

The Moderating Role of Family Ownership in the Relationship Between Investing Cash Flows and Firm Value

1. Razieh Alikhani✉*: Department of Accounting, Cha.C., Islamic Azad University, Chalus, Iran. Email: Raziehalikhani@iau.ac.ir (Corresponding Author)

Abstract:

This study aimed to examine the relationship between cash flows from investing activities and firm value and to determine whether family ownership moderates this relationship. This applied, ex post facto study was conducted using historical corporate data. The statistical population consisted of companies listed on the Tehran Stock Exchange. Using systematic elimination based on the study eligibility criteria, 112 firms were selected over the five-year period from 2020 to 2024, yielding 560 firm-year observations. Firm value was measured using Tobin's Q, while investing cash flow was calculated as cash flows from investing activities divided by the book value of non-current assets. Family ownership was measured based on the proportion of family shareholders. Current ratio, asset turnover ratio, financial leverage, and board size were incorporated as control variables. Data were processed using Excel and analyzed in EViews. Panel-data regression was employed, and the Chow and Hausman tests supported the use of fixed-effects models. The first regression model indicated a significant negative relationship between investing cash flows and firm value ($\beta = -0.476$, $t = -2.524$, $p = 0.027$). The overall regression model was statistically significant ($F = 8.215$, $p < 0.001$) and explained 42.8% of the variance in firm value. In the second model, the interaction between investing cash flows and family ownership was not statistically significant ($\beta = 0.057$, $t = 0.858$, $p = 0.165$). Accordingly, family ownership did not significantly moderate the relationship between investing cash flows and firm value. The findings indicate that investing cash flows are significantly associated with firm value, suggesting that cash outflows directed toward productive investment opportunities may ultimately contribute to future economic benefits and corporate value creation. However, family ownership alone does not significantly alter this relationship, implying that other ownership and corporate governance characteristics may be more influential in determining how investment decisions translate into firm value.

Keywords: Investing cash flows, Firm value, Family ownership, Tobin's Q, Panel data.

Article history



Received: 04 May 2026

Revised: 23 September 2026

Accepted: 29 September 2026

Initial Publish: 03 October 2026

Final Publish: 21 April 2027



Extended Abstract**Introduction**

Firm value is one of the central indicators used to evaluate the financial position, market performance, and long-term economic prospects of business entities. From the perspective of shareholders, maximizing firm value is closely associated with wealth creation, while from the managerial perspective, it reflects the effectiveness of financing, investment, and operating decisions. Among the various factors influencing firm value, cash flow information has received substantial attention because it provides direct evidence regarding a firm's capacity to generate liquidity, finance investments, meet financial obligations, and sustain future operations. Cash flow information can also complement accrual-based accounting information by providing investors with a clearer assessment of the firm's ability to generate future economic benefits. Previous evidence has demonstrated that cash flows possess significant predictive ability for future cash flows and therefore constitute an important component of financial statement analysis and valuation ([Barth et al., 2001](#)).

Cash flow statements classify corporate cash movements into operating, investing, and financing activities. Among these categories, cash flows from investing activities are especially important because they directly reflect the allocation of financial resources to long-term assets, productive capacity, strategic investments, and growth opportunities. Investment-related cash outflows do not necessarily represent unfavorable financial events. Rather, they may indicate that the firm is allocating current resources to projects expected to generate future revenues and economic benefits. Consequently, the value relevance of cash flow information can depend on the availability and quality of investment opportunities ([Kumar & Krishnan, 2008](#)). Previous Iranian evidence has also indicated that the different components of cash flow statements may have distinct relationships with market-based indicators, emphasizing the necessity of examining each cash flow category separately ([Sardari Zadeh et al., 2014](#)).

The relationship between investing cash flows and firm value is theoretically ambiguous. On the one hand, allocating financial resources to productive investments may improve future profitability, operating capacity, and market valuation. On the other hand, inefficient investment, overinvestment, managerial opportunism, and weak monitoring mechanisms may cause corporate resources to be allocated to projects that fail to create sufficient economic returns. Corporate governance therefore has an important role in shaping the efficiency of investment decisions. Evidence from emerging markets suggests that corporate governance quality influences investment–cash flow sensitivity and that weak governance can alter the manner in which internal financial resources are translated into investment decisions ([Francis & Hasan, 2013](#)). Similarly, prior research in Iran has shown that corporate governance mechanisms may influence cash flows arising from corporate investment activities ([Abbasnejad, 2014](#)), while governance capability and financial constraints have also been examined as important determinants of investment efficiency ([Fathi Gharatappeh et al., 2016](#)).

Empirical research further suggests that the individual components of cash flows convey different information to capital markets. Financing cash flows can signal firms' external financing needs and financial structure ([Omag, 2016](#)), while governance characteristics may influence operating and financing cash flows as well ([Khademi, 2013](#)). Evidence from Taiwan demonstrates that cash flow statement information is significantly associated with firm value, suggesting that investors incorporate information concerning the sources and uses of cash into firm valuation decisions ([Ni et al., 2019](#)). However, the existence of available cash does not necessarily guarantee value creation. Free cash flow, investment opportunities, managerial ownership, and managerial opportunistic behavior may have different effects on firm value, highlighting the

importance of considering governance and ownership structures when evaluating the consequences of corporate cash allocation decisions (Wijayanto et al., 2024).

One particularly important ownership structure is family ownership. Family-controlled firms represent a substantial proportion of corporations in many economies, especially in emerging markets. Family ownership may reduce traditional agency conflicts between managers and shareholders because family shareholders often hold concentrated ownership positions, possess stronger monitoring incentives, and adopt longer-term investment horizons. Evidence indicates that founding-family ownership may be associated with corporate performance under specific governance conditions (Anderson & Reeb, 2003). Family-controlled governance structures may also create competitive advantages through concentrated authority, long-term orientation, and stronger commitment to organizational continuity (Carney, 2005). Furthermore, family shareholders may use their monitoring power to restrict managerial opportunism in cash-related decisions (Chen, 2002).

Nevertheless, family ownership can also generate agency conflicts between controlling family shareholders and minority shareholders. Therefore, the consequences of family involvement depend not only on ownership itself but also on the extent of family control and participation in management. Research has shown that the effects of family ownership on firm value differ according to how ownership, control, and management are combined (Villalonga & Amit, 2006). More recent studies similarly suggest that family control, family CEO characteristics, and cash-holding policies jointly shape firm value (Abdelgelil Amin et al., 2026). Family ownership has also been found to moderate the relationship between cash holdings and financial performance in some contexts (Ahmed & Tahir, 2024) and to influence the relationship between corporate social responsibility and firm performance (Yeon et al., 2021). Moreover, capital structure may moderate the association between family ownership and firm value, indicating that the consequences of family ownership are conditional on other financial decisions (Sumantri et al., 2026).

Evidence from the Tehran Stock Exchange is similarly mixed. Family ownership has been examined in relation to cash holdings and firm value, with some findings indicating that it does not significantly moderate the association between cash holdings and firm value (Ghafourian Shagerdi et al., 2022). Other studies have reported that family ownership is associated with the speed of adjustment toward target cash holdings (Matoofi & Golchoobi, 2017) and may affect cash flow sensitivity (Hemmati Zahmatkesh et al., 2020). These inconsistent findings indicate that family ownership may not exert uniform effects across different types of cash flow and financial decisions. Therefore, examining its moderating role specifically in the relationship between investing cash flows and firm value can contribute to a more precise understanding of the interaction between ownership structure, investment decisions, and market valuation. Accordingly, the present study aimed to examine the relationship between cash flows from investing activities and firm value and to determine the moderating role of family ownership in this relationship among companies listed on the Tehran Stock Exchange.

Methods and Materials

The present study was applied in purpose and ex post facto in research design because it relied on historical financial information and observed corporate characteristics without manipulating the study variables. The statistical population consisted of companies listed on the Tehran Stock Exchange. A systematic elimination procedure was employed to construct a relatively homogeneous sample. Firms were required to have been listed before the beginning of the study period, remain listed throughout the research period, experience no trading suspension exceeding four months, maintain consistent fiscal years and business activities, and not belong to financial intermediaries, banks, investment companies, holdings, leasing

companies, or insurance firms. After applying these criteria, 112 companies were selected for the five-year period from 2020 to 2024, producing 560 firm-year observations.

Firm value was the dependent variable and was measured using Tobin's Q. Cash flow from investing activities was the independent variable and was operationalized as cash flows from investing activities divided by the book value of total non-current assets. Family ownership served as the moderating variable and was measured using the proportion of family shareholders, subsequently transformed into a dichotomous variable based on the median. The models also incorporated current ratio, asset turnover ratio, financial leverage, and board size as control variables. Financial information was collected from corporate financial reports, Tehran Stock Exchange information sources, and Rahavard Novin. Excel was used for data organization and preliminary calculations, while EViews was used for statistical analysis. Unit-root testing was first conducted to evaluate stationarity. Correlation analysis was then applied to examine potential multicollinearity. The Chow test was used to distinguish between pooled and panel-data specifications, and the Hausman test was used to choose between fixed-effects and random-effects models. Hypotheses were ultimately tested using fixed-effects panel regression.

Findings

The unit-root tests indicated that all variables were stationary because the probability values associated with the Levin, Lin, and Chu statistics were below 0.05. Correlation coefficients among the explanatory variables were relatively low, indicating that multicollinearity did not constitute a serious concern. The Chow test was statistically significant for both regression models, supporting the use of panel-data estimation rather than pooled regression. The Hausman test was also significant for both models, indicating that fixed-effects estimation was more appropriate than random-effects estimation.

In the first regression model, cash flow from investing activities had a statistically significant negative coefficient in relation to firm value ($\beta = -0.476$, $t = -2.524$, $p = 0.027$). Therefore, the first hypothesis concerning the existence of a significant relationship between investing cash flows and firm value was supported. The current ratio showed a positive and significant effect ($\beta = 2.001$, $t = 6.523$, $p < 0.001$), while asset turnover was not statistically significant ($\beta = 0.086$, $t = 0.804$, $p = 0.115$). Financial leverage had a positive and significant coefficient ($\beta = 0.579$, $t = 4.180$, $p < 0.001$), and board size was also positively and significantly associated with firm value ($\beta = 0.186$, $t = 3.581$, $p = 0.010$). The first model was statistically significant overall ($F = 8.215$, $p < 0.001$), with an R^2 of 0.428. The Durbin–Watson statistic was 1.874, indicating no serious serial autocorrelation.

In the second regression model, the interaction term between investing cash flows and family ownership was not statistically significant ($\beta = 0.057$, $t = 0.858$, $p = 0.165$). Thus, family ownership did not significantly moderate the relationship between investing cash flows and firm value, and the second hypothesis was not supported. The model explained 36.1% of the variation in firm value ($R^2 = 0.361$), and the overall regression model was statistically significant ($F = 11.217$, $p = 0.001$). The Durbin–Watson statistic of 1.93 remained within the acceptable range.

Discussion and Conclusion

The findings demonstrate that cash flows associated with investing activities are significantly related to firm value. The negative regression coefficient should be interpreted in light of the economic nature of investing cash flows. Corporate investment commonly requires cash outflows for acquiring fixed assets, expanding productive capacity, purchasing long-term investments, or undertaking development projects. Therefore, greater cash outflows associated with productive investments may correspond with higher expected future economic benefits and, consequently, greater firm value. In this context, the

market may interpret investment-related cash outflows not merely as reductions in current liquidity but also as signals of corporate growth, capacity expansion, and management's willingness to exploit profitable investment opportunities.

This finding also highlights the importance of distinguishing between the amount of cash available to a firm and the manner in which that cash is allocated. Investment spending can enhance firm value when resources are directed toward economically justified projects capable of generating adequate future returns. Conversely, investment expenditures may destroy value when they are associated with inefficient projects, managerial overinvestment, or weak capital budgeting. Therefore, the observed relationship does not imply that all increases in investment expenditure automatically improve firm value. Rather, it suggests that the informational content of investment-related cash flows is relevant to market valuation and should be evaluated jointly with the quality of investment opportunities and managerial resource allocation.

The second principal finding was that family ownership did not significantly change the relationship between investing cash flows and firm value. This indicates that the presence of family shareholders alone is insufficient to strengthen or weaken the manner in which investment cash flows are reflected in corporate value. One possible explanation is that family firms are heterogeneous. Some family-controlled firms may benefit from close monitoring, long-term strategic orientation, and alignment between ownership and management, whereas others may experience concentrated control, weaker protection of minority shareholders, or investment decisions designed primarily to preserve family influence. These opposing mechanisms may offset one another and result in an insignificant average moderating effect.

Another explanation concerns the measurement of family ownership. Family involvement is multidimensional and may include equity ownership, management participation, family representation on the board, the presence of a family CEO, or generational control. Measuring family ownership primarily through the proportion of family shareholders may not fully capture these differences. Consequently, two firms classified similarly in terms of ownership may nevertheless exhibit substantially different governance structures and decision-making processes. This heterogeneity may partly explain why family ownership did not significantly alter the investment cash flow–firm value relationship.

Overall, the study contributes to the literature by demonstrating that investing cash flows contain economically relevant information for firm valuation in the Tehran Stock Exchange while showing that family ownership does not independently alter this association. The findings underscore the importance of evaluating the quality and economic consequences of investment decisions rather than focusing exclusively on the amount of cash spent or retained. They also suggest that the governance consequences of family ownership are context dependent and may require more detailed measures of family participation, control, and managerial involvement. From a practical perspective, managers should prioritize economically justified investments with strong future cash-generating potential, while investors and analysts should examine investment cash flows alongside growth opportunities, financing conditions, and governance characteristics when assessing firm value.

Authors' Contributions

Authors equally contributed to this article.

Acknowledgments

Authors thank all participants who participate in this study.

Declaration of Interest

The authors report no conflict of interest.

Funding

According to the authors, this article has no financial support.

Ethical Considerations

All procedures performed in this study were under the ethical standards.

نقش تعدیلی مالکیت خانوادگی بر رابطه بین جریان‌های نقدی سرمایه‌گذاری و ارزش شرکت



تاریخچه مقاله

تاریخ دریافت: ۱۴ اردیبهشت ۱۴۰۵

تاریخ بازنگری: ۱ مهر ۱۴۰۵

تاریخ پذیرش: ۷ مهر ۱۴۰۵

تاریخ چاپ اولیه: ۱۱ مهر ۱۴۰۵

تاریخ چاپ نهایی: ۱ اردیبهشت ۱۴۰۶

۱. رضیه علی خانی*: گروه حسابداری، واحد چالوس، دانشگاه آزاد اسلامی، چالوس، ایران.

ایمیل: Raziehalikhani@iau.ac.ir (نویسنده مسئول)

چکیده

هدف پژوهش حاضر بررسی رابطه بین جریان‌های نقدی حاصل از فعالیت‌های سرمایه‌گذاری و ارزش شرکت و تعیین نقش تعدیل‌گر مالکیت خانوادگی در این رابطه بود. این پژوهش از نظر هدف کاربردی و از نظر شیوه اجرا، پس‌رویدادی و مبتنی

بر داده‌های تاریخی شرکت‌ها بود. جامعه آماری شامل شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران بود که با استفاده از روش حذف سیستماتیک و بر اساس معیارهای ورود پژوهش، ۱۱۲ شرکت طی دوره پنج‌ساله ۲۰۲۰ تا ۲۰۲۴ انتخاب شدند و در مجموع ۵۶۰ مشاهده شرکت-سال مورد تحلیل قرار گرفت. ارزش شرکت با استفاده از نسبت کیو توپین، جریان نقدی سرمایه‌گذاری از نسبت جریان‌های نقدی حاصل از فعالیت‌های سرمایه‌گذاری به ارزش دفتری دارایی‌های غیرجاری و مالکیت خانوادگی بر اساس نسبت سهامداران خانوادگی سنجیده شد. نسبت جاری، گردش دارایی‌ها، اهرم مالی و اندازه هیئت‌مدیره نیز به‌عنوان متغیرهای کنترلی وارد مدل شدند. داده‌ها با استفاده از Excel و EViews و از طریق رگرسیون داده‌های پانلی با اثرات ثابت تحلیل شدند. نتایج مدل نخست نشان داد جریان نقدی حاصل از فعالیت‌های سرمایه‌گذاری رابطه منفی و معناداری با ارزش شرکت دارد ($\beta = -0.476$ ، $t = -2.524$ ، $p = 0.027$). مدل رگرسیونی به‌طور کلی معنادار بود ($F = 8.215$ ، $p < 0.001$)، $R^2 = 0.428$ درصد از تغییرات ارزش شرکت را تبیین کرد. در مدل دوم، اثر تعاملی جریان نقدی سرمایه‌گذاری و مالکیت خانوادگی بر ارزش شرکت معنادار نبود ($\beta = 0.057$ ، $t = 0.858$ ، $p = 0.395$). بنابراین، مالکیت خانوادگی نقش تعدیل‌گر معناداری در رابطه بین جریان نقدی سرمایه‌گذاری و ارزش شرکت نداشت. یافته‌ها نشان می‌دهند جریان‌های نقدی مرتبط با فعالیت‌های سرمایه‌گذاری با ارزش شرکت ارتباط معناداری دارند؛ به‌گونه‌ای که خروج منابع نقدی برای سرمایه‌گذاری می‌تواند در صورت تخصیص به فرصت‌های مولد، با ایجاد منافع اقتصادی آتی در ارزش شرکت منعکس شود. با این حال، مالکیت خانوادگی به‌تنهایی قادر به تغییر معنادار این رابطه نیست و احتمالاً ویژگی‌های دیگری از ساختار مالکیت و حاکمیت شرکتی در نحوه تبدیل تصمیمات سرمایه‌گذاری به ارزش شرکت نقش دارند.

کلیدواژه‌گان: جریان‌های نقدی سرمایه‌گذاری، ارزش شرکت، مالکیت خانوادگی، کیو توپین، داده‌های پانلی.

شیوه استناددهی: علی خانی، رضیه. (۱۴۰۶). نقش تعدیلی مالکیت خانوادگی بر رابطه بین جریان‌های نقدی سرمایه‌گذاری و ارزش شرکت. *حسابداری، امور مالی و هوش محاسباتی*، ۵(۱)، ۲۱-۱.



ارزش شرکت یکی از مهم‌ترین شاخص‌های ارزیابی موفقیت مالی و اقتصادی بنگاه‌های تجاری است و منعکس‌کننده برداشت بازار از توان شرکت در ایجاد جریان‌های نقدی آتی، سودآوری پایدار، بهره‌برداری از فرصت‌های سرمایه‌گذاری و مدیریت اثربخش منابع مالی محسوب می‌شود. از دیدگاه سهامداران، افزایش ارزش شرکت به معنای افزایش ثروت سرمایه‌گذاران و بهبود بازده مورد انتظار آنان است و از منظر مدیران نیز ارزش شرکت می‌تواند بازتابی از کیفیت تصمیم‌های مالی، سرمایه‌گذاری و عملیاتی باشد. در فضای رقابتی بازار سرمایه، تصمیمات مربوط به نحوه تأمین، نگهداری و تخصیص منابع نقدی تأثیر مستقیمی بر ظرفیت شرکت برای ایجاد ارزش دارد. جریان‌های نقدی از جمله اطلاعات بنیادی صورت‌های مالی هستند که توان شرکت در ایجاد نقدینگی، تداوم فعالیت، سرمایه‌گذاری و ایفای تعهدات را نشان می‌دهند. اهمیت اطلاعات جریان‌های نقدی تا آنجاست که شواهد تجربی نشان داده‌اند جریان‌های نقدی، در مقایسه با برخی اقلام تعهدی، ظرفیت قابل توجهی برای پیش‌بینی جریان‌های نقدی آتی دارند و از این طریق می‌توانند اطلاعات ارزشمندی درباره وضعیت اقتصادی و آینده شرکت در اختیار استفاده‌کنندگان صورت‌های مالی قرار دهند (Barth et al., 2001).

صورت جریان وجوه نقد معمولاً فعالیت‌های شرکت را در سه طبقه عملیاتی، سرمایه‌گذاری و تأمین مالی منعکس می‌کند و هر یک از این طبقات از جنبه‌ای متفاوت اطلاعاتی درباره تصمیم‌های مالی شرکت ارائه می‌دهند. جریان‌های نقدی عملیاتی عمدتاً نتیجه فعالیت اصلی شرکت هستند، جریان‌های نقدی تأمین مالی به نحوه جذب و بازپرداخت منابع مالی مربوط می‌شوند و جریان‌های نقدی سرمایه‌گذاری نحوه استفاده شرکت از وجوه نقد برای تحصیل یا واگذاری دارایی‌های بلندمدت و سایر سرمایه‌گذاری‌ها را نشان می‌دهند. پژوهش‌های پیشین نیز نشان داده‌اند که اجزای مختلف صورت جریان وجوه نقد می‌توانند با شاخص‌های بازار و ارزش‌گذاری شرکت ارتباط داشته باشند و سرمایه‌گذاران در ارزیابی شرکت‌ها به ماهیت و جهت این جریان‌ها توجه می‌کنند (Sardari Zadeh et al., 2014). در این میان، جریان نقدی حاصل از فعالیت‌های سرمایه‌گذاری از اهمیت ویژه‌ای برخوردار است، زیرا به‌طور مستقیم بازتابی از تصمیم شرکت برای تخصیص منابع مالی به فرصت‌هایی است که انتظار می‌رود در آینده برای شرکت منفعت اقتصادی ایجاد کنند. تصمیمات سرمایه‌گذاری از مهم‌ترین تصمیمات راهبردی شرکت محسوب می‌شوند، زیرا منابعی که امروز برای خرید دارایی‌های ثابت، توسعه ظرفیت تولید، سرمایه‌گذاری در شرکت‌های دیگر، تحصیل دارایی‌های نامشهود یا پروژه‌های توسعه‌ای مصرف می‌شوند، با هدف ایجاد جریان نقدی و سود اقتصادی در دوره‌های آتی به کار گرفته می‌شوند. بنابراین، خروج وجه نقد ناشی از فعالیت‌های سرمایه‌گذاری لزوماً نشانه ضعف مالی شرکت نیست، بلکه ممکن است منعکس‌کننده توسعه فعالیت، بهره‌برداری از فرصت‌های رشد و افزایش ظرفیت درآمدزایی باشد. ارزش‌مندی اطلاعات جریان‌های نقدی نیز می‌تواند تحت تأثیر فرصت‌های سرمایه‌گذاری شرکت قرار گیرد؛ به‌گونه‌ای که میزان ارتباط اطلاعات جریان‌های نقدی و اقلام تعهدی با ارزش شرکت به مجموعه فرصت‌هایی بستگی دارد که شرکت برای ایجاد منافع اقتصادی در اختیار دارد (Kumar & Krishnan, 2008). از این منظر، بررسی جریان نقدی سرمایه‌گذاری بدون توجه به پیامدهای آن برای ارزش شرکت نمی‌تواند تصویر کاملی از کیفیت تصمیمات تخصیص منابع ارائه دهد.

در شرکت‌هایی که فرصت‌های سرمایه‌گذاری مطلوبی در اختیار دارند، تخصیص وجوه نقد به پروژه‌های دارای ارزش فعلی خالص مثبت می‌تواند ظرفیت ایجاد جریان‌های نقدی آتی را افزایش داده و در نهایت به افزایش ارزش بازار شرکت منجر شود. با این حال، افزایش سرمایه‌گذاری همواره به معنای افزایش ارزش نیست؛ زیرا در صورت انتخاب پروژه‌های نامناسب، بیش‌سرمایه‌گذاری، ضعف سازوکارهای نظارتی یا تعارض منافع مدیران و سهامداران، وجوه نقد می‌تواند در پروژه‌هایی مصرف شود که بازده کافی ایجاد نمی‌کنند. از این رو، رابطه بین جریان‌های نقدی سرمایه‌گذاری و ارزش شرکت می‌تواند تحت تأثیر کیفیت تصمیمات سرمایه‌گذاری و سازوکارهای حاکمیت شرکتی قرار گیرد. شواهد مربوط به بازارهای نوظهور نشان داده‌اند که کیفیت حاکمیت شرکتی بر حساسیت سرمایه‌گذاری نسبت به جریان نقدی تأثیر دارد و ضعف حاکمیت می‌تواند نحوه واکنش تصمیمات سرمایه‌گذاری به منابع نقدی داخلی را تغییر دهد (Francis & Hasan, 2013). در بازار سرمایه ایران نیز تأثیر سازوکارهای حاکمیت شرکتی بر جریان‌های نقدی فعالیت‌های سرمایه‌گذاری مورد توجه قرار گرفته و شواهدی از ارتباط برخی ساختارهای مالکیتی و نظارتی با این جریان‌ها ارائه شده است (Abbasnejad, 2014).

از سوی دیگر، مطالعات انجام‌شده در حوزه جریان‌های نقدی نشان می‌دهند که هر یک از طبقات جریان نقدی می‌توانند از طریق کانال‌های متفاوتی بر ارزش‌گذاری بازار اثرگذار باشند. برای مثال، جریان‌های نقدی تأمین مالی می‌توانند اطلاعاتی درباره نیاز شرکت به منابع خارجی، ساختار سرمایه و چشم‌انداز رشد آن فراهم کنند (Omag, 2016). همچنین، بررسی جریان‌های نقدی عملیاتی و تأمین مالی در چارچوب حاکمیت شرکتی نشان داده است که سازوکارهای مالکیتی می‌توانند بر رفتار جریان نقدی شرکت تأثیر داشته

باشند (Khademi, 2013). بر این اساس، جریان نقدی سرمایه‌گذاری نیز باید نه تنها به عنوان یک رقم حسابداری، بلکه به عنوان نتیجه مجموعه‌ای از تصمیمات مدیریتی و حاکمیتی تحلیل شود که می‌تواند برداشت سرمایه‌گذاران از چشم‌انداز شرکت را شکل دهد.

شواهد بین‌المللی نیز بر ارتباط میان اطلاعات جریان نقدی و ارزش شرکت تأکید کرده‌اند. مطالعه شرکت‌های تایوانی نشان داد که اطلاعات مندرج در صورت جریان وجوه نقد می‌تواند در توضیح ارزش شرکت نقش داشته باشد و نحوه ایجاد و مصرف وجوه نقد برای سرمایه‌گذاران حاوی اطلاعات ارزش‌گذاری است (Ni et al., 2019). چنین یافته‌هایی نشان می‌دهد که بازار تنها به میزان سود گزارش شده توجه ندارد، بلکه چگونگی تبدیل فعالیت‌های شرکت به جریان نقدی و نحوه مصرف نقدینگی برای سرمایه‌گذاری را نیز مورد ارزیابی قرار می‌دهد. با این حال، رابطه میان منابع نقدی و ارزش شرکت همواره خطی و یکنواخت نیست. برخی مطالعات نشان داده‌اند که جریان نقدی آزاد ممکن است اثر مثبت اما غیرمعداری بر ارزش شرکت داشته باشد و در مقابل، فرصت‌های سرمایه‌گذاری، مالکیت مدیریتی و رفتار فرصت‌طلبانه مدیران می‌تواند تأثیر متفاوتی بر ارزش شرکت داشته باشد (Wijayanto et al., 2024). این ناهمگونی نتایج نشان می‌دهد که برای درک بهتر رابطه جریان‌های نقدی و ارزش شرکت باید ساختار مالکیت و ویژگی‌های حاکمیتی نیز در نظر گرفته شوند.

یکی از مهم‌ترین ابعاد ساختار مالکیت، مالکیت خانوادگی است. در بسیاری از شرکت‌ها، به‌ویژه در اقتصادهای نوظهور، خانواده‌های بنیان‌گذار یا سهامداران خانوادگی بخش قابل توجهی از سهام را در اختیار داشته و نقش مؤثری در مدیریت یا کنترل شرکت ایفا می‌کنند. مالکیت خانوادگی از یک سو می‌تواند با کاهش جدایی مالکیت از کنترل، نظارت مستقیم‌تر بر مدیران و افزایش افق تصمیم‌گیری بلندمدت، تعارض نمایندگی بین مدیران و سهامداران را کاهش دهد. شواهد کلاسیک نشان داده‌اند که شرکت‌های تحت مالکیت خانواده بنیان‌گذار می‌توانند از نظر عملکرد مالی با شرکت‌های غیرخانوادگی تفاوت معناداری داشته باشند و نحوه حضور خانواده در مالکیت و مدیریت می‌تواند آثار مهمی بر عملکرد شرکت داشته باشد (Anderson & Reeb, 2003). همچنین، ساختار حاکمیت در شرکت‌های خانوادگی می‌تواند مزیت‌هایی مانند تمرکز بیشتر در کنترل، سرعت تصمیم‌گیری، افق بلندمدت و حفظ سرمایه خاص شرکت ایجاد کند (Carney, 2005).

با این حال، آثار مالکیت خانوادگی الزاماً مثبت و یکسان نیست. تمرکز کنترل در دست خانواده می‌تواند زمینه بروز تعارض نمایندگی میان سهامداران کنترل‌کننده و سهامداران اقلیت را نیز فراهم آورد. در چنین شرایطی، خانواده ممکن است از منابع شرکت برای منافع خصوصی استفاده کند یا تصمیم‌هایی اتخاذ کند که در راستای حفظ کنترل خانوادگی باشد، اما حداکثرکننده ارزش همه سهامداران نباشد. به همین دلیل، ادبیات مالی میان «مالکیت»، «کنترل» و «مدیریت» خانوادگی تمایز قائل شده و نشان داده است که اثر شرکت خانوادگی بر ارزش شرکت به نحوه ترکیب این ابعاد بستگی دارد (Villalonga & Amit, 2006). همچنین، نقش نظارتی سهامداران خانوادگی می‌تواند مانع رفتار فرصت‌طلبانه مدیریت در تصمیمات نقدی و سرمایه‌گذاری شود، اما میزان این اثر به شرایط حاکمیت شرکتی و ویژگی‌های شرکت بستگی دارد (Chen, 2002).

اهمیت مالکیت خانوادگی در ارتباط با تصمیمات نقدی زمانی آشکارتر می‌شود که سیاست نگهداری و مصرف وجه نقد مورد بررسی قرار گیرد. سهامداران خانوادگی معمولاً به دلیل تمرکز ثروت خود در شرکت، نگرانی بیشتری درباره حفظ نقدینگی، کاهش ریسک مالی و استمرار فعالیت دارند. در مقابل، ممکن است به دلیل دسترسی بیشتر به اطلاعات داخلی و کنترل مدیریتی، نیاز کمتری به نگهداری وجه نقد احتیاطی احساس کنند. شواهد جدید نشان داده است که کنترل خانوادگی و هویت مدیرعامل می‌تواند بر سطح نگهداشت وجه نقد و ارتباط آن با ارزش شرکت اثرگذار باشد و رابطه نقدینگی و ارزش در شرکت‌های خانوادگی دارای پیچیدگی قابل توجهی است (Abdelgelil Amin et al., 2026). همچنین، یافته‌های مربوط به شرکت‌های پاکستانی نشان داده‌اند که مالکیت خانوادگی می‌تواند نقش تعدیل‌گر در رابطه میان نگهداشت وجه نقد و عملکرد مالی داشته باشد و شدت اثر نقدینگی بر عملکرد در حضور مالکیت خانوادگی تغییر کند (Ahmed & Tahir, 2024). بنابراین، منطقی است انتظار رود مالکیت خانوادگی بتواند بر رابطه بین جریان‌های نقدی ناشی از سرمایه‌گذاری و ارزش شرکت نیز اثرگذار باشد.

این دیدگاه از سوی پژوهش‌هایی که نقش تعدیل‌گر مشارکت خانوادگی را در سایر روابط شرکتی بررسی کرده‌اند نیز حمایت می‌شود. برای نمونه، مشارکت خانوادگی می‌تواند رابطه میان مسئولیت اجتماعی شرکت و عملکرد شرکت را تغییر دهد و ابعادی مانند مالکیت خانوادگی، حضور خانواده در مدیریت و کنترل هیئت‌مدیره بر چگونگی انتقال آثار

سیاست‌های شرکت به عملکرد تأثیرگذار باشند (Yeon et al., 2021). بنابراین، مالکیت خانوادگی را نمی‌توان صرفاً یک ویژگی ثابت ساختار سهامداری دانست، بلکه این نوع مالکیت می‌تواند سازوکاری حاکمیتی باشد که بر نحوه تفسیر، انتخاب و اجرای تصمیمات مالی و سرمایه‌گذاری اثر می‌گذارد.

در سال‌های اخیر، پژوهش‌های جدید نیز بر پیچیدگی رابطه مالکیت خانوادگی و ارزش شرکت تأکید کرده‌اند. یافته‌ها نشان داده‌اند که مالکیت خانوادگی می‌تواند به‌طور مستقیم با ارزش شرکت ارتباط داشته باشد و متغیرهایی مانند ساختار سرمایه نیز قادرند شدت یا جهت این رابطه را تغییر دهند (Sumantri et al., 2026). این موضوع نشان می‌دهد که اثر مالکیت خانوادگی در خلأ رخ نمی‌دهد، بلکه با سایر تصمیمات مالی شرکت تعامل دارد. اگر ساختار سرمایه بتواند رابطه مالکیت خانوادگی و ارزش شرکت را تعدیل کند، این امکان نیز وجود دارد که مالکیت خانوادگی نحوه تأثیر تصمیمات سرمایه‌گذاری و جریان نقدی ناشی از آن‌ها بر ارزش شرکت را تغییر دهد. چنین تعاملی می‌تواند از طریق نظارت بر مدیران، محدودکردن بیش‌سرمایه‌گذاری، انتخاب پروژه‌های مولد، حفظ منابع نقدی یا ترجیح سرمایه‌گذاری‌های سازگار با منافع بلندمدت خانواده صورت گیرد.

شواهد داخلی نیز بیانگر اهمیت مالکیت خانوادگی در تصمیمات نقدی شرکت‌ها است. بررسی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران نشان داده است که مالکیت خانوادگی می‌تواند با سیاست‌های نگهداشت وجه نقد ارتباط داشته باشد، هرچند شواهد درباره اثر آن بر ارزش شرکت و نقش تعدیل‌گر آن یکنواخت نیست. در یک مطالعه، مالکیت خانوادگی اثر معناداری بر نگهداشت وجه نقد نشان نداد و نقش تعدیل‌گر آن در رابطه وجه نقد و ارزش شرکت نیز تأیید نشد (Ghafourian Shagerdi et al., 2022). این یافته اهمیت بررسی مجدد نقش مالکیت خانوادگی را در روابط متفاوت مالی برجسته می‌کند، زیرا ممکن است مالکیت خانوادگی در ارتباط با «سطح وجه نقد» اثر مشخصی نداشته باشد، اما در رابطه با «جریان نقدی سرمایه‌گذاری» سازوکار متفاوتی ایجاد کند.

در همین راستا، مطالعات داخلی نشان داده‌اند که مالکیت خانوادگی با سرعت تعدیل سطح نگهداشت وجه نقد ارتباط دارد و شرکت‌های خانوادگی ممکن است با سرعت متفاوتی نسبت به سطح مطلوب نقدینگی حرکت کنند (Matooi & Golchoobi, 2017). همچنین، بررسی عوامل مؤثر بر حساسیت جریان نقدی با تأکید بر نقش مالکیت خانوادگی حاکی از آن است که مالکیت خانوادگی می‌تواند نحوه واکنش جریان‌های نقدی به شرایط مالی و ساختاری شرکت را تحت تأثیر قرار دهد (Hemmati Zahmatkesh et al., 2020). چنین نتایجی مؤید آن است که مالکیت خانوادگی می‌تواند در مدیریت نقدینگی نقش داشته باشد، اما هنوز مشخص نیست که این نقش تا چه اندازه به رابطه میان جریان نقدی سرمایه‌گذاری و ارزش شرکت منتقل می‌شود.

موضوع کارایی سرمایه‌گذاری نیز در این زمینه اهمیت ویژه‌ای دارد. حتی اگر شرکت منابع نقدی کافی برای سرمایه‌گذاری در اختیار داشته باشد، ایجاد ارزش زمانی تحقق می‌یابد که این منابع به‌طور کارا به پروژه‌های مناسب اختصاص داده شوند. عوامل حاکمیت شرکتی و محدودیت‌های مالی می‌توانند کارایی سرمایه‌گذاری را تحت تأثیر قرار دهند و ضعف سازوکارهای نظارتی ممکن است به تخصیص ناکارای منابع منجر شود. شواهد داخلی درباره شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس تهران نشان داده‌اند که رقابت بازار محصول و ظرفیت حاکمیت شرکتی می‌تواند با کارایی سرمایه‌گذاری مرتبط باشند، هرچند نقش تعدیلی محدودیت‌های مالی در همه روابط معنادار نبوده است (Fathi Gharatappeh et al., 2016). این یافته بر ضرورت توجه به سازوکارهای نهادی و مالکیتی در تحلیل پیامدهای تصمیمات سرمایه‌گذاری تأکید می‌کند.

بنابراین، ادبیات موجود نشان می‌دهد سه حوزه جریان‌های نقدی، تصمیمات سرمایه‌گذاری و ساختار مالکیت به‌شدت به یکدیگر مرتبط‌اند، اما شواهد موجود هنوز درباره نحوه تعامل آن‌ها یکپارچه نیست. از یک‌سو، جریان‌های نقدی سرمایه‌گذاری می‌توانند نشان‌دهنده استفاده شرکت از فرصت‌های رشد و تخصیص منابع به دارایی‌های مولد باشند و از سوی دیگر، سرمایه‌گذاری بیش از حد یا سرمایه‌گذاری ناکارای می‌تواند ارزش شرکت را کاهش دهد. از سوی دیگر، مالکیت خانوادگی می‌تواند با افزایش نظارت، کاهش برخی هزینه‌های نمایندگی و تقویت افق بلندمدت تصمیم‌گیری، کارایی سرمایه‌گذاری را بهبود بخشد؛ اما تمرکز کنترل خانوادگی ممکن است تعارض با سهامداران اقلیت و تخصیص منابع در جهت منافع خانواده را نیز تقویت کند. همین دوگانگی سبب می‌شود پیش‌بینی جهت نقش تعدیل‌گر مالکیت خانوادگی در رابطه بین جریان نقدی سرمایه‌گذاری و ارزش شرکت نیازمند بررسی تجربی باشد.

افزون بر این، بخش قابل توجهی از پژوهش‌های پیشین بر نگهداشت وجه نقد، جریان نقدی آزاد، جریان‌های عملیاتی یا تأمین مالی، عملکرد مالی یا اثر مستقیم مالکیت خانوادگی بر ارزش شرکت تمرکز داشته‌اند و پژوهش‌های محدودتری به‌طور خاص رابطه جریان نقدی حاصل از فعالیت‌های سرمایه‌گذاری و ارزش شرکت را با در نظر گرفتن

مالکیت خانوادگی به عنوان متغیر تعدیل گر بررسی کرده اند. این خلأ در محیط بازار سرمایه ایران اهمیت بیشتری دارد، زیرا ساختار مالکیت متمرکز، حضور سهامداران عمده و ویژگی های نهادی بازار می توانند نحوه تبدیل تصمیمات سرمایه گذاری به ارزش بازار را از سایر کشورها متمایز سازند. در چنین شرایطی، بررسی همزمان جریان نقدی سرمایه گذاری، مالکیت خانوادگی و ارزش شرکت می تواند به گسترش شواهد تجربی درباره نقش ساختار مالکیت در اثربخشی تصمیمات تخصیص منابع کمک کند و اطلاعات مفیدی برای مدیران، سهامداران، سرمایه گذاران و سایر ذی نفعان فراهم آورد.

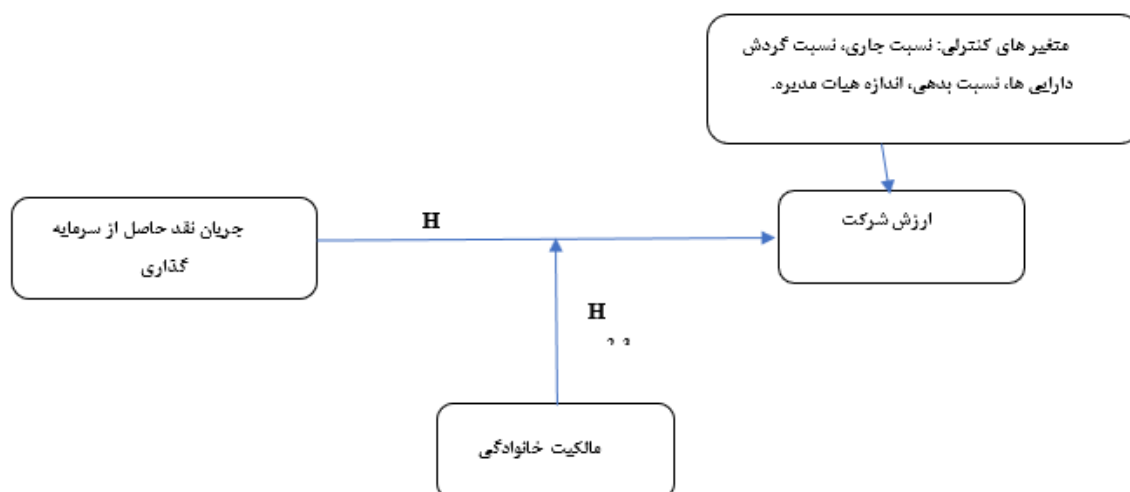
بر این اساس، هدف پژوهش حاضر بررسی رابطه بین جریان های نقدی حاصل از فعالیت های سرمایه گذاری و ارزش شرکت و تعیین نقش تعدیل گر مالکیت خانوادگی در این رابطه در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است.

روش پژوهش و مواد

پژوهش حاضر در تناظر با اهداف پژوهش، با توجه به مدل مفهومی (شکل ۱)، فرضیه های ذیل را عنوان نموده است:

فرضیه ۱: بین جریان های نقدی حاصل از فعالیت های سرمایه گذاری و ارزش شرکت رابطه وجود دارد.

فرضیه ۲: مالکیت خانوادگی بر رابطه بین جریان های نقدی حاصل از فعالیت های سرمایه گذاری و ارزش شرکت تأثیر دارد.



شکل ۱. مدل مفهومی پژوهش

جامعه آماری این تحقیق شامل کلیه شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. نمونه آماری عبارت است از تعداد محدودی از آحاد جامعه آماری که بیان کننده ویژگی های اصلی جامعه باشد.

دوره زمانی تحقیق سال های ۱۳۹۹ تا ۱۴۰۳ است. در تحقیق حاضر از روش حذفی سیستماتیک به منظور غربال جامعه استفاده می شود که از جامعه ی آماری، شرکت های مورد نظر با توجه به شرایط و محدودیت های زیر انتخاب شد:

۱. برای انتخاب نمونه همگن، شرکت ها باید قبل از شروع دوره پژوهش در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده باشند و حضور آنها تا پایان دوره پژوهش در بورس محرز شود.

۲. به منظور انتخاب شرکت های فعال، معاملات این شرکت ها در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی پژوهش بیش از چهار ماه دچار وقفه نشده باشد و قبل از سال ۱۳۹۹ در بورس اوراق بهادار تهران فعال بوده باشند.

۳. شرکت ها بین سال های مورد بررسی طی دوره زمانی پژوهش، تغییر فعالیت یا تغییر سال مالی نداشته باشند.

۴. شرکت‌های مورد نظر جزو شرکت‌های سرمایه‌گذاری، واسطه‌گری مالی، بانک‌ها، هلدینگ‌ها، لیزینگ‌ها و بیمه‌ها نباشند

پس از اعمال معیارهای فوق، ۱۱۲ شرکت به‌عنوان نمونه نهایی پژوهش انتخاب شدند. با توجه به دوره زمانی پنج‌ساله پژوهش، در مجموع ۵۶۰ مشاهده به‌عنوان مبنای تجزیه و تحلیل آماری مورد استفاده قرار گرفت.

با توجه به این که داده‌های تحقیق بر مبنای عملکرد گذشته و داده‌های تاریخی بدست آمده، طرح تحقیق، پس‌رویدادی می‌باشد. جهت جمع‌آوری اطلاعات در این تحقیق، به ادبیات نظری و پیشینه تحقیق از مقالات علمی و نیز پایان‌نامه‌های مندرج در سایت‌ها و پایگاه‌های اینترنتی فارسی و انگلیسی استفاده شد. داده‌های مرتبط با متغیرهای تحقیق (وابسته، مستقل و کنترلی) از طریق نرم‌افزار رهاورد نوین و همچنین اطلاعات منتشر شده از طریق سایت‌های اطلاعاتی سازمان بورس و اوراق بهادار تهران گردآوری و به‌منظور جمع‌بندی و انجام محاسبات مورد نیاز، از نرم‌افزار EXCEL و برای تحلیل داده‌ها از نرم‌افزار EViews استفاده شد.

مدل تحقیق

مدل (۱)

$$QB_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 CFI_{i,t} + \alpha_2 CR_{i,t} + \alpha_3 ATR_{i,t} + \alpha_4 LEV_{i,t} + \alpha_5 BS_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

مدل (۲)

$$QB_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 CFI_{i,t} + \alpha_2 IO_{i,t} + \alpha_3 CFI * IO_{i,t} + \alpha_4 CR_{i,t} + \alpha_5 ATR_{i,t} + \alpha_6 LEV_{i,t} + \alpha_7 BS_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

متغیرهای پژوهش

متغیر وابسته

QB: نشان‌دهنده نسبت (Tobin's Q) است که از رابطه زیر محاسبه می‌شود.

$$QB_{i,t} = \frac{(BVA_{i,t} + MVE_{i,t} - BE_{i,t})}{BVA_{i,t}} \quad \text{رابطه (۱)}$$

که در آن:

$BVA_{(i,t)}$: ارزش دفتری مجموع دارایی‌های شرکت i در پایان دوره t؛

$MVE_{(i,t)}$: ارزش بازار حقوق صاحبان سهام شرکت i در پایان دوره t؛

$BE_{(i,t)}$: ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام شرکت i در پایان دوره t.

متغیر مستقل

CFI: جریان‌های نقدی حاصل از فعالیت‌های سرمایه‌گذاری تقسیم بر ارزش دفتری مجموع دارایی‌های غیرجاری در پایان دوره؛ و

متغیر تعدیل‌گر

FO: در این پژوهش از نسبت سهامداران خانوادگی به کل سهامداران شرکت استفاده شد. که بر اساس میانه به متغیر دو وجهی تبدیل می‌گردد.

متغیرهای کنترلی

CR: نسبت جاری که برابر است با نسبت مجموع دارایی‌های جاری تقسیم بر بدهی‌های جاری پایان دوره؛

ATR: نسبت گردش دارایی‌ها که برابر است با نسبت مجموع درآمد فروش تقسیم بر مجموع دارایی‌ها در پایان دوره؛

LEV: نسبت بدهی (اهرم مالی) که برابر است با نسبت مجموع بدهی‌ها تقسیم بر مجموع دارایی‌ها در پایان دوره؛ و
BS: اندازه هیأت مدیره که برابر است با تعداد اعضای هیأت مدیره در پایان دوره جاری.

یافته‌ها

نماد متغیرهای استفاده شده در این تحقیق و معادل فارسی هر کدام به قرار زیر است:

جدول ۱. متغیرهای استفاده شده در مدل

ردیف	نوع متغیر	نماد متغیر	معادل فارسی
۱	متغیر وابسته	QT	کیو توبین
۲	متغیر مستقل	CFI	جریان نقد سرمایه گذاری
۳	متغیر تعدیل گر	FO	مالکیت خانوادگی
۴	متغیر کنترل	CR	نسبت جاری
۵		ATR	نسبت گردش دارایی
۶		LEV	اهرم مالی
۷		BS	اندازه هیات مدیره

آمار توصیفی شامل مجموعه روش‌هایی که برای جمع‌آوری، طبقه‌بندی، تلخیص، و توصیف حقایق عددی به کار می‌رود آمار توصیفی را تشکیل می‌دهد. درواقع این نوع تحلیل، داده‌ها و اطلاعات تحقیق را توصیف می‌کند و طرح یا الگوی کلی از داده‌ها را برای استفاده سریع و بهتر از آن‌ها به دست می‌دهد. آمار توصیفی بیانگر اطلاعاتی در مورد پارامترهای مرکزی و پراکندگی داده‌های تحقیق است.

جدول ۲. آماره‌های توصیفی متغیرهای تحقیق

متغیر	میانگین	میانه	ماکزیمم	مینیمم	انحراف معیار	کشیدگی	چولگی
QT	۱.۱۴۲	۱.۱۱۲	۲.۴۸۵	۰.۰۳۵	۰.۵۸۶	۰.۶۸۵	۴.۰۳۹
CFI	۰.۷۸۵	۰.۷۱۴	۱.۶۳۹	۰.۰۲۷	۰.۲۴۶	۰.۵۸۶	۵.۳۷۴
FO	۰.۷۲۸	۰.۶۹۸	۱	۰	۰.۴۳۶	۰.۷۸۵	۳.۳۶۹
CR	۱.۲۵۴	۱.۱۴۹	۲.۵۶۹	۰.۱۳۶	۰.۳۵۶	۰.۳۶۹	۴.۵۷۸
ATR	۰.۵۶۳	۰.۴۶۸	۱.۵۲۳	۰.۲۴۷	۰.۳۲۶	۰.۵۷۴	۴.۰۰۶
LEV	۰.۶۳۹	۰.۶۲۷	۰.۸۶۹	۰.۰۱۱	۰.۲۱۷	۰.۶۳۵	۲.۰۴۷
BS	۵.۵۲۴	۵.۵۳۶	۹	۵	۰.۲۵۳	۱.۳۶۹	۴.۵۴۷

جدول (۲) آمار توصیفی متغیرهای تحقیق را نشان می‌دهد. مهم‌ترین شاخص مرکزی، میانگین است که نشان دهنده‌ی نقطه تعادل و مرکز ثقل توزیع است و شاخص مناسبی برای نشان دادن مرکزیت داده‌ها است. یکی دیگر از پارامترهای توصیفی، انحراف معیار است که نشان دهنده پراکندگی داده‌ها است. همچنین پارامترهای حداقل و حداکثر در جدول فوق، دامنه تغییرات داده‌ها را نشان می‌دهد. میانه نقطه میانی داده‌ها، که نیمی از داده‌ها از آن کوچک‌تر و نیمی دیگر بزرگ‌تر از آن هستند، را نشان می‌دهد. همانگونه که ملاحظه می‌شود در جدول فوق به ترتیب میانگین، میانه، بیشترین مقدار، کمترین مقدار و انحراف معیار، به ازای هر یک از متغیرهای تحقیق درج شده است. که انحراف معیار عبارت است از متوسط مجذور فاصله هر یک از داده‌ها از میانگین و شاخصی برای نشان دادن پراکندگی است.

مانایی یکی از پیش شرطهای برآورد یک مدل رگرسیون مناسب است. لذا آزمون مانایی یا آزمون ریشه واحد به ترتیب برای متغیرهای مدل انجام می‌گردد. نتایج با استفاده از نرم افزار **Eviews** و آزمون ریشه واحد لوین، لین و چاو به قرار زیر است:

جدول ۳. نتایج آزمون ریشه واحد برای متغیرهای تحقیق

متغیر	مقدار آماره	مقدار احتمال	نتیجه
QT	-۲۴/۲۵۴	۰/۰۰۰	تایید مانایی
CFI	-۱۹/۵۸۶	۰/۰۰۰	تایید مانایی
FO	-۱۷/۶۵۲	۰/۰۰۰	تایید مانایی
CR	-۹/۵۴۷	۰/۰۰۰	تایید مانایی
ATR	-۲۷/۲۵۶	۰/۰۰۰	تایید مانایی
LEV	-۳۶/۲۳۶	۰/۰۰۰	تایید مانایی
BS	-۲۱/۵۴۷	۰/۰۰۰	تایید مانایی

با توجه به اینکه مقدار احتمال آزمونهای ریشه واحد در تمامی حالات فوق کمتر از ۰/۰۵ است، نتیجه گرفته می‌شود که فرض آماری داشتن ریشه واحد در تمام متغیرهای فوق رد می‌شود. بنابراین این متغیرها مانا (پایا) می‌باشند. بدین ترتیب بدون هیچ گونه نگرانی بابت رخ دادن رگرسیون کاذب می‌توان مدل را برآورد نمود. یکی از فروض رگرسیون عدم وجود هم خطی بین متغیرهای توضیحی در مدل است، لذا قبل از برآورد مدل، این مسئله با محاسبه ماتریس همبستگی کنترل می‌گردد. برای بررسی هم خطی بین متغیرهای توضیحی مدل، ضریب همبستگی آن محاسبه می‌شود. ماتریس ضرایب همبستگی به قرار زیر است:

جدول ۴. ماتریس همبستگی بین متغیرها

	BS	LEV	ATR	CR	CFI
CFI					۱
CR				۱	۰/۱۱۲۳
ATR			۱	۰/۳۲۵۶	۰/۱۸۷۳
LEV		۱	۰/۲۵۱۴	۰/۳۶۴۷	۰/۰۵۲
BS	۱	۰/۱۷۰۸	۰/۰۲۴۱	۰/۰۳۶۵	۰/۲۴۷۱

در جدول فوق مقادیر همبستگی دو به دو تمام متغیرها، غیر از متغیرهای وابسته، آمده است/ از آنجایی که همبستگی بالایی میان متغیرها مشاهده نمی‌شود، لذا از بابت همخطی بین متغیرها مساله ای وجود ندارد.

در انتخاب مدل داده‌های ترکیبی دو حالت کلی تحلیل داده‌های تجمیعی و پانل وجود دارد که با آزمونهای مناسب قابل تشخیص هستند. در حالتی که داده‌های تجمیعی (**Pooled**) باشند، عرض از مبدأ برای کلیه مقاطع یکسان است که در این صورت با روش تجمیعی داده‌ها تحلیل می‌شود. در حالت دوم عرض از مبدأ برای تمام مقاطع متفاوت است که در این حالت روش پانل انتخاب می‌شود. برای شناسایی دو حالت مذکور از آزمون اف لیمر استفاده می‌شود.

از طرفی مدل پانل را نیز می‌توان به دو طبقه تقسیم نمود. اگر عرض از مبدأهای متفاوت مدل‌های پانلی با متغیرهای توضیحی مدل رگرسیون، همبستگی معنی داری داشته باشند (و به‌صورت تصادفی تعیین نشوند) گفته می‌شود الگو از نوع اثرات ثابت است. چنانچه عرض از مبدأهای متفاوت الگوهای پانلی با متغیر توضیحی مدل رگرسیون، همبستگی معنی داری نداشته باشند (و به‌صورت تصادفی تعیین شوند)، گفته می‌شود الگو از نوع اثرات تصادفی است. هر دو الگوی اثرات ثابت و تصادفی در طبقه برآورد پانل (**panel**) قرار می‌گیرند.

بنابراین قبل از برآورد مدل باید بررسی شود که آیا مدل پانل است یا اینکه پولد (**Pooled** یا تجمیعی) است؟ یا به عبارت دیگر آیا مدل دارای اثرات (ثابت یا تصادفی) است یا خیر؟ بدین منظور آزمون اف لیمر یا چاو در نرم افزار اجرا می‌شود.

در این آزمون، فرضیه H_0 یعنی یکسان بودن عرض از مبداها در مقابل فرضیه H_1 یعنی ناهمسانی عرض از مبداها قرار می‌گیرد. در صورتی که فرضیه H_0 پذیرفته شود به معنی یکسان بودن عرض از مبداها برای مقاطع مختلف بوده و قابلیت ترکیب شدن داده‌ها و استفاده از مدل رگرسیون ترکیب شده (تجمیعی) مورد تأیید آماری قرار می‌گیرد و فرضیه‌های تحقیق با استفاده از روش داده‌های پولد ($Pooled$ یا تجمیعی) مورد آزمون قرار خواهد گرفت. اما در صورت رد فرضیه H_0 روش داده‌های پانل پذیرفته می‌شود و فرضیه‌های تحقیق با استفاده از روش داده‌های پانل آزمون می‌شود.

نتایج این آزمون که در اصل همسانی عرض از مبدا در مدل را بررسی می‌کند، بعد از اجرای در نرم افزار $EViews$ ، خروجی به قرار زیر است:

جدول ۵. نتیجه آزمون اف لیمر (چاو)

مقدار آماره t	مقدار احتمال	نتیجه
۱/۸۶۳	۰/۰۰۱	مدل پانل (دارای اثرات ثابت یا تصادفی) است
۱/۷۹۶	۰/۰۰۲	مدل پانل (دارای اثرات ثابت یا تصادفی) است

از آنجایی که مقدار احتمال آزمون لیمر کوچکتر از ۰/۰۵ می‌باشد، لذا فرض صفر مبنی بر وجود رگرسیون $Pooled$ یا تجمیعی (رگرسیون بدون وجود اثرات ثابت یا تصادفی) رد شده و بنابراین الگوی مناسب برای برآورد مدل مورد بررسی، دارای اثرات ثابت یا اثرات تصادفی بوده و به صورت تجمیعی یا $Pooled$ نیست.

در صورتی که بر اساس نتایج آزمون اف لیمر برای هر یک از فرضیه‌ها، استفاده از روش داده‌های پانل مورد تأیید واقع شود، به منظور این که مشخص گردد کدام روش (اثرات ثابت و یا اثرات تصادفی) برای برآورد مناسب‌تر است (تشخیص ثابت یا تصادفی بودن تفاوت‌های واحدهای مقطعی) از آزمون هاسمن استفاده می‌شود.

در این آزمون، تأیید فرض H_0 به معنای برتری مدل با اثرات تصادفی است (بین اثرات فردی و متغیرهای توضیحی همبستگی وجود ندارد) و تأیید فرض H_1 به معنای برتری مدل با اثرات ثابت (بین اثرات فردی و متغیرهای توضیحی همبستگی وجود دارد) است. حال که مشخص شد مدل به صورت پانل و دارای اثرات است، نیاز به این آزمون وجود دارد. با اجرای آزمون هاسمن نتایج به قرار زیر خواهد بود:

جدول ۶. نتیجه آزمون هاسمن

مقدار آماره کای اسکوتر	مقدار احتمال	نتیجه
۵/۲۱۵	۰/۰۰۱	مدل دارای اثرات تصادفی نیست (اثرات ثابت دارد)
۵/۸۵۷	۰/۰۰۱	مدل دارای اثرات تصادفی نیست (اثرات ثابت دارد)

با توجه به اینکه مقدار احتمال آزمون هاسمن کمتر از ۰/۰۵ می‌باشد، در نتیجه این فرض آماری که مدل دارای اثرات تصادفی باشد، رد می‌شود. بنابراین در نهایت نتیجه حاصل می‌شود که مدل دارای اثرات ثابت بر روی مقاطع است و با این تنظیمات، مدل رگرسیون برآورد می‌گردد.

جدول ۷. مدل رگرسیونی (فرضیه اول)

مدل اول	$QB_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 CFI_{i,t} + \alpha_2 CR_{i,t} + \alpha_3 ATR_{i,t} + \alpha_4 LEV_{i,t} + \alpha_5 BS_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$		
نام متغیر	ضریب رگرسیون	آماره t	مقدار احتمال
CFI	-۰/۴۷۶	-۲/۵۲۴	۰/۰۲۷
CR	۲/۰۰۱	۶/۵۲۳	۰/۰۰۰
ATR	۰/۰۸۶	۰/۸۰۴	۰/۱۱۵
LEV	۰/۵۷۹	۴/۱۸۰	۰/۰۰۰
BS	۰/۱۸۶	۳/۵۸۱	۰/۰۱۰
C	۰/۰۶۲	۳/۷۸۰	۰/۰۰۱
ضریب تعیین	۰/۴۲۸		
آماره دوربین - واتسون	۱/۸۷۴		

مقدار آماره F	۸/۲۱۵
معنی داری کل مدل	۰/۰۰۰

مقدار احتمال برای مدل کلی برابر با ۰/۰۰۰ است، که این نشان دهنده معنی دار بودن مدل در حالت کلی است (زیرا مقدار احتمال این آماره کمتر از ۰/۰۵ است). معروفترین آماره نیکویی برازش، ضریب تعیین است که مقدار آن بین صفر و یک قرار دارد. اگر ضریب تعیین بزرگ و نزدیک به یک باشد، مدل داده‌ها را به خوبی برازش کرده است در حالی که اگر R^2 پایین یعنی نزدیک به صفر باشد، مدل برازش خوبی از داده‌ها ارائه نداده است. در جدول فوق مقدار ضریب تعیین برابر ۰/۴۲۸ است که نشان می‌دهد مدل برازش قابل قبولی ارائه داده است. آماره دوربین واتسون که خود همبستگی بین باقیمانده‌های مدل را نشان می‌دهد در محدوده مجاز ۱.۵ تا ۲.۵ قرار دارد که نشان می‌دهد، اجزای اخلاک‌گر رگرسیون خود همبستگی سریالی ندارند و در نتیجه ضریب تعیین به دست آمده کاذب نخواهد بود.

مطابق با جدول ۷، سطح معنی داری متغیر جریان نقد سرمایه گذاری (۰/۰۲۷) کمتر از سطح معنی داری در نظر گرفته شده در پژوهش حاضر (۵٪) است؛ همچنین آماره t (۲/۵۲۴-) مربوط به این متغیر بزرگتر از آماره t بدست آمده و منفی است، لذا فرضیه $H0$ در سطح اطمینان ۹۵٪ رد شده و فرضیه $H1$ تایید می‌گردد. به عبارتی جریان نقد سرمایه گذاری با ارزش شرکت رابطه مثبت و معنی دار دارد.

جدول ۸. مدل رگرسیونی (فرضیه دوم)

$QB_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 CFI_{i,t} + \alpha_2 IO_{i,t} + \alpha_3 CFI * IO_{i,t} + \alpha_4 CR_{i,t} + \alpha_5 ATR_{i,t} + \alpha_6 LEV_{i,t} + \alpha_7 BS_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$				مدل دوم
نام متغیر	ضریب رگرسیون	آماره t	مقدار احتمال	
CFI	۰.۶۳۸	۲.۵۸۴	۰.۰۱۰	
IO	۱.۶۵۲	۲.۸۲۶	۰.۰۰۵	
CFI*IO	۰.۰۵۷	۰.۸۵۸	۰.۱۶۵	
CR	۲.۰۵۷	۱۰.۸۰۸	۰.۰۰۰	
ATR	۰.۱۳۸	۳.۰۴۶	۰.۰۰۱	
LEV	۰.۲۳۸	۳.۱۹۰	۰.۰۰۱	
BS	-۰.۳۵۴	-۲.۶۳۵	۰.۰۰۰	
C	-۰.۱۴۷	-۰.۵۷۳	۰.۲۱۴	
ضریب تعیین	۰.۳۶۱			
آماره دوربین - واتسون	۱.۹۳			
مقدار آماره F	۱۱.۲۱۷			
معنی داری کل مدل	۰.۰۰۱			

مقدار احتمال برای مدل کلی برابر با ۰/۰۰۰ است، که این نشان دهنده معنی دار بودن مدل در حالت کلی است (زیرا مقدار احتمال این آماره کمتر از ۰.۰۵ است). معروفترین آماره نیکویی برازش، ضریب تعیین است که مقدار آن بین صفر و یک قرار دارد. اگر ضریب تعیین بزرگ و نزدیک به یک باشد، مدل داده‌ها را به خوبی برازش کرده است در حالی که اگر R^2 پایین یعنی نزدیک به صفر باشد، مدل برازش خوبی از داده‌ها ارائه نداده است. در جدول فوق مقدار ضریب تعیین برابر ۰/۳۶۱ است که نشان می‌دهد مدل برازش قابل قبولی ارائه داده است.

آماره دوربین واتسون که خود همبستگی بین باقیمانده‌های مدل را نشان می‌دهد در محدوده مجاز ۱.۵ تا ۲.۵ قرار دارد، اجزای اخلاک‌گر رگرسیون خود همبستگی سریالی ندارند و در نتیجه ضریب تعیین به دست آمده کاذب نخواهد بود.

مطابق با جدول ۸، سطح معنی‌داری متغیر تعامل جریان نقد سرمایه‌گذاری و مالکیت خانوادگی (۰/۱۶۵) بیشتر از سطح معنی‌داری در نظر گرفته شده در پژوهش حاضر (۵٪) است؛ لذا فرضیه H_0 در سطح اطمینان ۹۵٪ تایید شده و فرضیه H_1 رد می‌گردد. به عبارتی مالکیت خانوادگی بر رابطه بین جریان نقد سرمایه‌گذاری با ارزش شرکت تاثیر ندارد.

بحث و نتیجه‌گیری

پژوهش حاضر با هدف بررسی رابطه بین جریان‌های نقدی حاصل از فعالیت‌های سرمایه‌گذاری و ارزش شرکت و نیز تعیین نقش تعدیل‌گر مالکیت خانوادگی در این رابطه در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران انجام شد. نتایج حاصل از برآورد مدل نخست نشان داد که بین جریان‌های نقدی حاصل از فعالیت‌های سرمایه‌گذاری و ارزش شرکت رابطه منفی و معناداری وجود دارد؛ به‌گونه‌ای که ضریب برآوردشده برای جریان نقدی سرمایه‌گذاری برابر با -0.476 و مقدار آماره t برابر با -2.524 بود و این رابطه در سطح 0.05 معنادار گزارش شد. همچنین، مدل کلی از لحاظ آماری معنادار بود و ضریب تعیین آن نشان داد که بخشی قابل توجه از تغییرات ارزش شرکت به‌وسیله متغیرهای واردشده در مدل توضیح داده می‌شود. این یافته بیانگر آن است که نحوه ایجاد و مصرف جریان‌های نقدی مرتبط با فعالیت‌های سرمایه‌گذاری، یکی از عوامل مرتبط با ارزش بازار شرکت است و سرمایه‌گذاران می‌توانند اطلاعات نهفته در این بخش از صورت جریان وجوه نقد را در ارزیابی چشم‌انداز اقتصادی شرکت مدنظر قرار دهند.

تفسیر این یافته مستلزم توجه به ماهیت جریان‌های نقدی سرمایه‌گذاری است. در فعالیت‌های سرمایه‌گذاری، خرید دارایی‌های ثابت، توسعه ظرفیت تولید، تحصیل سرمایه‌گذاری‌های بلندمدت و سایر اقدامات توسعه‌ای عموماً با خروج وجه نقد همراه هستند. از این رو، کاهش جریان نقدی خالص سرمایه‌گذاری می‌تواند در بسیاری از موارد منعکس‌کننده افزایش سرمایه‌گذاری شرکت باشد. بر این اساس، رابطه منفی مشاهده‌شده را می‌توان بدین معنا تفسیر کرد که افزایش خروج منابع نقدی برای فعالیت‌های سرمایه‌گذاری، در صورتی که این وجوه به فرصت‌های مولد و دارای بازده مناسب تخصیص یابند، می‌تواند با افزایش ارزش شرکت همراه شود. به بیان دیگر، بازار ممکن است کاهش وجه نقد ناشی از سرمایه‌گذاری را صرفاً یک رویداد منفی تلقی نکند، بلکه آن را نشانه‌ای از توسعه فعالیت، استفاده از فرصت‌های رشد و ایجاد ظرفیت برای جریان‌های نقدی آتی بداند. این تبیین با دیدگاه ارزش‌مندی اطلاعات جریان‌های نقدی سازگار است؛ زیرا اطلاعات جریان‌های نقدی می‌توانند درباره توان شرکت برای ایجاد منافع اقتصادی آینده، فراتر از اطلاعات سود حسابداری، به سرمایه‌گذاران علامت دهند (Barth et al., 2001).

یافته نخست با نتایج نی و همکاران همسو است. آنان نشان دادند که اجزای صورت جریان وجوه نقد دارای محتوای اطلاعاتی برای ارزش‌گذاری شرکت هستند و بازار به نحوه ایجاد و مصرف وجه نقد واکنش نشان می‌دهد (Ni et al., 2019). بر این اساس، جریان نقدی سرمایه‌گذاری را نمی‌توان صرفاً یک متغیر حسابداری دانست، بلکه این جریان انعکاسی از تصمیمات راهبردی شرکت در زمینه تخصیص منابع است. زمانی که مدیران وجوه نقد را به پروژه‌هایی اختصاص می‌دهند که انتظار می‌رود در آینده بازده مناسبی ایجاد کنند، کاهش منابع نقدی جاری می‌تواند در مقابل با افزایش انتظارات مربوط به سودآوری و جریان‌های نقدی آتی همراه شود. یافته حاضر از این منظر با نتایج پژوهش نی و همکاران سازگار است که نشان می‌دهد اطلاعات مرتبط با جریان‌های نقدی می‌تواند در ارزیابی ارزش شرکت نقش داشته باشد.

نتیجه به‌دست‌آمده همچنین با استدلال کومار و کریشنن همخوانی دارد که نشان دادند ارزش‌مندی اطلاعات جریان‌های نقدی و اقلام تعهدی به فرصت‌های سرمایه‌گذاری شرکت وابسته است (Kumar & Krishnan, 2008). شرکت‌هایی که فرصت‌های سرمایه‌گذاری مناسب‌تری در اختیار دارند، قادرند منابع نقدی را در پروژه‌هایی به کار گیرند که ظرفیت بیشتری برای ایجاد ارزش دارند. بنابراین، اثر جریان نقدی سرمایه‌گذاری بر ارزش شرکت را باید در ارتباط با کیفیت فرصت‌های سرمایه‌گذاری و کارایی تخصیص منابع تفسیر کرد. خروج وجه نقد برای خرید دارایی یا توسعه ظرفیت، اگر در راستای یک پروژه با بازده مورد انتظار مناسب صورت گیرد، می‌تواند ارزش اقتصادی ایجاد کند؛ در مقابل، سرمایه‌گذاری در پروژه‌های نامطلوب یا بیش‌سرمایه‌گذاری ممکن است به اتلاف منابع و کاهش ارزش شرکت منجر شود. همین موضوع نشان می‌دهد که جهت و شدت رابطه جریان نقدی سرمایه‌گذاری و ارزش شرکت می‌تواند به کیفیت تصمیمات سرمایه‌گذاری وابسته باشد.

نتایج پژوهش سرداری‌زاده و همکاران نیز اهمیت تفکیک اجزای صورت جریان وجوه نقد در تحلیل رفتار بازار را مورد تأکید قرار داده است (Sardari Zadeh et al., 2014). از آنجا که هر یک از فعالیت‌های عملیاتی، سرمایه‌گذاری و تأمین مالی دارای ماهیت اقتصادی متفاوتی هستند، واکنش سرمایه‌گذاران به جریان‌های نقدی این سه بخش نیز نمی‌تواند یکسان باشد. جریان‌های نقدی سرمایه‌گذاری مستقیماً با توسعه ظرفیت اقتصادی شرکت، تحصیل یا فروش دارایی‌ها و تغییر در ساختار منابع مولد مرتبطاند و از این

رو می‌تواند اطلاعات متفاوتی درباره آینده شرکت ارائه کنند. همچنین، یافته‌های مربوط به جریان‌های نقدی تأمین مالی نیز نشان داده‌اند که اطلاعات این بخش می‌تواند برای ارزیابی شرایط مالی و تصمیمات شرکت اهمیت داشته باشد (Omag, 2016). در مجموع، این شواهد مؤید آن است که بررسی جداگانه اجزای جریان نقدی می‌تواند شناخت دقیق‌تری از عوامل مؤثر بر ارزش شرکت فراهم آورد.

از منظر حاکمیت شرکتی نیز نتیجه فرضیه نخست قابل تبیین است. کارایی سرمایه‌گذاری تا حد زیادی به کیفیت سازوکارهای نظارتی و توانایی این سازوکارها برای محدود کردن تصمیمات فرصت‌طلبانه مدیران بستگی دارد. فرانسیس و حسن نشان دادند که حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان‌های نقدی در بازارهای نوظهور تحت تأثیر کیفیت حاکمیت شرکتی قرار دارد (Francis & Hasan, 2013). در همین راستا، عباس‌نژاد نیز شواهدی در مورد ارتباط برخی سازوکارهای حاکمیت شرکتی با جریان‌های نقدی حاصل از فعالیت‌های سرمایه‌گذاری ارائه کرده است (Abbasnejad, 2014). همچنین، فتحی قره‌تپه و همکاران بر اهمیت حاکمیت شرکتی و شرایط مالی در توضیح کارایی سرمایه‌گذاری تأکید کرده‌اند (Fathi Gharatappeh et al., 2016). بنابراین، زمانی که منابع نقدی شرکت تحت نظارت مناسب و در فرصت‌های اقتصادی کارا به کار گرفته شوند، احتمال آنکه خروج وجه نقد سرمایه‌گذاری به افزایش ارزش آتی شرکت منجر شود بیشتر خواهد بود.

با این حال، یافته حاضر را نمی‌توان به معنای مثبت بودن هر نوع سرمایه‌گذاری برای ارزش شرکت دانست. ویجایانتو و همکاران نشان دادند که جریان نقدی آزاد، فرصت‌های سرمایه‌گذاری، مالکیت مدیریتی و رفتار فرصت‌طلبانه مدیران می‌تواند آثار متفاوتی بر ارزش شرکت داشته باشند و وجود منابع نقدی به‌تنهایی تضمین‌کننده افزایش ارزش نیست (Wijayanto et al., 2024). زمانی که مدیران منابع در دسترس را در پروژه‌های کم‌بازده، غیرضروری یا مبتنی بر انگیزه‌های شخصی سرمایه‌گذاری کنند، مسئله بیش‌سرمایه‌گذاری می‌تواند شکل گیرد و نتیجه آن کاهش ثروت سهامداران باشد. بنابراین، یافته پژوهش حاضر بیش از آنکه بر «میزان» سرمایه‌گذاری تأکید کند، اهمیت «نحوه تخصیص» منابع سرمایه‌گذاری را برجسته می‌سازد.

یافته دوم پژوهش نشان داد که مالکیت خانوادگی نقش تعدیل‌گر معناداری در رابطه بین جریان‌های نقدی حاصل از فعالیت‌های سرمایه‌گذاری و ارزش شرکت ندارد. ضریب متغیر تعاملی جریان نقدی سرمایه‌گذاری و مالکیت خانوادگی برابر با ۰۰۵۷ بود و مقدار احتمال ۰۰۱۶۵ نشان داد که این اثر در سطح ۰۰۵ معنادار نیست. در نتیجه، شواهد آماری پژوهش از این فرض حمایت نکرد که حضور مالکیت خانوادگی باعث تقویت یا تضعیف رابطه میان جریان‌های نقدی سرمایه‌گذاری و ارزش شرکت شود. این نتیجه نشان می‌دهد که خانوادگی بودن ساختار مالکیت، به‌تنهایی، برای تغییر نحوه انعکاس تصمیمات سرمایه‌گذاری در ارزش شرکت کافی نیست.

این یافته با نتایج غفوریان شاگردی و همکاران همسو است؛ آنان نیز نشان دادند که مالکیت خانوادگی رابطه میان نگهداشت وجه نقد و ارزش شرکت را به‌طور معناداری تعدیل نمی‌کند (Ghafourian Shagerdi et al., 2022). اگرچه نگهداشت وجه نقد با جریان نقدی سرمایه‌گذاری مفهومی یکسان ندارد، هر دو مطالعه حاکی از آن هستند که در محیط بورس اوراق بهادار تهران نمی‌توان صرف وجود مالکیت خانوادگی را به‌عنوان عاملی برای تغییر معنادار رابطه میان متغیرهای نقدی و ارزش شرکت در نظر گرفت. ممکن است تصمیمات مربوط به نقدینگی و سرمایه‌گذاری بیش از آنکه تحت تأثیر خانوادگی بودن مالکیت باشند، از عواملی نظیر محدودیت مالی، فرصت‌های رشد، ویژگی‌های صنعت، کیفیت مدیریت، اندازه شرکت و سایر سازوکارهای حاکمیت شرکتی تأثیر بپذیرند.

عدم معناداری نقش تعدیل‌گر مالکیت خانوادگی را می‌توان از منظر ناهمگنی شرکت‌های خانوادگی نیز تبیین کرد. همه شرکت‌های دارای مالکیت خانوادگی از ساختار مدیریتی و نظارتی مشابهی برخوردار نیستند. در برخی از این شرکت‌ها، اعضای خانواده علاوه بر مالکیت، در مدیریت اجرایی و هیئت‌مدیره نیز حضور فعال دارند، در حالی که در برخی دیگر نقش خانواده ممکن است عمدتاً به مالکیت سهام محدود باشد. مطالعات پیشین نشان داده‌اند که آثار مالکیت خانوادگی به نحوه ترکیب مالکیت، کنترل و مدیریت بستگی دارد (Villalonga & Amit, 2006). بنابراین، استفاده از یک شاخص کلی برای مالکیت خانوادگی ممکن است نتواند تفاوت‌های موجود در شدت کنترل خانوادگی، مشارکت مدیریتی یا نسل مالک را به‌طور کامل منعکس کند. این موضوع می‌تواند یکی از دلایل عدم مشاهده اثر تعدیل‌گر معنادار در پژوهش حاضر باشد.

از سوی دیگر، ادبیات نظری شرکت‌های خانوادگی دو اثر متضاد را مطرح می‌کند. بر اساس دیدگاه نخست، تمرکز مالکیت خانوادگی می‌تواند تعارض نمایندگی میان مدیر و مالک را کاهش داده و نظارت مؤثرتری بر تصمیمات مدیریتی ایجاد کند. اندرسون و ریپ نشان دادند که مالکیت خانوادگی می‌تواند در شرایطی با عملکرد مطلوب شرکت همراه

باشد (Anderson & Reeb, 2003) و کارنی نیز بر مزیت‌های بالقوه ساختار حاکمیت در شرکت‌های خانوادگی، از جمله افق بلندمدت و تمرکز بیشتر کنترل، تأکید کرده است (Carney, 2005). چن نیز بیان می‌کند که سهامداران خانوادگی به دلیل توان نظارتی و کنترلی بیشتر می‌توانند برخی رفتارهای فرصت‌طلبانه مدیریت را محدود کنند (Chen, 2002). از منظر این دیدگاه، انتظار می‌رود مالکیت خانوادگی تصمیمات سرمایه‌گذاری را کاراتر کند.

در مقابل، تمرکز مالکیت خانوادگی می‌تواند تعارض نمایندگی میان سهامداران کنترل‌کننده و سهامداران اقلیت را افزایش دهد. خانواده کنترل‌کننده ممکن است در برخی موارد اهدافی مانند حفظ کنترل، انتقال مالکیت بین نسلی یا منافع خصوصی خانواده را بر حداکثرسازی ارزش برای همه سهامداران ترجیح دهد. بنابراین، آثار مثبت ناشی از افزایش نظارت ممکن است با آثار منفی ناشی از تمرکز کنترل خنثی شوند. این دواگانگی می‌تواند توضیح دهد که چرا اثر خالص مالکیت خانوادگی بر رابطه بین جریان‌های نقدی سرمایه‌گذاری و ارزش شرکت در پژوهش حاضر از نظر آماری معنادار نشده است.

یافته پژوهش حاضر با برخی مطالعات خارجی تفاوت دارد. احمد و طاهر نشان دادند که مالکیت خانوادگی می‌تواند رابطه میان نگهداشت وجه نقد و عملکرد مالی را به‌طور معناداری تعدیل کند (Ahmed & Tahir, 2024). یغون و همکاران نیز دریافتند که مشارکت خانوادگی در رابطه بین مسئولیت اجتماعی شرکت و عملکرد شرکت نقش تعدیل‌گر دارد (Yeon et al., 2021). تفاوت میان نتایج این مطالعات و پژوهش حاضر را می‌توان ناشی از تفاوت در متغیر مستقل و وابسته، ویژگی‌های نمونه، شرایط نهادی کشورها، شیوه سنجش مالکیت خانوادگی و نوع مشارکت خانواده در مدیریت دانست. در واقع، نقش تعدیل‌گر مالکیت خانوادگی ممکن است بسته به نوع تصمیم مالی یا سازمانی مورد بررسی متفاوت باشد و نمی‌توان نتایج مربوط به نگهداشت وجه نقد یا مسئولیت اجتماعی را بدون آزمون تجربی به رابطه جریان نقدی سرمایه‌گذاری و ارزش شرکت تعمیم داد.

همچنین، یافته عبدالغلیل امین و همکاران نشان می‌دهد که اثر کنترل خانوادگی بر نگهداشت وجه نقد و ارزش شرکت به هویت مدیرعامل و ویژگی‌های ساختار مدیریتی وابسته است (Abdelgelil Amin et al., 2026). این نتیجه اهمیت تفکیک میان صرف مالکیت خانوادگی و اشکال عمیق‌تر مشارکت خانواده در مدیریت را برجسته می‌سازد. در پژوهش حاضر، مالکیت خانوادگی به‌عنوان یک ویژگی ساختار مالکیت وارد مدل شده است، اما ممکن است متغیرهایی نظیر حضور مدیرعامل خانوادگی، تعداد اعضای خانواده در هیئت‌مدیره یا سهم دقیق خانواده از کنترل بتوانند نقش تعدیل‌گر متفاوتی ایجاد کنند.

نتایج پژوهش‌های داخلی نیز از پیچیدگی این رابطه حمایت می‌کنند. معطوفی و گلچوبی نشان دادند که مالکیت خانوادگی با سرعت تعدیل نگهداشت وجه نقد ارتباط دارد (Matoofi & Golchoobi, 2017) و همتی زحمتکش و همکاران نیز شواهدی ارائه کردند که مالکیت خانوادگی می‌تواند در روابط مرتبط با حساسیت جریان نقدی اثرگذار باشد (Hemmati Zahmatkesh et al., 2020). با این حال، این آثار الزاماً به معنای آن نیست که مالکیت خانوادگی بتواند رابطه جریان نقدی سرمایه‌گذاری و ارزش شرکت را نیز تعدیل کند. همچنین، نتایج مربوط به عوامل حاکمیت شرکتی و جریان‌های نقدی عملیاتی و تأمین مالی نشان داده‌اند که آثار ساختار مالکیت بسته به نوع جریان نقدی مورد بررسی می‌تواند متفاوت باشد (Khademi, 2013).

نتایج جدیدتر درباره مالکیت خانوادگی نیز نشان می‌دهد که اثر این ساختار مالکیت بر ارزش شرکت ممکن است مشروط به سایر تصمیمات مالی باشد. سوماتنتری و همکاران نشان دادند که ساختار سرمایه می‌تواند در رابطه بین مالکیت خانوادگی و ارزش شرکت نقش تعدیل‌کننده داشته باشد (Sumantri et al., 2026). این یافته تأیید می‌کند که پیامدهای مالکیت خانوادگی باید در تعامل با سایر ویژگی‌های مالی شرکت تحلیل شوند. بنابراین، عدم معناداری اثر تعدیلی در پژوهش حاضر به معنای بی‌اهمیت بودن مالکیت خانوادگی نیست، بلکه نشان می‌دهد این متغیر در رابطه خاص بین جریان نقدی سرمایه‌گذاری و ارزش شرکت، به‌تنهایی قدرت توضیحی کافی برای تغییر شدت رابطه ندارد.

در مجموع، یافته‌های پژوهش حاضر دو نتیجه اصلی را آشکار می‌سازند. نخست، جریان‌های نقدی حاصل از فعالیت‌های سرمایه‌گذاری با ارزش شرکت ارتباط معناداری دارند و این امر اهمیت اطلاعات مربوط به نحوه مصرف منابع در فعالیت‌های سرمایه‌گذاری را برای سهامداران و فعالان بازار سرمایه نشان می‌دهد. دوم، مالکیت خانوادگی به‌تنهایی نمی‌تواند رابطه میان جریان نقدی سرمایه‌گذاری و ارزش شرکت را به‌طور معناداری تغییر دهد. از این رو، برای تبیین دقیق‌تر پیامدهای سرمایه‌گذاری بر ارزش شرکت لازم است علاوه بر نوع مالکیت، کیفیت فرصت‌های سرمایه‌گذاری، محدودیت‌های مالی، شدت مشارکت خانواده در مدیریت، ساختار سرمایه و سایر ابعاد حاکمیت شرکتی نیز مورد توجه قرار گیرند.

پژوهش حاضر با محدودیت‌هایی همراه بود که باید در تفسیر نتایج مورد توجه قرار گیرند. نخست، جامعه پژوهش به شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران و یک دوره زمانی پنج‌ساله محدود بود؛ بنابراین، تعمیم نتایج به شرکت‌های غیربورسی، مؤسسات مالی و سایر محیط‌های اقتصادی باید با احتیاط صورت گیرد. دوم، اطلاعات مورد استفاده از صورت‌های مالی و داده‌های تاریخی شرکت‌ها استخراج شد و از این رو کیفیت نتایج به دقت و قابلیت اتکای اطلاعات منتشرشده وابسته است. سوم، مالکیت خانوادگی با یک شاخص مشخص اندازه‌گیری شد و تفاوت‌هایی مانند میزان حضور اعضای خانواده در مدیریت، نسل خانواده کنترل‌کننده، هویت مدیرعامل و شدت کنترل خانوادگی در مدل لحاظ نشد. همچنین، امکان تأثیر برخی متغیرهای اقتصادی و شرکتی خارج از مدل، مانند شرایط کلان اقتصادی، نوع صنعت، محدودیت مالی و فرصت‌های رشد، به‌طور کامل قابل حذف نیست.

پیشنهاد می‌شود پژوهش‌های آینده رابطه جریان‌های نقدی سرمایه‌گذاری و ارزش شرکت را در دوره‌های زمانی طولانی‌تر و در صنایع مختلف به‌صورت جداگانه بررسی کنند تا پایداری نتایج مشخص شود. همچنین، استفاده از شاخص‌های متنوع‌تر برای سنجش مالکیت خانوادگی، مانند درصد دقیق مالکیت خانواده، حضور اعضای خانواده در هیئت‌مدیره، مدیرعامل خانوادگی و نسل کنترل‌کننده می‌تواند ابعاد دقیق‌تری از نقش خانواده را آشکار کند. بررسی نقش تعدیل‌گر یا میانجی متغیرهایی نظیر محدودیت مالی، فرصت‌های سرمایه‌گذاری، ساختار سرمایه، کیفیت حاکمیت شرکتی، عدم تقارن اطلاعاتی و بیش سرمایه‌گذاری نیز می‌تواند به توسعه مدل پژوهش کمک کند. علاوه بر این، پیشنهاد می‌شود جریان‌های نقدی عملیاتی، سرمایه‌گذاری و تأمین مالی به‌طور هم‌زمان در یک مدل بررسی و آثار نسبی آنها بر ارزش شرکت مقایسه شود.

به مدیران شرکت‌ها پیشنهاد می‌شود تصمیمات سرمایه‌گذاری را بر اساس ارزیابی دقیق بازده مورد انتظار، ریسک و توان پروژه‌ها در ایجاد جریان نقدی آتی اتخاذ کنند و از تخصیص منابع به سرمایه‌گذاری‌هایی که توجیه اقتصادی کافی ندارند، اجتناب شود. سرمایه‌گذاران و تحلیلگران بازار سرمایه نیز بهتر است هنگام ارزیابی شرکت‌ها صرفاً به میزان سود یا سطح وجه نقد توجه نکنند و ترکیب و جهت جریان‌های نقدی سرمایه‌گذاری را نیز در کنار کیفیت فرصت‌های رشد و ساختار حاکمیت شرکتی مورد بررسی قرار دهند. همچنین، شرکت‌های خانوادگی می‌توانند با تقویت شفافیت، تعریف روشن حدود اختیارات مالکان و مدیران، افزایش استقلال هیئت‌مدیره و استقرار سازوکارهای مؤثر ارزیابی سرمایه‌گذاری، از منابع نقدی به‌گونه‌ای استفاده کنند که منافع همه سهامداران و نه صرفاً گروه کنترل‌کننده تأمین شود.

مشارکت نویسندگان

در نگارش این مقاله تمامی نویسندگان نقش یکسانی ایفا کردند.

تشکر و قدردانی

از تمامی کسانی که در طی مراحل این پژوهش به ما یاری رساندند تشکر و قدردانی می‌گردد.

تعارض منافع

در انجام مطالعه حاضر، هیچ‌گونه تضاد منافی وجود ندارد.

حمایت مالی

این پژوهش حامی مالی نداشته است.

موازن اخلاقی

در انجام این پژوهش تمامی موازن و اصول اخلاقی رعایت گردیده است.

References

- Abbasnejad, E. (2014). *The Effect of Corporate Governance Mechanisms on Cash Flows from Corporate Investing Activities* [Master's thesis, Islamic Azad University, Central Tehran Branch].
- Abdelgelil Amin, M., Almoneef, A., Elamer, A. A., & Abdelmaged, E. M. (2026). The Liquidity Paradox in Family Firms: How Family Control and CEO Identity Shape Cash Holdings and Firm Value. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 1-25. <https://doi.org/10.1108/CG-05-2025-0352>
- Ahmed, J., & Tahir, M. (2024). Corporate Cash Holdings and Financial Performance: Moderating Effect of Corporate Governance and Family Ownership. *South Asian Journal of Business Studies*, 13(4), 563-580. <https://doi.org/10.1108/SAJBS-11-2022-0385>
- Anderson, R. C., & Reeb, D. M. (2003). Founding-Family Ownership and Firm Performance: Evidence from the S&P 500. *The Journal of Finance*, 58(3), 1301-1328. <https://doi.org/10.1111/1540-6261.00567>
- Barth, M. E., Cram, D. P., & Nelson, K. K. (2001). Accruals and the Prediction of Future Cash Flows. *The Accounting Review*, 76(1), 27-58. <https://doi.org/10.2308/accr.2001.76.1.27>
- Carney, M. (2005). Corporate Governance and Competitive Advantage in Family-Controlled Firms. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 29(3), 249-265. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6520.2005.00081.x>
- Chen, Y. (2002). Corporate Governance and Cash Holding: Listed New Economy Versus Old Economy. *Journal of Corporate Governance*, 10(5), 420-430. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8683.2008.00701.x>
- Fathi Gharatappeh, M., Mohammadzadeh Salteh, H., Shiri, H., & Mahmoudi, M. (2016). The Effect of Product Market Competition and Corporate Governance Capability on Investment Efficiency with Emphasis on Corporate Financial Constraints. Fourth National Conference on Management, Economics, and Accounting, Tabriz, Iran. <https://civilica.com/doc/518289>
- Francis, B., & Hasan, I. (2013). Corporate Governance and Investment-Cash Flow Sensitivity: Evidence from Emerging Markets. *Emerging Markets Review*, 15, 57-71. <https://doi.org/10.1016/j.ememar.2012.08.002>
- Ghafourian Shagerdi, A., Moradi, M., Rabbani, A., & Nadernejad, A. (2022). The Effect of Family Ownership on Cash Holdings and Firm Value in Companies Listed on the Tehran Stock Exchange. Third International Conference on New Challenges and Solutions in Industrial Engineering, Management, and Accounting, Chababhar, Iran. <https://civilica.com/doc/1564859>
- Hemmati Zahmatkesh, S., Nourbakhsh Langroudi, M. M., & Sadrara, M. (2020). Factors Affecting Cash Flow Sensitivity with Emphasis on the Role of Family Ownership. Fifth National Conference on Economics, Management, and Accounting, Ahvaz, Iran. <https://civilica.com/doc/1231386>
- Khademi, S. (2013). *The Effect of Corporate Governance Factors on Cash Flows from Operating and Financing Activities* [Master's thesis, Islamic Azad University, Central Tehran Branch].
- Kumar, K. R., & Krishnan, G. V. (2008). The Value-Relevance of Cash Flows and Accruals: The Role of Investment Opportunities. *The Accounting Review*, 83(4), 997-1040. <https://doi.org/10.2308/accr.2008.83.4.997>
- Matoofi, A., & Golchoobi, M. (2017). Examining the Relationship between Family Ownership and the Speed of Adjustment in Cash Holdings: Evidence from the Tehran Stock Exchange. *Financial Accounting Research*, 9(4), 61-82. <https://sid.ir/paper/155185/fa>
- Ni, Y., Huang, P., Chiang, P., & Liao, Y. (2019). Cash Flow Statements and Firm Value: Evidence from Taiwan. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 71, 280-290. <https://doi.org/10.1016/j.qref.2018.09.004>
- Omag, A. (2016). Cash Flows from Financing Activities: Evidence from the Automotive Industry. *International Journal of Academic Research in Accounting, Finance and Management Sciences*, 6(1), 115-122. <https://doi.org/10.6007/IJARAFMS/v6-i1/1998>
- Sardari Zadeh, M., Jahanshad, A., & Rouhi, A. (2014). Examining the Relationship between Net Cash Flow from Each Class of the Cash Flow Statement and the Price-to-Earnings Ratio. *Empirical Accounting Research*, 3(3), 75-91.
- Sumantri, M. B. A., Waspada, I., Sari, M., & Heryana, T. (2026). The Moderation Effect of Capital Structure on the Influence of Family Ownership on Firm Value. *Implementasi Manajemen & Kewirausahaan*, 6(1), 220-236. <https://doi.org/10.38156/imka.v6i1.741>
- Villalonga, B., & Amit, R. (2006). How Do Family Ownership, Control and Management Affect Firm Value? *Journal of Financial Economics*, 80(2), 385-417. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2004.12.005>
- Wijayanto, W., Mustaruddin, M., & Afifah, N. (2024). Determinants of Firm Value: Perspectives of Free Cash Flow, Investment Opportunities, Managerial Ownership, and Opportunistic Behavior. *Ajarcd (Asian Journal of Applied Research for Community Development and Empowerment)*, 8(2), 53-58. <https://doi.org/10.29165/ajarcde.v8i2.389>
- Yeon, J., Lin, M. S., Lee, S., & Sharma, A. (2021). Does Family Matter? The Moderating Role of Family Involvement on the Relationship between CSR and Firm Performance. *International Journal of Contemporary Hospitality Management*, 33(10), 3729-3751. <https://doi.org/10.1108/IJCHM-03-2021-0315>