

بررسی تأثیر مالکیت خانوادگی بر محدودیت‌های تأمین مالی و کارایی شرکت‌ها (مورد مطالعه: شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران)

فاضل محمدی نوده^۱، سعید شهرباری^۲

۱. استادیار گروه مدیریت، دانشکده علوم انسانی، دانشگاه آزاد اسلامی واحد لاهیجان، لاهیجان، ایران

mnfazel2@gmail.com

۲. عضو هیأت علمی مؤسسه آموزش عالی کار، ایران (نویسنده مسئول)

shahriyari@kar.ac.ir

چکیده

هدف پژوهش حاضر بررسی تأثیر مالکیت خانوادگی بر محدودیت‌های تأمین مالی و کارایی شرکت‌ها در شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد. جهت بررسی موضوع حاضر، تعداد ۱۱۰ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران طی ۵ سال در بازه زمانی ۱۳۹۲ الی ۱۳۹۶ با استفاده از روش داده‌های ترکیبی (۵۵۰ سال-شرکت) مورد بررسی قرار گرفت. نتایج آزمون معنی‌داری ضرایب بر اساس معادله‌های رگرسیون برازش شده نشان داد مالکیت خانوادگی بر محدودیت‌های تأمین مالی شرکت‌ها، اثر مثبت و معنی‌داری دارد و از طرفی مالکیت خانوادگی با کارایی شرکت‌ها ارتباط منفی و معنی‌داری دارد.

واژگان کلیدی: مالکیت خانوادگی، ساختار مالکیت، محدودیت‌های مالی، حساسیت سرمایه‌گذاری.

۱. مقدمه

بحث محدودیت‌های مالی یکی از موضوعات مهم و اساسی پیش‌روی تمام شرکت‌ها می‌باشد. شرکت‌هایی که دارای محدودیت مالی شدید هستند در هنگام تصمیم‌گیری‌های سرمایه‌گذاری بر جریان نقدی تأکید بیشتری دارند؛ به عبارتی با افزایش اختلاف بین هزینه‌های تأمین مالی داخلی و خارجی، حساسیت سرمایه‌گذاری به وجوه نقد داخلی افزایش می‌یابد (بادآور نهندي و درخور، ۱۳۹۲). فزاری و همکاران (۱۹۸۸)، شاخصی به نام حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقدی را معرفی نمودند. این شاخص از طریق اندازه‌گیری میزان تغییرات در مخارج سرمایه‌ای شرکت به ازای یک واحد تغییر در جریان نقد عملیاتی، تعریف می‌شود. حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقدی، بیانگر میزان اتکای یک شرکت بر منابع داخلی است. بر این اساس، هر چه حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقدی شرکتی بالاتر باشد، میزان اتکای آن شرکت بر منابع داخلی بیشتر است و از محدودیت مالی بیشتری برخوردار خواهد بود. به‌طور کلی حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقدی، به تغییرات مخارج سرمایه‌ای شرکت‌ها در قبال تغییرات جریان‌های نقدی اشاره دارد.

شرکت‌های دارای محدودیت‌های مالی، نگهداری موجودی‌های نقدی خود را در پاسخ به افزایش نوسانات جریان‌های وجوه نقد افزایش می‌دهند، زیرا محدودیت‌های مالی، یک نوع رقابت و تضاد بین سرمایه‌گذاری‌های جاری و آتی به‌وجود آورده و با وجود ریسک جریان‌های وجوه نقد آتی، باعث ایجاد انگیزه جهت اقدام برای پس‌اندازهای احتیاطی می‌شود. به‌علاوه روش‌های تأمین مالی و مدیریت مطالبات، بر وضعیت نقدینگی شرکت مؤثرند. مدیریت بایستی متناسب با سطح محدودیت تأمین مالی شرکت‌ها مبادرت به نگهداری وجوه نقد در شرکت نماید. شرکت‌هایی که دارای محدودیت مالی بیشتر هستند باید وجوه نقد بیشتری نگهداری نموده و در مقابل شرکت‌هایی که دارای محدودیت مالی کم‌تری هستند وجوه نقد کم‌تری نگهداری نمایند. عدم تعادل بین محدودیت مالی، وجوه نقد نگهداری‌شده و میزان سرمایه‌گذاری می‌تواند شرکت را دچار مشکلات نقدینگی نموده و هزینه‌های شرکت را افزایش دهد، حال یا در قالب هزینه‌های تأمین مالی و یا در قالب هزینه فرصت از دست رفته که هر دوی این هزینه‌ها در نهایت سودآوری شرکت‌ها را تهدید خواهد نمود. از طرفی رشد آتی شرکت‌ها نیز می‌تواند منوط به تصمیمات صحیح مدیریت و در رابطه بین محدودیت مالی، ارزش وجه نقد و میزان سرمایه‌گذاری باشد. لذا توجه به میزان نگهداری وجه نقد با توجه به سطوح سرمایه‌گذاری در شرکت‌هایی که دارای محدودیت مالی هستند می‌تواند برای مدیریت شرکت از اولویت‌های تصمیم‌گیری باشد (بادآور نهندي و درخور، ۱۳۹۲).

ارزیابی و اندازه‌گیری کارایی شرکت نیز از مهم‌ترین مسائل مالی است و عدم ارزیابی و کنترل عملکرد شرکت‌ها به عدم تخصیص بهینه منابع می‌انجامد که این موضوع سبب زیان سهام داران و در نهایت اقتصاد در سطح کلان می‌شود. ارزیابی عملکرد یعنی ارزیابی این که شرکت تا چه حدی به اهداف تعیین‌شده در برنامه‌های خود دست یافته است. عملیاتی کردن مفهوم عملکرد شرکت، امر پیچیده‌ای است و معمولاً برای انجام آن از سنجه‌های مختلفی استفاده می‌شود (عبداللهی، ۱۳۸۸). هم‌چنین سهامداران به عنوان مالکان واحد تجاری در پی افزایش ثروت خود هستند و با توجه به این که افزایش ثروت نتیجه عملکرد مطلوب واحد تجاری است، ارزشیابی عملکرد شرکت برای مالکان نیز دارای اهمیت فراوانی است (اولی و همکاران، ۱۳۹۳).

از سویی در ایران، متأسفانه به دلیل شفافیت کم، اطلاعات افشا شده در مورد ماهیت و مالکیت شرکت‌ها و به تبع عدم تشخیص و تفکیک شرکت‌های خانوادگی (شرکت‌هایی که یک یا چند خانواده به‌خصوص در اجرای سیاست‌های کلی و راهبردی شرکت، نقش کلیدی ایفا می‌کنند)، تاکنون تحقیقات زیادی در مورد این‌گونه شرکت‌ها صورت نگرفته است (مهرآذین و همکاران، ۱۳۹۲). حضور سهامداران حقیقی از یک خانواده یا فامیل با در اختیار داشتن درصد بالای سهام و یا حضور آن‌ها در هیأت مدیره به نوعی خانوادگی بودن مالکیت شرکت را نشان می‌دهد (آندرسون و ریب، ۲۰۰۳). در شرکت‌های خانوادگی به‌علت وجود سهامدار عمده حقیقی و یا وجود اعضای خانواده در هیأت مدیره، ممکن است سایر سهامداران این گمان را داشته باشند که منافع خانواده، به‌عنوان یکی از اصلی‌ترین ارکان تصمیم‌گیری برای شرکت، بر منافع سایر سهامداران در اولویت قرار گیرد. با افزایش برتری کسب و کارهای خانوادگی در اقتصاد جهانی، تحقیق و مطالعه در رابطه با شرکت‌های خانوادگی در دهه اخیر مورد توجه بسیاری از محققان قرار گرفته است و جنبه‌های مختلف شرکت‌های خانوادگی، عملکرد شرکت‌های خانوادگی در مقایسه با شرکت‌های غیر خانوادگی مورد مطالعه قرار گرفته است. مروری بر ادبیات رفتار و عملکرد شرکت‌های خانوادگی نشان می‌دهد که تحقیقات در تلاش برای ارزیابی عملکرد بهتر یا ضعیف‌تر شرکت‌های خانوادگی با توجه به جوانب مختلف بوده‌اند (مهرآذین و همکاران، ۱۳۹۲).

تیتما (۲۰۱۷) معتقد است یک سهامدار خانوادگی می‌تواند سیاست‌های شرکت را برای به‌حداکثر رساندن ثروت سهامداران کنترل کند و تحت تأثیر قرار دهد. وجود یک مالک خانوادگی بالقوه، نظم و انضباط برای مدیریت سرمایه‌گذاری در پروژه‌های تولیدی را فراهم می‌کند و باعث کاهش هزینه‌های نمایندگی از جریان نقد آزاد می‌شود، بنابراین انتظار می‌رود سرمایه‌گذاری شرکت‌ها به‌جریان نقدی کم‌تر حساس باشد. از سوی دیگر، سهامداران خانوادگی می‌توانند قدرت خود را برای کسب منافع شخصی از شرکت‌ها اعمال کنند، در نتیجه هزینه‌های نمایندگی و میزان حساسیت جریان نقد سرمایه‌گذاری افزایش می‌یابد (تیتما، ۲۰۱۷). افزایش در سهامداران خانوادگی، تضاد منافع بین سهامداران عمده و سهامداران اقلیت را کاهش می‌دهد. هماهنگی منافع می‌تواند مانع سهامداران خانوادگی از خرج کردن جریان نقد آزاد به سرمایه‌گذاری‌های غیر مفید شود؛ بنابراین منجر به کاهش حساسیت جریان نقد سرمایه‌گذاری می‌شود (تیتما، ۲۰۱۷).

اگر مالکیت مدیریتی به‌منظور ایجاد انگیزه مدیران برای به‌حداکثر رساندن ثروت سهامداران کاهش یابد با این وجود هزینه‌های نمایندگی می‌تواند کاهش یابد، بنابراین یک رابطه منفی بین مالکیت مدیریتی و حساسیت سرمایه‌گذاری جریان نقد به‌وجود می‌آید. این استدلال‌ها نیز به تنظیم مالکیت متمرکز و شرکت‌های خانوادگی در بازارهای نوظهور منجر می‌شود. در چنین شرایطی، سهامداران خانوادگی اغلب در مدیریت دخیل هستند و یا می‌توانند از طریق حق رأی خود، سیاست‌های شرکت‌ها را تحت تأثیر قرار دهند. از آن‌جا که سهامداران خانوادگی انگیزه زیادی برای به‌حداکثر رساندن ارزش سهام خود دارند، احتمال دارد که آن‌ها منافع خود را با سهامداران اقلیت همسان سازند و یا نقش نظارتی را برای کاهش مشکلات سازمان بین مدیران و سهامداران ایفا کنند. بنابراین، انتظار می‌رود سرمایه‌گذاری شرکت‌های خانوادگی کم‌تر به‌جریان نقدی داخلی حساس باشد (تیتما، ۲۰۱۷). لذا سوال اصلی تحقیق این است که تأثیر وجود مالکیت خانوادگی بر حساسیت سرمایه‌گذاری به‌جریان نقدی به‌عنوان معیاری از محدودیت مالی و کارایی شرکت چگونه است؟

۲. مبانی نظری و پیشینه پژوهش

۱.۲. محدودیت مالی

منظور از اصطلاح محدودیت مالی این است که در تأمین مالی برای تمامی سرمایه‌گذاری‌های مطلوب مانعی وجود داشته باشد. عدم توانایی در تأمین وجوه برای سرمایه‌گذاری‌ها، ممکن است به دلیل شرایط بد اعتباری و عدم توانایی در گرفتن وام، با عدم توانایی در انتشار سهام جدید، با وجود دارایی‌های غیر نقدشونده باشد. به هر حال محدودیت مالی نمی‌تواند مترادف با فشار مالی یا فشار اقتصادی با ریسک ورشکستگی باشد، هر چند که این اصطلاحات با محدودیت مالی نیز مرتبط هستند (کنعانی امیری، ۱۳۸۶).

کامل‌ترین و صریح‌ترین تعریف محدودیت مالی این است که شرکت‌ها زمانی با محدودیت تأمین مالی مواجه می‌شوند که بین مصارف داخلی و مصارف خارجی وجوه تخصیص داده شده، شکاف ایجاد شود (فزاری و همکاران، ۱۹۸۸). با این تعریف تمام شرکت‌ها را می‌توان به‌نوعی دارای محدودیت مالی دانست، اما سطوح محدودیت مالی متفاوت است. از دلایل عمده وجود اختلاف بین هزینه تأمین مالی داخلی و خارجی، عدم تقارن اطلاعاتی و مشکلات نمایندگی را می‌توان نام برد. در حالت عدم تقارن اطلاعاتی، مدیران در مورد جریان نقدی، فرصت‌های سرمایه‌گذاری و به‌طور کلی چشم‌انداز آتی و ارزش واقعی شرکت اطلاعاتی بیش از سرمایه‌گذاران برون‌سازمانی در اختیار دارند. عدم تقارن اطلاعاتی موجب ایجاد ریسک اطلاعاتی برای تأمین‌کنندگان منابع مالی می‌گردد. تأمین‌کنندگان منابع مالی در قبال ریسک اطلاعاتی که تحمل می‌کنند، مبلغ صرف ریسکی برای این تأمین مالی در نظر می‌گیرند. به‌همین دلیل، سرمایه‌گذاران برای سرمایه‌گذاری در چنین شرکت‌هایی، نرخ بازده بالاتری را طلب می‌کنند (مایرز و مجلوف، ۱۹۸۴). مشکلات نمایندگی در ارتباط با منابع داخل واحد تجاری (وجوه نقد)، مطرح است. "جنسن و مک‌لینگ" معتقدند وام‌دهندگان در قراردادهای بدهی، محدودیت‌های خاصی از قبیل حفظ سطح معینی از سرمایه در گردش، عدم تحصیل دارایی‌های جدید، عدم سرمایه‌گذاری در فعالیت‌های تجاری جدید و غیر مرتبط با تجارت فعلی و عدم پرداخت سود سهام برای وام‌گیرنده‌ها تعیین می‌کنند. مشکلات نمایندگی باعث بروز بی‌اعتمادی بین مدیران شرکت و سرمایه‌گذاران می‌شود. در این حالت سرمایه‌گذاران نرخ بازده بالاتری را برای تأمین مالی پروژه‌های سرمایه‌گذاری شرکت مطالبه می‌کنند (کادا پاکام و همکاران، ۱۹۹۸). بنابراین تأمین مالی خارج از شرکت، گران‌تر می‌شود.

۲.۲. حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقدی

بر مبنای مطالب پیش‌گفته، مشکلات نمایندگی و عدم تقارن اطلاعاتی در شرکت‌های دچار محدودیت مالی نسبت به شرکت‌های دیگر بیش‌تر است و بنابراین تأمین مالی از خارج این شرکت‌ها گران‌تر است. پس این شرکت‌ها بیش‌تر از منابع داخل شرکت برای تأمین مالی استفاده می‌کنند. یکی از منابع داخلی مهم شرکت، جریان نقد عملیاتی است. فزاری و همکاران (۱۹۸۸) نشان دادند که بین سرمایه‌گذاری و جریان نقد عملیاتی ارتباط مستقیمی وجود دارد. آن‌ها شاخصی به نام حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقدی را معرفی نمودند. این شاخص از طریق اندازه‌گیری میزان تغییرات در مخارج سرمایه‌ای شرکت به ازای یک واحد تغییر در جریان نقد عملیاتی، تعریف می‌شود؛ حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقدی، بیان‌گر میزان اتکای یک شرکت بر منابع داخلی است. بر این اساس، هرچه حساسیت سرمایه‌گذاری به

جریان نقدی شرکتی بالاتر باشد، میزان اتکای آن شرکت بر منابع داخلی بیش تر است و از محدودیت مالی بیش تری برخوردار خواهد بود.

در ادامه به برخی از مهم ترین مطالعات داخلی و خارجی اشاره شده است:

هدلاک (۱۹۹۸)، در پژوهش خود تحت عنوان "مالکیت، نقدینگی و سرمایه گذاری" به یک رابطه غیرخطی بین سهامداران داخلی و حساسیت سرمایه گذاری شرکت به جریان نقدی رسیدند. زمانی که مالکیت افزایش می یابد، حساسیت سرمایه گذاری به جریان نقدی به شدت افزایش می یابد. این رابطه در سطوح بالاتری از مالکیت تضعیف می شود.

میشرا و همکاران (۲۰۰۱)، در پژوهشی با عنوان «تأثیر مالکیت خانوادگی بر کنترل و ارزش شرکت» به بررسی ارزش شرکت و ارتباط آن با ساختار کنترل پرداختند. یافته های این پژوهش نشان داد که در شرکت های با مالکیت خانوادگی، ارزش شرکت به صورت معنی داری از شرکت های با مالکیت غیر خانوادگی بیش تر است. هم چنین ارتباط میان هیأت مدیره خانوادگی و ارزش شرکت برای شرکت های تازه تأسیس، شرکت های با اعضای هیأت مدیره کم و شرکت هایی که یک نوع سهام منتشر کرده اند، بسیار قوی است.

اهرهاردت و نواک (۲۰۰۳)، در پژوهشی به بررسی تأثیر عرضه اولیه عمومی بر شرکت های خانوادگی، از لحاظ تغییرات حاکمیتی، ساختار مالکیت و عملکرد، پرداختند. نتایج این پژوهش نشان داد که حتی ده سال پس از عرضه سهام به عموم، باز هم کنترل شرکت در دست سهامداران خانوادگی بود. هم چنین میان تمرکز حق رأی و عملکرد شرکت نیز یک رابطه غیرخطی مشاهده شد. بر اساس این یافته، سهامداران جدید باید در زمان صدور سهام بدون حق رأی مراقب باشند، چرا که تمرکز حق رأی بیش از هفتاد و پنج درصد، باعث کاهش ارزش شرکت می شود.

وی و ژانگ (۲۰۰۸)، در پژوهش خود تحت عنوان "ساختار مالکیت، جریان نقدی و سرمایه گذاری: شواهدی از اقتصادهای شرق آسیا قبل از بحران مالی" با استفاده از داده های مالی و ساختار مالکیت از هشت بازار آسیایی در بازارهای آسیا پیش از بحران مالی آسیا، نشان دادند، حساسیت سرمایه گذاری جریان نقدی شرکت ها با افزایش بزرگ ترین سهامداران کاهش می یابد.

تیتما (۲۰۱۷)، در پژوهش خود تحت عنوان "مالکیت خانوادگی و جریان وجه نقد آزاد" نشان داد، حضور مالکیت خانوادگی، حساسیت سرمایه گذاری به جریان نقدی را کاهش می دهد. در سطوح پایین و بالای مالکیت خانوادگی، افزایش مالکیت خانوادگی منجر به کاهش حساسیت جریان سرمایه به سرمایه گذاری می شود. در مقابل، شرکت هایی که دارای مالکیت متوسط خانوادگی هستند، حساسیت بیش تری نسبت به سرمایه گذاری دارند. تنها در سطح بالایی از مالکیت خانوادگی، عملکرد سازمانی به طور مستقیم با سهامداران خانواده مرتبط است.

رضایی و امینی (۱۳۹۳)، در پژوهش خود تحت عنوان "مقایسه تأثیر ساختار مالکیت خانوادگی و غیر خانوادگی و ریسک عملیاتی بر عملکرد شرکت ها" با بکارگیری معیارهای ارزیابی عملکرد شامل معیارهای حسابداری و بازار، اثر ساختار مالکیت خانوادگی بر عملکرد شرکت ها را مورد بررسی قرار دادند. نتایج نشان داد که شرکت های خانوادگی، عملکرد بیش تری در مقایسه با شرکت های غیر خانوادگی ندارند. اما رابطه ریسک عملیاتی و عملکرد در شرکت های خانوادگی برای نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری، نسبت حقوق صاحبان سهام و رشد فروش، قوی تر از شرکت های غیر خانوادگی است.

صالحی و همکاران (۱۳۹۶)، به بررسی معیار خوش‌بینی مدیریتی و تأثیر آن بر حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقدی با در نظر گرفتن وجود و یا عدم وجود محدودیت مالی در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج پژوهش ارتباط مثبت و معنی‌دار میان خوش‌بینی مدیریتی و حساسیت سرمایه‌گذاری را در میان کل نمونه و هم‌چنین در میان شرکت‌های طبقه‌بندی‌شده تحت عنوان دارای محدودیت مالی و بدون محدودیت مالی را نشان می‌دهد. هم‌چنین نتایج حاکی از آن است که حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقدی در نتیجه خوش‌بینی مدیریتی، در شرکت‌های دارای محدودیت مالی بیش‌تر از شرکت‌های بدون محدودیت مالی است.

۳. فرضیه‌های پژوهش

مطابق با مقدمه و پیشینه پژوهش مطرح شده، فرضیات پژوهش حاضر به شرح زیر مطرح گردید:

فرضیه اول: مالکیت خانوادگی با محدودیت‌های تأمین مالی شرکت‌ها ارتباط منفی دارد.

فرضیه دوم: مالکیت خانوادگی با کارایی شرکت‌ها ارتباط مثبت دارد.

۴. روش پژوهش

پژوهش جاری از نوع توصیفی و همبستگی می‌باشد. در این نوع پژوهش به مطالعه رابطه موجود بین دو متغیر یا دو پدیده توجه می‌شود و هدف اصلی آن است که مشخص شود آیا رابطه‌ای بین دو یا چند متغیر کمی وجود دارد یا خیر، و اگر این رابطه وجود دارد، اندازه و حد آن چقدر است. پژوهش جاری از لحاظ هدف، از نوع کاربردی، از نظر فرآیند اجرا، از نوع کمی، از بُعد زمانی، از نوع پژوهش‌های گذشته‌نگر و پس‌رویدادی است. برای آزمون فرضیه‌های پژوهش، از تحلیل رگرسیون با داده‌های ترکیبی استفاده شده است. داده‌های استفاده شده در این پژوهش به روش کتابخانه‌ای از بانک اطلاعاتی ره‌آورد نوین و سایت‌های بورس اوراق بهادار، گردآوری شده و برای تجزیه و تحلیل داده‌ها و آزمون فرضیه‌های پژوهش از نرم‌افزار ایویوز ۸ استفاده شده است.

۱،۴. جامعه آماری و حجم نمونه

جامعه آماری این پژوهش شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران و از همه صنایع طی سال‌های ۱۳۹۲ تا

۱۳۹۶ می‌باشد. شرکت‌های انتخابی به‌عنوان نمونه باید حائز شرایط زیر باشند:

(۱) پایان سال مالی شرکت‌ها، اسفند ماه هر سال باشد.

(۲) اطلاعات مالی شرکت‌ها طی سال‌های ۱۳۹۲-۱۳۹۶ در دسترس باشد.

(۳) از شرکت‌های فعال در صنایع بیمه‌ای و بانکی و سرمایه‌گذاری و واسطه‌گری مالی نباشند.

(۴) شرکت‌ها طی سال‌های ۱۳۹۲ تا ۱۳۹۶ سال مالی خود را تغییر نداده باشند.

(۵) معاملات سهام به‌طور مداوم در بورس اوراق بهادار تهران روی داده باشد و توقف معاملاتی بیش از ۳ ماه صورت نگرفته باشد.

با توجه به شرایط ذکر شده، ۱۱۰ شرکت از شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران (۵۵۰ شرکت-سال) انتخاب گردید.

۲،۴. مدل‌های مورد استفاده جهت آزمون فرضیه‌ها

بر مبنای مطالعه تیتما (۲۰۱۷)، جهت آزمون فرضیه اول پژوهش از مدل رگرسیونی زیر استفاده شده است:

$$\frac{I_{i,t}}{K_{i,t-1}} = \beta_0 + \beta_1 \frac{CF_{i,t}}{K_{i,t-1}} + \beta_2 Q_{i,t-1} + \beta_3 \frac{Sales_{i,t-1}}{K_{i,t-1}} + \beta_4 Family_{i,t} + \beta_5 Family_{i,t} \times \frac{CF_{i,t}}{K_{i,t-1}} + \varepsilon_{i,t}$$

در رابطه فوق:

$I_{i,t}$: معرف سرمایه‌گذاری در دارایی‌های ثابت شرکت i در سال t است که از طریق تغییرات مبلغ خالص دارایی‌های ثابت نسبت به سال قبل محاسبه می‌شود (حقیقت و زرگر فیوججی، ۱۳۹۲).

$K_{i,t-1}$: مجموع دارایی‌های شرکت i در سال قبل.

$CF_{i,t}$: جریان نقد عملیاتی شرکت i در سال t که از طریق نسبت ارزش بازار هر سهم به ارزش دفتری آن محاسبه می‌شود.

$Q_{i,t-1}$: نسبت کیوتوبین مربوط به شرکت i در سال t . از طریق نسبت ارزش بازار هر سهم به ارزش دفتری آن محاسبه می‌شود.

$Sales_{i,t-1}$: فروش‌های شرکت i در سال قبل.

$Family_{i,t}$: مالکیت خانوادگی شرکت i در سال t . یک متغیر مجازی است که اگر شرکت دارای مالکیت خانوادگی باشد برابر ۱ و در غیر این صورت برابر صفر قرار می‌گیرد. در این پژوهش منظور از مالکیت خانوادگی، سهام‌نگهداری شده توسط اعضای خانواده هیأت مدیره می‌باشد.

در فرضیه اول پیش‌بینی شده که مالکیت خانوادگی بر محدودیت‌های تأمین مالی، تأثیر منفی دارد. به عبارت دیگر انتظار بر این است ضریب متغیر اثر متقابل مالکیت خانوادگی بر حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقد دارای علامت منفی و معنی‌دار باشد. لازم به ذکر است که در پژوهش حاضر برطبق مطالعه فزاری و همکاران (۱۹۸۸)، از معیار حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقدی جهت محاسبه محدودیت‌های تأمین مالی استفاده شده است. هرچه حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقدی شرکتی بالاتر باشد، میزان اتکای آن شرکت بر منابع داخلی بیش‌تر است و از محدودیت مالی بیش‌تری برخوردار خواهد بود.

جهت آزمون فرضیه دوم پژوهش نیز از مدل رگرسیونی زیر استفاده شده است:

$$ROA_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Family_{i,t} + \beta_4 Size_{i,t} + \beta_5 Lev_{i,t} + \beta_6 Age_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

در رابطه فوق:

$ROA_{i,t}$: بازده دارایی‌های شرکت i در سال t . در این پژوهش از معیار بازده دارایی‌ها برای سنجش کارایی شرکت استفاده شده است که برابر است با نسبت سود/زیان خالص به مجموع دارایی‌های شرکت.

$SIZE_{i,t}$: اندازه شرکت i در سال t . برابر است با لگاریتم طبیعی ارزش بازار شرکت در سال جاری.

$LEV_{i,t}$: اهرم مالی شرکت i در سال t . برابر است با نسبت مجموع بدهی‌ها بر مجموع کل دارایی‌های شرکت i در سال t .

$AGE_{i,t}$: سن شرکت i در سال t . برابر است با تعداد سال‌هایی که شرکت به فعالیت خود از زمان تأسیس ادامه داده است.

۵. یافته‌های پژوهش

جدول شماره (۱)، خلاصه آمار توصیفی مربوط به متغیرهای پژوهش را نشان می‌دهد که بیان‌گر پارامترهای توصیفی برای هر متغیر به صورت مجزا است.

جدول ۱. آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

متغیر	میانگین	میانه	بیشینه	کمینه	انحراف معیار	چولگی	کشیدگی	تعداد مشاهدات
سرمایه‌گذاری	۰,۰۲۸	۰,۰۰۴	۰,۶۳۰	-۰,۳۸	۰,۰۹	۲,۸۶	۱۷,۵۸	۵۵۰
جریان نقد عملیاتی	۰,۱۰	۰,۰۹	۰,۶۴	-۰,۳۸	۰,۱۳	۰,۳۶	۴,۹۵	۵۵۰
مالکیت خانوادگی	۰,۱۲۵	۰,۰۰۰	۱,۰۰۰	۰,۰۰۰	۰,۳۳	۲,۲۶	۶,۱۱	۵۵۰
اندازه شرکت	۶,۱۰	۶,۰۳	۸,۲۳	۴,۶۷	۰,۶۰	۱,۰۱	۴,۳۷	۵۵۰
فروش	۰,۸۲	۰,۶۹	۵,۰۸	۰,۰۰۰	۰,۵۸	۲,۸۳	۱۷,۰۱	۵۵۰
بازده دارایی‌ها	۰,۰۸	۰,۰۷	۰,۶۲	-۱,۰۶	۰,۱۶	-۰,۸۴	۱۰,۴۶	۵۵۰
نسبت کیوتوبین	۰,۳۵	۰,۳۸	۳,۳۱	-۸,۶۹	۰,۷۵	-۵,۹۴	۵۸,۶۶	۵۵۰
اهرم مالی	۰,۶۲	۰,۶۰	۴,۰۰۲	۰,۰۱	۰,۳۲	۳,۵۵	۳۰,۴۰	۵۵۰
سن شرکت	۳,۶۱	۳,۷۶	۴,۱۷	۲,۳۰	۰,۳۹	-۰,۸۱	۲,۶۹	۵۵۰

مهم‌ترین شاخص مرکزی، میانگین است که نشان دهنده نقطه تعادل و مرکز ثقل توزیع است و شاخص مناسبی برای نشان دادن مرکزیت داده‌هاست. برای مثال، میانگین متغیر اهرم مالی برابر با ۰,۶۲ می‌باشد، که نشان می‌دهد بیش‌تر داده‌های مربوط به این متغیر حول این نقطه تمرکز یافته‌اند. میانه یکی از شاخص‌های مرکزی است که وضعیت جامعه را نشان می‌دهد. همان‌گونه که در جدول (۱)، مشاهده می‌شود میانه متغیر مالکیت خانوادگی برابر با ۰,۱۲۵ می‌باشد که نشان می‌دهد نیمی از داده‌ها کم‌تر از این مقدار و نیمی دیگر بیش‌تر از این مقدار هستند. از جمله مهم‌ترین پارامترهای پراکندگی، انحراف معیار است. مقدار این پارامتر برای متغیر نسبت کیوتوبین برابر ۰,۷۵ و برای متغیر سرمایه‌گذاری برابر ۰,۰۹ است که نشان می‌دهد در بین متغیرهای پژوهش، متغیر نسبت کیوتوبین و متغیر سرمایه‌گذاری به ترتیب دارای بیش‌ترین و کم‌ترین میزان پراکندگی می‌باشند.

۱,۵ بررسی فرض کلاسیک

بررسی مفروضات کلاسیک قبل از ارائه نتایج یافته‌ها لازم است. فرض کلاسیک رگرسیون به شرح زیر بررسی می‌شود:

- آزمون همبستگی بین متغیرهای پژوهش: قبل از برآورد مدل لازم است تا عدم وجود هم‌خطی میان متغیرهای مستقل آزمون شود. برای بررسی وجود یا عدم وجود هم‌خطی میان متغیرهای مستقل پژوهش از ضریب همبستگی پیرسون استفاده شده‌است. جدول (۲)، آزمون همبستگی بین متغیرهای پژوهش را نشان می‌دهد. نتایج ماتریس همبستگی پیرسون نشان می‌دهد، بین متغیرهای مستقل و کنترلی هم‌خطی وجود ندارد.

جدول ۲. آزمون همبستگی متغیرهای پژوهش

متغیر	I	CF	FAMILY	SIZE	SALES	ROA	Q	LEV	AGE	FAMILY*CF
I	۱									
CF	-۰,۰۱ (۰,۸۰۷)	۱								
FAMILY	۰,۰۳۶ (۰,۳۹)	-۰,۰۴ (۰,۳۴)	۱							
SIZE	۰,۰۱۷ (۰,۶۷)	۰,۲۲ (۰,۰۰۰)	-۰,۱۷ (۰,۰۰۰)	۱						
SALES	-۰,۰۸ (۰,۰۵)	۰,۱۱ (۰,۰۰۵)	-۰,۰۲۴ (۰,۵۶)	-۰,۰۵۲ (۰,۲۱)	۱					
ROA	-۰,۰۲۵ (۰,۵۵)	۰,۴۴ (۰,۰۰۰)	۰,۰۱۹ (۰,۶۵)	۰,۲۹ (۰,۰۰)	-۰,۰۷ (۰,۰۶)	۱				
Q	۰,۰۱۴ (۰,۷۲)	-۰,۰۰۱ (۰,۹۷)	۰,۰۶۲ (۰,۱۴)	۰,۰۲۵ (۰,۵۵۶)	۰,۰۳ (۰,۳۹)	۰,۱۳ (۰,۰۰)	۱			
LEV	-۰,۰۹۸ (۰,۰۲۱)	-۰,۲۶۵ (۰,۰۰۰)	-۰,۱۶۸ (۰,۰۰)	-۰,۱۵۶ (۰,۰۰)	۰,۱۴ (۰,۰۰)	-۰,۷۲۳ (۰,۰۰۰)	-۰,۲۵۵ (۰,۰۰)	۱		
AGE	-۰,۰۳۵ (۰,۴۱)	۰,۰۰۲ (۰,۹۵)	-۰,۰۳۶ (۰,۳۸۷)	۰,۱۲۵ (۰,۰۰)	-۰,۰۷ (۰,۰۸۶)	۰,۰۲۷ (۰,۵۱)	-۰,۰۱ (۰,۷۵)	-۰,۰۰۶ (۰,۸۸)	۱	
FAMILY*CF	۰,۰۰۱ (۰,۹۶)	۰,۰۱۴ (۰,۷۳)	۰,۸۹۳ (۰,۰۰)	-۰,۱۸۱ (۰,۰۰)	۰,۰۸ (۰,۰۶)	۰,۰۲۴ (۰,۵۶)	۰,۰۴ (۰,۲۵۸)	-۰,۱۳ (۰,۰۰۱)	۰,۰۰۵ (۰,۸۹)	۱

۲. آزمون نرمال بودن جملات خطا (پسماند): یکی از متداول ترین آزمون‌های به کار رفته به منظور سنجش نرمال بودن خطای پسماند، آزمون جارک - برا (JB) است. در این پژوهش با توجه به این که سطح معنی داری آزمون جارک برا، کم تر از ۵ درصد محاسبه شده است، در نتیجه فرضیه H_0 مبنی بر نرمال بودن جملات خطا در مدل‌های مذکور رد می شود. اما با توجه به اندازه بزرگ نمونه و با استناد به قضیه حد مرکزی، نرمال بودن داده‌ها توجیه می شود.

جدول ۳. آزمون نرمال بودن جملات پسماند مدل‌های پژوهش

فرضیه‌ها	روش	مقدار	احتمال
فرضیه اول	Jarque-Bera	۲۶,۱۴	۰,۰۰۰
فرضیه دوم	Jarque-Bera	۲۱,۶۸	۰,۰۰۰

۳. آزمون عدم وجود خودهمبستگی: به منظور بررسی استقلال خطاها از یکدیگر از آزمون دوربین واتسون استفاده شده که نتایج مربوط به آن نشان می دهد که آماره دوربین - واتسون در کلیه مدل‌های آزمون شده، بین ۱,۵ الی ۲,۵ می باشد.

۴. آزمون ناهمسانی واریانس: در این پژوهش به منظور بررسی همسانی واریانس‌ها در داده‌های ترکیبی از روش بارتلت استفاده می‌شود. در آزمون مزبور، فرض صفر مبنی بر همسانی واریانس‌ها و فرض مخالف آن ناهمسانی واریانس‌ها در نظر گرفته می‌شود. نتایج با توجه به سطح معنی‌داری‌های به دست آمده که بالای ۵ درصد بوده، حاکی از عدم وجود ناهمسانی واریانس است.

جدول ۴. نتایج آزمون همسانی واریانس بارتلت مدل‌های پژوهش

فرضیه‌ها	روش	مقدار	احتمال
فرضیه اول	Bartlett	۶,۳۸۴	۰,۱۷۲
فرضیه دوم	Bartlett	۱,۰۳۳	۰,۹۵۹

۲,۵. آزمون مربوط به انتخاب مدل تخمین

در پژوهش حاضر برای آزمون فرضیه‌ها از داده‌های ترکیبی استفاده شده است. برای انتخاب روش تخمین داده‌های ترکیبی از آزمون F لیمر و هاسمن استفاده شده است. نتایج این آزمون‌ها برای مدل‌های اول و دوم نشان داد، احتمال آماره F لیمر برای مدل اول بیش از ۵ درصد بوده و در نتیجه مدل ۱ به روش داده‌های تلفیقی تخمین زده شده است و احتمال آماره‌های F لیمر و هاسمن برای مدل ۲، هر دو کم‌تر از ۵ درصد بوده و در نتیجه مدل ۲ به روش داده‌های تابلویی با اثرات ثابت تخمین زده شده است.

جدول ۵. نتایج آزمون مربوط به انتخاب مدل تخمین

فرضیه	آماره	مقدار	P-Value	نتیجه آزمون
فرضیه اول	F لیمر	۱,۱۴۴	۰,۱۷	pooled
	-	-	-	-
فرضیه دوم	F لیمر	۵,۱۱	۰,۰۰۰	panel
	هاسمن	۴۸,۵۲	۰,۰۰۰	اثرات ثابت

۶. نتایج تحلیل رگرسیون

۱,۶. نتایج آزمون فرضیه اول

فرضیه اول پژوهش عنوان می‌کند که مالکیت خانوادگی با محدودیت‌های تأمین مالی شرکت‌ها ارتباط منفی دارد. نتایج حاصل از آزمون فرضیه اول با استفاده از روش داده‌های تلفیقی در جدول (۶)، ارائه گردیده است.

جدول ۶. نتایج آزمون فرضیه اول پژوهش

متغیر	ضریب متغیر	انحراف استاندارد	آماره t	سطح معنی‌داری
CF	۰,۰۰۸	۰,۰۰۵	۱,۴۹۵	۰,۱۳۵
SALES	-۰,۰۱	۰,۰۰۳	-۳,۳۵	۰,۰۰۰

متغیر	ضریب متغیر	انحراف استاندارد	آماره t	سطح معنی داری
Q	-۰,۰۰۲	۰,۰۰۱	-۱,۳۶۷	۰,۱۷۲
FAMILY	۰,۰۹	۰,۱۴۸	۰,۶۱۳	۰,۵۳۹
FAMILY*CF	۰,۱۵۴	۰,۰۱۷	-۸,۶۸	۰,۰۰۰
C	۰,۰۴	۰,۰۱	۲,۲۲	۰,۰۲
ضریب تعیین	۰,۵۶		ضریب تعیین تعدیل شده	۰,۴۵
مقدار آماره F	۵,۰۱		سطح معنی داری آماره F	۰,۰۰۰
آماره دورین واتسون			۲,۱۴	

همان گونه که نتایج مندرج در جدول نشان می دهد، P-value محاسبه شده برای متغیر اثر متقابل مالکیت خانوادگی بر حساسیت سرمایه گذاری به جریان نقدی کم تر از سطح خطای ۵ درصد می باشد و ضریب برآورد شده آن متغیر مثبت است، در نتیجه می توان اظهار داشت مالکیت خانوادگی با محدودیت تأمین مالی رابطه مثبت و معنی داری دارد. هم چنین ضریب تعیین تعدیل شده این مدل ۰,۴۵ است که نشان می دهد ۴۵ درصد تغییرات متغیر وابسته، توسط متغیرهای مستقل مذکور قابل تبیین است و از آنجایی که آماره دورین- واتسون این مدل (۲,۱۴) می باشد، می توان گفت که در این مدل خودهمبستگی مرتبه اول وجود ندارد (تأیید یکی از مفروضات رگرسیون). به علاوه نتایج مندرج در جدول نشان می دهد که P-value آماره F کوچک تر از ۵ درصد است و از آنجایی که آماره F اعتبار کلی مدل را نشان می دهد، در نتیجه می توان گفت این مدل با احتمال ۹۵٪ معنی دار بوده و از اعتبار بالایی برخوردار است. با توجه به نتایج بدست آمده، فرضیه اول پژوهش تأیید نمی گردد.

۲,۶. نتایج آزمون فرضیه دوم

فرضیه دوم پژوهش عنوان می کند که مالکیت خانوادگی با کارایی شرکت ها ارتباط مثبت دارد. نتایج حاصل از آزمون فرضیه دوم با استفاده از روش داده های ترکیبی و اثرات ثابت در جدول (۷)، ارائه گردیده است.

جدول ۷. نتایج آزمون فرضیه دوم پژوهش

متغیر	ضریب متغیر	انحراف استاندارد	آماره t	سطح معنی داری
FAMILY	-۰,۲۷	۰,۰۲	-۱۳,۴۹	۰,۰۰۰
SIZE	۰,۰۶۲	۰,۰۱۲	۵,۱۱	۰,۰۰۰
LEV	-۰,۰۸۵	۰,۰۶۳	-۱,۳۴	۰,۱۷۸
AGE	-۰,۴۱	۰,۰۳۶	-۱۱,۴۷	۰,۰۰۰

متغیر	ضریب متغیر	انحراف استاندارد	آماره t	سطح معنی داری
C	۱,۳۹۶	۰,۱۲۲	۱۱,۴۰	۰,۰۰۰
ضریب تعیین	۰,۹۴		ضریب تعیین تعدیل شده	۰,۹۲
مقدار آماره F	۶۵,۲۹		سطح معنی داری آماره F	۰,۰۰۰
آماره دوربین - واتسون			۱,۸۱	

همان گونه که نتایج مندرج در جدول (۷)، نشان می‌دهد P-value محاسبه شده برای متغیر مستقل مالکیت خانوادگی کم‌تر از سطح خطای ۵ درصد می‌باشد و ضریب برآورد شده آن متغیر منفی می‌باشد. در نتیجه می‌توان اظهار داشت مالکیت خانوادگی با کارایی شرکت ارتباط منفی و معنی داری دارد. براساس نتایج جدول فوق، ضریب تعیین تعدیل شده این مدل تقریباً ۰,۹۲ است که نشان می‌دهد ۹۲ درصد تغییرات متغیر وابسته، توسط متغیرهای مستقل و کنترلی مذکور قابل تبیین است و از آنجایی که آماره دوربین - واتسون این مدل (۱,۸۱) می‌باشد، می‌توان گفت که در این مدل خودهمبستگی مرتبه اول وجود ندارد (تأیید یکی از مفروضات رگرسیون). به علاوه نتایج مندرج در جدول (۷)، نشان می‌دهد که P-value آماره F کوچک‌تر از ۵ درصد است و از آنجایی که آماره F اعتبار کلی مدل را نشان می‌دهد در نتیجه می‌توان گفت این مدل با احتمال ۹۵٪ معنی دار بوده و از اعتبار بالایی برخوردار است. با توجه به نتایج بدست آمده، فرضیه دوم پژوهش نیز تأیید نمی‌گردد.

۷. نتیجه گیری

در فرضیه اول این پژوهش مطرح گردید که مالکیت خانوادگی با محدودیت‌های تأمین مالی ارتباط منفی دارد. مطابق با نتایج بدست آمده از تخمین الگوی رگرسیونی فرضیه اول، مشخص گردید که مالکیت خانوادگی با حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقدی رابطه مثبت و معنی داری دارد. یافته‌های بدست آمده مطابق با پژوهش هدلاک (۱۹۹۸) و تیما (۲۰۱۷)، می‌باشد که اظهار نمودند در شرکت‌هایی با سطح متوسط مالکیت خانوادگی حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقدی بیشتر است و مخالف با پژوهش وی و ژانگ (۲۰۰۸) که نشان دادند حساسیت سرمایه‌گذاری جریان نقدی شرکت‌ها با افزایش بزرگ‌ترین سهامداران کاهش می‌یابد و همچنین مخالف با اهراردت و نواک (۲۰۰۳) که نشان دادند شرکت‌های خانوادگی برای تأمین مالی همانند سایر شرکت‌ها از وام یا انتشار سهام استفاده می‌کنند، می‌باشد. در فرضیه دوم این پژوهش مطرح گردید که مالکیت خانوادگی با کارایی شرکت ارتباط مثبت دارد. مطابق با نتایج بدست آمده از تخمین الگوی رگرسیونی فرضیه دوم، مشخص گردید، مالکیت خانوادگی با کارایی شرکت ارتباط منفی و معنی داری دارد. یافته‌های بدست آمده مطابق با پژوهش رضایی و امینی (۱۳۹۳) است که نشان دادند، حضور سهامداران خانوادگی، تأثیر منفی بر کارایی شرکت دارد و مخالف با تیما (۲۰۱۷) بوده که نشان داد، فقط در شرکت‌هایی با سطح مالکیت خانوادگی بالا، کارایی شرکت، رابطه مثبتی با مالکیت خانوادگی دارد. هم‌چنین نتایج

پژوهش مخالف با پژوهش میشر و همکاران (۲۰۰۱) است که نشان دادند، در شرکت‌های با مالکیت خانوادگی، ارزش شرکت به صورت معنی داری از شرکت‌های با مالکیت غیر خانوادگی بیش تر است. نتایج پژوهش حاضر می‌تواند راه‌حلی برای شناسایی محدودیت مالی شرکت‌های فامیلی در بازار سرمایه ایران باشد و با توجه به میزان اتکای شرکت‌های فامیلی بر منابع داخلی، پیشنهاد می‌گردد که بانک‌ها و مؤسسات مالی، تسهیلاتی را در جهت کاهش محدودیت مالی این گونه شرکت‌ها از طریق فراهم‌سازی منابع مالی برای تأمین سرمایه‌گذاری‌های شرکت‌ها که لازمه توسعه اقتصادی کشور است ایجاد کنند.

منابع

۱. اولی، محمدرضا؛ قائمی اصل، مهدی؛ امین زادگاه، سعیده و الناز عظیمی (۱۳۹۳). تحلیل رابطه حاکمیت شرکتی و ارزش افزوده اقتصادی در بورس اوراق بهادار تهران. فصلنامه علمی پژوهشی حسابداری مدیریت، دوره هفتم، شماره ۲، صص ۷۰-۵۹.
۲. بادآور نهندی، یونس و سعید درخور (۱۳۹۲). بررسی رابطه بین محدودیت مالی، ارزش وجه نقد و خالص سرمایه‌گذاری. پژوهش‌های تجربی حسابداری، سال دوم، شماره ۸، صص ۱۸۹-۱۶۷.
۳. حقیقت، حمید و یعقوب زرگر فیوججی (۱۳۹۲). تأثیر محدودیت‌های مالی و وجه نقد نگهداری شده بر حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقدی. پژوهش‌های کاربردی در گزارشگری مالی، دوره دوم، شماره ۲، صص ۱۷۴-۱۴۹.
۴. رضایی، فرزین و مختار امینی (۱۳۹۳). مقایسه تأثیر ساختار مالکیت (خانوادگی - غیر خانوادگی) و ریسک عملیاتی بر عملکرد شرکت‌ها. فصلنامه مدیریت توسعه و تحول، ویژه‌نامه ۱۳۹۳، صص ۴۲-۳۳.
۵. صالحی، اله کرم؛ موسوی، روح‌اله و محمد مرادی (۱۳۹۶). بررسی تأثیر خوش‌بینی مدیریتی بر حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقدی. دانش مالی تحلیل اوراق بهادار (مطالعات مالی)، دوره دهم، شماره ۳۳، صص ۷۶-۶۵.
۶. عبداللهی، مهین (۱۳۸۸). بررسی رابطه بین تمرکز مالکیت، عملکرد شرکت و سیاست تقسیم سود در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه الزهرا.
۷. کنعانی امیری، منصور (۱۳۸۶). بررسی رابطه بین محدودیت‌های مالی و بازده سهام. دو ماهنامه دانشور رفتار، دوره چهاردهم، شماره ۲۶، صص ۳۰-۱۷.
۸. مهرآذین، علیرضا؛ قبادیان، علیرضا؛ فروتن، امید و محمد تقی‌پور (۱۳۹۲). مالکیت خانوادگی، غیر خانوادگی شرکت‌ها و مدیریت سود. دانش حسابرسی، دوره سیزدهم، شماره ۵۲، صص ۱۶-۱.
9. Anderson, R.C. & Reeb, D.M. (2003). Founding-family ownership and firm performance: Evidence from the S&P 500. *Journal of Finance*, 3, 1301-1328.
10. Ehrhardt, O. & Nowak, E. (2003). The effect of IPOs on German family owned firms: Governance changes, ownership structure and performance. *Journal of Small Business Management*, 41, 222-232.
11. Fazzari, S.R., Hubbard, G. & Petersen, B. (1988). Financing constraints and corporate investment. *Brooking Papers on Economic Activity*, 1, 141-195.
12. Hadlock, C.J. (1998). Ownership, liquidity, and investment. *The Rand Journal of Economics*, 29(3), 487-508.

13. Kadapakkam, P.R., Kumar, P.C. & Riddick, L.A. (1998). The impact of cash flows and firm size on investment: The international evidence. *Journal of Banking and Finance*, 22, 293–320.
14. Mishra, C., Randqy, T. & Jenssen, J. (2001). The Effect of Founding Family Influence on Firm Value and Corporate Governance. *Journal of International Financial Management and Accounting*, 12, 235-259.
15. Myers, S.C. & Majluf, N.S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13, 187-221.
16. Thitima, S. (2017). Family ownership and free cash flow. *International Journal Managerial Finance*, 13(2), 133-148.
17. Wei, K.C.J. & Zhang, Y. (2008). Ownership structure, cash flow, and capital investment: evidence from East Asian economies before the financial crisis. *Journal of Corporate Finance*, 14(2), 118-132.