[آسان داک](http://www.asandoc.com/) (www.Asandoc.com)

**حساسیت منابع خارجی به محدودیت مالی گردش پول**

**چکیده**

این مقاله رابطه گردش مالی پول خارجی در نظریه ساختار سرمایه با مقایسه شرکتهای فهرست نشده(محدود شده از نظر مالی)و فهرست شده(محدود نشده از نظر مالی) را کشف می کند.ما فرض می کنیم که سرمایه گذاری بطور ذاتی درمورد شرکتهای فهرست نشده تعیین می شود،همان طور که آنها به شدت به دارایی های تولید شده داخلی(گردش پول)وابسته هستند.در نتیجه شرکت های فهرست نشده گردش پولشان را در پروژه های قابل سرمایه گذاری،با استفاده از گردش پول باقیمانده برای افزایش نگهداری امنیت دارایی هایشان سرمایه گذاری می کنند.در برگشت،شرکنهای فهرست شده سرمایه گذاری هایشان را بطور بیرونی تعیین می کنند و اگر آنها گردش بیش از حد پول را بالا ببرند ممکن است قدرت نفوذ را کاهش دهد.به عنوان نتیجه،شرکتهای فهرست شدهواکنش مجدد بسیار منفی را به ضربات در گردش پول نشان دادند.یافته های ما آشکار می کند که هم شرکتهای فهرست شده و هم فهرست نشده یک رابطه منفی گردش پول مالی خارجی را نشان می دهند.که بعدها به وضوح شدت می یابد.

**1.معرفی**

تحقیق قبلی در ارتباط با ساخار سرمایه اثر بحرانی محدودیتهای مالی را هنگام جستجوی دارایی ها برجسته کرده است(فالکندر و پترسون در سال2006؛فازاری،هلبرد و پترسون در سال1988؛هابرد سال1998).بطور معین تر،تعدادی از تحقیقات به شرکتهای محدود شده از نظر مالی که دارایی کمتری را بدست می آورند و هزینه بیشتری دارند تاکیید می کند(کارپنتر و پترسون در سال 2002).مطبوعات تجربی اخیر شرکتهای فهرست نشده را با این عنوان که به شدت محدود شده اند و دولتهایی که آنها با مشکلات شدید عدم تقارن اطلاعات و مباهات انعطاف پذیری کمتر مالی نسبت به همتایان قیمت داده شده شان مواجه می شوند،فرض می کند(براو در سال 2007).در حالی که شرکتهای فهرست نشده با شناورسازی بالایی و مغایر هزینه های انتخابی مواجه می شوند،شرکتهای فهرست شده غالبا با هزینه های شناورسازی مواجه می شوند.علاوه بر این پیشین و کوچکتر،کمتر تنوع یافته و بیشتر مبهم است.از این رو،هزینه های کارگزاری بطور ویژه در شرکتهای فهرست نشده بالا است(اسمیت در سال2007).

هدف اصلی این تحقیق تحلیل حساسیت دارایی خارجی برای گردش پول تولید شده داخلی و قایسه شرکتهای محدود شده(فهرست نشده) ب همتایان محدود نشده شان(فهرست شده) است.بیش از دهه های گذشته،با نظریه سفارش یک چهارم بوشل مخالفت شده بود که حضور هزینه های اطلاعات(نامتقارن) برتری سلسله مراتب انتخاب منابع ساختار سرمایه را تعیین می کند.در این حالت،دارایی های تولید شده داخلی(گردش پول)اولین انتخاب هستند(مایرز در سال 1984؛مایرز و ماجلوف در سال 1984).یک دلیل مشابه شرکتها را به انتخاب بدهی بیش از دارایی خالص سوق می دهد.در نتیجه،نظریه سفارش یک چهارم بوشل باید برای شرکتهای محدود شده نسبت به شرکتهای محدود نشده به دلیل اثر عدم تقارن اطلاعات پیشین برای گستره بیشتر محتمل باشد.

بعلاوه تحقیقات تجربی اخیر نشان می دهد که هزینه های اطلاعات نقش مهمی را ایفا می کند،اگرچه آنها تمام ماجرا را نمی گویند.طبق اظهارات آلمیدا و کامپلو(سال2010)،عدم تقارن اطلاعات برای شرکتهای محدود شده بحرانی است،اما برای شرکتهای محدود نشده نامربوط است.انتخاب بعدی گردش پول به عنوان اولین انتخاب آنها صرفا بدلیل وجود هزینه های تنظیمی،بویژه هزینه های شناورسازی است(استروبولاو در سال 2007).بنابراین چگونه باید این اهمیت مفاهیم فرضیات برتری سلسله مراتب ما را تغییر دهد؟ طبق اظهارات آلمیدا و کامپلو(سال2010)،شرکتهای محدود شده به شدت به گردش پول داخلی وابسته هستند و برای تصمیم گیری درباره سرمایه آزاد نیستند.به عبارت دیگر سرمایه گذاری برای این نوع شرکت که می تواند به تنهایی یک بار درباره دارای ای شناخته شده تولید داخلی تصمیم بگیرد درونی است.در مقابل شرکهای فهرست نشده برای سرمایه گذار هایشان آزاد هستند بطوریکه آنها اهمیت مغایرت انتخاب یا هزینه های کارگزاری مواجه نمی شوند.از این رو سرمایه گذاری برای شرکتهای محدود نشده یک امر بیرونی است.در نتیجه شرکتهای محدود شده باید صدمات گردش پول را جذب کنند و سپس درباره اینکه چه مقدار از دارایی را می توانند سرمایه گذاری کنند تصمیم بگیرند.چنانکه شرکتهای محدود شده احتمالا برای بالا بردن دارایی های خارجی در آینده قادر نخواهند بود،آنها مازادهای گردش پول رایج را در عوض پرداخت بدهی نگهداری می کنند.در مقابل شرکتهای محدود نشده بدهی را اگر گردش پول بیشتری نسبت به آنچه که نیاز دارند تولید شود،پرداخت می کنند.در نتیجه این حرکت هم شرکتهای محدود شده و هم محدود نشده رابطه منفی بین دارایی خارجی(بدهی یا دارایی خالص) و گردش پول را که اثر جایگزین دارد نشان می دهد،اگرچه این اثر برای شرکتهای محدود نشده شدیدتر خواهد شد.

هدف دوم این مطالعه تحلیل نقش ملموس پذیری بر اثر جایگزینی است.همان طور که شرکتهای محدود شده با مغایرت مهم انتخاب هزینه ها مواجه می شوند،طلبکاران ضمانتهای وام را برای حفظ قراردادهایشان درخواست می کنند.بنابراین شرکتهای محدود شده می توانند برای سرمایه گذاری گردش پول دارایی هایشان در دارایی های ملموس مانند دارایی های ثابت یا موجودی ها مورد انتظار باشند.از اینرو ما ملموس پدیری را برای تسهیل دارایی های خارجی جدید بویژه شرکتهای محدود شده انتظار داریم.در نتیجه اثر گردش پول در دارایی خارجی می تواند برای شرکتهای محدود شده منفی تر باشد،از آنجا که شرکتهای محدود نشده یا فهرست شده بدون اینکه تحت تاثیر قرار گرفته باشند باقی می مانند.

هدف سوم این تحقیق برای ارزیابی رابطه گردش پول دارایی خارجی در بحران اقتصادی مانند سال 2010-2008 است.ما فرض می کنیم که شرکتهای محدود شده مشکلات بیشتری را برای دسترسی به دارایی های خارجی طی بحران نسبت به همتایان قمت گذاشته شان خواهند یافت.دلیل آن موقعیتهای اقتصاد کلان مانند منابع کمیاب در بازارهای مالی،نرخ های بالتر سرمایه و بویژه ثر شرکتهای ضعیف تر است(کیوتاکی و مور در سال 1997).این مشکل بطور ویيه در برخی ایالت اعضای اتحادیه اروپا مانند اسپانیا،کشوری که تحقیق روی آن تمرکز می کند جدی تر می شود.یکبار دیگر مجدد،شرکتهای محدود نشده با این موجودی تحت تاثیر قرار نخواهند گرفت.

اسپانیا لزاماتی را برای این تحقیق می یابد و هچنین یک عضو اتحادیه اروپا است که در آن حساسیت دارایی خارجی برای گردش پول به ندرت در آن مورد مطالعه قرار گرفته است.یک عضو جایگزین شرکتهای اسپانیایی بطور موثر برای ورود بازار سرمایه بزرگ هستند.اگرچه این شرکتها فعالیتی را برای عمومی شدن انجام نمی دهند.همان طور که در برخی تحقیقات توضیح داده شده،تبادلات بین هزینه ها و سودهای فهرست شده در بازار سرمایه تصمیم نهائی را تعیین می کند(پاگانو،پانتا و زینگالس در سال 1998).یکی از مضرات اصلی بسیاری از شرکتهای اسپانیایی این است که صاحبان آنها باید کنترل شرکت را با دیگران تقسیم کنند(آلوارز و گنزالس در سال 2005).بنابراین این نوع شرکت ظاهرا ماندن در بازارهای سرمایه و مواجه با محدودیتهای مالی را به عمومی شدن ترجیح می دهد.این تحقیق برای روشن کردن این مشکل مورد هدف قرار میگیرد.

به منظور تحلیل تمام اهداف ما 2نمونه شرکتهای اسپانیایی را برای دوره 2010-1996 انتخاب کردیم،برای مثال (1)شرکتهای فهرست نشده(محدود شده) (2) شرکتهای فهرست شده(محدود نشده).بعلاوه ما نمونه شرکتهایمان را طبق اندازه(شرکتهای کوچک به عنوان محدود شده و شرکتهای بزرگ به عنوان محدود نشده) و ریسک اعتباری(شرکتهای با ریسک اعتباری بالا به عنوان محدود شده و شرکتهای با ریسک اعتباری پایین به عنوان محدود نشده) بدون رویارویی هر تفاوت مهمی در نتایج تجربی به بخشهای مختلف تقسیم کردیم.

مدارک تجربی پیشین در این عنوان تحقیق معدود است.این مورد ارزش تحقق را بوسیله براو(سال2009) برجسته می کند،که شرکتهای فهرست شده و نشده در بازار بریتانیا را مقایسه می کند،اگرچه این تحقیق نویسنده اساسا روی ساخار سرمایه و تعیین کننده های انعطاف پذیری مالی تمرکز می کند.اسکوبن و وان هول(سال2011)همچنین مدارک تجربی در ارتباط با انعطاف پذیری مالی برای شرکتهای فهرست شده و نشده در بازار سرمایه بلژیک،وابستگی متغیر به ناپایدار بودن دارایی خارجی را گزارش کرده اند.آلمیدا و کامپلو(سال 2010) یک مقاله مرتبط که اثر جایگزینی یا رابطه گردش پول دارایی خارجی با استفاده از نمونه بزرگ شرکتهای فهرست شده آمریکای شمالی تحلیل می کند را نشان دادند.این مورد هیچ ارزشی ندارد که آنها معیارهای متفاوت را برای انشعاب نمونه شان به شرکتهای محدود شده و نشده از نظر مالی بکار ببرند.تحقیقات دیگر بطور نزدیک با این زمینه از تحقیق که مدارک اهمیت هزینه های تنظیمی در انتخاب منابع مختلف مالی را فراهم کرده،مرتبط است.شایستگان یادداشت برداری مقالات فیشر،هینکل و زچنر در سال 1989؛آلتینکلیک و هانسن در سال 2000؛هنسی و ویتد در سال 2005؛لری و رابرت در سال 2005؛و فلنری و رانگان در سال 2006 را شامل می شود.

این مقاله برای وضعیت کنونی هنر بدنبال مسیرها همکاری می کند.ابتدا ما مدارک تجربی را در ارتباط با حساسیت گردش پول دارایی خارجی برای شرکتهای فهرست شده(محدود نشده)و فهرست نشده(محدود شده) و مقایسه آنها فراهم می کنم.متفاوت از دیگر مقالات این تحقیق بین شرکتهای محدود شده و نشده بدنبال معیاری براساس بازار در عوض معیار مشخصات شرکتی تفاوت قائل می شود.بنابراین،این مورد به شاغلان،انجمن های علمی و بازارهای سیاسی ابزار جدیدی را برای تحلیل این رابطه از روشهای مالی سنتی مانند سفارش یک چهارم بوشل یا فرضیات تبادل که می تواند توسعه یافته باشد را در اختیار می گذارد.دوم،یافته های ما برخی روشنایی ها را بر حساسیت گردش پول دارایی خارجی در اتحادیه اروپا می افکند که توجه کمی را برای تاریخ گذاری در مطبوعات بدست آورده است.اگرچهآزمایش فرضیات اساسا برای نمونه شرکتهای اسپانیایی انجام می شود،همچنین طرح اصلی با استفاد از اطلاعات 3بازار اروپایی مشابه –ایتالیا،یونان و پرتغال آزمایش شده است.سوم،ما حساسیت گردش پول دارایی خارجی را در دوره منحصر بفرد تا یک اندازه توسط اقتصاد سخت گیرانه و بحران مالی که به طرز چشم گیری بر کشورهای مدیترانه مانند اسپانیا اثر گذاشته بود،توصیف می کنیم.

یافته های ما به وضوح رابطه منفی بین دارایی خارجی و گردش پول،اثر منفی برای بیشتر شرکتهای فهرست شده(محدود نشده)نشان می دهد.این نتیجه با توجه به دارایی خارجی استفاده شده(که بدهی،بدهی به علاوه دارایی خالص و تنها دارایی خالص) در دست گرفته می شود.ما همچنین نقش ملموس پذیری را در اثر جایگزینی و نتایجی که در یک رشته با فرضیات ما همراه است را آزمایش کردیم.علاوه بر این،دوره ویژه سالهای 2010-2008 آشفتگی مالی برای داشتن اثر قابل توجه بر اثر جایگزینی در شرکتهای محدود شده و نشده مشاهده شده است.

باقیمانده مقاله طبق زیر سازماندهی شده است.بخش بعدی چهارچوب نظری تحقیق را تحلیل می کند و فرضیات آزمایش شده را نشان می دهد.بخش3 طرح های تجربی را به تفصیل شرح می دهد و متغیرهای استفاده شده را تعریف می کند.بخش4 اطلاعاتی را برای تحقیق و تحلیل توصیفی ارائه می دهد.بخش5 سبک شناسی اقتصادی را توصیف می کند و همچنین درباره نتایج بحث می کند.بخش 6 برخی آزمایش های قدرتمند را ارائه می کند و در نهایت بخش7 نتیجه گیری می کند.

**2.اساس نظری و فرضیات**

دارایی های تولید شده داخلی پول رایج را در هسته بیشتر نظریات ساختار سرمایه بدست می آورد.شرکتهای سودآور بطور مکرر مقدار اهمیت گردش پول را بالا می برند.طبق نظریه تبادل این نوع شرکت قدرت نفوذ را به منظور فواید ذخیره مالیات افزایش می دهد.اگرچه نظریه سفارش یک چهارم شوبل رابطه منفی بین قدر نفوذ و گردش پول را بدلیل وجود هزینه های اطلاعاتی نامتقارن پیش بینی می کند،که شرکت را به انتخاب دارایی های داخلی(ابتدا)نسبت به بدهی(دوم) و دارایی خالص خارجی(سوم) سوق می دهد(فرانک و گویال سال2008،فصل12؛شیام ساندر و مایرز در سال 1999).

اخیرا یک اساس متفاوت برای توضیح رابطه گردش پول دارایی خارجی پدیدار شده است.آلمیدا و کمپلو(سال2010) این روش جدید را توسعه دادند که بین شرکتهای محدود شده و نشده متمایز می شود.همان طور که در بالا نشان داده شد ما شرکتهای فهرست نشده را به عنوان محدود شده و شرکتهای فهرست شده را به عنوان محدود نشده فرض می کنیم.در حالیکه سابقا به سختی با عدم تقارن های اطلاعاتی و اهمیت مغایرت انتخاب هزینه ها تحت تاثیر قرار گرفته بود،بعدها اینگونه نبودند.از این رو شرکتهای فهرست نشده به شدت به دارایی های تولید داخلی و سرمایه گذاری هایشان که به طور درونی مورد ملاحظه قرار گرفته بود،وابسته است.در مقابل شرکتهای فهرست شده یا محدود نشده می تواند پیش بینی سرمایه گذاری هایشان را تصمیم گیری کند- که بطور بیرونی مورد ملاحظه قرار گرفته-همان طور که بطور محسوس به گردش پولی که تولید می کنند وابسته نیست.در نتیجه،شرکتهای فهرست نشده در ابتدا به استفاده گردش مالی شان برای پروژه های سودآور مالی و در ثانیا برای دارایی های ثابت یا سرمایه و وجه نقد کاری گرایش دارد.بطور خلاصه آنها باقیمانده گردش پولشان را که در پروژه های سودآور استفاده نشده در دارایی های امنی که می تواند در آینده به عنوان ضمانتی برای وام های جدید استفاده شده باشد،سرمایه گذاری می کنند.در نتیجه،رابطه گردش پول دارایی خارجی برای منفی بودن انتظار رفته است،اگرچه مخصوصا شدید نیست(که یک اثر جایگزینی با شدت پایین است).در برگشت،همچنین شرکتهای فهرست شده گردش پولی که تولید می کنند را به عنوان اولین انتخابشان استفاده می کنند به این دلیل که هزینه های شناور سازی را ذخیره می کند.اگرچه گردش پول مازاد برای پرداخت بدهی واریز نشده بکار گرفته خواهد شد،بطوریکه شرکتهای محدود نشده با اهمیت سختی ها در بالا بردن دارایی های جدید هنگامی که مورد نیاز است مواجه نمی شوند.از اینرو شرکتهای فهرست نشده برای ثبت رابطه شدیدا منفی بین دارایی خارجی و گردش پول مورد انتظار است(که یک اثر جایگزینی با شدت بالا است).این را به حافظه بسپارید که اولین فرضیات ما می تواند طبق زیر تنظیم شده باشد:

**فرضیه1.**دارایی خارجی،بدهی و دارایی خالص و دارایی های تولید داخلی(گردش پول)بطور خنثی مرتبط هستند،رابطه قویتری برای شرکتهای فهرست شده یا محدود نشده انتظار می رود.

در ادامه،ملموس پذیری دارایی می تواند شرکتها را برای جستجو دارایی های جدید بهبود ببخشد همان طور که در یک مسیر امنی موازی ضرورتی برای فراهم کردن سرمایه گذاران به همراه ضمانتها است(فرانک و گویال در سال 2009،فصل 12؛راجان و زینگالس در سال 1995).موجودی های درآمد مثبت دارایی های ملموس را افزایش می دهد،که برای اثر جایگزینی بیشتر پیشرفتی را دراختیار میگذارد(که یک اثر منفی تر است).شرکتهای فهرست نشده یا محدود شده برای نگهداری افزایش دارایی ملموس حساس تر هستند بطوریکه آنها با مشکلات مالی بیشتری در آینده مواجه خواهند شد.بنابراین این اثر باید در شرکتهای فهرست نشده قابل مشاهده باشد چنانکه آنها به طور مکرر دشواری هایی را در بالا بردن دارایی ها تجربه می کنند.طبق این اصول ما فرضیه دوم مان را تنظیم می کنیم:

**فرضیه2:**موجودی های گردش پول پیشرفتی را برای اثر جایگزینی بالاتر در شرکتهایی با ملموس پذیری دارایی بیشتر در اختیار می گذارند،این اثر به تنهایی برای شرکتهای فهرست نشده مناسب است.

علاوه بر این،این مورد محدودیتهای مالی بدنبال توسعه های در اقتصاد موجود را اظهار کرده است(گرتلر و گیلچریست در سال 1995؛کوراجیک و لوی در سال 2003).بنابراین فرصتهای اقتصادی یا بحران اقتصادی پولی تفاوتهایی را بین شرکتهای محدود شده و نشده با توجه به رابطه گردش پول دارایی خارجی که باید حتی بزرگتر باشد،قائل می شود.این موردی است که شرکتهای فهرست نشده حتی دشواری بیشتری برای بدست آوردن دارایی جدید خواهند یافت،این مورد می تواند در هزینه بالاتری باشد.ضمنا،بحران اقتصادی یا پولی احتمالا شرکتهای بر فهرست نشده تاثیر نگذاشته است بطوریکه آنها درباره دارایی خارجی بطور بیرونی تصمیم می گیرند.نتیجتا،ما از شرکتهای فهرست نشده جذب هرگونه موجودی گردش پولی که بیشتر قابل توجه است را انتظار داریم.به همین جهت،شرکتهای فهرست نشده یا محدود شده مکمل بزرگتری را بین دارایی خارجی و دارایی های داخلی طی دوره های محدودیتهای محکم تر مالی را تجربه می کنند.این استدلال ها را در ذهن داشته باشید،سومین فرضیه ما را در زیر بخوانید:

**فرضیه3.**رابطه گردش پول دارایی خارجی برای شرکتهای فهرست نشده(محدود شده) در زمان بحران اقتصادی به میزان کمی خنثی می شود،درحالیکه شرکتهای فهرست شده(محدود نشده) بدون اینکه تحت تاثیر قرار بگیرد باقی می ماند.

**3.طرح ها و متغیرها**

3.1.حساسیت گردش پول دارایی خارجی

بدنبال تحقیقات آلمیدا و کمپلو(سال 2010)،ما 2 طرح متغیر را برای تحلیل رابطه بین دارایی خارجی و دارایی تولید داخلی در نظر می گیریم.در همان زمان،این مشخصات طرح فرضیه اول ما را که در بخش 2 تنظیم شده آزمایش خواهد کرد.

طرح اول،ازین پس به طرح خط مبنا اشاره کرده،دارایی خارجی را به عنوان عملکرد دارایی داخلی،همراه با اندازه شرکت و فرصتهای سرمایه گذاری بنا می نهد.دارایی خارجی متغیر دارایی(خارجی) را در یک سال مخصوص تسخیر می کند و بهترین متغیر در این تحقیق را ارائه می کند.تمرکز اصلی ما روی اثر گردش پول بر دارایی خارجی خواهد بود.اگرچه این طرح خط مبنا همچنینی در شرح اندازه شرکت می آید،فهم این حقیقت شرکتهای بزرگتر می توانند برای جایگزینی بین دارایی های داخلی و خارجی به منظور سودهایی از مقیاس اقتصادی بیشتر مستعد هستند.علاوه بر این،این طرح فرصتهای رشد را برای تحلیل بهم پیوند می دهد بطوریکه آنها برای داشتن اثر خالص و مثبت بر دارایی خارجی انتظار رفته اند.

مشخصات طرح خط مبنا ما اینگونه است:

1. 

که EXTFIN تغییراتی در دارایی خارجی را برای شرکتش در زمان t تسخیر می کند،SIZE اندازه متغیر است،GROWTH رشد متغیر است،CASH-FLOW متغیرگردش پول است،و  به ترتیب جذب شرکت و اثرات زمان معین،و  اصطلاح اختلال است.

ما مقدار متغیر وابسته EXTFIN را با محاسبه تفاوت بین مقدار بدهی و /یا دارایی خالص در دوره های t و t-1 همان طور که در زیر نشان داده شده تخمین می زنیم.این مقدار بطور مستقیم برای بکارگیری بدهی یا بیمه های دارایی خالص که توسط آلمیدا و کمپلو (سال 2010) انجام شده برابر است.به منظور استاندارد سازی تفاوت محاسبه شده ما بوسیله مجموع فروش ها تقسیم می کنیم(اسکوبن و وان هول در سال 2011 مراجعه کنید).

* EXTFIN\_D میزان تغییر در سود واریز نشده بدهی برای مجموع فروش ها است.
* EXTFIN\_D+E میزان تغییر در سود واریز نشده بدهی به علاوه تغییر در سهم سرمایه برای مجموع فروش ها است.
* EXTFIN\_E نرخ تغییر در سهم سرمایه برای مجموع فروش ها است.

SIZE به عنوان لگاریتم طبیعی مجموع دارایی ها تعریف شده است،GROWTH درصد تغییر در مجموع فروش ها[[1]](#footnote-2) است و CASH-FLOW نرخ عملکرد درآمد بعلاوه کاهش بها و استهلاک برای مجموع دارایی ها است.

طرح دوم متغیر حساسیت گردش پول دارایی خارجی،پس از این به عنوان طرح گسترش یافته،استدلال های طرح خط مبنا در معادله1 با آوردن شرح نقدینگی قیاسی/ثروت شرکتها و ساختار اولیه مالی شان اشاره شده است.دلیلی برای کنترل پیش از وجود موجودی های نگهداری وجه نقد و بخش های سرمایه کاری بدلیل شرکتهایی است که می توانند این اجزای متغیر ثروت داخلی را برای اصلاح صدمات گردش پول استفاده کنند.علاوه بر این و بدنبال تحقیقات قبلی (برای مثال راجان و زینگالس در سال 1995؛آلمیدا و کاپلو در سال 2010) موجودی شرکت دارایی های ثابت و ساختار تاخیر افتاده سرمایه به علاوه تعیین کننده های میزان دارایی خارجی جدید که شرکت می تواند بدست بیاورد در نظر گرفته شده است.

بطور مخصوص تر،ما دارایی خارجی را در معادله1 و به عنوان عملکرد موجودی آغاز سال وجه نقد و معادل ها(وجه نقد)،بخش های موجودی،حسابهای دردسترس و دارایی های ثابت(تورم) و نرخ قدرت نفوذ (قدرت نفوذ) مدل سازی می کنیم:

1. 

CASH نرخ وجه نقد و اوراق قرضه نقدینگی برای مجموع دارایی ها است،COLLATERAL نرخ بخش های موجودی بعلاوه حسابهای دردسترس بعلاوه دارایی های ثابت برای مجموع دارایی ها و LEVERAGE میزان نیامندی مجموع برای دارایی های مجموع است.در نهایت، و به ترتیبجذب شرکت و اثرات زمان مشخص و  اصطلاح اختلال است.

جدولA1 در پیوست خلاصه ای از تعاریف متغیرهای وابسته و توضیحی را فراهم می کند.

3.2.اثر ملموس پذیری

پیشروی مشخصات تجربی(خط مبنا و طرح گسترش یافته)دارایی خارجی را به عنوان عملکرد دارایی های داخلی(گردش پول)بعلاوه متغیرهای کنترل ایجاد می کند.به منظور کسب سود درونی مشخصات اثر متفاوت گردش پول بر دارایی خارجی،آوردن شرح اثر ویژه ملموس پذیری،ما میزان ملموس پذیری دارایی و دوره عکس العمل بین این میزان و گردش پول را در نظر می گیریم.این مشخصات تجربی جدید ما را برای آزمایش فرضیه دوم که در بخش 2 تنظیم شده قادر می سازد.بنابراین سومین طرح دارایی خارجی ما اینگونه است:

1. 

TANG یک متغیر ساختگی است که اگر نرخ دارایی های کاهش بها بعلاوه موجودی هایی برای مجموع دارایی ها که بالاتر از میانگین نمونه و در غیر این صورت صفر است[[2]](#footnote-3) برابر با 1 می باشد.بعلاوه CASH-FLOW×TANG یک دوره نتیجه دهی اثر متقابل افزایش متغیر ساختگی TANG و متغیر CASH-FLOW است.

3.3.اثرات اقتصاد کلان

همان طور که در بخش2 بحث شد تفاوتهایی در حرکت دارایی خارجی شرکتهای محدود شده و نشده برای بیان رسمی بیشتر در طرح های منفی اقتصاد کلان محتمل است.به عبارت دیگر محدودیتهای مالی بطور فرضی طی بحران های اقتصادی و محدودیت پولی تشدید می شود.در نتیجه باید تفاوت واضحی در حساسیت دارایی خارجی برای گردش پول بین شرکتهای محدود شده و نشده وجود داشته باشد.به منظور آزمایش این ادعا بوسیله سومین فرضیه ما حمایت شد،ما رگرسیون زیر را استفاده می کنیم:

1. 

 متغیر ساختگی دوره زمانی سالانه است که اگر در سالهای 2010-2008 باشد برابر 1 است و در غیر این صورت صفر است.

**4.اطلاعات و تحلیل توصیفی**

اطلاعات استفاده شده در این مقاله از 2منبع آمده است.توازن تحلیل ایبریکو(SABI)یک پایگاه داده ها که توسط مدیر آموزشی وان دیجک اداره شده و اطلاعات D&B،S.A.،شرح اطلاعاتی را از اظهارات مالی فراهم می کند،در حالیکه اطلاعات بازار مالی از تابلو اعلانات بیان رسمی تیادل سهام اسپانیا ایجاد می شود.

نمونه تمام شرکتهای اسپانیایی را با اظهارات مالی بازبینی و تحکیم شده مقایسه می کند[[3]](#footnote-4).آزمایش شرکتها در این مسیر از مشکلات و/یا از شایعه شرکتهایی که هم شامل مستقل و هم فرعی می شوند،جلوگیری کرد،که می توانستند یافته های سیاسی مالی را تحریف کنند(راجان و زینگالس در سال 1995).علاوه بر این اندازه بزرگی این شرکتها باعث می شود آنها بدون توجه به اینکه خواه فهرست شده و یا نشده اند قابل مقایسه باشند.

به دلیل این واقعیت که تعریف وضعیت بیان رسمی شرکت (فهرست شده یا فهرست نشده)برای تحلیل انجام شده در این تحقیق حائز اهمیت است،این مورد ارزش چگونگی توضیحی است که ما در این تحقیق به آن رسیدیم.هنگامی که سهام یک شرکت بطور عمومی در تبادل سهام برای کل دوره نمونه مورد مبادله قرار گرفت،به طور مستقیم به عنوان یک شرکت فهرست شده در نظر گرفته شد.در برگشت،هنگامی که سهام یک شرکت بطور عمومی تنها بخشی از زمان چارچوب نمونه را مبادله کرده بود،پس تنها به عنوان یک مورد فهرست شده برای آن سالها مورد عمل قرار گرفت،و برای سالهای باقیمانده موارد فهرست نشده درنظر گرفته شد.

محتوی اطلاعات نمونه ما از شرکتهای غیر مالی برای دوره 15ساله 1966 و 2010 محدود می شود.این دوره زمانی با بزرگترین توالی دوره اطلاعات برابر است که برای بدست آوردن از فراهم کننده پایگاه داده ها در زمانی که ما تحقیق را انجام دادیم ممکن بود.همان طور که در ادبیات تجربی به صورت استاندارد است،موسسات مالی،تسهیلات زندگی،بنگاه اقتصادی دولتی بدلیل انواع شرکتهایی که فی نفسه در طبیعت عملکردشان و

اطلاعات حساب مالی متفاوت هستند،نادیده گرفته می شود.ما همچنین از شرکتهایی که به عنوان شرکتهای بدهی محدود شده سازماندهی شده اند،ممانعت می کنیم.بعلاوه ما سالانه شرکتها را برای بدهی های بیش از حد مجموع دارایی حذف می کنیم(یعنی شرکتهای نزدیک به ورشکستگی)،آنهایی که بدون هر تغییری در سود واریز نشده بدهی و تقسیم سرمایه و آنهایی که رشد دارایی را بیش از %100 نشان می دهند[[4]](#footnote-5).

الزامات عادی داده شده طرح های اطلاعات صفحه،ما یک نمونه از شرکتها را با حداقل 4سال پی در پی مشاهدات که همچنین از تمایل ابقاء جلوگیری می کند.روی هم رفته،ما صفحه نامتعادلی شرکتهای سال 1989 با مجموع 15773 مشاهدات و 14512 شرکتهای فهرست نشده و 1261 شرکتهایی که رسما بیان شده اند را شامل می شود.جدول2 در پیوست تعداد مشاهدات سالانه را توسط اظهارات سهمیه بندی شرکت گزارش می کند.

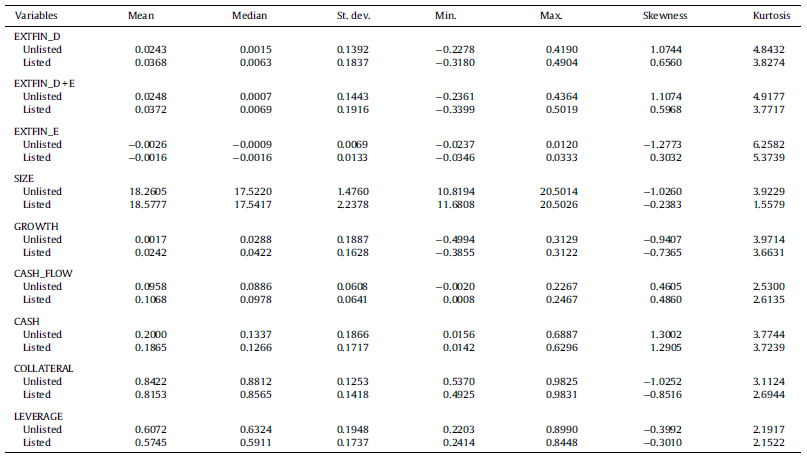
به مظور کاهش اثر برون هشته ها،تمام متغیرها در %5 دنباله هرکدام از توزیع وینسوریز شده است.بعلاوه تمام مقدارهای مالی برای یورو در سال1996 با استفاده از هزینه شاخص مصرف کننده که توسط موسسه آماری اسپانیایی فراهم شده از تورم جلوگیری کرده است.جدول1 خلاصه آمارهایی از متغیرهای وابسته و توضیحی را برای شرکتهای فهرست نشده و شده را به طور جداگانه ارائه می کند.شرکتهای فهرست شده و نشده در بسیاری مشخصات شرکتها تفاوت قائل می شود.اندازه های شرکت متفاوت هستند.میانگین ارزش دارایی برای شرکتهای فهرست نشده حدودا 85میلیون یورو است که با 117میلیون یورو برای شرکتهای فهرست شده مقایسه شد.بعلاوه شرکتهای فهرست نشده رشد فروش کمتری دا در معرض می گذارند.این مورد می تواند استدلال کند که شرکتهای فهرست نشده با محدودیتهای مالی بدلیل کمبود دارایی بازار سرمایه مواجه می شوند.این مورد همچنین رشد سریعتر تعقیب ثبت در لیست بطور فعالانه تر را نشان می دهد.شرکتهای فهرست نشده سودآوری کمتری را در دوره های گردش پول و ارزش های تورمی بالاتر را ظاهر می کنند.در نهایت میزان قدرت نفوذ شرکتهای فهرست نشده بطور قابل توجه با شرکتهای فهرست شده شدیدتر مقایسه شد.متوسط بدهی برای نرخ دارایی های مجموع شرکتهای فهرست نشده %60.72 با %57.45 شرکتهای فهرست نشده مقایسه شد.

ما ماتریس رابطه را برای زیرنمونه های فهرست شده و نشده نتیجه گیری می کنیم.بعلاوه، ما آزمایش هم خطی بین متغیرهای مستقل را با استفاده از عامل شناورسازی واریانس(VIF) را اجرا کردیم.نتایج در جدول 2 و 3 نشان داده شد.همان طور که می توان دید مقادیر کم عامل شناورسازی واریانس عدم هم خطی میان متغیرهای در نظر گرفته شده را پیشنهاد می کند.

ما همچنین یک آزمایش میانگین متفاوت را برای تمام متغیرها بین شرکتهای فهرست شده و نشده انجام می دهیم.اشکال بدست آمده(و نه گزارش شده) به وضوح نشان می دهند که تمام متغیرها از نظر آماری بین شرکتهای فهرست شده و نشده تفاوت قائل می شود.این نتایج همچنین اشاره کرده که میانگین 3 نسخه از متغیر وابسته (یعنی دارایی خارجی) برای شرکتهای فهرست شده بالاتر است.

**جدول1**

آمارهای توصیفی.



EXTFIN\_D

فهرست نشده

فهرست شده

EXTFIN\_D+E

فهرست نشده

فهرست شده

EXTFIN\_E

فهرست نشده

فهرست شده

اندازه

فهرست نشده

فهرست شده

رشد

فهرست نشده

فهرست شده

گردش پول

فهرست نشده

فهرست شده

پول

فهرست نشده

فهرست شده

وثیقه

فهرست نشده

فهرست شده

قدرت نفوذ

فهرست نشده

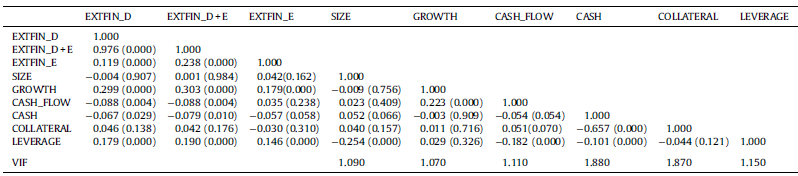
فهرست شده

درجه اوج چولگی حداکثر حداقل انحراف معیار میانه میانگین متغیرها

جدول A1 در پیوست تعاریف تمام متغیرها را فراهم می کند.

**جدول2**

ماتریس رابطه و عوامل تورم واریانس(زیر نمونه های فهرست شده)



EXTFIN\_D

EXTFIN\_D+EEXTFIN\_E اندازه

رشد

گردش پول

وجوه نقد

تورم

قدرت نفوذ

قدرت نفوذ تورم وجه نقد گردش پول رشد اندازه EXTFIN\_EEXTFIN\_D+EEXTFIN\_D

سطوح مهم در پرانتز ها.جدول A1در پیوست تعاریف تمام متغیرها را فراهم می کند.

**5.نتایج تجربی**

5.1.طرح خط مبنا

طبیعت اطلاعات ما این مورد را برای سبک شناسی صفحه اطلاعات برای آزمایش طرح های مالی بحث شده در بخش3 بوسیله ترکیب همزمان حد وسط بخش و اطلاعات توالی زمانی ممکن است.این نوع تحلیل برای ناهماهنگی شرکت و کاهش هم خطی بین متغیرهای در نظر گرفته شده،کنترل می کند.همچنین این سبک شناسی اقتصادی ما را برای حذف تمایل بالقوه در نتیجه دهی تخمین ها بدلیل رابطه بین اثرات غیر قابل مشاهده منحصر بفرد و متغیرهای توضیحی شامل شده در تحقیق قادر می سازد.به منظور رسیدگی طبیعت ثابت یا تصادفی اثرات منحصر بفرد غیرفابل مشاهده،ما آزمایش ویژه هاسمن(سال1978) را استفاده می کنیم.

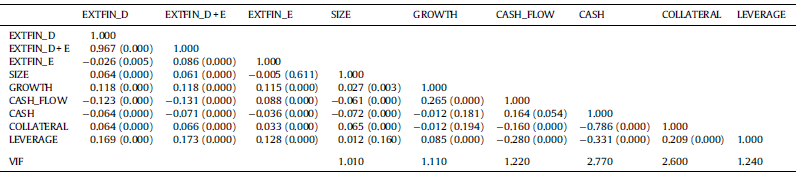
ما تحلیل تجربی مان را با تحلیل طرح خط مبنایمان که در معادله1 است،آغاز می کنیم.جدول4 تخمین نتایج را بری هرکدام از گروه شرکتها نشان می دهد.

ضریب رگرسیون اثر ثابت از معادله1 با سطوح اهمیت بحران در پرانتزها تخمین زده شد.آمار آزمایش والد به فرضیه تهی که تمام ضرایب متغیرهای توضیحی برابر صفر است اشاره می کند.آزمایش هاسمن به فرضیه تهی اثرات ثابت و اثرات تصادفی که برابر هستند اشاره می کند.ما همچنین ارزش p آزمایش چو را گزارش می کنیم(ولدریج سال2007 مراجعه کنید)،که تفاوت آماری را در ضرایب بین زیرنمونه های فهرست شده و نشده تحلیل می کند.

دارایی خارجی برای حساسیت منفی گردش پول در مورد شرکتهای فهرست شده و نشده دیده شده است،تمام مقادیر حساسیت در بهتر از %1 اهمیت می یابند.شرکتهای فهرست شده همیشه ضرایب منفی بالاتری را برای متغیر گردش پول که با همتایان فهرست نشده شان مقایسه شده ثبت می کند.در دوره های اقتصادی،تخمین ها در جدول4 نشان می دهد که برای هر یورو کمبود گردش پول داخلی(با دارایی های مجموع مقیاس شده)،یک شرکت محدود نشده(فهرست شده) تا 76 درصد دارایی خارجی جدید(بدهی به علاوه دارایی خالص) را جستجو می کند،تا جاییکه این شکل تنها 46 درصد در مورد شرکت محدود شده(فهرست نشده) است.یافته های مشابه هنگامی که بدهی یا دارایی خالص در نظر گرفته می شود،مواجه شده است.بعلاوه ما پایگاه داده هایمان را توسط اندازه و ریسک اعتباری و نتایج یکسان گرفته شده(نتایج گزارش نشده اند) به بخشهای مختلف تقسیم کنیم.بنابراین،این نتایج فرضیه1 را با دارایی خارجی و دارایی های تولید داخلی که بور خنثی مرتبط هستند ثابت می کند،این اثر برای شرکتهای فهرست شده یا محدود نشده قویتر است.

**جدول3**

ماتریس رابطه و عوامل تورم واریانس(زیر نمونه های فهرست نشده)



EXTFIN\_D

EXTFIN\_D+E

EXTFIN\_E اندازه

رشد

گردش پول

وجوه نقد

تورم

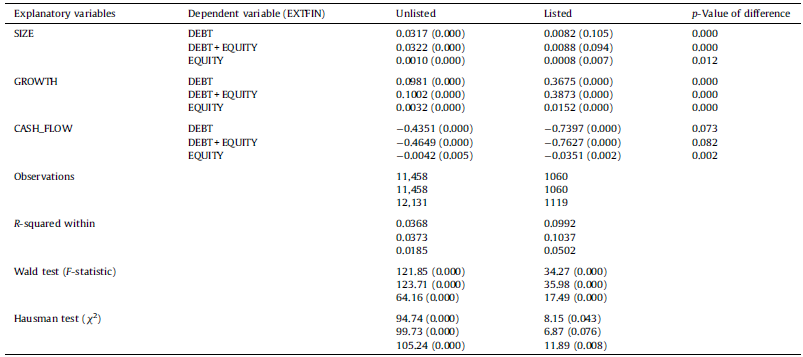
قدرت نفوذ

قدرت نفوذ تورم وجه نقد گردش پول رشد اندازه EXTFIN\_EEXTFIN\_D+EEXTFIN\_D

سطوح مهم در پرانتز ها.جدول A1 در پیوست تعاریف تمام متغیرها را فراهم می کند.

**جدول4**

نتایج تخمین طرح خط مبنا (معادله1).



بدهی

بدهی+داراایی خالص

دارایی خالص

بدهی

بدهی+داراایی خالص

دارایی خالص

بدهی

بدهی+داراایی خالص

دارایی خالص

ارزش p متفاوت فهرست شده فهرست نشده متغیر وابسته(EXTFIN) متغیرهای توضیحی

اندازه

رشد

گردش پول

مشاهدات

در مجذور R

آزمایش والد(آمار F)

آزمایش هاسمن()

همچنین ضرایب برای 2 متغیر دیگر(اندازه و رشد) برای انتظارات ما مطابق هستند.یک افزایش در فرصتهای سرمایه گذاری آن را محتمل تر می کند که مجموعه شرکتها بدنبال دارایی خارجی است،درحالیکه شرکتهای بزرگتر عموما دارایی خارجی بیشتری را جستجو می کنند.

آزمایش اتصال اهمیت رگرسورهای والد به وضوح فرضیه تهی تمام پارامترهایی گروه شرکتهای فهرست شده و نشده را که برابر صفر هستند رد می کند.همچنین،آزمایش هاسمن فرضیه اثر ثابت و اثر تصافی تخمین زننده ها را که برابر هستند رد می کند(هم در گروه شرکتهاس فهرست شده و هم در گروه شرکتهای فهرست نشده)،که به انتخاب پیشین که تخمین زننده اثر ثابت است سوق می دهد.

5.2.طرح گسترش یافته

در تخمین طرح گسترش یافته مان(معادله2)،ما بطور بیانی درون زایی برخی همکاری سیاستها را که ممکن است بر بسیاری از متغیرهای توضیحی اثر بگذارد می شناسیم.نمونه هایی از چنین سیاستهایی می تواند درخواست بدهی مالی را شامل شود،که افزایش در وجه نقد را بعلاوه متغیر در ساختار سرمایه شرکت،یا مسئله جدیدسرمایه بهمراه اثرات مشابه را نشان می دهد.در یک روش عمومیت داده شده چارچوب لحظات(GMM[[5]](#footnote-6))،ما تاخیر درونی 6-2 رگرسور را که شامل (وجه نقد،تورم،قدرت نفوذ)بعلاوه رگرسورهای بیرونی شامل(اندازه،رشد و گردش پول)به عنوان ابزارهایی در معادله2 استفاده می کنیم[[6]](#footnote-7).اعتبار ابزار از طریق آمار J هاسمن(سال1982) بررسی شد،که در روشنایی مجموعه ابزارهای ما برای آمار کاهش می دهد.بطور مختصر،ما تنها نتایج تخمین (به جدول5 مراجعه کنید) طرح گسترش یافته مان را(معادله2) با در نظر گرفتن متغیر وابسته EXTFIN\_D+Eگزارش می کنیم.نتایج هنگامی که رگرسیون این طرح بطور جداگانه با بدهی یا دارایی خالص همراه است نگهداری می شود.

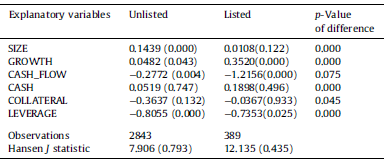
ضریب رگرسیون متغیر ابزاری روش عمومیت داده شده لحظات از معادله2 با سطوح اهمیت بحرانی در پرانتزها تخمین زده شد.وجه نقد،تورم و قدرت نفوذ 1سال به تاخیر افتادند و با 5تاخیر اندازه گیری شدند. آمار J هانسن از یک آزمایش محدودیهای فوق شناسایی مجدد،بکارگیری فرضیه تهی برای صحت اعتبار ابزارها نتیجه می دهد.ستون آخر ارزشp آزمایش چو را گزارش می کند.

حساسیت گردش پول دارایی خارجی تخمین هایی را در الگوی شباهت جدول 5 که در جدول4 گزارش شده را ارائه می کند،که برای منابع متغیر دارایی داخلی(وجه نقد)،موجودی دارایی(تورم)،و ساختار پیش از وجود سرمایهقدرت نفوذ) شامل شده را کنترل می کند.بنابراین ضرایب برای متغیر گردش پول همگی منفی هستند و اهمیت بالایی برای هم شرکتهای محدود شده(فهرست نشده)و هم محدود نشده(فهرست شده) دارند.بعلاوه همان طور که پیش بینی شده شرکتهای محدود نشده(فهرست شده)مقادیر تخمین بالاتری را نسبت به همتایان فهرست نشده شان نشان می دهند.یکبار دیگر،این فرضیه1 با توجه به رابطه بین دارایی خارجی و دارایی های تولید داخلی تقویت می شود.رگرسورهای دیگر ضرایبی را که از نظر آماری تخمین هایی را اهمیت ندارند(وجه نقد و تورم) یا تخمین های مهم را با نشانه انتظار رفته(اندازه،رشد و قدرت نفوذ) جذب می کنند،نشان می دهد.

با توجه به آزمایش تشخیص آماری همراه شده با مجموعه ابزاری ما،این مورد می تواند اظهار کرده باشد که اعتبار این ابزارها را برای حل مسائل درونی تقویت می کند.بنابراین توجه کنید که پایین ترین مقدارp همراه شده با محدودیتهای فوق شناسایی مجدد آزمایش هانسن(سال1982) به ارتفاع %44 است.

**جدول5**

نتایج تخمین طرح گسترش یافته(معادله2)



ارزش p متفاوت فهرست شده فهرست نشده متغیرهای توضیحی

اندازه

رشد

گردش پول

وجه نقد

تورم

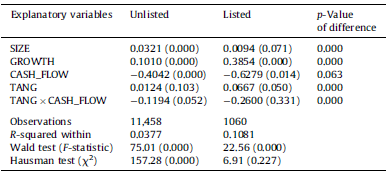
قدرت نفوذ

مشاهدات

آمار J هانسن

**جدول6**

نتایج تخمین طرح اثر ملموس پذیری(معادله3)



اندازه

رشد

گردش پول

وجه نقد

زبانه

زبانه×گردش پول

مشاهدات

در مجذور R

آزمایش والد(آمار F)

آزمایش هاسمن()

ارزش p متفاوت فهرست شده فهرست نشده متغیرهای توضیحی

**5.3.اثر ملموس پذیری**

همان طور که در بخش2 بحث شد،یک اثر ملموس پذیری وجود دارد که شرکتها دارایی ملموس بیشتری را که برای جستجوی دارایی خارجی مستعد است،نگهداری می کنند.این اهمیت در برگشت به اثر جایگزینی بالاتر سوق می دهد.در این حالت،فرض می شود که شرکتهای محدود شده یا فهرست نشده برای این اثر حساس تر هستند و برای روی هم گذاشتن دارایی های ملموس بیشتر تلاش خواهند کرد.در نتیجه موجودی گردش پول در شرکتها ملموس پذیری بیشتری را می تواند با هدایت به اثر جایگزینی بالاتر که بطور محسوس رابطه منفی بین دارایی خارجی و گردش پول دارد را مباهات کند.به منظور آزمایش فرضیه2،مناسب برای اثر ملموس پذیری،ما معادله3 را تخمین می زنیم.ما تنها نتایج تخمین معادله3 را با درنظر گرفتن متغیر وابسته EXTFIN\_D+E (جدول6 را ببینید)گزارش می کنیم.نتایج هنگامی که رگرسیون این طرح با بدهی و دارایی خالص بطور جداگانه همراه است نگهداری می شود.

ضرایب رگرسیون اثر ثابت از معادله4 با اثر سطوح اهمیت بحرانی در پرانتزها تخمین زده شد.آمار آزمایش والد به فرضیه تهی که تمام ضرایب برای متغیر توضیحی برابر با صفر هستند،اشاره می کند.آزمایش هاسمن به فرضیه تهی اثر ثابت و تصادفی که برابر هستند اشاره می کند.ستون آخر مقدارp آزمایش چو را گزارش می کند.

ما اکنون روی ضرایب تخمین زده شده همراه با دوره رابطه متقابل گردش پول×زبانه که اثر متفاوت گردش پول بر دارایی خارجی وابسته به مباهات شرکتها با ملموس پذیری بیشتر یا کمتر است،تمرکز می کنیم.همان طور که در جدول6 نشان داده شده اثر متقابل بین وجه نقد و ملموس پذیری از نظر آماری اهمیت ضرایب(منفی) را برای شرکتهای فهرست نشده ترسیم می کنیم که نتایجی برای گروه شرکتهای فهرست شده است که اهمیت ندارند.این نتایج تخمین با فرضیه2 سازگار هستنذ،فشار حساسیت دارایی خارجی برای موجودی های گردش پول در حضور ملموس پذیری تنها برای شرکتهای فهرست نشده یا محدود شده است.اهمیت اثر (منفی) دوره رابطه متقابل در حرکت مالی تقارن شرکتهای محدود شده(فهرست نشده)و محدود نشده(فهرست شده)نتیجه می دهد.این مورد حتی هنگامی که شرکتهای فهرست نشده از میان دوره مازاد دارایی عبور می کنند بیشتر آشکار است.در مقابل مباهات شرکتهای فهرست شده به ملموس پذیری بیشتر بطور متفاوت برای چنین موجودی های گردش پول عکس العمل نشان نمی دهند،بطوریکه آنها بطور فرضی محدود نشده هستند و دارایی خارجی بطور بیرونی تعیین می شود.

ضرایب واکنش برای باقی متغیرها در معادله3 از نظر آماری حائز اهمیت هستند و علائم برابر را برای تخمین های قبلی نشان می دهند.مطابق با تحلیل قبلی،ما آزمایش محدودیت خطی ضرایب بین متغیر گردش پول و اطلاح رابطه متقابل گردش پول×زبانه را انجام می دهیم.هدف برای معلوم کردن ضرایب اضافی همراه شده با این 2متغیر که از نظر آماری حائز اهمیت اند،است.نتایج این آزمایش(گزارش نشده)ثابت می کند که 2ضریب اضافی به وضوح برای زیرنمونه های شرکتهای فهرست نشده و فهرست شده به جز سومین دارایی خارجی متغیر وابسته(یعنی تنها شامل دارایی خالص)برای گروه شرکتها حائز اهمیت هستند.

5.4.اثرات اقتصاد کلان

همان طور که در بخش2 بحث شد،وجود مغایرت موقعیت اقتصاد کلان،بطور مثال برای رگرسیون های اقتصادی یا پولی می تواند محدودیتهای مالی را به بدترین شکل ممکن ساخته باشد،بنابراین تفاوت اثر جایگزینی بین شرکتهای محدود شده و نشده را تشدید می کند.در این حالت،رابطه منفی تر گردش پول دارایی خارجی برای شرکتهای فهرست شده(محدود نشده) که با شرکهای فهرست نشده(محدود شده)مقایسه شد،انتظار رفته است.آزمایش این پیش بینی اثرات اقتصاد کلان،که در بخش3 مشخص شده،در این زیرمجموعه گزارش شده است.جدول7 نتایج تخمین معادله4 را خلاصه می کند.بطور خلاصه،ما تنها تخمین نتایج معادله4 را با درنظر گرفتن متغیر وابسته EXTFIN\_D+E گزارش می کنیم.نتایج بطور تقریبی هنگامی که رگرسیون این طرح بطور جداگانه با بدهی یا دارایی خالص همراه است،نگهداری می شود.

ضرایب رگرسیون اثر ثابت از معادله4 با سطوح اهمیت بحرانی در پرانتزها تخمین زده شد.آمار آزمایش والد به فرضیه تهی که تمام ضرایب برای متغیر توضیحی برابر با صفر هستند اشاره می کند.ازمایش هاسمن به فرضیه تهی اثرات ثابت و تصادفی برابر هستند اشاره می کند.ستون آخر مقدارp آزمایش چو را گزارش می کند.

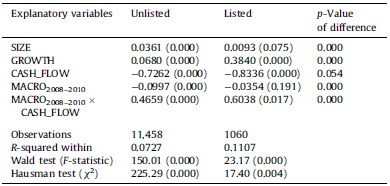
تخمین ها برای اصطلاح رابطه متقابل گردش پول× در هر دو گروه شرکتها،نشان می دهد که گردش پول اثر اضافی مثبت بر دارایی خارجی در زمانهای بحران اقتصادی دارد.این نتیجه با فرضیه3 سازگار است و می تواند توسط این واقعیت که شرکتها دارایی داخلی کمتری را طی بحران تولید می کنند و احتمالا با جستجوی دارایی خارجی جدید واکنش نشان می دهند شرح داده شده باشد.همان طور که ضرایب برای شرکتهای محدود شده و نشده از نظر آماری حائز اهمیت هستند،ما باید اصطلاح رابطه متقابل ضرایب را برای ضریب متغیر گردش پول به منظور مقایسه اثر اصلی گردش پول بر دارایی خارجی بین آنها اضافه کنیم.همان طور که در جدول7 نشان داده شده نتایج اثر اصلی بترتیب 0.26 و 0.23 هستند،که با فرضیه3 سازگار نیست.اگرچه با توجه به متغیر وابسته با تنها بدهی،اثر شبکه ای یا جهانی در 0.23 برای گروه شرکتهای فهرست نشده و 0.25 برای گروه شرکتهای فهرست شده نتیجه می دهد،که فرضیه3 را تایید می کند.بطور مشابه در مورد سومین متغیر وابسته دارایی خارجی(یعنی شامل تنها دارایی خالص)،مدرک تجربی فرضیه3 را تقویت می کند،درحالیکه سنجش اقتصادی اثر شبکه ای گردش پول بر دارایی خارجی حداقل است(به ترتیب 0.0038 و 0.0296).ضرایب باقی متغیرها در معادله4 از نظر آماری حائز اهمیت باقی می ماند و علائم برابر را برای آنها در تخمین های قبلی نشان می دهد.

مطابق تحلیل قبلی،ما یک آزمایش محدودیت خطی را بین متغیر گردش پول و اصطلاح رابطه متقابل با هدف تعیین ضرایب اضافی همراه با این 2متغیر که از نظر آماری حائز اهمیت هستند انجام می دهیم.نتایج این آزمایش(گزارش نشده)نشان می دهد که 2ضریب اضافی به وضوح برای زیرنمونه شرکتهای فهرست نشده اهمیت دارند،اما برای زیرنمونه شرکتهای فهرست شده اینگونه نیست.

ما همچنین تحلیل اثر اقتصاد کلان را توسط رگرسیون طرح خط مبنا (معادله1)بطور جداگانه برای دوره های 2007-2006 و 2010-2009 که دو سال قبل از نقطه آغاز بحران و دو سال بعد آن هستند،را گسترش دادیم.یافته های ما(گزارش نشده) نشان می دهد که شرکتهای فهرست نشده بطور سازگار اثر جایگزینی مهمی را در هر دو دوره ها نشان می دهد،در این دوره2010-2009 کمتر منفی است.بعلاوه این اثر از نظر آماری برای شرکتهای فهرست شده در هر دوره ای اهمیت ندارد.همان طور که پیش بینی شده شرکتهای محدود شده در زمان بحران آسیب پذیرتر هستند و احتمالا دارایی داخلی را تا حد ممکن ذخیره می کنند درحالیکه با سختی بیشتری در بدست آوردن دارایی خارجی جدید مواجه می شوند.

**جدول7**

نتایج تخمین اثرات طرح اقتصاد کلان(معادله4)



اندازه

رشد

گردش پول

رشد زیاد 2010-2008

رشد زیاد 2010-2008گردش پول

مشاهدات

در مجذور R

آزمایش والد(آمار F)

آزمایش هاسمن()

ارزش p متفاوت فهرست شده فهرست نشده متغیرهای توضیحی

**6.نیرومندی و نتایج**

به منظور رسیدگی نیرومندی مدارک تجربی پیشین ما،شش آزمایش متفاوت را در طرح خط مبنا انجام دادیم.

ابتدا،ما به هر صورت رابطه ساختگی بین دارایی خارجی و گردش پول را بوسیله محاسبه نماینده دیگری برای متغیر فرصتهای رشد که وجود دارد کنترل می کنیم،که می تواند بطور نابرابر با متغیر گردش پول فرض شود.این نماینده میانگین افزایش در فروش های بخش وابسته شرکت است.با استفاده از این نماینده جدید،نتایج تخمین طرح خط مبنا برای شرکتهای فهرست شده و نشده نگهداری می شود[[7]](#footnote-8).

بعلاوه،ادبیات تجربی برای پذیرش Q توبین به عنوان مسیر صحیحی برای روش فرصتهای رشد بیشتر مستعد است.به منظور بررسی امکان اندازه گیری اشتباه متغیر فرصتهای رشد ما Q توبین را برای گروه شرکتهای فهرست شده به تنهایی محاسبه کردیم و طرح خط مبنا را تنها برای این گروه تخمین زدیم.جدولA3 در پیوست نتایج تخمین جدید را نشان می دهد.تنها تخمین ها برای متغیر وابستهEXTFIN\_D+E نشان داده شده است(نتایج با استفاده از EXTFIN\_D یا EXTFIN\_E باقی می ماند).همان طور که انتظار رفنه،آنها تخمین های قبلی طرح خط مبنا ما را تحکیم می بخشند.این موردی است که متغیر توضیحی Q توبین در زیرنمونه شرکتهای فهرست شده در عوض متغیر رشد استفاده شد،نتایج بدون تغییر باقی ماند.تحلیل رابطه بین متغیر رشد و Q توبین(گزارش نشده) از نظر آماری یک رابطه مهم و مثبت را نشان می دهد،بنابراین ارائه مدرک واضح اعتبار تخمین های قبلی طرح خط مبنای برای هم شرکتهای فهرست شده و هم شرکتهای فهرست نشده است.

دوم،ما برای سالی که شرکت عرضه اولیه عمومی(IPO) را ایجاد می کند کنترل کنیم،به این دلیل که این عمل می تواند به افزایش غیرعادی دارایی خالص در یک سال مشخص هدایت کند و نتایج تخمین ما را گمراه کند.بعد از شناسایی سالی که یک شرکت فهرست شده ویژه در یک عرضه اولیه عمومی وارد شده بود،ما ابتدا یک متغیر ساختگی را (IPO تفکیک شده) که اگر شرکت فهرست شده عرضه اولیه عمومی را در رابطه با سال ایجاد کرده باشد برابر 1 و درفیر این صورت صفر است.پس از آن،ما با معرفی این متغیر جدید به طرح خط مبنا برمی گردیم.همان طور که در جدول A4 نشان داده شد،نتایج پیشین طرح خط مبنا بدون تغییر باقی می ماند،درحالیکه از نظر آماری اثر(منفی)مهمی بین شرکتهای عرضه اولیه عمومی و شرکتهای عدم عرضه اولیه عمومی (به جز برای مشخصات دارایی خالص) وجود دارد.بطور خلاصه،شرکتهایی که عرضه اولیه عمومی راانجام می دهند نمایانگر سطح حداقلی دارایی خارجی هستند.ما همچنین بطور مضاعف اصطلاح اثر متقابل بین متغیر گردش پول و عرضه اولیه عمومی را به منظور تحلیل اثر عرضه اولیه عمومی بر اثر جایگزینی درنظر می گیریم.نتایج قبلی طرح خط مبنا در همان جهت ادامه می یابد،اگرچه این اصطلاح رابطه متقابل از نظر آماری حائز اهمیت نیست(نتایج گزارش نشده).به طور متناوب،ما طرح خط مبنایمان را دوباره تخمین میزنیم و آن مشاهدات سالانه شرکت را که در عرضه اولیه عمومی رخ داده و نتایج قبل تغییر نمی کند(نتایج گزارش نشده) را محو کنیم.

سوم،ما نگاه ویژه ای به مشاهدات سالانه شرکت با صفر یا نزدیک به قدرت نفوذ صفر می اندازیم،به دلیل حرکت متفاوت بالقوه شان درحالیکه بدنبال دارایی خارجی است.بار دیگر،نتایج تخمین می تواند اثر جایگزینی واقعی را بین شرکتهای محدود شده و نشده به این عنون که هر دو آنها می توانند رفتار بسیار مشابهی با یکدیگر دارند،گمراه کند.بر همین اساس،ما یک متغیر ساختگی را(قدرت نفود پایین) تعریف می کنیم که اگر نرخ قدرت نفوذ پایین یا برابر %5 باشد برابر 1 و درغیر این صورت 0 است[[8]](#footnote-9).

کنترل این موقعیت جدید(قدرت نفوذ پایین) و بعلاوه معرفی یک اصطلاح رابطه متقابل بین متغیر گردش پول و قدرت نفوذ پایین،نتایج قبلی از طرح خط مبنا اصلاح نشده بدست آمده است.علاوه بر این،این متغیرهای جدید از نظر آماری مهم نیستند.ما همچنین طرح خط مبنا با محو کردن مشاهدات سالانه شرکت که قدرت نفوذ پایینی را درنظر گرفته مجدد تخمین زدیم،اما نتایج تفاوتی قائل نمی شود(هیچ کدام از نتایج این رگرسیون گزارش نشده است).

چهارم،ما سطح دارایی خارجی را کنترل می کنیم.نظر بر این است که نگاهی به اثر جایگزینی بر مشاهدات سالانه شرکت همراه با افزایش کوچک دارایی خارجی تمرکز می کند،بطوریکه آنها می توانند حرکت مشخصی را بطور برجسته نشان دهند و نتایج تخمین را گمراه کنند.برای این هدف،ما ابتدا یک متغیر ساختگی(دارایی خارجی پایین)معرفی می کنیم،که اگر نرخ دارایی خارجی پایین یا برابر %5 باشد برابر 1 و درغیر این صورت 0 است.(نتایج برابر با استفاده از %1 یا %10 به عنوان راه میان بر نگهداری می شود).همان طور که جدول A5 نشان می دهد،یک تفاوت مهم آماری بین شرکتهایی با افزایش کم دارایی خارجی و باقی شرکتها وجود دارد،علامت منفی نشان دهنده اثر کمتری برای گروه پیشیت است(که حداقل ثبات در رگرسیون است)[[9]](#footnote-10).بعلاوه و با وجود این تفاوت نتایج قبلی از طرح خط مبنا کاملا نگهداری می شود.

بعلاوه ما اثر جایگزینی را توسط معرفی اصطلاح رابطه متقابل بین متغیرهای گردش پول و دارایی خارجی پایین بررسی کردیم.طیق نتایج(گزارش نشده)تفاوت بین شرکتهای با دارایی خارجی پایین و باقی شرکتها بطور یکسان نگهداری می شود را نشان می دهد.علاوه بر این،ضریب همراه با اصطلاح رابطه متقابل همچنین از نظر آماری مهم است،علامت مثبت نشان دهنده اثر جایگزینی پایین تر برای شرکتهای تحت تاثیر واقع شده توسط دارایی خارجی پایین است(0.23 و 0.26 به ترتیب برای شرکتهای فهرست نشده و فهرست شده).همان طور که درمورد آزمایش های نیرومندی پیشین انجام شد،ما همچنین طرح خط مبنایمان را بعد از حذف مشاهدات سالانه شرکت که دارایی خارجی پایین را درنظر گرفته مجدد تخمین می زنیم،اما نتایج متفاوت نیست(این نتایج رگرسیون گزارش نشده است).

پنجم،طبق متغیر گردش پول که کلیدی برای تحلیل ما است،ما یک نماینده متغیر شامل نه تنها فعالیتهای عملکردی بلکه سرمایه گذاری و فعالیتهای مالی را ایجاد کردیم.متغیر جدید طبق مجموع درآمد عملکرد به علاوه کاهش بها و استهلاک منهای تغییرات پرداختهای سرمایه و تغییرات در کار سرمایه معرفی شده است.نتایج تخمین(گزارش نشده) با درنظر گرفتن این مقدار متغیر بطور یکسان نگهداری می شود.

در نهایت ما طرح خط مبنا تجربی مان را با استفاده از اطلاعات کشورهای اروپایی به همراه بازارهای مالی مشابه مانند ایتالیا،یونان و پرتغال آزمایش می کنیم.همان طور که در جدولA6 نشان داده شده،پشتیبانی ناتیج در حالت کلی تخمین های طرح خط مبنای ما را سابقت برای زیرنمونه های شرکتهای اسپانیایی بدست آمده است.خصوصا برای نمونه سرمایه گذاری شده مانند شرکتهای ایتالیایی،یونانی و پرتغالی و نترل منطقه ای از کشور با ساختگی ها،دارایی خارجی،دارایی تولید داخلی که به طور منفی مرتبط هستند،ظاهر می شود،این اثر برای شرکتهای فهرست شده یا محدود نشده قویتر می شود.بطور جداگانه نتایج قبلی برای زبرنمونه های ایتالیایی تکرار می شود،درحالیکه آن تغییر می کند یا از نظر آماری به ترتیب برای زیرنمونه های یونان و پرتغال قابل توجه نیست.

**7.تذکرات نتیجه گیری و مفاهیم تجربی**

این مقاله مدرک تجربی را درباره رابطه بین دارایی خارجی و گردش پول،با استفاده از صفحه اطلاعاتی شرکتهای فهرست شده(محدود نشده)و فهرست نشده(محدود شده)شامل دوره 2010-1996 فراهم می کند.

نتایج ما نشان می دهد که گردش پول اثر منفی و مهمی بر دارایی خارجی صرف نظر از متغیر وابسته انتخاب شده دارد(که در بدهی،بدهی به علاوه دارایی خالص،یا تنها دارایی خالص متغیر است).این رابطه منفی(که منفی تر است)برای شرکتهای فهرست شده قویتر است،که دربرگشت اثر جایگزینی قوی تری را همان طور که پیش بینی شده استدلال می کند.بنابراین شرکتهای فهرست نشده یا محدود شده به کاهش بدهی بسیار کمی(یا هر منبع دیگر مالی)که آنها با سهام های گردش پول مقایسه شده با شرکتهای فهرست شده مواجه می شوند،گرایش دارد.احتمالا،عدم تقارن اطلاعات نمی تواند در هسته تصمیم گیری شرکتهای فهرست شده و نشده با توجه به اولویتهای مالی باشد.در عوض چیزی است که برای این تصمیم جایگزین و برای تفاوت موجود بین آنها درون زایی سرمایه گذاری و دارایی خارجی برای شرکتهای فهرست نشده مسئول است،بطوریکه آنها از نظر مالی محدود شده اند.این نتایج همچنین بعد از توسعه طرح خط مبنا و اجرای بسیاری آزمایش های نیرومندی تایید شد.یافته های ما به امکان گسترش این نتیجه گیری برای دیگر اقتصادهای اروپایی مشابه اقتصاد ما اشاره می کند.

بعلاوه ما نقش ملموس پذیری را در اثر جایگزینی شرکهای فهرست شده یا محدود نشده و فهرست نشده یا محدود شده آزمایش کردیم.یافته های ما نشان می دهد که ملموس پذیری در تنظیم ساختار سرمایه هنگامی که شرکتها به موجودی های گردش پول واکنش نشان می دهند نقشی را ایفا می کند،این اثر تنها در شرکتهای فهرست نشده همان طور که پیش بینی شد مناسب است.اگرچه این تنها نتیجه مقدماتی است،مدارک تجربی ما نشان می دهد که سطح بالاتر ملموس پذیریمباهات شرکتهای فهرست نشده هنگامی که به جستجوی دارایی خارجی می آید بسیار انعطاف پذیرتر است.

درنهایت یافته های ما ثابت می کند که شرکتهای فهرست نشده با ریسک بالاتری در جستجوی دارایی خارجی جدید در زمان آشفتگی مالی مواجه می شود،همان طور که با اثر جایگزینی پایین تر نشان داده شد.ناگهان نتایج رگرسیون نشان می دهد همچنین شرکتهای فهرست شده محدودیتهای جدی را در پروژه های سرمایه گذاری دارایی شان در دوره بحران متحمل می شوند.بطور خلاصه شرکتهای فهرست شده و نشده توسط جستجوی بدهی جدید(یا دارایی خالص)به عنوان نتیجه موجودی های گردش پول در دوره های بحران واکنش نشان می دهند،اثرات جایگزینی نهایی آنها تنها به میزان اندکی متفاوت است.

بسیاری مفاهیم تجربی می تواند از یافته های ما تقسیم شده باشد.نتایج مسیر جدیدی را برای تحقیقات آینده که می تواند برای انجمن های علمی،مدیران و بازارهای سیاسی مفید باشد،تقویت می کند.بنابراین نظریه های مالی اصلی بوسیله انجمن های علمی برای شرح بدهی یا نگهداری دارایی خالص استفاده می شود، مانند تبادل و نظریه های سفارش یک چهارم بوشل می تواند با اظهارات شرکت که محدود شده و یا محدود نشده است کامل شدده باشد.یک مسئله مهم در این وضعیت کشف عمق بیشتر ضوابط استفاده شده برای تمایز بین شرکتهای محدود شده و محدود نشده است.

تا کنون مدیران شرکتهای فهرست شده در ارتباط بودند،آنها می توانند با آزدی بیشتری برای سرمایه گذاری دارایی تولید داخلی به منظور گسترش محدودیتهای مالی برای بالا بردن دارایی خارجی جدید محدود شده دارند.بنابراین همان طور که یافته های تجربی ما نشان داده،یک اثر جایگزینی مهم ممکن است به هزینه های فوق سرمایه گذاری و کاهش ارزش شرکت هدایت شود.سود سهام یا سیاستهای نفوذ قدرت بین دیگران می تواند این فرصت رفتاری رئیسان را جبران کند.

بعلاوه مدیران شرکتهای فهرس نشده از مشکلات بالا بردن دارایی خارجی همان طور که با مدارک تجربی ما نشان داده شده آگاه هستند.بنابراین یک اثر جایگزینی معتدل شده نشانه واضح سرمایه گذاری بیرونی است که بطور آشکار به نگهداری سیاست محافظه کارانه گردش پول سوق می دهد.این مورد ترس مدیران را که احساس می کنند قادر به بالا بردن دارایی خارجی هنگام نیاز نیستند را منعکس می کند.اگر همکاری دولتی این شرکتها جدایی واضحی را بین مدیران و کنترل نشان ندهد،اغلب شرکتها برای باقیمانده شرکتهای فهرست نشده تصمیم می گیرند،بطوریکه آنها هزینه بالا بردن دارایی خارجی جدید را پایین تر از هزینه کنترل رقیق سازی دریافت می کنند.

با حرکت به جلو،این مورد برای درنظر گرفتن چگونه دارایی خارجی مناسب است-بدهی یا دارایی خالص-برای رشد اقتصادی ضروری است.از این رو ایجاد کننده های سیاست باید بهترین عمل شان را برای بهبود الزامات ورود به بازار سهام و کاهش ابهام شرکتهایی که تصمیم به ورود نگرفته اند،انجام دهنداین مفاهیم بطور ویژه در دوره های آشفتگی مالی مرتبط است.

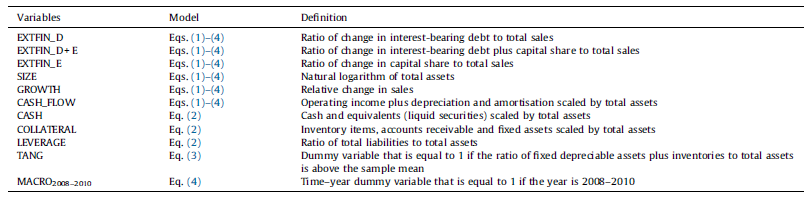
**قدردانی**

نویسندگان از پروز قائوری(تدوینگر)و 3 فرد اشاره شده بی نام برای نظراتشان:والنتین آزوفرا،فیلیکس لوپز ایتوریاگا،جوآن آنتونیو رودریجرز سانز و الئوتریو واللادو برای نظرات و پیشنهادات با ارزششان در نسخه های اخیر این مقاله سپاسگذار هستند.ما همچنین مایلیم از شرکت کنندگان کنفرانس سالانه2012 انجمن مالی اسپانیا و بویژه پدرو مارتینز سولانو برای نظرات مفیدش قدردانی کنیم.فرانسیسکو سوگورب میرا پشتیبان مالی از نخست وزیر اقتصاد و تحقیق رقابتی ECO2012-34268 سپاسگذاری می کند.

**پیوست A**

**جدولA1**

تعاریف متغیرها



EXTFIN\_D

EXTFIN\_D+E

EXTFIN\_E

اندازه

رشد

گردش پول

وجه نقد

تورم

قدرت نفوذ

زبانه

رشد زیاد

2010-2008

نرخ تغییر بدهی بهره برای مجموع فروش ها

نرخ تغییر بدهی بهره بعلاوه تقسیم سرمایه برای مجموع فروش ها

نرخ تغییر تقسیم سرمایه برای مجموع فروش ها

نمودار طبیعی دارایی های مجموع

تغییر نسبی در فروش ها

عملکرد درآمد بعلاوه کاهش بها و استهلاک با دارایی های مجموع مقیاس می شود

وجه نقد و معادلها(اوراق قرضه نقدینگی)با دارایی های مجموع مقیاس می شود

بخش های دارایی،حسابهای قابل دریافت و دارایی های ثابت با دارایی های مجموع مقیاس می شود

نرخ بدهی های مجموع برای دارایی های مجموع

متغیر مجازی که اگر نرخ دارایی های کاهش بهای ثابت بعلاوه دارایی هایی برای دارایی های مجموع میانگین نمونه بالا است برابر با 1 می باشد

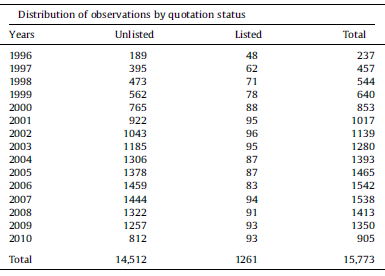
متغیر مجازی سالانه که در سالهای 2010-2008 برابر 1 است

تعاریف طرح متغیرها

**جدولA2**

مشخصات نمونه

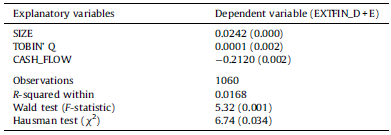
توزیع مشاهدات با حالات قیمت های پیشنهادی



مجموع فهرست شده فهرست نشده سال

**جدولA3**

نتایج تخمین طرح خط مبنا برای زیرنمونه فهرست شده



اندازه

توبین کیو

گردش پول

مشاهدات

در مجذور R

آزمایش والد(آمار F)

آزمایش هاسمن()

متغیرهای توضیحی

متغیر وابسته

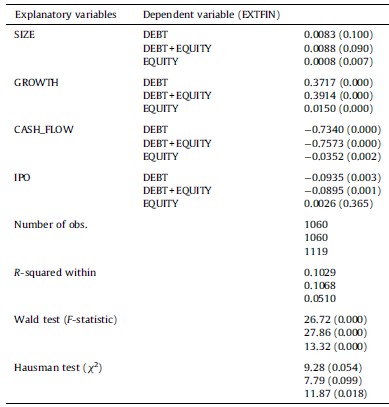
ضریب رگرسیون اثر ثابت از معادله1 بهمراه سطوح اهمیت بحرانی در پرانتزها تخمین زده شد.آمار آزمایش والد به فرضیات تهی که همگی ضرایبی برای متغیرهای توضیحی با صفر برابر هستند اشاره می کند.آزمایش هاسمن به فرضیات تهی هم اثرات ثابت و هم اثرات تصادفی برابر اشاره می کند.

**جدولA4**

نتایج تخمین طرح خط مبنا بعد از کنترل با ipo(زیرنمونه های فهرست شده)

متغیرهای توضیحی

متغیر وابسته



بدهی

بدهی+داراایی خالص

دارایی خالص

بدهی

بدهی+داراایی خالص

دارایی خالص

بدهی

بدهی+داراایی خالص

دارایی خالص

اندازه

رشد

گردش پول

IPO

تعداد مشاهدات

در مجذور R

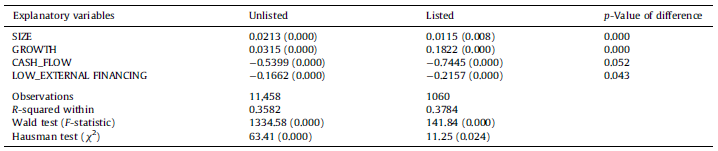
آزمایش والد(آمار F)

آزمایش هاسمن()

ضریب رگرسیون اثر ثابت از معادله1 بهمراه سطوح اهمیت بحرانی در پرانتزها تخمین زده شد.آمار آزمایش والد به فرضیات تهی که همگی ضرایبی برای متغیرهای توضیحی با صفر برابر هستند اشاره می کند.آزمایش هاسمن به فرضیات تهی هم اثرات ثابت و هم اثرات تصادفی برابر اشاره می کند.

**جدولA5**

نتایج تخمین طرح خط مبنا بعد از کنترل با دارایی خارجی کم.



ارزش p متفاوت فهرست شده فهرست نشده متغیرهای توضیحی

اندازه

رشد

گردش پول

دارایی خارجی کم

مشاهدات

در مجذور R

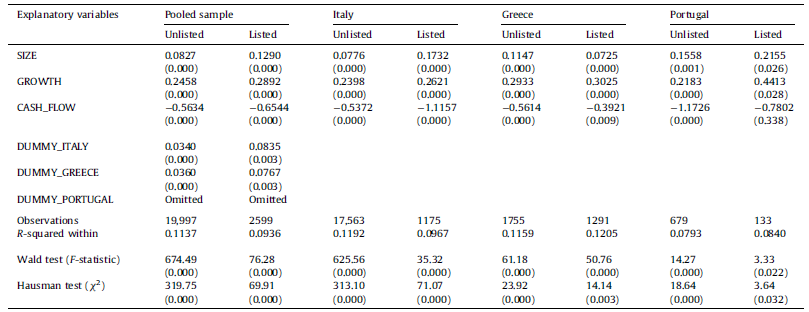
آزمایش والد(آمار F)

آزمایش هاسمن()

متغیر وابستهEXTIFN\_D+E است.ضرایب رگرسیون اثر ثابت از معادله1 بهمراه سطوح اهمیت بحرانی در پرانتزها تخمین زده شد.آمار آزمایش والد به فرضیات تهی که همگی ضرایبی برای متغیرهای توضیحی با صفر برابر هستند اشاره می کند.آزمایش هاسمن به فرضیات تهی هم اثرات ثابت و هم اثرات تصادفی برابر اشاره می کند.

**جدولA6**

نتایج تخمین طرح خط مبنا با استفاده از زیرنمونه های شرکتهای اروپایی.



اندازه

رشد

گردش پول

ساختگی ایتالیا

ساختگی یونان

ساختگی پرتغال

مشاهدات

در مجذور R

آزمایش والد(آمار F)

آزمایش هاسمن()

متغیر توضیحی

نمونه سرمایه گذاری شده

ایتالیا

یونان

پرتغال

متغیر وابستهEXTIFN\_D+E است.ضرایب رگرسیون اثر ثابت از معادله1 بهمراه سطوح اهمیت بحرانی در پرانتزها تخمین زده شد.آمار آزمایش والد به فرضیات تهی که همگی ضرایبی برای متغیرهای توضیحی با صفر برابر هستند اشاره می کند.آزمایش هاسمن به فرضیات تهی هم اثرات ثابت و هم اثرات تصادفی برابر اشاره می کند.

1. 1 به این دلیل که قیمتهای هیچ کدام از بازارها برای شرکتهای فهرست نشده در دسترس نیست،رشد فروشها به عنوان میزان فرصتهای رشد جایگزین نرخ Q توبین می شود.بعلاوه نرخ Q توبین به عنوان خارج قسمت ارزش بازار شرکت و مقدار دفاتر آن محاسبه شده است،در بخش اختصاص داده شده برای آزمایش های قدرتمند در نظر گرفته شده است. [↑](#footnote-ref-2)
2. با استفاده از میانه نمونه و %75 در ساختار این متغیر ساختگی نتایج تغییر نکرده باقی می ماند. [↑](#footnote-ref-3)
3. 3 در اسپانیا یک شرکت برای مسئله اظهارات تحکیم شده وقتی 2مورد از 3مورد نجاوز می کند متعهد شده است(1) مجموع دارایی ها در بیش از 11.4 میلیون یورو(2) حجم معاملات بالغ بر 22.8 میلیون یورو(3)بیش از 250 کارگر. [↑](#footnote-ref-4)
4. 4 این فیلتر نهائی سالانه شرکت را از نمونه ای که جهش های بزرگی را از زیرساختهای تجارت ثبت می کند،محو می کند،به طور نمونه شاخص استهلاک ها،سازماندهی دوباره و دیگر اکثریت رویدادها که گردش پول خارجی را فراهم نمی کند. [↑](#footnote-ref-5)
5. Generalised Method of Moments [↑](#footnote-ref-6)
6. 6 تخمین از طریق GMM توسط کاربر نویسنده استاتا درخواست"Xtivreg2"(اسکافر سال2012) انجام دادیم.بعلاوه ما مشکل درون زایی را با ی کند متغیرهای وجه نقد،تورم و قدرت نفوذ باید به عنوان متغیر درونی درنظر گرفته شود. [↑](#footnote-ref-7)
7. نتایج طبق درخواست نویسنده دردسترس است. [↑](#footnote-ref-8)
8. 8 ما همچنین ملاحظه دیگر میان برهای متغیر مانند %1 و %10 را در ساخت این متغیر ساختگی بدون برخورد با تفاوتهای تجربی موثر انجام می دهیم. [↑](#footnote-ref-9)
9. 9 ما تنها نتایج تخمین را برای متغیر وابسته EXTFIN\_D+E گزارش می کنیم.باقی نتایج متغیرهای وابسته EXTFIN\_D و EXTFIN\_E ارائه نشده اند اما بدون تغییر باقی ماندند. [↑](#footnote-ref-10)