهشی باعنوان بررسی «تأثیر ریسک ورشکستگی شرکت و نوسان‌های سیستماتیک و ویژه بازده سهام بر میزان نگهداشت وجه نقد» نشان داد، با افزایش میزان نوسان‌های بازده سهام (به‌خصوص نوسان‌های ویژه) و افزایش ریسک ورشکستگی، مانده وجه نقد نگهداری شده در شرکت نیز افزایش می‌یابد.

ابراهیمی و همکاران [۱] در پژوهشی باعنوان «بررسی ارتباط بین کیفیت گزارشگری مالی و انحراف از وجه نقد» نشان دادند، سطح نگهداشت وجه نقد در شرایط متفاوت کیفیت گزارش‌های مالی دارای انحراف از مقدار بهینه خود است. همچنین، هرچه کیفیت گزارش‌های مالی بالاتر باشد، سطح بهینه وجه نقد نگهداری شده شرکت‌ها دارای انحراف کمتری نسبت به مقدار بهینه آن است.

مهرانی و پروائی [۸] در پژوهشی باعنوان «کیفیت افشا در شرکت‌های خانوادگی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران» نشان دادند، شرکت‌های

$$CH_{i,t}^* = \beta_0 + \beta_x X_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad \text{رابطه (۱)}$$

در این رابطه متغیر  $X_{i,t}$  بیانگر برداری از عوامل برونزای مؤثر بر موجودی نقد شرکت است. حال برای محاسبه تعدیل جزئی به سطح بهینه نگهداشت وجه نقد از رابطه (۲) استفاده می شود:

$$CH_{i,t} - CH_{i,t-1} = \gamma + \delta (CH_{i,t}^* - CH_{i,t-1}) + v_{i,t} \quad \text{رابطه (۲)}$$

که در این رابطه:

$CH_{i,t}$ : موجودی نقدی شرکت  $i$  در سال  $t$ ;  $CH_{i,t-1}$ : موجودی نقد شرکت  $i$  در سال  $t-1$ ;  $CH_{i,t}^*$ : موجودی نقدی بهینه (هدف) شرکت  $i$  در سال  $t$ ;  $CH_{i,t-1}$ : میزان انحراف از سطح بهینه وجه نقد؛  $\delta$ : ضریب سرعت تعدیل؛  $v_{i,t}$ : جزء اخلاص (خطا) الگو هستند.

ضریب سرعت تعدیل نشان دهنده میزان سرعتی است که موجودی نقد جاری شرکت به سمت سطح بهینه (هدف) در حال حرکت است، اما به منظور برآورد رگرسیونی الگوی فوق مراحل زیر طی می شود. با ترکیب روابط (۱) و (۲) رابطه (۳) به دست می آید:

$$CH_{i,t} - CH_{i,t-1} = \gamma + \delta [(\beta_0 + \beta_x X_{i,t} + \varepsilon_{i,t}) - CH_{i,t-1}] + v_{i,t} \quad \text{رابطه (۳)}$$

سپس رابطه (۳) با جابه جایی عوامل، به صورت رابطه (۴) بازنویسی می شود:

$$CH_{i,t} = [\gamma + \delta \beta_0] + (1 - \delta) CH_{i,t-1} + \delta \beta_x X_{i,t} + [\delta \varepsilon_{i,t} + v_{i,t}] \quad \text{رابطه (۴)}$$

اگر  $\alpha_0 = \gamma + \delta \beta_0$ ، یک مقدار ثابت باشد،  $\alpha_x = \delta \beta_x$

ضریب عوامل نقدی شرکت خاص است،  $\alpha_1 = 1 - \delta$

ضریب  $CH_{i,t-1}$  و  $\omega_{i,t} = \delta \varepsilon_{i,t} + v_{i,t}$  خطای الگوست.

با جایگزین کردن عوامل بالا، الگوی نهایی تعدیل جزئی را می توان با استفاده از رابطه (۴) به شکل رابطه (۵) نمایش داد:

$$CH_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 CH_{i,t-1} + \alpha_x X_{i,t} + \omega_{i,t} \quad \text{رابطه (۵)}$$

۱. از سال ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۴ در بورس حضور داشته باشند.

۲. اطلاعات مورد نیاز شرکت، در دسترس باشد.

۳. شرکت در طی دوره مورد بررسی تغییر سال مالی را تجربه نکرده باشد.

۴. شرکت های مورد نظر جزو بانک ها و واسطه گری مالی، شرکت های هلدینگ و لیزینگ نباشند.

۵. شرکت ها نباید در طی دوره پژوهش بیشتر از شش ماه توقف فعالیت داشته باشند.

۶. سال مالی آنها منتهی به پایان اسفند ماه باشد.

با اعمال محدودیت های گفته شده، نمونه ای شامل ۴۶۵ شرکت - سال مربوط به ۹۳ شرکت انتخاب شده است.

### تعریف متغیرها

#### متغیر مستقل

مالکیت خانوادگی (FAM): در این پژوهش به پیروی از پژوهش مهرآذین و همکاران [۷]، از شرط زیر برای تعریف مالکیت خانوادگی استفاده می شود:

سهامدار حقیقی مالک حداقل ۲۰ درصد سهام عادی شرکت باشد یا یکی از اعضای هیئت مدیره خود به تنهایی مالک حداقل ۵ درصد سهام عادی و یا مجموع سهام عضو حقیقی هیئت مدیره و اعضای خانواده و فامیل وی، حداقل ۵ درصد مجموع سهام عادی شرکت باشد.

#### متغیر وابسته

سرعت تعدیل در میزان نگهداشت وجه نقد: برای برآورد این متغیر به تبعیت از لوزانو و دوران [۳۷] به شرح زیر اقدام می شود:

$CH_{i,t}^*$  (سطح بهینه نگهداشت وجه نقد) متأثر از چندین متغیر شرکتی است که به صورت رابطه (۱)

خلاصه می شود:

منظور استانداردسازی، داده‌ها به کل دارایی‌های پایان دوره تقسیم می‌شوند.

$I_{i,t}$ : سرمایه‌گذاری شرکت از تغییرات در مبلغ خالص دارایی‌های ثابت طی دوره به دست می‌آید. این متغیر بر ارزش دفتری دارایی‌ها در ابتدای دوره تقسیم می‌شود.

$CFVOL_{i,t}$ : به منظور اندازه‌گیری نوسان جریان نقدی از انحراف معیار ۵ سال جریان‌های نقدی استفاده می‌شود. به منظور استانداردسازی، داده‌ها به کل دارایی‌ها تقسیم می‌شوند.

$STD_{i,t}$ : نسبت بدهی کوتاه‌مدت شرکت که از نسبت - بدهی کوتاه‌مدت به کل دارایی‌ها استفاده می‌شود.

$CF_{i,t}$ : جریان‌های نقدی شرکت که به طور مستقیم از صورت‌های مالی حسابرسی شده قابل استخراج است. به منظور استانداردسازی، داده‌ها به کل دارایی‌ها تقسیم می‌شوند.

$Q_{i,t}$ : شاخص  $Q$  توبین شرکت که از نسبت مجموع ارزش دفتری کل بدهی‌ها و ارزش بازار حقوق صاحبان سهام بر ارزش دفتری دارایی‌های شرکت قابل محاسبه است.

$SIZE_{i,t}$ : اندازه شرکت که از لگاریتم طبیعی ارزش بازار حقوق صاحبان سهام شرکت استفاده می‌شود.

### الگوی مربوط به آزمون فرضیه پژوهش

#### الگوی مربوط به آزمون فرضیه اول

مقایسه سرعت تعدیل در رسیدن به سطح بهینه نگهداشت وجه نقد شرکت‌های خانوادگی و غیرخانوادگی با استفاده از رابطه (۸) صورت می‌گیرد:

$$CH_{i,t} = \alpha_0 + (\alpha_1 + \theta_1 FAM_{i,t}) CH_{i,t-1} + \alpha_2 NWC_{i,t} + \alpha_3 I_{i,t} + \alpha_4 CFVOL_{i,t} + \alpha_5 STD_{i,t} + \alpha_6 CF_{i,t} + \alpha_7 Q_{i,t} + \alpha_8 SIZE_{i,t} + \alpha_9 FAM_{i,t} + \omega_{i,t} \quad (8)$$

برای آزمون فرضیه اول پژوهش رابطه (۸) را با توجه به رابطه (۷) می‌توان به صورت رابطه (۹) نوشت:

$$CH_{i,t} = \alpha_0 + (\alpha_1 + \theta_1 FAM_{i,t}) CH_{i,t-1} + \alpha_2 NWC_{i,t} + \alpha_3 I_{i,t} + \alpha_4 CFVOL_{i,t} + \alpha_5 STD_{i,t} + \alpha_6 CF_{i,t} + \alpha_7 Q_{i,t} + \alpha_8 SIZE_{i,t} + \alpha_9 FAM_{i,t} + \omega_{i,t} \quad (9)$$

که  $\delta = 1 - \alpha_1$  در واقع همان سرعت تعدیل در رسیدن به سطح بهینه (هدف) نگهداشت وجه نقد است؛ بنابراین، با برآورد این رابطه و به دست آوردن شاخص  $\alpha_1$  می‌توان سرعت تعدیل شرکت‌ها ( $\delta = 1 - \alpha_1$ ) را به دست آورد.

برای به دست آوردن سطح نقد هدف ( $CH_{i,t}^*$ ) از رابطه (۶) استفاده می‌شود:

$$CH_{i,t}^* = \beta_0 + \beta_1 NWC_{i,t} + \beta_2 I_{i,t} + \beta_3 CFVOL_{i,t} + \beta_4 STD_{i,t} + \beta_5 CF_{i,t} + \beta_6 Q_{i,t} + \beta_7 SIZE_{i,t} + v_{i,t} \quad (6)$$

که در این رابطه:

$NWC_{i,t}$ : سرمایه در گردش خالص شرکت  $i$  در سال  $t$ ؛  
 $I_{i,t}$ : سرمایه‌گذاری شرکت  $i$  در سال  $t$ ؛  
 $CFVOL_{i,t}$ : نوسان جریان نقدی شرکت  $i$  در سال  $t$ ؛  
 $STD_{i,t}$ : بدهی کوتاه‌مدت شرکت  $i$  در سال  $t$ ؛  
 $CF_{i,t}$ : جریان‌های نقدی شرکت  $i$  در سال  $t$ ؛  
 $Q_{i,t}$ : شاخص  $Q$  توبین شرکت  $i$  در سال  $t$ ؛  
 $SIZE_{i,t}$ : اندازه شرکت  $i$  در سال  $t$ .

با ادغام روابط (۵) و (۶)، الگوی نهایی برای به دست آوردن سرعت تعدیل در رسیدن به سطح بهینه نگهداشت وجه نقد ( $\delta = 1 - \alpha_1$ ) با در نظر گرفتن تأثیر متغیر خانوادگی ( $FAM_{i,t}$ ) به شرح رابطه (۷) است:

$$CH_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 CH_{i,t-1} + \alpha_2 NWC_{i,t} + \alpha_3 I_{i,t} + \alpha_4 CFVOL_{i,t} + \alpha_5 STD_{i,t} + \alpha_6 CF_{i,t} + \alpha_7 Q_{i,t} + \alpha_8 SIZE_{i,t} + \alpha_9 FAM_{i,t} + v_{i,t} \quad (7)$$

$\delta = 1 - \alpha_1$  در واقع همان سرعت تعدیل در رسیدن به سطح بهینه نگهداشت وجه نقد است؛ بنابراین، با برآورد این رابطه و به دست آوردن شاخص  $\alpha_1$  می‌توان سرعت تعدیل شرکت‌ها ( $\delta = 1 - \alpha_1$ ) را به دست آورد. رابطه (۷)، الگوی پایه برای آزمون فرضیه‌ها استفاده می‌شود.

### متغیرهای کنترلی

$NWC_{i,t}$ : سرمایه در گردش خالص شرکت از تفاوت دارایی جاری و بدهی جاری قابل محاسبه است. به -

می‌شوند. مقادیر بالای میانه، گروه شرکت‌های بالغ در نظر گرفته می‌شود و به آنها عدد یک و مقادیر پایین میانه، گروه شرکت‌های جوان و به آنها عدد صفر اختصاص داده می‌شود.

#### الگوی مربوط به آزمون فرضیه سوم

$$\text{رابطه (۱۱)} \quad \text{CH}_{i,t} = \alpha_0 + (\alpha_1 + \theta_3 \text{FAM}_{i,t} \text{CONST}_{i,t}) \text{CH}_{i,t-1} + \alpha_2 \text{NWC}_{i,t} + \alpha_3 \text{I}_{i,t} + \alpha_4 \text{CFVOL}_{i,t} + \alpha_5 \text{STD}_{i,t} + \alpha_6 \text{CF}_{i,t} + \alpha_7 \text{Q}_{i,t} + \alpha_8 \text{SIZE}_{i,t} + \alpha_9 \text{FAM}_{i,t} \text{CONST}_{i,t} + \omega_{i,t}$$

برای آزمون فرضیه سوم مبنی بر تأثیرگذاری محدودیت مالی شرکت خانوادگی بر سرعت تعدیل (δ) برای شرکت‌های خانوادگی بدون محدودیت مالی به دلیل آنکه  $\text{FAM}_{i,t} \text{CONST}_{i,t} = 0$  است، سرعت تعدیل  $1 - \alpha_1$  است ( $\delta = 1 - \alpha_1$ ) و  $\alpha_1$  ضریب برآوردی  $\text{CH}_{i,t-1}$  است). همچنین، سرعت تعدیل برای شرکت‌های خانوادگی با محدودیت مالی به دلیل آنکه  $\text{FAM}_{i,t} \text{CONST}_{i,t} = 1$  است،  $1 - (\alpha_1 + \theta_3)$  است. هرچه مقدار  $1 - (\alpha_1 + \theta_3)$  بیشتر باشد، سرعت تعدیل برای شرکت‌های خانوادگی با در نظر گرفتن محدودیت مالی شرکت بیشتر است.

برای اندازه‌گیری متغیر محدودیت مالی از الگوی کاپلان و زینگالس [۳۵] به صورت رابطه (۱۲) استفاده می‌شود:

$$\text{رابطه (۱۲)} \quad \text{KZ}_{\text{IR}} = 17.33 - 37.486 \left( \frac{\text{Cash Holding}_{i,t}}{\text{Total Assets}_{i,t}} \right) + 15.21 \left( \frac{\text{Div}_{i,t}}{\text{Total Assets}_{i,t}} \right) + 3.39 \left( \frac{\text{Debt}_{i,t}}{\text{Total Assets}_{i,t}} \right) - 1.402 \frac{\text{M}_{i,t}}{\text{B}_{i,t}}$$

که در آن:

$M_{i,t}$ : ارزش بازار شرکت است.  $B_{i,t}$ : ارزش دفتری شرکت است.  $\text{Debt}_{i,t}$ : بدهی شرکت است و برای

سرعت تعدیل (δ) برای شرکت‌های غیرخانوادگی به دلیل اینکه  $\text{FAM}_{i,t} = 0$  است،  $1 - \alpha_1$  است (همان‌طور که در بخش قبل اشاره شد،  $\delta = 1 - \alpha_1$  و  $\alpha_1$  ضریب برآوردی  $\text{CH}_{i,t-1}$  است). سرعت تعدیل برای شرکت‌های خانوادگی به دلیل آنکه  $\text{FAM}_{i,t} = 1$  است،  $1 - (\alpha_1 + \theta_1)$  است. قابل ذکر است که ضرایب بالاتر  $\alpha_1$  و  $\alpha_1 + \theta_1$ ، با سرعت تعدیل پایین‌تر همراه است.

#### الگوی مربوط به آزمون فرضیه دوم

$$\text{رابطه (۱۰)} \quad \text{CH}_{i,t} = \alpha_0 + (\alpha_1 + \theta_2 \text{FAM}_{i,t} \text{OLD}_{i,t}) \text{CH}_{i,t-1} + \alpha_2 \text{NWC}_{i,t} + \alpha_3 \text{I}_{i,t} + \alpha_4 \text{CFVOL}_{i,t} + \alpha_5 \text{STD}_{i,t} + \alpha_6 \text{CF}_{i,t} + \alpha_7 \text{Q}_{i,t} + \alpha_8 \text{SIZE}_{i,t} + \alpha_9 \text{FAM}_{i,t} \text{OLD}_{i,t} + \omega_{i,t}$$

برای آزمون فرضیه دوم مبنی بر تأثیرگذاری سن شرکت خانوادگی بر سرعت تعدیل (δ) برای شرکت‌های خانوادگی جوان به دلیل آنکه  $\text{FAM}_{i,t} = 0$  است، سرعت تعدیل  $1 - \alpha_1$  است ( $\delta = 1 - \alpha_1$ ) و  $\alpha_1$  ضریب برآوردی  $\text{CH}_{i,t-1}$  است). همچنین، سرعت تعدیل برای شرکت‌های خانوادگی بالغ (مسن) به دلیل آنکه  $\text{FAM}_{i,t} \text{OLD}_{i,t} = 1$  است،  $1 - (\alpha_1 + \theta_2)$  است. هرچه مقدار  $1 - (\alpha_1 + \theta_2)$  کمتر باشد، سرعت تعدیل برای شرکت‌های خانوادگی با در نظر گرفتن بلوغ شرکت کمتر است.

بر پایه پژوهش دی‌آنجلو و همکاران [۲۱] برای اندازه‌گیری متغیر سن شرکت از نسبت سود انباشته به کل دارایی‌ها (RE/TA) استفاده می‌شود. نسبت سود انباشته به دارایی بالا، بر سن بالای شرکت دلالت دارد و از بلوغ بیشتری برخوردار است. در حالی که، شرکت‌های با نسبت سود انباشته به دارایی پایین به جوان بودن تمایل دارند. برای این منظور، ابتدا تمامی مقادیر نسبت سود انباشته به دارایی شرکت‌ها محاسبه و به‌طور صعودی مرتب می‌شوند. سپس میانه مقادیر را به دست آورده و شرکت‌ها به دو گروه تقسیم

میان، گروه شرکت‌های با محدودیت مالی در نظر گرفته شدند و به آنها عدد یک و مقادیر پایین میانه گروه شرکت‌های بدون محدودیت مالی و به آنها عدد صفر اختصاص داده می‌شود.

### یافته‌های پژوهش

به منظور بررسی مشخصات عمومی متغیرها و تجزیه و تحلیل دقیق آنها، آشنایی با آمار توصیفی مربوط به متغیرها لازم است. نگاره (۱)، آمار توصیفی داده‌های مربوط به متغیرهای مورد استفاده در پژوهش را نشان می‌دهد.

یکسان‌سازی برای تمامی شرکت‌ها تقسیم بر کل دارایی‌ها می‌شود.  $Div_{i,t}$ : سود تقسیمی شرکت است و برای یکسان‌سازی برای تمامی شرکت‌ها تقسیم بر کل دارایی‌ها می‌شود.  $Cash Holding_{i,t}$ : میزان وجوه نقد در شرکت است و برای یکسان‌سازی برای تمامی شرکت‌ها تقسیم بر کل دارایی‌ها می‌شود و به صورت رابطه (۱۳) به دست می‌آید:

$$\text{رابطه (۱۳)} \quad Cash Holding_{i,t} = (Cash_{i,t} + Short Term Investment_{i,t})$$

برای این منظور، ابتدا برای تمامی شرکت‌ها متغیر محدودیت مالی محاسبه شده است و به طور صعودی مرتب می‌شوند. سپس میانه مقادیر را به دست آورده و شرکت‌ها به دو گروه تقسیم می‌شوند. مقادیر بالای

نگاره ۱- آمار توصیفی مربوط به متغیرهای پژوهش

متغیر	میانگین	میان	حداقل	حداکثر	انحراف معیار
$FAM_{i,t}$	۰/۰۶۲	۰	۰	۱	۰/۱۸۹
$Ch_{i,t}$	۰/۰۴۲	۰/۰۳۰	۰	۰/۴۶۰	۰/۰۵۱
$Ch_{i,t-1}$	۰/۰۳۷	۰/۰۲۰	۰	۰/۷۳۰	۰/۰۴۹
$NWC_{i,t}$	۰/۱۳۳	۰/۱۳۰	-۰/۶۸۰	۰/۸۲۰	۰/۲۱۵
$I_{i,t}$	۰/۰۳۶	۰/۰۱۰	-۰/۴۳۰	۰/۷۵۰	۰/۱۰۴
$CFVOL_{i,t}$	۰/۰۲۷	۰/۰۲۰	۰	۰/۳۹۰	۰/۰۳۱
$STD_{i,t}$	۰/۶۵۴	۰/۷۰۰	۰/۱۳۰	۰/۹۷۰	۰/۱۹۴
$CF_{i,t}$	۰/۰۰۵	۰	-۰/۴۲۰	۰/۳۸۰	۰/۰۵۲
$Q_{i,t}$	۱/۵۹۶	۱/۴۱۰	۰/۵۹۰	۴/۵۳۰	۰/۶۶۰
$Size_{i,t}$	۶/۱۵۲	۶/۰۶۰	۴/۵۰۰	۸/۳۰۰	۰/۶۶۸
$Ch_{i,t}^*$	۰/۰۴۳	۰/۰۳۰	-۰/۰۱۰	۰/۳۵۰	۰/۰۴۰
$KZ_{i,t}$	۱۵/۰۸۶	۱۵/۸۸۰	-۵/۴۵۰	۲۵/۶۲۰	۱۰/۰۵۸
$Re/ta_{i,t}$	۰/۱۴۷	۰/۱۵۰	-۱/۴۰۰	۰/۷۷۰	۰/۲۰۵

منبع: یافته‌های پژوهش

بررسی مقدار این آماره گویای آن است که فرض نرمال بودن اجزای اخلال برقرار است.

آزمون نرمال بودن توزیع اجزای اخلال همان‌گونه که در نگاره (۲) ملاحظه می‌شود،

نگاره ۲- نتایج آزمون نرمال بودن

الگو	آماره جارك- برا	P-value	نتیجه آزمون
اول	۰/۱۱۳	۰/۹۴۵	H <sub>0</sub> تأیید می‌شود (نرمال است)
دوم	۰/۰۳۶	۰/۹۸۱	H <sub>0</sub> تأیید می‌شود (نرمال است)
سوم	۰/۱۸۶	۰/۹۱۱	H <sub>0</sub> تأیید می‌شود (نرمال است)

منبع: یافته‌های پژوهش

آزمون F (لیمر) برای انتخاب روش ترکیبی (Pooling) یا تلفیقی (Panel) همان‌گونه که در نگاره (۳) دیده می‌شود، در همان‌گونه که در نگاره (۳) دیده می‌شود، در سطح اطمینان ۹۵ درصد، در هر ۳ الگوی فرض صفر آزمون رد شده است و باید از روش داده‌های پانل استفاده کرد.

نگاره ۳- نتایج آزمون F (لیمر) برای انتخاب روش ترکیبی یا تلفیقی

الگو	آماره F	P-value	نتیجه آزمون
اول	۱/۸۴۹	۰/۰۰۰	H <sub>0</sub> رد می‌شود
دوم	۱/۸۵۶	۰/۰۰۰	H <sub>0</sub> رد می‌شود
سوم	۱/۸۴۶	۰/۰۰۰	H <sub>0</sub> رد می‌شود

منبع: یافته‌های پژوهش

آزمون هاسمن برای انتخاب بین الگوی اثرات ثابت و اثرات تصادفی نتیجه نگاره (۴)، بیانگر آن است که ضمن رد فرضیه صفر در هر سه الگو، باید از روش اثرات ثابت استفاده کرد.

نگاره ۴- نتایج آزمون هاسمن برای انتخاب بین الگوی اثرات ثابت و اثرات تصادفی

الگو	آماره $\chi^2$	P-value	نتیجه آزمون
اول	۱۵۷/۱۰۸	۰/۰۰۰	H <sub>0</sub> رد می‌شود
دوم	۱۵۹/۱۶۳	۰/۰۰۰	H <sub>0</sub> رد می‌شود
سوم	۱۵۸/۵۴۸	۰/۰۰۰	H <sub>0</sub> رد می‌شود

منبع: یافته‌های پژوهش

آزمون ناهمسانی واریانس مطابق با نگاره (۵)، در تمامی الگوهای رگرسیون پژوهش، ناهمسانی واریانس وجود دارد؛ از این رو، برای رفع مشکل ناهمسانی واریانس، از روش کمترین مجذورات تعمیم‌یافته (GLS) استفاده می‌شود.

نگاره ۵- نتایج آزمون بروش- پاگان/ کوک- ویسبرگ برای کشف ناهمسانی واریانس

الگو	آماره $\chi^2$ بروش - پاگان / کوک - ویسبرگ	P-value	نتیجه آزمون
اول	۴۱/۳۴۱	۰/۰۰۰	$H_0$ رد می‌شود
دوم	۳۶/۴۲۹	۰/۰۰۰	$H_0$ رد می‌شود
سوم	۳۶/۴۱۲	۰/۰۰۰	$H_0$ رد می‌شود

منبع: یافته‌های پژوهش

آزمون فرضیه‌ها

آزمون فرضیه اول

خانوادگی و سرعت تعدیل در میزان نگهداشت وجه

نقد رابطه مثبت و معنادار وجود دارد.

فرضیه اول پژوهش بیان می‌کند بین مالکیت

نگاره ۶- خلاصه نتایج آماری آزمون فرضیه اول

متغیر	ضرایب	انحراف معیار	آماره t	سطح معناداری	VIF
C	۰/۰۱۵	۰/۰۰۸	۱/۸۷۵	۰/۰۵۷	-----
$CH_{i,t-1}$	۰/۸۵۲	۰/۰۱۵	۵۶/۴۲۹	۰/۰۰۰	۲/۹۲۸
$FAM_{i,t} * CH_{i,t-1}$	۰/۱۳۱	۰/۰۳۶	۳/۶۶۷	۰/۰۰۰۳	۱/۹۸۴
$NWC_{i,t}$	۰/۰۰۹	۰/۰۰۲	۳/۹۳۵	۰/۰۰۰۱	۱/۶۳۸
$I_{i,t}$	۰/۰۰۴	۰/۰۰۲	۱/۸۴۴	۰/۰۶۵	۱/۱۲۸
$CFVOL_{i,t}$	۰/۰۰۸	۰/۰۲۲	۰/۳۷۶	۰/۷۰۷	۲/۲۳۸
$STD_{i,t}$	-۰/۰۰۵	۰/۰۰۳	-۱/۵۸۷	۰/۱۱۳	۱/۵۹۱
$CF_{i,t}$	۰/۹۵۰	۰/۰۰۸	۱۱۵/۸۸۴	۰/۰۰۰	۱/۵۰۷
$Q_{i,t}$	۰/۰۰۰۲	۰/۰۰۰۳	۰/۷۲۹	۰/۴۶۶	۱/۱۹۷
$SIZE_{i,t}$	-۰/۰۰۱	۰/۰۰۱	-۱/۱۱۸	۰/۲۶۴	۱/۱۵۶
$FAM_{i,t}$	۰/۰۰۳	۰/۰۰۳	۱/۰۹۹	۰/۲۷۲	۱/۸۷۲
F آماره	۳۱/۰۴۳	آماره دورین واتسن		۲/۴۰۶	
F معناداری	۰/۰۰۰	ضریب تعیین		۰/۵۹۱	

منبع: یافته‌های پژوهش

اطمینان حاصل کرد. بدین منظور، برای بررسی معناداری کل الگو از آزمون F استفاده شد. با توجه به احتمال آماره F، الگوی رگرسیونی برازش شده معنادار است. همچنین، با توجه به ضریب تعیین الگو، حدود ۵۹ درصد از تغییرات در متغیر وابسته با کمک متغیرهای مستقل الگو توضیح داده می‌شود.

با توجه به ستون آخر نگاره (۶) مقدار آماره آزمون VIF برای کلیه متغیرهای مستقل کمتر از ۱۰ است و بین متغیرهای مستقل هم خطی وجود ندارد؛ بنابراین، الگوی برازش شده اعتبار دارد. همچنین، قبل از آزمون فرضیه پژوهش بر اساس نتایج، باید از صحت نتایج

تعدیل در میزان نگهداشت وجه نقد در شرکت‌های - خانوادگی نسبت به شرکت‌های غیرخانوادگی بیشتر است. سرانجام نبود خودهمبستگی باقیمانده‌ها از طریق آزمون دوربین- واتسون بررسی شد که نشان- دهنده نبودن خودهمبستگی باقیمانده‌هاست.

### آزمون فرضیه دوم

فرضیه دوم پژوهش بیان می‌کند، با افزایش سن شرکت‌های خانوادگی، سرعت تعدیل در میزان نگهداشت وجه نقد کاهش می‌یابد.

ضریب برآوردی متغیر مستقل  $CH_{i,t-1} * FAM_{i,t}$  در نگاره (۶) نشان‌دهنده وجود رابطه معنادار بین مالکیت خانوادگی و سرعت تعدیل در میزان نگهداشت وجه نقد در سطح خطای ۰/۰۵ است. سرعت تعدیل ( $\delta$ ) برای شرکت‌های غیرخانوادگی به دلیل آنکه  $FAM_{i,t}=0$  است،  $1-\alpha_1$  است ( $\delta=1-\alpha_1$ ) ضریب برآوردی  $CH_{i,t-1}$  است). سرعت تعدیل برای شرکت‌های خانوادگی به دلیل اینکه  $FAM_{i,t}=1$  است،  $1-(\alpha_1+\theta_1)$  است. ضرایب بالاتر  $\alpha_1$  و  $\alpha_1+\theta_1$  با سرعت تعدیل پایین‌تر همراه است. مطابق با نگاره (۶) و توضیحات فوق، سرعت

نگاره ۷- خلاصه نتایج آماری آزمون فرضیه دوم

متغیر	ضرایب	انحراف معیار	آماره t	سطح معناداری	VIF
C	۰/۰۱۳	۰/۰۰۸	۱/۵۳۸	۰/۱۲۵	-----
$CH_{i,t-1}$	۰/۲۲۳	۰/۰۶۷	۳/۳۳۵	۰/۰۰۰	۲/۴۲۵
$CH_{i,t-1} * FAM_{i,t} OLD$	۰/۸۵۵	۰/۰۱۴	۵۸/۱۴۰	۰/۰۰۰	۲/۸۳۸
$NWC_{i,t}$	۰/۰۱۰	۰/۰۰۲	۴/۲۰۷	۰/۰۰۰	۱/۶۳۵
$I_{i,t}$	۰/۰۰۵	۰/۰۰۲	۲/۳۳۶	۰/۰۲۰	۱/۱۳۰
$CFVOL_{i,t}$	-۰/۰۰۲	۰/۰۲۳	-۰/۱۰۸	۰/۹۱۳	۲/۲۴۳
$STD_{i,t}$	-۰/۰۰۵	۰/۰۰۳	-۱/۵۶۷	۰/۱۱۸	۱/۵۹۱
$CF_{i,t}$	۰/۹۴۵	۰/۰۰۹	۱۰۷/۱۴۸	۰/۰۰۰	۱/۵۰۴
$Q_{i,t}$	۰/۰۰۰۲	۰/۰۰۰۳	۰/۷۳۶	۰/۴۶۲	۱/۱۹۹
$SIZE_{i,t}$	-۰/۰۰۰۹	۰/۰۰۱	-۰/۷۷۱	۰/۴۴۱	۱/۱۵۷
$FAM_{i,t} OLD$	۰/۰۰۰۲	۰/۰۰۴	۰/۰۶۲	۰/۹۵۰	۲/۴۸۸
آماره F	۲۷/۰۹۲		آماره دوربین واتسن		۲/۳۹۲
سطح معناداری F	۰/۰۰۰		ضریب تعیین		۰/۵۸۱

منبع: یافته‌های پژوهش

نتایج، باید از صحت نتایج اطمینان حاصل کرد. بدین منظور برای بررسی معناداری کل الگو از آزمون F استفاده شد. با توجه به احتمال آماره F، الگوی رگرسیونی برازش شده معنادار است. با توجه به ضریب تعیین الگو، حدود ۵۸ درصد از تغییرات در

با توجه به ستون آخر نگاره (۷) مقدار آماره آزمون VIF برای کلیه متغیرهای مستقل کمتر از ۱۰ است؛ بنابراین، بین متغیرهای مستقل هم‌خطی وجود ندارد و الگوی برازش شده دارای اعتبار است. همچنین، قبل از آزمون فرضیه پژوهش بر اساس



(۷) و توضیحات فوق مشاهده می‌شود سرعت تعدیل در میزان نگهداشت وجه نقد در شرکت‌های خانوادگی بالغ نسبت به شرکت‌های خانوادگی جوان کمتر است. سرانجام نبود خودهمبستگی باقیمانده‌ها از طریق آزمون دوربین-واتسون بررسی شد که نشان‌دهنده نبود خودهمبستگی باقیمانده‌هاست.

### نتایج آزمون الگوی فرضیه سوم

فرضیه سوم پژوهش بیان می‌کند، با افزایش محدودیت مالی شرکت‌های خانوادگی، سرعت تعدیل در میزان نگهداشت وجه نقد افزایش می‌یابد.

متغیر وابسته باکمک متغیرهای مستقل الگو توضیح داده می‌شود.

ضریب برآوردی متغیر مستقل  $FAM_{i,t}OLD$  \* در نگاره (۷) نشان‌دهنده وجود رابطه معنادار بین شرکت‌های خانوادگی بالغ و سرعت تعدیل در میزان نگهداشت وجه نقد در سطح خطای ۰/۰۵ است. سرعت تعدیل ( $\delta$ ) برای شرکت‌های خانوادگی جوان به دلیل آنکه  $FAM_{i,t}OLD=0$  است،  $1-\alpha_1$  است ( $\delta=1-\alpha_1$ ) و ضریب برآوردی  $CH_{i,t-1}$  (است). همچنین، سرعت تعدیل برای شرکت‌های خانوادگی بالغ به دلیل اینکه  $FAM_{i,t}OLD=1$  است،  $1-(\alpha_1+\theta_2)$  است. ضرایب بالاتر  $\alpha_1$  و  $\alpha_1+\theta_2$ ، با سرعت تعدیل پایین‌تر همراه است. مطابق با نگاره

نگاره ۸- خلاصه نتایج آماری آزمون فرضیه سوم

متغیر	ضرایب	انحراف معیار	آماره t	سطح معناداری	VIF
C	۰/۰۱۳	۰/۰۰۸	۱/۵۴۴	۰/۱۰۳	-----
$CH_{i,t-1}$	۰/۸۵۴	۰/۰۱۵	۵۸/۱۹۷	۰/۰۰۰	۲/۸۴۵
$CH_{i,t-1} * FAM_{i,t} CONST$	-۰/۰۰۵	۰/۰۰۱	-۳/۸۳۵	۰/۰۰۰	۱/۷۸۹
$NWC_{i,t}$	۰/۰۱۱	۰/۰۰۲	۴/۷۹۵	۰/۰۰۰	۱/۶۳۲
$I_{i,t}$	۰/۰۰۴	۰/۰۰۲	۱/۸۶۶	۰/۰۶۲	۱/۱۲۹
$CFVOL_{i,t}$	۰/۰۰۳	۰/۰۲۲	۰/۱۳۷	۰/۸۹۰	۲/۲۳۸
$STD_{i,t}$	-۰/۰۰۸	۰/۰۰۳	-۲/۴۶۵	۰/۰۱۴	۱/۵۹۶
$CF_{i,t}$	۰/۹۴۶	۰/۰۰۹	۱۰۶/۳۳۶	۰/۰۰۰	۱/۵۰۸
$Q_{i,t}$	۰/۰۰۰۳	۰/۰۰۰۴	۰/۷۷۶	۰/۴۳۸	۱/۱۹۸
$SIZE_{i,t}$	-۰/۰۰۰۷	۰/۰۰۱	-۰/۵۸۳	۰/۵۶۰	۱/۱۵۸
$FAM_{i,t} CONST$	۰/۰۰۶	۰/۰۰۳	۲/۰۵۹	۰/۰۴۰	۱/۸۲۴
آماره F	۲۶/۹۷۷		آماره دوربین واتسن	۲/۳۷۸	
سطح معناداری	۰/۰۰۰		ضریب تعیین	۰/۶۰۹	

منبع: یافته‌های پژوهش

الگوی برازش شده اعتبار دارد. همچنین، قبل از آزمون فرضیه پژوهش بر اساس نتایج، باید از صحت نتایج اطمینان حاصل کرد. بدین منظور، برای بررسی

با توجه به ستون آخر نگاره (۸) مقدار آماره آزمون VIF برای کلیه متغیرهای مستقل کمتر از ۱۰ و بین متغیرهای مستقل هم خطی وجود ندارد؛ از این رو،

فعالیت و تحقق اهداف واحدها را امکان‌پذیر می‌سازد [۲]. علاوه بر این، وجه نقد یکی از بخش‌های با اهمیت در صورت‌های مالی شرکت‌هاست که مورد توجه خاص استفاده‌کنندگان صورت‌های مالی است. بر این اساس تصمیم‌گیری برای تعیین سطح نگهداشت وجه نقد یکی از اصلی‌ترین مباحث در حوزه مدیریت وجه نقد محسوب می‌شود. در واقع هدف از مدیریت وجه نقد، ایجاد توازن بین وجه نقد موجود و نیازهای نقدی شرکت است. به همین منظور، شرکت‌ها با بررسی منافع و هزینه‌های مؤثر بر میزان نگهداشت وجه نقد، سطحی از وجه نقد را برای خود مشخص می‌کنند و در دستیابی به این سطح تعیین شده در سریع‌ترین زمان ممکن سعی می‌کنند. همواره موانعی مانند ناسازگاری‌های بازار (هزینه‌های ورشکستگی، مشکل نمایندگی و عدم تقارن اطلاعاتی) و هزینه‌های تعدیل بر سر راه سرعت تعدیل شرکت‌ها وجود دارند. در این میان، عوامل خاص شرکتی با میزان سرعت تعدیل وجه نقد شرکت‌ها ارتباط دارند. در واقع، برای مدیران شرکت‌ها، اطلاع از عواملی که با کاهش و افزایش سرعت تعدیل وجه نقد آنها در ارتباط هستند، حائز اهمیت است [۹]. با توجه به اهمیت موضوع در پژوهش حاضر به بررسی مالکیت خانوادگی به‌عنوان یکی از انواع ساختار مالکیت در حوزه ادبیات حاکمیت شرکتی و سرعت تعدیل در میزان نگهداشت وجه نقد شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۴ پرداخته شد. بر این اساس در این پژوهش مطابق با ادبیات پژوهش، ۳ فرضیه مطرح شد.

در فرضیه اول به بررسی رابطه بین مالکیت خانوادگی و سرعت تعدیل در میزان نگهداشت وجه نقد شرکت، پرداخته شد. یافته‌های پژوهش حاضر

معناداری کل الگو از آزمون F استفاده شد. با توجه به احتمال آماره F، الگوی رگرسیونی برازش شده معنادار است. با توجه به ضریب تعیین الگو، حدود ۶۰ درصد از تغییرات در متغیر وابسته با کمک متغیرهای مستقل الگو توضیح داده می‌شود.

ضریب برآوردی متغیر مستقل  $FAM_{i,t}CONST$   $CH_{i,t-1}(\alpha_1 + \theta_3)$  در نگاره (۸) نشان‌دهنده وجود رابطه معنادار بین شرکت‌های خانوادگی دارای محدودیت مالی و سرعت تعدیل در میزان نگهداشت وجه نقد در سطح خطای ۰/۰۵ است. سرعت تعدیل ( $\delta$ ) برای شرکت‌های خانوادگی بدون محدودیت مالی به دلیل آنکه  $FAM_{i,t}CONST = 0$  است،  $1 - \alpha_1$  است ( $\delta = 1 - \alpha_1$ ) و  $\alpha_1$  ضریب برآوردی  $CH_{i,t-1}$  است). همچنین، سرعت تعدیل برای شرکت‌های خانوادگی دارای محدودیت مالی به دلیل اینکه  $FAM_{i,t}CONST = 1$  است،  $1 - (\alpha_1 + \theta_3)$  است. ضرایب بالاتر  $\alpha_1$  و  $\alpha_1 + \theta_3$  با سرعت تعدیل پایین‌تر همراه است. مطابق با نگاره (۸) و توضیحات فوق، سرعت تعدیل در میزان نگهداشت وجه نقد در شرکت‌های خانوادگی دارای محدودیت مالی نسبت به شرکت‌های خانوادگی بدون محدودیت مالی بیشتر است. سرانجام نبود خودهمبستگی باقیمانده‌ها از طریق آزمون دوربین-واتسون بررسی شد که نشان‌دهنده نبود خود همبستگی باقیمانده‌هاست.

### نتیجه‌گیری

یکی از عواملی که مشکل بحران مالی را افزایش می‌دهد و به ورشکستگی منجر می‌شود، کمبود نقدینگی است [۲۴]. در واقع، وجوه نقد اصلی‌ترین عنصر از گروه دارایی‌های جاری و مهم‌ترین مؤلفه نقدینگی واحدهای انتفاعی است؛ به نحوی که تداوم

نشان می‌دهند خانوادگی بودن شرکت با سرعت تعدیل در میزان نگهداشت وجه نقد رابطه معنادار دارد. به بیان دیگر، سرعت تعدیل در میزان نگهداشت وجه نقد در شرکت‌های خانوادگی نسبت به شرکت‌های غیرخانوادگی، بیشتر است (سازگار با لوزانو و دوران [۳۷]). مطابق با ادبیات پژوهش، شرکت‌های خانوادگی در مقایسه با سایر شرکت‌ها بیشتر مستعد پیگیری راهبردهای محافظه‌کارانه [۴۰] و ذخیره سطوح بالاتری از نقدینگی هستند [۴۲]. شرکت‌های خانوادگی، نگهداری وجه نقد را راهی برای انباشت ثروت می‌دانند. همچنین، به دلیل آنکه در شرکت‌های خانوادگی، خانواده به‌طور همزمان سهامدار و مدیر است، توانایی بهتر پیش‌بینی شوک‌های احتمالی آینده نسبت به جریان نقدی را دارند و قادرند سطح بهینه وجه نقد نگهداری شده را تعیین کنند [۳۷].

در فرضیه دوم بیان می‌شود، با افزایش سن شرکت‌های خانوادگی، سرعت تعدیل در میزان نگهداشت وجه نقد کاهش می‌یابد. نتایج پژوهش حاضر ضمن تأیید این فرضیه نشان می‌دهد، سرعت تعدیل در میزان نگهداشت وجه نقد در شرکت‌های خانوادگی بالغ نسبت به شرکت‌های خانوادگی جوان کمتر است. اثر مالکیت خانوادگی بر سرعت تعدیل وجه نقد نگهداری شده در بنگاه خانوادگی جوان، با شرکت خانوادگی بالغ متفاوت است. بنگاه‌های خانوادگی جوان تلاش می‌کنند وجه نقد نگهداری شده خود را برای رشد سریع‌تر، تأمین مالی طرح‌های سرمایه‌گذاری مناسب و اجتناب از کمبود منابع مالی افزایش دهند [۳۷]. همچنین، به دلیل آنکه بنگاه‌های جوان اغلب با محدودیت‌های مالی روبه‌رو هستند، سطح هدف وجه نقد آنها بالاتر است و با

سرعت بیشتری مجبور به تعدیل آن خواهند بود [۳۷]. نتایج این فرضیه با نتایج پژوهش لوزانو و دوران [۳۷] همخوانی دارد.

در فرضیه سوم به بررسی رابطه افزایش محدودیت مالی شرکت‌های خانوادگی و سرعت تعدیل در میزان نگهداشت وجه نقد شرکت پرداخته شد. مطابق یافته‌های پژوهش، سرعت تعدیل در میزان نگهداشت وجه نقد در شرکت‌های خانوادگی دارای محدودیت مالی نسبت به شرکت‌های خانوادگی بدون محدودیت مالی بیشتر است. با توجه به ادبیات پژوهش، در شرکت‌های خانوادگی محدودیت‌های مالی صرفاً ناشی از عوامل خارجی نیست و به رفتار راهبردی خانواده نیز بستگی دارد. بنگاه‌های خانوادگی همانند سایر شرکت‌ها، مخالف تأمین مالی خارجی هستند و آن را به‌مثابه خطری - بالقوه در نظر می‌گیرند که ریسک ناتوانی آنها را در بازپرداخت بدهی‌ها افزایش می‌دهد [۱۶]. همچنین، بنگاه‌های خانوادگی به‌منظور جلوگیری از کاهش میزان کنترل‌شان در شرکت، به انتشار سهام جدید مایل نیستند [۱۵]. بنگاه‌های خانوادگی که با محدودیت‌های مالی بیشتری روبه‌رو هستند، با سرعت بیشتری، به تعدیل وجه نقد خود مجبور خواهند بود [۳۷]؛ بنابراین، یافته‌های پژوهش ضمن تأیید فرضیه سوم با نتایج پژوهش لوزانو و دوران [۳۷] سازگار است.

در ادامه، با توجه به یافته‌های پژوهش این پیشنهادها مطرح می‌شوند:

الف. شرکت‌ها به‌منظور دستیابی به سطح بهینه - نگهداشت وجه نقد درصدد هستند تا با سرعت تعدیل مشخصی به سمت آن حرکت کنند؛ اما دستیابی به این هدف هزینه‌هایی را به‌همراه دارد؛ برای مثال، هنگامی -

پژوهش و انجام پژوهش‌های بیشتر در حوزه‌های مرتبط با این پژوهش پیشنهادهای زیر ارائه می‌شود:

الف. در پژوهش حاضر به بررسی سهام موجود در بازار بدون توجه به صنعت آنها پرداخته شد؛ بنابراین، به نظر می‌رسد بررسی موضوع بر اساس صنعت، اطلاعات مفیدی در این خصوص فراهم می‌آورد.

ب. در پژوهش حاضر متغیرهای پژوهش در یک بازه زمانی ۵ ساله و در یک نمونه ۹۳ شرکتی بررسی شد؛ از این رو، بررسی موضوع در یک بازه زمانی طولانی‌تر و با نمونه بزرگ‌تر مفید است.

ج. مقایسه نتایج پژوهش حاضر با سایر کشورها نیز از حوزه‌های مطلوب پژوهش است.

#### منابع

- ۱- ابراهیمی، سید کاظم، بهرامی نسب، علی و صادق سربازی آزاد. (۱۳۹۴). بررسی ارتباط بین کیفیت گزارشگری مالی و انحراف از وجه نقد. *فصلنامه دانش حسابداری مالی*، دوره ۲، شماره ۱، صص ۱۱۹-۱۰۱.
- ۲- اسدی، اسماعیل. (۱۳۹۰). *تأثیر بیش‌سرمایه‌گذاری بر واکنش سرمایه‌گذاران نسبت به وجه نقد نگهداری شده*. پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه آزاد اسلامی واحد اراک.
- ۳- افلاطونی، عباس. (۱۳۹۴). *بررسی تأثیر ریسک ورشکستگی شرکت و نوسان‌های سیستماتیک و ویژه بازده سهام بر میزان نگهداشت وجه نقد*. *فصلنامه بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، دوره ۲۲، شماره ۱، صص ۴۰-۲۱.
- ۴- سپاسی، سحر، اسمعیلی کجانی، محمد و رضا صفی‌خانی. (۱۳۹۴). *تورم، چرخه عملیاتی و*

که شرکت‌ها دارای مازاد وجه نقد نسبت به سطح بهینه‌شان باشند، برای کاهش این انحراف تصمیم به سرمایه‌گذاری یا تقسیم سود بین سهامداران خواهند گرفت که این تصمیمات هزینه‌های مالیاتی را برای شرکت همراه خواهد داشت و یا هنگامی که دچار کسری وجه نقد هستند، ناچار به فروش دارایی‌های جاری یا استقراض و یا انتشار سهام خواهند بود که هزینه‌های انتشار و بهره شامل این تصمیم‌گیری آنها می‌شود؛ بنابراین، به سرمایه‌گذاران پیشنهاد می‌شود با توجه به تأثیر مالکیت شرکت به-ویژه از نظر خانوادگی بودن بر سرعت تعدیل در میزان نگهداشت وجه نقد، در تصمیم‌گیری‌های خود به ساختار مالکیت شرکت توجه کنند.

ب. به مدیران شرکت‌ها پیشنهاد می‌شود، برای اینکه بتوانند تعدیلات لازم را برای رساندن موجودی وجه نقد به سطح بهینه با سرعت تعدیل مورد نظر شرکت انجام دهند، می‌توانند از روش‌های مختلفی استفاده کنند که به موقعیت فعلی موجودی نقد شرکت بستگی دارد؛ برای مثال، هنگامی که موجودی نقدی شرکت بیش از سطح مطلوب شرکت باشد، می‌توانند از روش‌هایی مانند افزایش در پرداخت سود سهام، پاداش‌های مدیران، هزینه‌های پژوهش و توسعه، هزینه تبلیغات و یا پرداخت بدهی‌ها زودتر از موعد سررسید استفاده کنند. از سوی دیگر، در حالتی که ذخایر نقدی از سطح مطلوب کمتر باشد، شرکت‌ها می‌توانند از روش‌های بالا در جهت معکوس و یا صدور سهام جدید و فروش بخش‌های فرعی خود استفاده کنند.

با توجه به نتایج پژوهش و پرسش‌هایی که طی انجام آن برای پژوهشگران مطرح شد، برای تکمیل این

- 10- Abdolmohammadi, M., Kvaal, K. and J.C. Langli. (2010). *Earnings Management Priorities of Private Family Firms*. Center for Corporate Governance Research (CCGR), Working Paper No. 3/2010, Available at [https://www.bi.edu/globalassets/forskning/centre-for-corporate-governance-research/publications/ccgr\\_wp\\_earnings\\_management\\_priorities\\_03\\_2010.pdf](https://www.bi.edu/globalassets/forskning/centre-for-corporate-governance-research/publications/ccgr_wp_earnings_management_priorities_03_2010.pdf).
- 11- Akyildirim, E. and E.I. Guney. (2014). *Corporate Cash Holdings and Financial Crisis: Evidence from Developing and Developed Markets*. Available at [https://www.researchgate.net/publication/270327177\\_Corporate\\_Cash\\_Holdings\\_and\\_Financial\\_Crisis\\_Evidence\\_from\\_Developing\\_and\\_Developed\\_Markets](https://www.researchgate.net/publication/270327177_Corporate_Cash_Holdings_and_Financial_Crisis_Evidence_from_Developing_and_Developed_Markets).
- 12- Almeida, H.V., and D. Wolfenzon. (2006). A Theory of Pyramidal Ownership and Family Business Groups. *Journal of Finance*, Vol. 61, No. 6, Pp. 2637-2680.
- 13- Al Najjar, B. (2013). The Financial Determinants of Corporate Cash Holdings: Evidence from Some Emerging Markets. *International Business Review*, Vol. 22, No. 1, Pp. 77-88.
- 14- Anderson, R.C., and D.M. Reeb. (2003). Founding-Family Ownership and Firm Performance: Evidence from the S&P 500. *Journal of Finance*, Vol. 58, No. 3, Pp. 1301-1328.
- 15- Andres, C. (2008). Large Shareholders and Firm Performance: An Empirical Examination of Founding-Family Ownership. *Journal of Corporate Finance*, Vol. 14, No. 4, Pp. 431-445.
- 16- Barontini, R., and L. Caprio. (2006). The Effect of Family Control on Firm Value and Performance: Evidence from Continental Europe. *European Financial Management*, Vol. 12, No. 5, Pp. 689-723.
- 17- Barth, E., Gulbrandsen, T. and P. Schone. (2005). Family Ownership and Productivity: The Role of Owner-Management. *Journal of Corporate Finance*, Vol. 11, No. 1-2, Pp. 107-127.
- 18- Bates, T., Kahle, K., and R. Stulz. (2009). Why do U.S. Firms Hold So Much More
- نگهداشت وجه نقد. فصلنامه بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، دوره ۲۲، شماره ۴، صص ۴۶۰-۴۴۱.
- ۵- مشکی میاوقی، مهدی و مهیار صنایعی. (۱۳۹۴). بررسی تغییرپذیری زمانی نرخ نهایی و ارزش- نهایی وجه نقد در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. فصلنامه بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، دوره ۲۲، شماره ۳، صص ۴۱۹-۴۰۱.
- ۶- موسوی شیری، سید محمود، مصطفوی، نیلوفر و مهدیه یزدانی. (۱۳۹۶). رابطه بین حاشیه ارزش نگهداشت وجه نقد و سرمایه‌گذاری بیش از حد و نقش حاکمیت شرکتی بر این ارتباط. فصلنامه بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، دوره ۲۴، شماره ۲، صص ۲۸۲-۲۶۳.
- ۷- مهرآذین، علیرضا، قبدیان، بشیر، فروتن، امید و محمد تقی‌پور. (۱۳۹۲). مالکیت خانوادگی و غیرخانوادگی شرکت‌ها و مدیریت سود. فصلنامه دانش حسابداری، دوره ۱۳، شماره ۳۲، صص. ۱۷۳-۱۵۱.
- ۸- مهرانی، کاوه و اکبر پروائی. (۱۳۹۳). کیفیت افشا در شرکت‌های خانوادگی پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. فصلنامه بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، دوره ۲۱، شماره ۴، صص ۵۴۰-۵۲۷.
- ۹- یوسفی، امین. (۱۳۹۲). تأثیر ویژگی‌های خاص شرکتی مؤثر بر سرعت تعدیل جزئی وجه نقد در رسیدن به سطح بهینه نگهداشت موجودی نقد. پایان‌نامه کارشناسی ارشد رشته مدیریت مالی، دانشگاه اصفهان، دانشکده علوم اداری و اقتصاد، گروه حسابداری.

- 29- Ferreira, M.A., and A. Vilela. (2004). Why Do Firms Hold Cash? Evidence from EMU Countries. *European Finance Management*, Vol. 10, No. 2, Pp. 295–319.
- 30- Garcia-Teruel, P.J., Martinez-Solano, P. and J.P. Sanchez-Ballesta. (2008). Accruals Quality and Corporate Cash Holdings. *Accounting and Finance*, Vol. 49, No. 1, Pp. 95–115.
- 31- Gryglewicz, S. (2011). A Theory of Corporate Financial Decisions with Liquidity and Solvency Concerns. *Journal of Financial Economics*, Vol. 99, No. 2, Pp. 365–384.
- 32- Guidara, A., Achek, I. and S. Dammak. (2016). Internal Control Weaknesses, Family Ownership and the Cost of Debt: Evidence from the Tunisian Stock Exchange. *Journal of African Business*, Vol. 17, No. 2, Pp. 23-44.
- 33- Harford, J., Keckes, A., and S. Mansi. (2012). Investor Horizons and Corporate Cash Holdings. *Review of Financial Studies*, Vol. 19, No. 2, Pp. 531- 559.
- 34- Huang, C. Ma, X. and Q. Lan. (2014). *An Empirical Study on Listed Company's Value of Cash Holdings: An Information Asymmetry Perspective*. Discrete Dynamics in Nature and Society, Available at <http://dx.doi.org/10.1155/2014/897278>.
- 35- Kaplan, N., and L. Zingales. (1997). Do Financing Constraints Explain Why Investment is Correlated with Cash Flow?. *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 112, Pp. 169–215.
- 36- Lau, J., and J.H. Block. (2012). Corporate Cash Holdings and their Implications on Firm Value in Family and Founder Firms. *Corporate Ownership and Control*, Vol. 9, No. 4, Pp. 309-326.
- 37- Lozano, M.B. and R.F. Durán. (2016). Family Control and Adjustment to the Optimal Level of Cash Holding. *The European Journal of Finance*, Vol. 52, No. 2, Pp. 434-448.
- 38- Martikainen, M., Nikkinen, J. and S. Vähämaa. (2009). Production Functions and Productivity of Family Firms: Evidence from the S&P 500. *Quarterly Review of Economics and Finance*, Vol. 49, No. 2, Pp. 295–307.
- Cash than They Used To?. *The Journal of Finance*, Vol. 64, No. 5, Pp. 1985–2021.
- 19- Boubakri, N., Ghol, S.E., and W. Saffar. (2013). Cash Holdings of Politically Connected Firms. *Journal of Multinational Financial Management*, Vol. 23, No. 4, Pp. 338-355.
- 20- Brown, J., and B. Petersen. (2011). Cash Holdings and R&D Smoothing. *Journal of Corporate Finance*, Vol. 17, No. 3, Pp. 694–709.
- 21- DeAngelo, H., DeAngelo, L. and R.M. Stulz (2006). Dividend Policy and the Earned/Contributed Capital Mix: A Test of the Life-Cycle Theory. *Journal of Financial Economics*, Vol. 81, No. 2, Pp. 227–254.
- 22- Denis, D., and V. Sibilkov (2010). Financial Constraints, Investment, and the Value of Cash Holdings. *The Review of Financial Studies*, Vol. 23, No. 1, Pp. 247–269.
- 23- Dey, A. (2008). Corporate Governance and Agency Conflicts. *Journal of Accounting Research*, Vol. 46, No. 5, Pp. 1143-1181.
- 24- Dimitras, A.I., Kyriakou, M.I. and G. Iatridis. (2015). Financial Crisis, GDP Variation and Earnings Management in Europe. *Research in International Business and Finance*, Vol. 34, Pp. 338-354.
- 25- Dittmar, A. and R. Duchin. (2010). *The Dynamics of Cash*. Ross School of Business Paper No. 1138. Available at <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1569529>.
- 26- Drobetz, W., Gruninger, M.C., and S. Hirschvogel. (2010). Information Asymmetry and the Value of Cash. *Journal of Banking and Finance*, Vol. 34, No. 9, Pp. 2168-2184.
- 27- Ehrhardt, O. and E. Nowak. (2003). The Effect of IPOs on German Family-Owned Firms: Governance Changes, Ownership Structure and Performance. *Journal of Small Business Management*, Vol. 41, No. 2, Pp. 222-232.
- 28- Faleye, O. (2004). Cash and Corporate Control. *Journal of Finance*, Vol. 59, No. 5, Pp. 2041–2060.

- Journal of Finance*, Vol. 16, No. 2, Pp. 153–171.
- 46- Subramaniam, V., Tang, T.T., Yue, H. and X. Zhou. (2011). Firm Structure and Corporate Cash Holdings. *Journal of Corporate Finance*, Vol. 17, No. 3, Pp. 759–773.
- 47- Tong, Z. (2011). Firm Diversification and the Value of Corporate Cash Holdings. *Journal of Corporate Finance*, Vol. 17, No. 3, Pp. 741–758.
- 48- Venkiteshwaran, V. (2011). Partial Adjustment Toward Optimal Cash Holding Levels. *Review of Financial Economics*, Vol. 20, No. 3, Pp. 113-121.
- 49- Villalonga, B., and R. Amit. (2006). How Do Family Ownership, Control, and Management Affect Firm Value?. *Journal of Financial Economics*, Vol. 80, No. 2, Pp. 385–418.
- 50- Yuanto, K. (2011). Do Corporate Governance Mechanisms Matter for Cash Holdings and Firm Value?. *Pacific- Basin Finance Journal*, Vol. 19, No. 5, Pp. 554–570.
- 51- Zhou, T. (2014). Financial Crisis, Excess Cash Holding and Corporate Investment: Based on the Perspective of Governance and Risk Perception. *Journal of Chinese Economic*, Vol. 2, No. 2, Pp. 1-20.
- 39- McConaughy, D.L., Matthews, C.H. and A.S. Fialko. (2001). Founding Family Controlled Firms: Performance, Risk, and Value. *Journal of Small Business Management*, Vol. 39, No. 1, Pp. 31-49.
- 40- Miller, D., Le Bretton-Miller, I. and R. Lester. (2011). Family and Lone Founder Ownership and Strategic Behavior: Social Context, Identity and Institutional Logics. *Journal of Management Studies*, Vol. 48, No. 1, Pp. 1–25.
- 41- Miller, D., Le Breton-Miller, I., Lester, R.H. and A. Cannella. (2007). Are Family Firms Really Superior Performers?. *Journal of Corporate Finance*, Vol. 13, No. 5, Pp. 829–858.
- 42- Morck, R., and B. Yeung. (2003). Agency Problems in Large Family Business Groups. *Entrepreneurship Theory and Practice*, Vol. 27, No. 4, Pp. 367–382.
- 43- Oler, D.K. and M.P. Picconi. (2014). Implications of Insufficient and Excess Cash for Future Performance. *Contemporary Accounting Research*, Vol. 31, No. 1, Pp. 253-283.
- 44- Ozkan, A., and N. Ozkan. (2004). Corporate Cash Holding? An Empirical Investigation of UK Companies. *Journal of Banking and Finance*, Vol. 28, No. 9, Pp.2103-2134.
- 45- Pal, R. and A. Ferrando. (2010). Financing Constraints and Firm's Cash Policy in the Euro Area. *European*