



ارائه شده توسط:

سایت ترجمه فا

مرجع جدیدترین مقالات ترجمه شده

از نشریات معتبر

آیا تجارت سرمایه گذار منحصر بفرد روی اعتبار شرکت تأثیری دارد؟

چکیده

با تهییج شواهد فعلی در مورد تبادل آگاهانه توسط سرمایه گذاران فردی ما اعلام می کنیم که تجارت سرمایه گذار منفرد باعث پیشرفت عملکرد شرکت می شود. مطابق با حدس و گمان های انجام شده، ما در می یابیم که معاملات سرمایه گذار منفرد تأثیر مثبتی روی اعتبار شرکت دارد. نتایج برای شمول سال، اثرات ثابت صنعت و شرکت، مشخصات مدل جایگزین، کنترل برون زادی بودن، تست علیت Granger، تحلیل نمونه مطابقت بافته و تحلیل های نمونه فرعی قوی هستند. اثر مثبت تجارت سرمایه گذار منحصر بفرد روی اعتبار شرکت برای شرکت هایی قوی تر است که تولید اطلاعات بالاتر و سهام با گستردگی بالاتری دارند، و با اطلاعات و مکانیسم کانال گسترده سازگار هستند. نتایج ما نشان می دهند که تجارت انجام شده توسط سرمایه گذار منفرد باعث افزایش اعتبار شرکت با بهبود اطلاع رسانی قیمت سهام و کاهش گستره آن می شود.

کلید واژه ها: تجارت سرمایه گذار منحصر به فرد، اعتبار شرکت، علیت Granger، تولید اطلاعات، گستره

درخواست قیمت

TarjomeFa.Com

1- مقدمه

نقش تجارت سرمایه گذار منفرد در بازارهای مالی موضوعی با منافع گسترده است. اما شواهد مرتبط بسیار واگرا هستند. برخی مطالعات نشان می دهند که سرمایه گذاران منحصر بفرد مسئول موارد فوق العاده و پیشقدرهای روان بودن (قابلیت تبدیل به پول) هستند، سوداگران اختلال غیر آگاهانه هستند و فعالیت آن ها به صورت موقتی باعث افزایش قیمت های سهام می شود.

اما علاوه بر مقالات قوی تر نیز وجود دارند که به منطق جمعی افراد در جایگاه بازار و برای آموزنده بودن تجارت سرمایه گذار منفرد اشاره می کنند. Forsythe و همکارانش (1992) دریافتند که تعداد کافی از تجار در بازار سهام سیاسی Iowa عاری از هر گونه تمایل داوری بودند. Jackson (2003) دریافت که معاملات افراد، پیش بینی گر

بازگشتی های بازار آینده در تبادل سهام استرالیا می باشد. Kaniel و همکارانش (2012) دریافتند که تجارت جمعی سرمایه گذار منفرد پیش بینی کننده بازگشت های غیر عادی در و پس از تاریخ اعلام درآمد می شود، و حدود نصف بازگشتی های غیر عادی اعلان درآمدها را می توان به اطلاعات خصوصی نسبت داد. Kelly و Tetlock (2013) دریافتند که سفارشات سرمایه گذاران خرده فروش ناقل اطلاعات اساسی است و تصمیمات جمعی تجار خرده فروش در کارایی بازار مشارکت دارد. به خصوص آن ها دو کانال بالقوه برای تطبیق دادن یافته های فعلی تجارت آگاهانه سرمایه گذار منفرد با مطالعات قبلی پیشنهاد کردند. اولاً داده های تجارت سرمایه گذار منفرد استفاده شده در پژوهش قبلی می تواند مشعر نباشد. ثانیاً مهارت جمعی سرمایه گذاران منفرد می تواند با گذشت زمان بهبود یابد. Evans (201) دریافت که تجارت خرده فروشی باعث افزایش دقت قیمت سهام می شود. Wang و Zhang (2015) اثر تجارت سرمایه گذاری منفرد را روی روان بودن (قابلیت تبدیل به پول) بازار سهام بررسی کردند و دریافتند که تجارت سرمایه گذار باعث بهبود روان بودن (قابلیت تبدیل به پول) سهام از طریق کاهش عدم تقارن اطلاعات می شود. این مطالعات اظهار می دارند که گرچه تمام سرمایه گذاران منفرد اطلاعات دقیقی ندارند، اطلاعاتی که توسط تجارت جمعی سرمایه گذاران منفرد نشان داده شده اند می توانند نسبتاً دقیق و ارزشمند باشند. این مطالعه سعی در آزمودن نقش تجارت سرمایه گذار منفرد با پایگاه داده تحلیل پایان روز NYSE ReTrac (EOD) دارد که فعالیت های تجاری روزمره خرده فروشی را برای هر سهامی که در NYSE لیست شده و از مارس 2004 تا دسامبر 2011 مبادله شده را خلاصه می کند. ما شواهدی قوی داریم که در آن تجارت جمعی سرمایه گذار منفرد در هر سهامی تأثیر مثبتی روی اعتبار شرکت دارد. نتیجه برای مشخصات مدل مشعر بسیار قوی است، شمول ساز، صنعت، اثرات ثابت شده شرکت، کنترل تجارت برونی سرمایه گذار منفرد با استفاده از رگرسیون های حداقل مربع دو مرحله ای، و استفاده از مقیاس های جایگزین اعتبار شرکتو تست های علیت Granger و تحلیل های تطابق نزدیکترین همسایه اشار دارنده اثر علی تجارت سرمایه گذار منفرد روی اعتبار شرکت می باشند.

پس از آن ما کانال اطلاعاتی را کاوش می کنیم که در آن تجارت سرمایه گذار منفرد روی اعتبار شرکت تأثیر می گذارد. اگر حدس ما درست باشد، اصر تجارت سرمایه گذار منفرد روی اعتبار شرکت باید زمانی قوی تر باشد که

سرمایه گذاران منفرد تمایل بیشتری به داشتن اطلاعات اضافی داشته باشند و تجارت های جمعی آن ها ارزنده تر باشد. Dow و همکارانش (2011) تولید اطلاعات بیشتر در بازار کالی را در رابطه با شرکت های خوب به حای شرکت های بد پیشنهاد کردند. از اینرو سرمایه گذاران منفرد تمایل بیشتری به داشتن اطلاعات شخصی در مورد شرکت های خوب دارند و با شرکت دادن اطلاعات شخصی خود در قیمت سهام از طریق تجارت، تجارت های آن ها باید اثر قوی تری روی ارزش شرکت های خوب داشته باشد و مطابق فرضیه تولید اطلاعات، ما در می یابیم که اثر تجارت سرمایه گذار منفرد روی اعتبار شرکت برای شرکت های خوب Q توبین بالاتر یا بازگشت دارایی بالاتری دارد. بهبود ارزندگی اطلاعات تحمیا شده بواسطه تجارت سرمایه گذار منفرد مبادی باعث کاهش عدم تقارن اطلاعات و گسترش آن شود و منجر به ارزش بالاتر شرکت می شود. برای تست کردن کانال گسترده، ما ابتدا تحلیل های تطابق نزدیک ترین همسایه گسترش نیبی را انجام می دهیم تا مشاهده کنیم که چگونه تجارت سرمایه گذار منفرد روی گسترش تأثیر می گذارد. ما تغییر در گسترش نسبی سهام دیگر شرکت های بسیار شبیه را با تجارت سرمایه گذار فردی بالا و پایین آزمودیم و دریافتیم که تجارت سرمایه گذار منحصر بفرد اثری منفی روی تغییر گسترده دارد. به علاوه اگر کانال گسترش کار کند، ما انتظار داریم اثر تجارت سرمایه گذار منفرد روی اعتبار شرکت برای سهام با گسترش بالا قوی تر باشد. مطابق با این پیش بینی، ما در می یابیم که تجارت سرمایه گذار منحصر بفرد اثر مثبت معناداری روی نرخ بازار در دفتر ثبت سهام با گسترش بالا دارد، اما هیچ اثر قابل توجه و معناداری روی سهام با گسترش پایین ندارد.

این مطالعه در مقالات چندین مشارکت دارد. اولاً این مطالعه در مقالات تجارت سرمایه گذار منفرد با استفاده از داده های تجارت خرده فروشی NYSE مستقیم از جدیدترین دوره های زمانی مشارکت دارد. عمده مطالعات قبلی که روی تجارت سرمایه گذار منفرد انجام شده بودند از داده هایی استفاده می کردند که از شرکت های دلالی حاصل شده بودند که تنها مجموعه کوچکی از سرمایه گذاران منفرد را پوشش می دادند، یا داده های تجارت خرده فروشی را در جایی به غیر از امریکا می آزمودند یا تکیه بر پروکسی های تجارت سرمایه گذار منفرد نظیر اندازه تجارت کوچک یا تجارت با ته مانده انبار داشتند. اما مشکلاتی در رابطه با منابع داده ای وجود دارد که می تواند باعث نتایج

تبعیض آمیزی باشد. گروه کوچکی از سرمایه گذاران خرده فروش از شرکت های واسطه گری معینی ممکن است از نظر مهارت های تجارت و منابع اطلاعاتی نمونه مشعری نباشند. با استفاده از تجارت ته مانده انبار یا اندازه تجارت به عنوان سرمایه گذار منفرد پراکسی های تجارت از محدودیت های مهمی متضرر می شوند و می توانند نتایج تبعیض آمیزی ارائه نمایند، خصوصاً برای سال های اخیر.

پس از آن، مطالعه ما در بدهی مداوم در مورد این مشارکت می کند که آیا تجارت سرمایه گذار منفرد ارزنده است یا خیر. مقالاتی که در مورد تجارت سرمایه گذار منفرد نوشته شده اند سرمایه گذاران منفرد را به عنوان تاجران غیر منطقی و آشوبگری اصلاح کرده اند و روی این مورد تمرکز کرده اند که آیا سرمایه گذاران منفرد در تجارت شکست می خورند یا خیر. مطالعات اخیر شواهدی در رابطه با ارزنده بودن قیمت تجارت توسط سرمایه گذاران منفرد ارائه می کنند و اظهار می دارند که سرمایه گذاران منفرد می توانند دارای اطلاعات شخصی ارزشمندی باشند. مطالعه ما این خط از پژوهش را با ارائه شواهد کافی بسط می دهند که سازگار با ارزنده بودن تجارت توسط سرمایه گذاران منفرد است. در نهایت، مطالعه ما نیز مرتبط با مقالات است که با ریزساختار بازار و سرمایه گذاری حقوقی اشتراکاتی دارند، خصوصاً در رابطه میان بازار مالی و اصول بنیادین شرکت. بازارهای سرمایه گذاری نمی توانند تنها اصول بنیادین شرکت را بازتاب دهند بلکه علاوه بر آن باید اصول بنیادین شرکت تأیید داشته باشند. Baker و همکارانش (2003)، Luo (2005)، و Chen و همکارانش (2007) شواهدی ارائه کردند که در آن قیمت های بازار روی سرمایه گذاری های شرکت ها از طریق یادگیری مدیریت و یا دسترسی شرکت به سرمایه جدید تأثیر می گذاشت. Roll و همکارانش (2009) اثر گزینه های تجارت را روی اعتبار شرکت مطالعه کرد که نشان داد روان بودن (قابلیت تبدیل به پول) بازار تأثیر مثبتی روی عملکرد شرکت از طریق افزایش محتوای اطلاعات قیمت های بازار و پاداش های مدیریتی حساسی به عملکرد می باشد. مطالعه ما در این خط از پژوهش با نشان دادن این مشارکت می یابد که تجارت توسط سرمایه گذاران منفرد می تواند روی عملکرد تأثیر بگذارد و تأثیر خود را از طریق بهبود ارزش زندگی قیمت سهام بگذارد.

ادامه این مقاله به شرح زیر است: در بخش 2 فرضیات توسعه می یابند. در بخش 3 در مورد نمونه، منابع داده ای و مقیاس های متغیر توضیح داده می شود. در بخش 4 نتایج تجربی ارائه می شوند و در بخش 5 نتیجه گیری انجام می شود.

2- فرضیات

فرضیه اصلی ما این است که تجارت سرمایه گذار منفردر تأثیر مثبتی روی اعتبار شرکت دارد. مقالات اخیر اظهار دارند این هستند که در سطح تجمیعی، تجارت انجام شده توسط سرمایه گذاران منفرد می تواند ارزنده باشد. از اینر رو در رابطه با تجارت سرمایه گذار منفرد باید اطلاعات ارزنده تری در مورد قیمت داشت. مقالات هر دو مدرک تئوری و تجربی را ارائه کرده اند که ارزندگی قیمت سهام تأیر مثبتی روی اعتبار شرکت دارد. قیمت های سهام بسیار ارزنده به شرکت امکان می دهد تا منابع را با کارایی بیشتری تخصیص دهد (Titman و Subrahmanyam، 1999؛ Holmstrom و Tirole، 1993) تصمیمات سرمایه گذاری بهتری اتخاذ نماید و قراردادهای پاداش مدیریتی کاراتری ببندند، که همگی آن ها منجر به افزایش اعتبار شرکت می شوند. Foucault و Gehrig (2008) دریافته اند که شرکت های مرز گذر در مورد سرمایه گذاری تصمیمات بهتری اتخاذ می کنند و این به دلیل اطلاعات قیمت دقیق تری است که از بازار سهام به دست آمده اند. Fang و همکارانش (2009) نشان دادند که جریان اطلاعاتی بیشتر به دلیل روان بود بیشتر سهام باعث افزایش محتوای اطلاعات قراردادهای پاداش مدیریتی حساس به عملکرد می شود که در حقیقا باعث پیشرفت عملکرد شرکت می شود. Roll و همکارانش (2009) دریافته اند که تجارت اختیاری باعث پیشرفت اعتبار شرکت با تأثیرگذاری مثبت روی اطلاعات ارزنده قیمت می شود. به علاوه، ارزندگی قیمت پیشرفته تحمیل شده بواسطه تجارت جمعی سرمایه گذار منفرد باید باعث کاهش عدم تقارن اطلاعات، افزایش روان بودن سهام، و کاهش گستردگی شود. هم مطالعات تئوری و هم مطالعات تجربی نشان داده اند که روان بودن (قابلیت تبدیل به پول) باید توسط بازار ارزش گذاری شود. روان بوده بالاتر باعث ایجاد بازگشتی مورد انتظار پایین تر (به عنوان نمونه، Amihud و Mendelson، 1986؛ Acharya و Pedersen، 2005) و از این رو قیمت سهام جاری بالاتر و اعتبار بیشتر شرکت می شود.

بنابراین، اگر تجارت سرمایه گذار منحصر بفردی ارزنده باشد و باعث بهبود ارزندگی و روان بودن قیمت سهام شود، باید اثر مثبتی روی اعتبار شرکت داشته باشد. این منجر به فرضیات اولیه و اصلی می شود.

فرضیه 1. همه شرکت های هم مرتبه به جز شرکت هایی که سهامشان با شدن بیشتری توسط سرمایه گذاران منحصر بفردی تبادل شده اند ارزش (اعتبار) بالاتری دارند.

بنابراین ما کانال اطلاعاتی ای را می آزماییم که از طریق آن تجارت سرمایه گذار منحصر بفردی روی اعتبار شرکت تأثیر می گذارد. ما این مسأله را نیازموده ایم که آیا تجارت سرمایه گذاری منحصر بفردی باعث افزایش ارزندگی قیمت سهام می شود یا خیر، اما به جای آن فرضیات قابل آزمایشی توسعه می دهیم که با مکانیسم اطلاعاتی نشان داده شده اند. اگر تجارت بواسطه سرمایه گذاران منحصر بفردی باعث افزایش اعتبار شرکت با بهبود ارزندگی قیمت سهام شود، اثر تجارت سرمایه گذار منحصر بفردی روی اعتبار شرکت باید زمانی قوی تر باشد که تولید اطلاعات کلی بیشتر است و از این رو سرمایه گذاران منحصر بفردی بیشتر تمایل دارند اطلاعات شخصی را شامل نمایند. Dow و همکارانش (2011) اعلام کردند که تولید اطلاعات بیشتری در رابطه با فرصت های سرمایه گذاری وجود دارند که بنیان هایی قوی دارند. این اشاره به تولید بیشتر اطلاعات در مورد شرکت های خوب نسبت به شرکت های بد دارد. بنابراین ما فرضیه تولید اطلاعات زیر را می آزماییم.

فرضیه 2 - اثر مثبت تجارت سرمایه گذار منحصر بفردی روی اعتبار شرکت برای شرکت های خوب قوی تر از شرکت های بد است.

ما کانال گسترده را بیشتر می آزماییم. ارزندگی قیمت بهبود یافته تهییج شده بواسطه تجارت سرمایه گذار منحصر بفردی باید عدم تقارن اطلاعات را کاهش دهد و از این رو گسترده را نیز کاهش دهد که این منجر به اعتبار بالاتر شرکت می شود. بنابراین ما انتظار داریم که تجارت سرمایه گذار منحصر بفردی تأثیری منفی روی گسترده سهام دارد و اثر تجارت سرمایه گذار منحصر بفردی روی اعتبار شرکت برای سهام گسترده تر قوی تر خواهد بود. این منجر به ایجاد فرضیات کانال گسترده زیر می شود.

فرضیه 3 الف. تجارت سرمایه گذار منحصر بفردی تأثیری منفی روی گسترده سهام دارد.

فرضیه 3 ب. اثر مثبت تجارت سرمایه گذار منحصر بفرد روی اعتبار شرکت برای سهام با گستردگی بالاتر قوی تر است.

3- داده ها

1-3- انتخاب نمونه

داده های تجارت سرمایه گذاری منحصر بفرد ما از پایگاه داده NYSE ReTrac EOD بین 15 مارس 2004 و 31 دسامبر 2011 به دست آمده اند. پایگاه داده ReTrac حاوی تجارت های اجرا شده روزمره از تمام سهام لیست شده در NYSE است که توسط سرمایه گذاران منحصر به فردی ایجاد شده اند که در NYSE اجرا شده اند. آن تمام تجارت هایی را دنبال می کند که از حساب های فردی با تخصیص نوع حساب I (سرمایه گذاران منحصر به فرد) ایجاد شده اند و حجم سهم تجارت روزمره و تعداد تجارت های انجام شده توسط سرمایه گذاران منحصر به فرد را برای هر سهام خلاصه می نماید.

ما از پایگاه داده Compustat، بازگشتی سهام، گستردگی و داده های حجم تجارت مجموع مرکز تحقیقات قیمت های ایمنی (CRSP)، داده های مالکیت آموزشی از پایگاه داده سهام آموزشی Thomson Reuters 13(f) ، و داده های پوشش آنالیزور از پایگاه داده سیستم تخمین دلان آموزشی (I/B/E/S) به داده های مالی دسترسی یافتیم. تنها سهام معمول (سهامی که قانون اشتراکی 10 یا 11 در پایه داده CRSP دارند) لیست شده در NYSE در نمونه شامل شده اند. چون ما فعالیت های تجارت روزمره سرمایه گذار منحصر بفرد را ر سال های مالی شرکت ها جمع آوری می کنیم و یک شرکت باید حداقل یک سال داده تجارت منحصر بفرد داشته باشد تا در نمونه ما شامل شود، آخرین سال مالی در نمونه مال مارس 2005 است. نمونه نهایی ما 8645 مشاهده از سال مالی شرکت داشت.

3.2 ساختار متغیر

ما از نسبت بازار به دفتر توازن (M/B) برای سنجش اعتبار (ارزش) بازار استفاده می کنیم. مقیاس های اصلی شدت تجارت سرمایه گذار منحصر بفرد، یعنی حجم سهم تجارت سرمایه گذار منحصر بفرد و حجم تجارت مجموع در هر سال مالی گردآوری شده اند. IndVolRatio به عنوان نسبت حجم تجارت سرمایه گذار منحصر بفرد به حجم

تجارت مجموع، هم در سال مالی، و هم در $IndTurnover$ به عنوان نسبت حجم تجارت سرمایه گذار منحصر بفرد در سال مالی به تعداد سهم های برجسته در آغاز سال مالی محاسبه شده است. برای در نظر گرفتن مسائل مرتبط با غیر عادی بودن ما از لگاریتم طبیعی دو مقیاس، یعنی $Log(IndVolRation)$ و $Log(IndTurnover)$ در تحلیل های خود استفاده می کنیم.

طیف گسترده ای از متغیرها کنترل در تحلیل ما شامل شده اند ما گسترده، حجم معاملات، بازگشتی سهام و موقتی بودن مشخصه را برای ثبت و ضبط عواملی که از بازار سهام حاصل شده اند را شامل کرده اند که می تواند روی عملکرد شرکت تأثیر بگذارند. گسترش لگاریتم گسترش نسبی است که به عنوان گستره درخواست قیمت تقسیم بر نقطه درخواست قیمت وسط تعریف شده است. حجم معاملات حجم سهم تجارت مجموع در یک سال مالی شرکت تقسیم بر تعداد سهام مشعر در آغاز سال مالی است و لگاریتم طبیعی آن، یعنی $Log(Turnover)$ در تحلیل استفاده شده است. بازگشتی سهام در یک سال مالی شرکت ارزیابی شده است. موقتی بودن مشخصه منحصر انحراف استاندارد باقیمانده ها از بازگشتی های روزمره متناسب از سال مالی در مدل چهار عاملی می باشد (سه عامل Fama و French (1993) به علاوه عامل مقدار حرکت). علاوه بر این ما چندین مشخصه شرکت را کنترل می کنیم. بازگشت دارایی ها درآمد خالص تقسیم بر مقدار ثبت شده دارایی هاست. هزینه سرمایه (برآمد سرمایه) هزینه های سرمایه تقسیم بر مقدار ثبت شده دارایی ها می باشد. اندازه شرکت با $Log(Total Assets)$ اندازه گیری شده است، یعنی لگاریتم طبیعی مقدار ثبت شده دارایی ها. بازگشت سهام در یک سال مالی شرکت اندازه گیری شده است. نفوذ با بدهی دراز مدتی تقسیم بر مقدار ثبت شده دارایی ها اندازه گیری شده است. رشد EPS نرخ رشد سه ساله درآمدها به ازای هر سهم است و در رگرسیون ها برای کنترل دیدگاه رشد شامل شده است. مالکیت آموزشی کسر سهام برجسته متعلق به موسساتی است که هر سه ماه یکبار 13 گزارش f در پایان سال مالی قبل ثبت می کند. پوشش آنالیزور با $Log(1+\#Analyst)$ اندازه گیری شده است، یعنی لگاریتم طبیعی یک به علاوه تعداد آنالیزور هاسس که از یک شرکت در عرض سال مالی پیروی می کنند. مورد مصنوعی سود سهام متغیر شاخصی برای این است که آیا در عرض سال مالی شرکت سود سهام را پرداخت می کند یا خیر. $SP500$ مصنوعی متغیر شاخصی

برای این است که آیا شرکت در S&P 500 در عرض سال مالی شامل شده است یا نه. صنایع با استفاده از رده بندی صنعت Fama and French 48 تعریف شده اند.

3-3- خلاصه آماری

جدول 1 خلاصه آماری را برای متغیرهای اصلی در نمونه ما ارائه می نماید. مقدار میانگین M/B حدود 2/7 است و برای یک سهام معمول در یک سال معمولی، حجم تجارت سرمایه گذار منحصر به فرد نشان دهنده 1/3 درصد از حجم تجارت است و حجم معاملات انجام شده توسط سرمایه گذاران منحصر بفرد حدود 0/03 است، و مجموع حجم معاملات 2/8 است. در حالی که بزرگی تجارت سرمایه گذار منحصر بفرد کوچک است، با در نظر گرفتن این که بخش معناداری از تجارت غیر فردی تجارت با بسامد بالاست (HFT) که غیر ارزنده پنداشته شده است، درصد تجارت سرمایه گذار منحصر بفرد زمانی بالاتر خواهد بود که HFT غیر ارزنده (غیر آگاهی دهنده) حذف شده باشد.

4- نتایج آزمایشی

4-1- رگرسیون پانل اصر ثابت شرکت

این بخش اثر تجارت تجمیعی سرمایه گذار منحصر بفرد را روی اعتبار (ارزش) ارزیابی شده شرکت با نسبت توازن بازار به ثبت می آزماید. ما رگرسیون M/B را در شدت تجارت سرمایه گذار منحصر بفرد محاسبه می کنیم که با $\text{Log}(\text{IndVolRatio})$ یا $\text{Log}(\text{IndTurnover})$ اندازه گیری شده است در حالی که کنترل کننده مجموعه ای از متغیرهای مرتبط با بازار سهام و مشخصه های شرکت است. گرچه ما انواع متغیرها را کنترل می کنیم، هنوز هم ممکن است برخی از مشخصه های شرکتی غیر ملموس بتوانند روی شدت تجارت توسط سرمایه گذاران منحصر بفرد کار کرده و علاوه بر این آن را با عملکرد شرکت همبسته نمایند. به عبارت دیگر، مسأله درون زادی ایجاد شده به دلیل متغیرهای از قلم افتاده می تواند باعث تحمیل نتایج تبعیض آمیز شود. بنابراین ما رگرسیون های پانل اثر ثابت شرکت را برای در نظر گرفتن جنبه درون زادی انجام می دهیم. اثرات ثابت سالانه و صنعتی نیز شامل شده اند. ما تحلیل خود را با یک رگرسیون از M/B تنها روی متغیر کنترل شروع می کنیم، بدون اینکه هیچ مقیاس تجارت سرمایه گذار منحصر بفردی شامل شده باشد. همان طور که در ستون اول جدول 2 نشان داده شده است اغلب

متغیرهای کنترل اثرات قابل توجه و معناداری روی M/B دارند. مدل های 2 و 3 جدول 2 مشخصات خط پایه هستند که در آن ها مقیاس های تجارت سرمایه گذار منحصر بفرد متغیر مستقل سود هستند. ضرایب در $\text{Log}(\text{IndVolRatio})$ و $\text{Log}(\text{IndTurnover})$ همگی مثبت و معنادار هستند و این اظهار دارنده آن است که شرکت هایی که سهامشان به سختی توسط سرمایه گذاران منحصر بفرد معامله می شود ارزش شرکت بالاتری دارند که این سازگار با فرضیه اصلی H1 است.

جدول 1.

Variable	Mean	Std. Dev.	5th Pctl	25th Pctl	Median	75th Pctl	95th Pctl
(1) M/B	2.703	2.713	0.683	1.311	1.938	3.031	7.121
(2) IndVolRatio	0.013	0.018	0.001	0.003	0.007	0.016	0.045
(3) $\text{Log}(\text{IndVolRatio})$	-4.979	1.113	-6.680	-5.876	-5.017	-4.136	-3.105
(4) IndTurnover	0.029	0.038	0.002	0.007	0.016	0.034	0.104
(5) $\text{Log}(\text{IndTurnover})$	-4.165	1.134	-6.015	-5.015	-4.149	-3.389	-2.266
(6) Turnover	2.800	2.027	0.791	1.494	2.241	3.454	6.744
(7) $\text{Log}(\text{Turnover})$	0.816	0.654	-0.234	0.402	0.807	1.239	1.909
(8) Spread	-7.049	1.033	-8.345	-7.807	-7.144	-6.420	-5.209
(9) Stock Return	0.114	0.706	-0.580	-0.162	0.071	0.293	0.843
(10) Return on Assets	0.124	0.091	0.009	0.078	0.118	0.167	0.266
(11) Capital Expenditure	0.050	0.062	0.001	0.014	0.032	0.062	0.162
(12) $\text{Log}(\text{Total Assets})$	8.275	1.559	6.139	7.119	8.059	9.179	11.003
(13) Leverage	0.218	0.162	0.000	0.090	0.202	0.317	0.518
(14) Idiosyncratic Volatility	0.020	0.017	0.008	0.013	0.017	0.024	0.043
(15) Institutional Ownership	0.762	0.192	0.379	0.660	0.798	0.907	1.000
(16) $\text{Log}(1 + \#\text{Analysts})$	2.432	0.705	1.099	2.079	2.485	2.944	3.401
(17) EPS Growth	0.598	14.118	-2.545	-0.353	0.145	0.798	4.375
(18) Dividend Dummy	0.636	0.481	0.000	0.000	1.000	1.000	1.000
(19) SP500 Dummy	0.334	0.472	0.000	0.000	0.000	1.000	1.000

در مقایسه با مدل 1 نتایج متغیرهای کنترل در مدل های 2 و 3 بدون تغییر می مانند. همان طور که انتظار می رود، گستره به طرز قابل توجه و منفی با اعتبار شرکت ارتباط دارد که این سازگار با سهام گستره کمتر است که انتظار سود کمتر و ارزش بالاتری از آن می رود. بازگشتی سهام اثر مثبت و قالب توجهی (معناداری) روی اعتبار شرکت دارد. بازگشتی دارایی ها و برآمدهای سرمایه نیز ضرایب مثبت معناداری دارند که این اظهار دارنده شرکت های سودبخش تر و شرکت هایی است که فرصت های رشد آن ها ارزش بالاتری دارد. $\text{Log}(\text{Total Assets})$ ضریب منفی معناداری در تمام مشخصات دارد و این نشان می دهد که شرکت های کوچکتر عملکرد بهتری دارند. ضرایب مثبت معنادار روی نفوذ، سازگار با اثر پوشش مالیات وام (به عنوان نمونه Modigliani و Miller، 1963؛ Jensen، 2000؛ Kemsley و Nissim، 2002) و یا اثر قاعده مند وام می باشد (به عنوان نمونه، Jensen، 1986؛ Gul و Tsui، 1997). موقتی بودن منحصر بفرد اثر منفی معناداری روی اعتبار شرکت دارد که این

سازگار با مقاله هایی است که اعلام کرده اند موقتی بودن انفرادی ارزش مثبتی دارد و منجر به بازگشتی مورد انتظار بالاتر و قیمت سهام پایین تر می شود. پوشش آنالیزور ضریب مثبت معناداری دارد که این اظهار دارنده آن است که آنالیزور می تواند میل به پوشش سهام رشد داشته باشد نه سهام ارزش یا پوشش آنالیزور می تواند جلب توجه کند و منجر به نسبت های توازن بازار به ثبت بالاتر شود.

اثرات تجارت سرمایه گذار منحصر بفرد روی اعتبار شرکت از نظر اقتصادی نیز معنادار هستند. به عنوان مثال، یک افزایش انحراف استاندارد در $\text{Log}(\text{IndVolRatio})$ منجر به افزایش 0/13 در M/B خواهد شد که حدود 4/8 درصد میانگین M/B نمونه است؛ مشابهاً یک افزایش انحراف استاندارد در $\text{Log}(\text{IndTurnover})$ منجر به افزایش 0/15 درصدی در M/B خواهد شد که حدود 5/5 درصدی میانگین M/B نمونه است.

نتایج کلی رگرسیون های پانل اثر ثابت شده شرکت نشان دهنده اثر مثبت معنادار تجارت سرمایه گذار منحصر بفرد روی اعتبار شرکت است که از فرضیه اصلی (H1) پشتیبانی می کند. این اثر نیز از نظر اقتصادی قویاً معنادار است.

2-4- رگرسیون های پانل تفاضل اول

در بخش قبلی، ما رگرسیون پانل اثر ثابت شرکت را برای بنا نهادن یافته های اصلی و در نظر گرفتن برون زادی ایجاد شده به دلیل مشخصه های خاص شرکتی مشاهده نشده به کار گرفتیم. اما رگرسیون اثر ثابت شرکت تنها زمانی کارآمد است که موارد غیر عینی با گذشت زمان تثبیت یافته اند. وقتی موارد غیر عینی با گذشت زمان ثابت نباشد، باقیمانده ها می توانند ارتباط سریال با هم داشته باشند و مدل های اثر ثابت کارآمد نیستند. در چنین مواردی، مشی بهتر مدل رگرسیون تفاضل اول است که در آن باقیمانده های تبدیل یافته به صورت سریال هیچ همبستگی ای ندارند. با تفاضل های اول متغیرها، ما می توانیم مدل های پانل تفاضل اولی را تخمین بزنیم که به ما امکان کنترل مشخصه های خاص شرکت با زمان متغیر را می دهند. به علاوه تشخیص داده شده که رگرسیون های شامل کننده متغیرهای اقتصادی در سطوح مختلف می تواند باعث سوء تعبیر شود، در حالی که همبستگی های جعلی با احتمال کمتری با متغیرهایی رخ می دهند که در تفاضل اول وجود دارند. در این بخش ما با استفاده از رگرسیون های پانل تفاضل اول تحلیل را انجام می دهیم.

نتایج رگرسیون های پانل تفاضل اول در جدول 3 نشان داده شده اند. متغیر وابسته تغییر در M/B از آخرین سال مالی است و تمام متغیرهای مستقل نیز در قالب تفاضل اول هستند. ضرایب تغییرات مقیاس های تجارت سرمایه گذار منحصر بفرد در سطح 1 درصد مثبت و معنادار هستند و این اشاره به این دارد که افزایش های بیشتر در شدت تجارت سرمایه گذار منحصر بفرد مرتبط و متناظر با افزایش های بیشتر در اعتبار شرکت می باشد که این سازگار با نتایجی است که در بخش قبلی ارائه شدند. نتایج شواهد علاوه بر سازمانی برای پشتیبانی از این فرضیه فراهم می کنند که تجارت سرمایه گذار منحصر بفرد تأثیر مثبت معناداری روی اعتبار شرکت دارد.

جدول 2.

	(1)	(2)	(3)
Log(IndVolRatio)		0.119** (2.11)	
Log(IndTurnover)			0.129** (2.29)
Log(Turnover)	-0.009 (-0.11)	-0.014 (-0.17)	-0.142 (-1.59)
Spread	-0.071*** (-3.09)	-0.072*** (-3.16)	-0.072*** (-3.17)
Stock Return	0.435*** (4.11)	0.431*** (4.11)	0.431*** (4.12)
Return on Assets	4.638*** (8.47)	4.640*** (8.47)	4.646*** (8.47)
Capital Expenditure	1.924** (2.07)	1.909** (2.05)	1.906** (2.05)
Log(Total Assets)	-1.429*** (-7.80)	-1.422*** (-7.77)	-1.421*** (-7.76)
Leverage	5.443*** (8.26)	5.422*** (8.25)	5.421*** (8.24)
Idiosyncratic Volatility	-14.837*** (-2.63)	-16.137*** (-2.75)	-16.286*** (-2.78)
Institutional Ownership	-0.284 (-0.94)	-0.189 (-0.62)	-0.180 (-0.59)
Log(1 + #Analysts)	0.206* (1.96)	0.220** (2.09)	0.221** (2.10)
EPS Growth	0.001 (0.59)	0.001 (0.57)	0.001 (0.56)
Dividend Dummy	-0.093 (-0.71)	-0.082 (-0.63)	-0.081 (-0.62)
SP500 Dummy	0.029 (0.13)	0.042 (0.18)	0.041 (0.18)
Year Dummy	Yes	Yes	Yes
Industry Dummy	Yes	Yes	Yes
Firm Dummy	Yes	Yes	Yes
Nobs	7293	7293	7293
Adj R ²	0.211	0.262	0.262

3-4 درون زادی و علیت

1-3-4- رگرسیون های حداقل مربع دو مرحله ای

در دو بخش قبلا مت رگرسیون های پانل اثر ثابت شرت و رگرسیون های پانل تفاضل اول را انجام دادیم که برای درون زادی ایجاد شده به دلیل وجود مشخصه های خاص شرکتی در نظر گرفته می شوند که با گذشت زمان ثابت می مانند یا با گذشت زمان تغییر می کنند. اما اگر موارد غیر عینی متغیر با گذشت زمان روندی خطی نداشته باشند

هم اثر ثابت شرکت و هم مدل های تفاوت اولی کارآمد نیستند. برون زادی نیز می تواند به دلیل همزمانی رخ دهد و این در صورتی است که فالیته تجارت سرمایه گذار منحصر بفرد و عملکرد شرکت بتوانند روی یکدیگر تأثیر بگذارند. سرمایه گذاران منحصر بفرد می توانند تصمیم به تبادل سهام شرکت های با عملکرد بالا بگیرند چون یا سرمایه گذاران منحصر بفرد ترجیح می دهند سهام با ارزش را حفظ کنند یا چنین شرکت هایی پوش رسانه ای بیشتری جذب می کنند و از اینر و توجه بیشتری از سرمایه گذاران منحصر بفرد دریافت می کنند. برای کنترل این نگرانی های درون زادی، ما رگرسیون حداقل مربع دو مرحله ای (2SLS) را انجام می دهیم.

جدول 3.

	(1)	(2)
$\Delta \text{Log}(\text{IntVolRatio})$	0.386*** (3.45)	
$\Delta \text{Log}(\text{IntTurnover})$		0.199*** (3.68)
$\Delta \text{Log}(\text{Turnover})$	-0.002 (-0.02)	-0.198* (-1.76)
ΔSpread	-0.016 (-0.74)	-0.016 (-0.74)
$\Delta \text{Stock Return}$	0.401*** (3.76)	0.401*** (3.77)
$\Delta \text{Return on Assets}$	2.222*** (3.64)	2.229*** (3.65)
$\Delta \text{Capital Expenditure}$	0.282 (0.35)	0.283 (0.35)
$\Delta \text{Log}(\text{Total Assets})$	-1.634*** (-6.72)	-1.634*** (-6.72)
$\Delta \text{Leverage}$	4.624*** (6.95)	4.626*** (6.95)
$\Delta \text{Idiosyncratic Volatility}$	-17.556** (-2.48)	-17.703** (-2.51)
$\Delta \text{Institutional Ownership}$	0.104 (0.37)	0.108 (0.39)
$\Delta \text{Log}(1 + \#\text{Analyst})$	0.149 (1.56)	0.149 (1.56)
$\Delta \text{EPS Growth}$	-0.001 (-0.91)	-0.001 (-0.92)
$\Delta \text{Dividend Dummy}$	0.095 (0.69)	0.097 (0.70)
$\Delta \text{SP500 Dummy}$	0.010 (0.06)	0.006 (0.03)
Year Dummy	Yes	Yes
Industry Dummy	Yes	Yes
Nobs	5741	5741
Adj R ²	0.172	0.172

ما به عنوان ابزارها از تأخیرهای اول و دوم مقیاس های تجارت سرمایه گذار منحصر بفرد ($\text{Log}(\text{IntVolRatio})$) با $\text{Log}(\text{IntTurnover})$ و مقدار میانگین مقیاس های تجارت سرمایه گذار منحصر بفرد برای دو شرکت در همان صنعت و با نزدیک ترین اندازه استفاده کردیم/ این متغیرهای کاربردی همبسته با مقیاس های فعلی تجارت سرمایه گذار منحصر بفرد هستند اما با عملکرد فعلی شرکت همبستگی ندارند یا همبستگی اندکی دارند. استفاده از تجارت سرمایه گذار منحصر بفرد کند به عنوان ابزارها نیز می تواند در برطرف کردن نگرانی هایی کمک کند که یک مورد

غیر عینی با تجارت سرمایه گذار منحصر بفرد و ارزش شرکت برای همان سال همبسته است اما تغییرات با گذشت زمان به گونه ای است که نمی توان آن را با شامل کردن ثارات ثابت شرکت کنترل کرد. در رگرسیون های مرحله اول، رگرسیون مقیاسی از تجارت سرمایه گذار منحصر بفرد گرفته شده است و علاوه بر این تمام متغیرهای کنترل در مشخصات خط پایه به صورت که در جدول 2 است نشان داده شده اند. رگرسیون مرحله دوم مشابه با تخصیص خط پایه است به جز برای مقیاس هایی از تجارت سرمایه گذار منحصر بفرد که با ارزش های پیش بینی شده آن ها از رگرسیون های مرحله اول پیش بینی شده است.

جدول 4 نتایج رگرسیون های 2SLS را نشان می دهد. در رگرسیون های مرحله اول، برای هر دو مقیاس تجارت سرمایه گذار منحصر بفرد، یعنی $\text{Log}(\text{IndVoRstio})$ و $\text{Log}(\text{IndTurnover})$ ، همگی ابزارها ضرایب بسیار مهمی دارد و مربعات R بالای 70 درصد در نظر گرفته شده اند و این نشان دهنده توان پیش بینی بالای ابزارهاست. آماره تست جی (J) Hansen با مقادیر p بزرگ بی معناست و اظهار دارند این است که ابزارها با خطاهای معادله دوم همبسته نیستند. بنابراین ابزارهای ما با مقیاس های تجارت سرمایه گذار منحصر بفرد همبسته اند اما با اعتبار شرکت هیچ گونه همبستگی ندارند، و از این رو نامعتبرند. در رگرسیون های مرحله دوم، ضرایب مقادیر پیش بینی شده تجارت سرمایه گذار منحصر بفرد در سطح 1 درصد مثبت و معنادار هستند و این سازگار با اثر مثبت تجارت سرمایه گذار منحصر بفرد زوی اعتبار شرکت است.

2-3-4- علیت Granger

ما اثر مثبت تجارت روزانه تجمیعی سرمایه گذار منحصر بفرد را نشان دادیم و سپس علیت را از تجارت سرمایه گذار منحصر بفرد در اعتبار شرکت مشخص بنا نهادیم. ما فرض را بر این گذاشتیم که تجارت سرمایه گذار منحصر بفرد باعث پیشرفت اعتبار شرکت با بهبود ارزندگی قیمت سهام می شود، اما علیت معکوس می تواند در صورتی وجود داشته باشد که سرمایه گذاران منحصر بفرد تصمیم به مبادله سهام شرکت های با عملکرد بالا می گیرند. در بخش قبلی، ما رگرسیون 2SLS را برای در نظر گرفتن درون زادی ایجاد شده به دلیل همزمانی انجام دادیم، یعنی فعالیت

تجاری سرمایه گذار منحصر بفرد و عملکرد شرکت روی یکدیگر تأثیر می گذارند. در این بخش ما تست های علیت Granger را برای تعیین علیت معکوس انجام می دهیم.

جدول 4.

	Panel A: Log(IndVolRatio)		Panel B: Log(IndTurnover)	
	First-stage Log(IndVolRatio)	Second-stage M/B	First-stage Log(IndTurnover)	Second-stage M/B
Pred_Log(IndVolRatio)		0.303*** (5.75)		
Log(IndVolRatio) _{t-1}	0.544*** (34.44)			
Log(IndVolRatio) _{t-2}	0.035** (2.47)			
IV_Log(IndVolRatio)	0.217*** (17.65)			
Pred_Log(IndTurnover)				0.297*** (5.31)
Log(IndTurnover) _{t-1}			0.515*** (33.48)	
Log(IndTurnover) _{t-2}			0.066*** (4.60)	
IV_Log(IndTurnover)			0.212*** (18.89)	
Log(Turnover)	-0.008 (-0.46)	-0.135 (-1.47)	0.522*** (22.81)	-0.432*** (-4.08)
Spread	-0.058*** (-5.97)	-0.188*** (-4.75)	-0.085*** (-8.47)	-0.191*** (-4.84)
Stock Return	0.074*** (3.03)	0.414*** (3.25)	0.035** (2.30)	0.412*** (3.22)
Return on Assets	-0.267*** (-2.97)	9.525*** (12.44)	-0.078 (-0.74)	9.539*** (12.42)
Capital Expenditure	0.145 (1.02)	-1.613* (-1.68)	0.408** (2.48)	-1.307 (-1.55)
Log(Total Assets)	-0.032 (-1.51)	-0.314*** (-6.86)	0.005 (0.56)	-0.314*** (-6.81)
Leverage	0.074 (1.47)	3.198*** (8.31)	0.056 (0.96)	3.251*** (8.39)
Idiosyncratic Volatility	3.739*** (3.72)	-4.209 (-0.77)	6.897*** (6.54)	-4.355 (-0.80)
Institutional Ownership	-0.328*** (-6.65)	-0.504*** (-2.07)	-0.381*** (-6.54)	-0.493*** (-2.02)
Log(1 + #Analysts)	-0.069*** (-4.10)	0.657*** (8.06)	-0.138*** (-6.84)	0.646*** (7.95)
EPS Growth	-0.000 (-0.89)	-0.001 (-1.01)	-0.000 (-0.21)	-0.001 (-1.08)
Dividend Dummy	-0.040** (-2.36)	0.004 (0.05)	-0.002 (-0.11)	0.001 (0.01)
SP500 Dummy	-0.077*** (-3.91)	0.667*** (5.77)	-0.073*** (-3.23)	0.665*** (5.73)
Year Dummy	Yes	Yes	Yes	Yes
Industry Dummy	Yes	Yes	Yes	Yes
Nobs	4562	4562	4530	4530
Adj R ²	0.726	0.337	0.756	0.338
p-value of Hansen J Test		0.310		0.816

برای انجام تست های علیت Granger، ما ابتدا رگرسیون های خودکار بردار را با استفاده از دو مدل اجرا می کنیم. در مدل 1، رگرسیون M/B در مقادیر پس افت و مقیاس های تجارت سرمایه گذار منحصر بفرد دارای تأخیر و همچنین متغیرهای کنترل گرفته شده است. سپس ما تست F را با فرضیه تهی انجام می دهیم که در آن ضرایب تمامی مقیاس های تجارت سرمایه گذار منحصر به فرد دارای تأخیر صفر هستند یا به عبارت دیگر تجارت سرمایه گذار منحصر بفرد باعث اعتبار Granger برای شرکت نمی شود. در مدل 2 رگرسیون مقیاس تجارت سرمایه گذار

منحصر بفرد، یعنی $\text{Log}(\text{IndVolRation})$ یا $\text{Log}(\text{IndTurnover})$ در مقادیر به تأخیر افتاده M/B و همچنین متغیرهای کنترل گرفته شده است. سپس ما فرضیه تهی را آزمودیم که در آن تجارت سرمایه گذار منحصر بفرد باعث اعتبار یافتن شرکت در سطح 1 درصد نمی شود و در رد فرضیه تهی با شکست مواجه می شود که اعتبار شرکت باعث تجارت سرمایه گذار منحصر بفرد نمی شود. نتایج با اثر علی تجارت سرمایه گذار منحصر بفرد روی اعتبار شرکت سازگار هستند.

3-3-4- تحلیل تطابق نزدیک ترین همسایه

با بنا نهادن اثر علی تجارت روزانه جمعی سرمایه گذار منحصر بفرد و تخمین زدن اثر با ساتفاده از رگرسیون های پانل، ما اکنون اثر علی را با استفاده از تخمین گره های مطابقت تخمین می کنیم. روش های تطابق اثر علیت را با مقایسه پیامدهای گروه اصلاح یافته و گروه کنترل با توزیع ها کوواریانس مشابه تخمین می زند و بدین وسیله پیشقدر ایجاد شده به دلیل کوواریانس ها را کاهش می دهد. به خصوص ما دو گروه از شرکت ها را تشکیل می دهیم که تا حد ممکن در دیگر کوواریانس ها نزدیک هستند (یعنی متغیرهای مطابقت)، یک گروه با شدت بالای تجارت سرمایه گذار منحصر بفرد (گروه اصلاح یافته) و دیگری با شدت پایین تجارت سرمایه گذار منحصر بفرد (گروه کنترل) و آن ها را با ارزش شرکت آن ها مقایسه می کنیم. در مقایسه با تخمین گر رگرسیون پانل، تخمین گر پانل وابستگی کمتری به فرضیه مدل خطی دارد.

ما تخمین تطابق نزدیک ترین همسایه را انجام می دهیم. در هر سال ما شرکت هایی را شناسایی و مشخص می کنیم که شدت بالا (پایین) از تجارت سرمایه گذار منحصر بفرد دارند و آن هایی که مقیاس تجارت سرمایه گذار منحصر بفردشان در یک چهارم اولیه افت می کنند. برای هر شرکتی با شدت بالای تجارت سرمایه گذار منحصر بفرد (شرکت اصلاح یافته) ما شرکت مطابق (شرکت کنترل) را با شدت پایین تجارت سرمایه گذار منحصر بفرد یافتیم که در همان صنعت است و نزدیک ترین مقادیر را در متغیرهای مطابقت با آن هایی دارد که شرکت را اصلاح کرده اند. لیست متغیرهای مطابقت متشکل از متغیرهای کنترل موجود در جدول 2 است که اثرات قابل توجه و معناداری روی اعتبار شرکت دارند، شامل اندازه شرکت، بازگشتی سود سهامف بازگشتی دارای ها و غیره و متغیر مطابقت علاوه بر

سازمان که یا حجم تجارت کل است یا تعداد سهام های برجسته. ما اثر اصلاح میانگین را با استفاده از تخمین گر مطابقت پیشقدر اصلاح شده Badie – Imbens تخمین می زنیم.

جدول 6 اثر اصلاح میانگین را برای گروه اصلاح شده (ATT) و همچنین آماره Z و مقدار p اعلام می کند. برای هر یک از مقیاس های تجارت سرمایه گذار منحصر بفرد، $\text{Log}(\text{IndVolRatio})$ در پانل A و $\text{Log}(\text{IndTurnover})$ در پانل B و هر یک از دو متغیر مطابقت علاوه بر سازمان، ATT در سطح 1 درصد مثبت و معنادار است و این اظهار دارنده آن است که در مقایسه با شرکت های مشابه با شدت پایین تجارت سرمایه گذار منحصر بفرد، شدت بالای تجارت سرمایه گذار منحصر بفرد ارزش شرکتی بالاتری دارند. نتایج سازگار با یافته های حاصل شده از رگرسیون های پانل و فرضیه اصلی است که در آن تجارت سرمایه گذار منحصر بفرد اثر علیّی منحصر مثبتی روی اعتبار شرکت دارد و یافته ها برای کنترل کردن برون زادی قدرت لازم را دارند.

4-4- تحلیل های نمونه فرعی

در این بخش ما تحلیل های نمونه فرعی را برای آزمودن این مطلب انجام می دهیم که چگونه اثر تجارت تجمیعی سرمایه گذار منحصر بفرد روی اعتبار شرکت بسته به اندازه شرکت، حجم معاملات و زمان می باشد.

پس از بهره برداری از تخمین مطابقت برای کنترل اندازه شرکت و حجم معاملات مجموع، همراه با دیگر کوواریانس ها، انتخاب کردن اثر تجارت سرمایه گذار منحصر بفرد روی اعتبار شرکت، ما تحلیل نمونه فرعی را برای کاوش این انجام می دهیم که چگونه اثر تجارت سرمایه گذار منحصر بفرد روی اعتبار شرکت در شرکت هایی تغییر می کند که از نظر اندازه شرکت و حجم معاملات با هم تفاوت دارند. نمونه کامل به دو نیمه مبتنی بر اندازه شرکت یا حجم کل تقسیم شده است شرکت های بزرگ (کوچک) آن هایی هستند که دارایی مجموع آن ها بالای (زیر) میانه نمونه سال مالی است. چهار نمونه فعی شکل گرفته اند، رگرسیون های پانل اثر ثابت شرکن برای هر نمونه فرعی اجرا شده اند، و مشخصات مشابه با آن هایی است که در جدول 2 داده شده اند (مدل های 2 و 3). ضرایب و آماره های t متناظر دو مقیاس تجارت سرمایه گذار منحصر بفرد، یعنی $\text{Log}(\text{IndVolRatio})$ و $\text{Log}(\text{IndTurnover})$ در پانل A جدول 7 اعلام شده اند. اثر تجارت سرمایه گذار منحصر بفرد روی اعتبار شرکت به طرز قابل توجه و معنا داری تنها

برای نمونه های فرعی شرکت هایی مثبت است که حجم تجارت مجموع بالایی دارند و وابستگی کم تری به اندازه شرکت دارد. نتایج اظهار دارند این هستند که تجارت سرمایه گذار منحصر بفرود تأثیر مثبت معناداری روی ارزیابی شرکت دارد، تنها اگر حجم معاملات مجموع شرکت نسبتاً بالا باشد. همراه با این حقیقت که مقیاس های تجارت سرمایه گذار منحصر بفرود ما اساساً درصدی از حجم معاملات مجموع هستند، نتایج اشاره به این دارند که حجم تجارت مطلق کاملاً بالا توسط سرمایه گذاران منحصر بفرود برای تجارت سرمایه گذاری منحصر بفرود برای مشارکت اطلاعات ارزشمند علاوه بر سازمان در قیمت سهام ضروری است و ارزشمندی قیمت را بهبود می دهد و از این رو اعتبار شرکت را افزایش می دهد.

جدول 5.

Individual trading:	Panel A: Log(IndVolRatio)		Panel B: Log(IndTurnover)	
	Individual trading does not cause firm value	Firm value does not cause individual trading	Individual trading does not cause firm value	Firm value does not cause individual trading
H_0 :				
F-statistics	6.82	1.51	5.63	1.78
p-value	0.00	0.20	0.00	0.15

پس از آن ما این را کاوش می کنیم که چگونه اثر تجارت جمعی سرمایه گذار منحصر بفرود از سالی به سال دیگر متفاوت است. ما رگرسیون های برش متقاطع سال به سال خود را برای تمرکز روی رابطه متقاطع میان تجارت سرمایه گذار منحصر بفرود و ارزش (اعتبار) شرکت انجام می دهیم. پانل B جدول 7 ضرایب $\text{Log}(\text{IndVolRatio})$ و $\text{Log}(\text{IndTurnover})$ و آماره t متناظر را از رگرسیون های برش متقاطع برای هر سال از 2005 تا 2011 اعلام می کند. ضرایب در $\text{Log}(\text{IndVolRatio})$ و $\text{Log}(\text{IndTurnover})$ به طرز معناداری برای پنج دعدد از این هفت سال مثبت هستند و این اظهار دارند رابطه برش متقاطع میان تجارت سرمایه گذار منحصر بفرود و اعتبار شرکت می باشد. نتایج نشان می دهند که اثر مثبت و معنادار تجارت سرمایه گذار منحصر بفرود روی اعتبار شرکت بواسطه سال خا یا تنها چند سال به جلو رانده نشده است اما در عرض بیش از دوره های نمونه ما مشاهده می شود.

5-4- اطلاعات و کانال های گسترده

4.5.1 کانال اطلاعاتی

مطالعات قبلی اظهار می کردند که تجارت سرمایه گذار منحصر بفرد ارزشگذاری قیمت سهام را بهبود می دهد و منجر به عملکرد بهتر شرکت می شود. در این بخش ما این کانال اطلاعاتی را می آزماییم که بواسطه آن تجارت سرمایه گذار منحصر بفرد روی اعتبار شرکت با آزمودن تولید اطلاعات تأثیر می گذارد، فرضه (H2).

وقتی تولید کلی اطلاعات بازار بیشتر باشد، سرمایه گذاران منحصر بفرد تمایل بیشتری در بدست آوردن اطلاعات ارزشمند دارند و تجارت های آن ها در سطح تحمیعی ارزنده تر خواهد بود. اگر تجارت سرمایه گذار منحصر بفرد باعث توسعه اعتبار شرکت از طریق کانال اطلاعاتی شود، اثر تجارت سرمایه گذار منحصر بفرد روی اعتبار شرکت باید زمانی قوی تر باشد که تولید کلی اطلاعات بالاتر باشد. Dow و همکارانش (2011) اظهار می کنند که تولید اطلاعات بیشتری در مورد مجال های سرمایه گذاری وجود دارد که بنیان های قوی تری دارند. این اشاره به تولید اطلاعات بیشتر در رابطه با شرکت های خوب نسبت به تولید اطلاعات مربوط به شرکت های بد می باشد. بنابراین H2 پیش بینی می کند که اثر تجارت سرمایه گذار منحصر بفرد برا شرکت های خوب قوی تر از شرکت های بد است. ما متغیر شاخص شرکت خوب را تعریف می کنیم که در صورت مقدار یک دارد که q توپین درای تأخیر شرکت ا بازگشتی دارایی (ROA) بالای میانه نمونه سال مالی باشد و در غیر این صورت مقدار آن صفر است.

همان طور که در جدول 8 نشان داده شده است ما عبارات تعامل بین $\text{Log}(\text{IndVolRatio})$ یا $\text{Log}(\text{IndTurnover})$ و متغیر شاخص شرکت خوب را در مشخصات رگرسیون پانل اثر ثابت شرکت به گونه ای که در مدل های 2 و 3 جدول 2 نشان داده شده شامل می کنیم. هم سال و هم اثرات ثابت صنعت کنترل شده اند. ضرایب $\text{Log}(\text{IndVolRatio})$ یا $\text{Log}(\text{IndTurnover})$ مثبت می مانند اما اهمیت خود را از دست می دهند و $\text{Log}(\text{IndVolRatio})$ یا $\text{Log}(\text{IndTurnover})$ تعامل کننده با شرکت خوب به طرز معناداری مثبت هستند و این نشان می دهد که تأثیر مثبت تجارت سرمایه گذار منحصر بفرد تنها برای شرکت های خوب رخ می دهد نه برای شرکت های بد. نتایج قویاً اظهار دارند این مطلب هستند که اثر تجارت انجام شده توسط سرمایه گذاران منحصر بفرد زمانی قوی تر است که تولید اطلاعات بیشتری داشته باشیم و از مکانیسم کانال ارتباطی ای حمایت می کند که در آن تجارت سرمایه گذار منحصر بفرد اعتبار شرکت را با بهبود ارزشگذاری قیمت سهام افزایش می دهد.

2-5-4- کانال گسترده

مکانیسم کانال اطلاعاتی اظهار می دارد که تجارت سرمایه گذار منحصر بفرد باعث افزایش ارزش سهام می شود که باعث کاهش عدم تقارن اطلاعات، افزایش روان بودن و کاهش گستره می شود و منجر به کاهش بازگشتی مورد انتظار و افزایش ارزش بازار فعلی و نسبت توازن بازار به ثبت می شود. بنابراین ما خصوصاً مکانیسم کانال گسترده ای را تست می کنیم که تجارت سرمایه گذار منحصر بفرد در آن با کاهش گسترده اعتبار شرکت را بالا می برد.

جدول 6.

Individual trading Additional matching variable	Panel A: Log(IndVolRatio)		Panel B: Log(IndTurnover)	
	Total trading volume	# of shares outstanding	Total trading volume	# of shares outstanding
ATT	0.350***	0.289***	0.359***	0.350***
Z-statistics	(3.68)	(3.26)	(3.02)	(2.69)
p-value	(0.00)	(0.00)	(0.00)	(0.01)

جدول 7

Panel A Subsample analyses				
	Big Firm		Small Firm	
	Log(IndVolRatio)	Log(IndTurnover)	Log(IndVolRatio)	Log(IndTurnover)
High Trading Volume	0.270*** (2.71)	0.296*** (3.01)	0.547*** (2.67)	0.546*** (2.64)
Low Trading Volume	-0.167 (-1.00)	-0.158 (-0.98)	-0.041 (-0.57)	-0.036 (-0.49)
Panel B Year-by-year Regressions				
Year	Log(IndVolRatio)		Log(IndTurnover)	
	Coefficient	t-statistic	Coefficient	t-statistic
2005	0.073	(0.50)	-0.002	(-0.01)
2006	0.256**	(2.02)	0.262**	(2.07)
2007	0.061	(0.46)	0.058	(0.43)
2008	0.177*	(1.72)	0.193*	(1.67)
2009	0.228**	(2.10)	0.244**	(2.02)
2010	0.311**	(2.24)	0.295**	(2.17)
2011	0.325**	(2.14)	0.308**	(2.06)

ما ابتدا تحلیل های مطابقت نزدیکترین همسایه را از گستره نسبی انجام می دهیم تا ببینیم که چگونه تجارت سرمایه گذار منحصر به فرد روی گستره تأثیر می گذارد. چون عوامل متعددی می تواند روی گستره تأثیر بگذارند و برخی از آن ها می توانند غیر قابل مشاهده باشند ما تغییر در گستره را به جای خود گستره می آزمایشیم. ما این مورد را

آزمایش می کنیم که آیا تجارت سرمایه گذار منحصر بفرد در یک سهام اثر قابل توجه و معناداری روی تغییر گستره نسبی آن از سال قبل دارد یا نه.

هر سال ما شرکت های را شناسایی می کنیم که شدت بالایی از تجارت سرمایه گذار منحصر به فرد را دارند و آن ها را عنوان شرکت هایی در نظر می گیریم که مقیاس تجارت سرمایه گذار منحصر به فردشان، یعنی $\text{Log}(\text{IndVolRatio})$ یا $\text{Log}(\text{IndTurnover})$ بالای (پایین) میانه نمونه سال است. برای هر شرکت با شدت بالای تجارت سرمایه گذار منحصر به فرد (شرمت اصلاح شده)، ما شرکت مطابقی (شرکت کنترل) با شدت پایین تجارت سرمایه گذار منحصر به فرد یافتیم که در همان صنعت کار می کند و نزدیک ترین مقادیر متغیرهای مطابقت را با آن هایی دارد که از شرکت اصلاح شده اند. متغیرهای مطابقت شامل متغیرهای کنترل هستند که در جدول 2 قابل توجهند و متغیر مطابقت علاوه بر سازمان که یا حجم تجارت مجموع است یا تعداد سهام برجسته. همان طور که در پانل A جدول 9 نشان داده شده است اثرات اصلاح میانگین به طرز معناداری منفی هستند و این اظهار دارنده این است که تجربه سهام تجارت فردی بالاتر می تواند به طرز قابل توجهی تغییر را در گستره نسبی کاهش دهد، که این سازگار با فرضیه H3a است که در آن تجارت سرمایه گذار منحصر به فرد تأثیری منفی روی گستره سهام دارد.

به علاوه، آن اگر کانال های گسترده کار کنند، ما انتظار داریم که اثر تجارت سرمایه گذار منحصر بفرد قوی تر از سهام گستره بالای او باشد. بنابراین ما سهام گستره بالا و پایین را مقایسه می کنیم تا مشاهده کنیم که آیا کانال گسترده اثر دارد یا نه. هر سال ما سهام گسترده بالایی (پایینی) را مشخص می کنیم که به عنوان سهامی با گستره نسبتاً بالا (پایین) میانه نمونه سال در نظر گرفته می شوند. ما رگرسیون اثر ثابت شرکت را از نمونه های فرعی (زیر نمونه های) سهام گستره بالا و پایین اجرا می کنیم. نتایج در پانل B جدول 9 نشان داده شده است. سمطابق با انتظار و فرضیه H3b، تجارت سرمایه گذار منحصر به فرد اثر مثبت معناداری برای سهام گستره بالا دارد، اما هیچ اثر قابل توجهی برای سهام گستره مشاهده نمی شود. بنابراین ما سهام گستره بالا و پایین را مقایسه می کنیم تا مشخص کنیم که آیا کانل گسترده تأثیری دارد یا خیر. هر سال ما سهام گستره بالا (پایین) را به عنوان آن هایی در

نظر می گیریم که گستره بالای (پایین) میانه نمونه سال را دارا هستند. ما رگرسیون های اثر ثابت شرکت را برای زیر نمونه های سهام گستره بالا و پایین اجرا می کنیم و نتایج در پانل B جدول 9 نشان داده شده اند. سازگار با انتظار و فرضیه H3b، تجارت سرمایه گذار منحصر به فرد اثر مثبت معناداری روی اعتبار شرکت برای سهام گستره بالا داد اما برای سهام گستره پایین هیچ اثر معنادار و قابل توجهی یافت نشد. نتایج کلی در این بخش اظهار دارنده این هستند که تجارت سرمایه گذار منحصر به فرد تأثیر مثبتی رو اعتبار شرکت دارد و این تأثیر مثبت را با افزایش ارزشی قیمت سهام و کاهش گستره فراهم می کند.

4-6- کنترل های قدرت

4-6-1- مقیاس های ماهانه تجارت منحصر به فرد

در تحلیل های اصلی ما، شدت تجارت سرمایه گذار منحصر به فرد با جمع کردن حجم تجارت در سطح سالانه اندازه گیری شده است. کنترل قدرت اولیه ما ساخت مقیاس های تجارت سرمایه گذار منحصر بفرد در سطح ماهانه و آزمودن این مطلب است که چرا بسامد جمع آوری داده های روز و اجرای رگرسیون می توانند اثری روی نتایج ما داشته باشند.

ما حجم تجارت روزانه سرمایه گذار منحصر به فرد را در سطح ماه جمع می کنیم تا $\text{Log}(\text{IndVolRatio})$ و (IndTurnover) را ایجاد کنیم و رگرسیون های اثر ثابت شرکت را به گونه ای که در جدول 2 نشان داده شده در سطح ماهانه نشان می دهیم. نتایج در پانل B جدول 10 نشان داده شده اند. ضرایب مقیاس های ماهانه $\text{Log}(\text{InVolRatio})$ و (IndTurnover) مثبت و معنادار هستند که نشان دهنده اثر مثبت قوی تجارت سرمایه گذار منحصر به فرد روی اعتبار شرکت در سطح ماهانه است. بسامد جمع آوری داده ها روی نتایج ما تأثیری نداشت.

4-6-2- متغیرهای کنترل علاوه بر سازمان

اعتبار شرکت می تواند بالاتر برود، تنها چون کل بازار در حال ترقی قیمت است و قیمت بازار به دفتر ثبت توازن در کل بازارها بالاتر است، که باعث تهییج تجارت سرمایه گذار منحصر به فرد بیشتر خواهد شد. بازار وافر باید تهییج کننده روندهای صندوق مشترک با سهام بالا باشد که می تواند همبسته با تجارت سرمایه گذار منحصر به فرد باشد،

خصوصاً به صورت بین دوره ای. برای کم کردن نگرانی هایی که نتایج ما می توانند ثبت و ضبط نمایند فشار بین دوره ای روی قیمت سهام به دلیل جریان های صندوق مشترک، ما در تحلیل خود متغیرهای کنترل علاوه بر سازمانی را شامل می کنیم که چنین فشار بازار میان دوره ای را اندازه گیری نماید.

جدول 8.

	Panel A: Log(IndVolRatio)		Panel B: Log(IndTurnover)	
	Tobin's q	ROA	Tobin's q	ROA
Log(IndVolRatio)	0.035 (0.62)	0.056 (0.94)		
Log(IndVolRatio)*Good Firm	0.138*** (3.83)	0.069*** (3.23)		
Log(IndTurnover)			0.051 (0.90)	0.092 (1.56)
Log(IndTurnover)*Good Firm			0.132*** (3.40)	0.042* (1.85)
Good Firm	1.348*** (7.15)	0.438*** (3.73)	1.201*** (6.57)	0.261** (2.40)
Log(Turnover)	-0.068 (-0.87)	-0.030 (-0.37)	-0.168* (-1.92)	-0.148* (-1.66)
Spread	-0.062*** (-2.75)	-0.073*** (-3.23)	-0.062*** (-2.75)	-0.072*** (-3.17)
Stock Return	0.366*** (3.83)	0.428*** (4.13)	0.364*** (3.80)	0.429*** (4.13)
Return on Assets	4.178*** (7.97)	4.019*** (6.38)	4.152*** (7.91)	3.956*** (5.96)
Capital Expenditure	1.467 (1.63)	1.789* (1.90)	1.532* (1.69)	1.832* (1.96)
Log(Total Assets)	-1.242*** (-6.81)	-1.373*** (-7.60)	-1.243*** (-6.75)	-1.387*** (-7.69)
Leverage	5.310*** (8.08)	5.490*** (8.32)	5.287*** (8.05)	5.459*** (8.29)
Idiosyncratic Volatility	-12.273** (-2.12)	-16.348*** (-2.80)	-11.951** (-2.06)	-16.195*** (-2.78)
Institutional Ownership	-0.160 (-0.53)	-0.227 (-0.74)	-0.153 (-0.50)	-0.213 (-0.69)
Log(1 + #Analysts)	0.175* (1.71)	0.217** (2.07)	0.178* (1.73)	0.224** (2.14)
EPS Growth	0.000 (0.18)	0.001 (0.56)	0.000 (0.08)	0.001 (0.52)
Dividend Dummy	-0.094 (-0.76)	-0.086 (-0.67)	-0.092 (-0.74)	-0.083 (-0.64)
SP500 Dummy	0.025 (0.11)	0.035 (0.15)	0.012 (0.05)	0.029 (0.13)
Year Dummy	Yes	Yes	Yes	Yes
Industry Dummy	Yes	Yes	Yes	Yes
Firm Dummy	Yes	Yes	Yes	Yes
Observations	7293	7293	7293	7293
Adjusted R ²	0.231	0.215	0.231	0.214

در ابتدا، چون دو مقیاس ما از تجارت سرمایه گذار منحصر به فرد، یعنی $\text{Log}(\text{IndVolRatio})$ و $\text{Log}(\text{IndTurnover})$ ، در سطح سهام منحصر به فرد (فردی) هستند، ما مقیاس های متناظر تجارت سرمایه گذار گستره بازار، $\text{Log}(\text{Total_IndVolRatio})$ ، نرخ حجم تجمیعی تجارت منحصر به فرد، و $\text{Log}(\text{Total_IndTurnover})$ ، حجم معاملات تجمیعی تجارت سرمایه گذار منحصر به فرد را می سازیم. چون فشار بازار عمدتاً و اساساً میان دوره ای است، مقیاس های تجمیعی تجارت سرمایه گذار منحصر به فرد در سطح ماهانه ساخته شده اند و در رگرسیون ها در بسامد ماهیانه به صورت که در پانل A جدول 10 نشان داده شده اند شامل شده اند. ما نیز در رگرسیون ها متغیر کنترل دیگری اضافه می کنیم، یعنی جریان صندوق که جریان ناهانه

تساوی حقوق خانگی امریکاست، تا بوان فشار میان دوره ای را روی قیمت سهام به دلیل جریان های صندوق مشترک اندازه گرفت. همان طور که در پانل A جدول 10 نشان داده شده است با شامل کردن متغیرهای کنترل علاوه بر سازمان، نتایج ما صدق می کنند و تجارت سرمایه گذار منحصر به فرد تأثیر مثبت معناداری روی اعتبار شرکت دارد.

جدول 9.

Panel A nearest neighbor matching analysis of relative spread				
Individual trading	Log(IndVolRatio)		Log(IndTurnover)	
Additional matching variable	Total trading volume	# of shares outstanding	Total trading volume	# of shares outstanding
ATT	-0.00051***	-0.00053***	-0.00057***	-0.00061***
Z-statistics	(-2.87)	(-3.04)	(-3.06)	(-3.27)
p-value	(0.00)	(0.00)	(0.00)	(0.00)
Panel B High vs. Low Spread Stocks				
	Log(IndVolRatio)		Log(IndTurnover)	
	High Spread	Low Spread	High Spread	Low Spread
Log(IndVolRatio)	0.174**	0.021		
	(2.23)	(0.30)		
Log(IndTurnover)			0.186**	0.014
			(2.37)	(0.21)
Log(Turnover)	0.168	-0.230*	-0.017	-0.244*
	(1.63)	(-1.90)	(-0.15)	(-1.74)
Spread	-0.051	-0.109**	-0.051	-0.109**
	(-1.06)	(-2.25)	(-1.07)	(-2.25)
Stock Return	0.289***	1.320***	0.289***	1.321***
	(3.47)	(15.71)	(3.48)	(15.70)
Return on Assets	3.565***	6.056***	3.575***	6.059***
	(4.82)	(6.33)	(4.83)	(6.33)
Capital Expenditure	1.367	3.514**	1.379	3.513**
	(1.46)	(2.18)	(1.48)	(2.18)
Log(Total Assets)	-1.646***	-1.352***	-1.644***	-1.351***
	(-5.76)	(-6.02)	(-5.76)	(-6.02)
Leverage	4.732***	6.594***	4.730***	6.595***
	(5.23)	(5.54)	(5.23)	(5.54)
Idiosyncratic Volatility	-16.161**	0.128	-16.276**	0.236
	(-2.19)	(0.02)	(-2.21)	(0.04)
Institutional Ownership	-0.440	-0.470	-0.433	-0.474
	(-0.96)	(-1.27)	(-0.94)	(-1.28)
Log(1 + #Analysts)	0.187	0.375***	0.189	0.374***
	(1.20)	(2.96)	(1.21)	(2.95)
EPS Growth	0.001	-0.000	0.001	-0.000
	(0.56)	(-0.16)	(0.53)	(-0.17)
Dividend Dummy	-0.157	0.039	-0.153	0.039
	(-0.86)	(0.22)	(-0.84)	(0.22)
S&P500 Dummy	-0.064	0.033	-0.071	0.032
	(-0.17)	(0.15)	(-0.19)	(0.15)
Year Dummy	Yes	Yes	Yes	Yes
Industry Dummy	Yes	Yes	Yes	Yes
Firm Dummy	Yes	Yes	Yes	Yes
Observations	3651	3642	3651	3642
Adjusted R ²	0.180	0.321	0.181	0.321

3-6-4 اثر شرایط بازار

تحلیل سال به سال تأییدهای قبلی را نشان می دهد که تأیر مثبت تجارت سرمایه گذار منحصر به فرد روی اعتبار شدت بواسطه سال خاصی به جلو برده نشده است. با مقیاس های ماهانه تجارت سرمایه گذار منحصر به فرد، ما اکنون بیشتر این مطلب را می آزماییم که آیا نتایج در شرایط بازار مختلف متفاوتند و تغییر می کنند یا خیر. خصوصاً

نتایج را برای ماه های بالا و پایین بر مبنای بازگشتی در شاخص S&P 500، با ماه هایی که موقعیت شاخص S&P 500 آن ها ماه های بالا (پایین) را بازمی گرداند بودند را مقایسه می کنیم. همان طور که در پانل B جدول 10 نشان داده شده است در ماه های بالا، تجارت سرمایه گذار منحصر به فرد اثر مثبت معناداری روی اعتبار شرکت دارد، در حالی که در ماه های پایین، نتیجه برای مقیاس نسبت حجم تجارت منحصر بفرد مشابه و یکسان است، اما برای مقیاس بازگشت تجارت منحصر بفرد قابل توجه نیست.

جدول 10 .

Panel A				
	(1)	(2)		(3)
Log(IndVolRatio)		0.010*** (1.58)		
Log(IndTurnover)				0.005** (2.12)
Log(Total_IndVolRatio)		0.389*** (19.57)		
Log(Total_IndTurnover)				-0.069*** (-7.33)
Log(Turnover)	0.042** (2.26)	0.041** (2.17)		0.038** (2.03)
Spread	-0.046*** (-11.29)	-0.046*** (-11.28)		-0.046*** (-11.29)
Stock Return	0.089*** (4.81)	0.088*** (4.80)		0.088*** (4.80)
Return on Assets	0.721*** (7.31)	0.722*** (7.52)		0.721*** (7.31)
Capital Expenditure	0.736*** (4.10)	0.730*** (4.07)		0.733*** (4.09)
Log(Total Assets)	-0.428*** (-10.83)	-0.427*** (-10.83)		-0.428*** (-10.83)
Leverage	0.651*** (7.70)	0.652*** (7.72)		0.652*** (7.71)
Idiosyncratic Volatility	0.239 (0.87)	0.199 (0.74)		0.221 (0.81)
Institutional Ownership	-0.075 (-1.34)	-0.074 (-1.32)		-0.075 (-1.35)
Log(1 + #Analysts)	0.075*** (3.05)	0.076*** (3.13)		0.076*** (3.09)
EPS Growth	0.000 (1.63)	0.000 (1.65)		0.000 (1.65)
Annual Fund Flow	-0.000 (-0.21)	0.000*** (4.13)		-0.000** (-1.85)
Dividend Dummy	-0.012 (-0.50)	-0.012 (-0.49)		-0.012 (-0.49)
SP500 Dummy	0.049 (0.89)	0.052 (0.93)		0.050 (0.93)
Month Dummy	Yes	Yes		Yes
Industry Dummy	Yes	Yes		Yes
Firm Dummy	Yes	Yes		Yes
Observations	51,716	51,716		51,716
Adjusted R ²	0.323	0.324		0.324
Panel B				
Up or Down Months	Log(IndVolRatio) Coefficient	t-statistic	Log(IndTurnover) Coefficient	t-statistic
Up	0.011***	(3.73)	0.007***	(2.81)
Down	0.009***	(2.74)	0.003	(0.94)
Panel C				
S&P 500 Stocks	Log(IndVolRatio) Coefficient	t-statistic	Log(IndTurnover) Coefficient	t-statistic
Non-S&P 500 Stocks	0.032***	(4.64)	0.017***	(3.21)
	0.005	(1.55)	0.003	(1.23)
Panel D				
NYSE Stocks	Log(IndVolRatio) Coefficient	t-statistic	Log(IndVolRatio_net) Coefficient	t-statistic
	0.010***	(3.58)	0.008***	(2.70)

4-6-4- اثر تجارت غیر فردی

همان طور که قبلاً اشاره کردیم، اندازه تجارت سرمایه گذار منحصر به فرد مجموع کوچک است. در میان فعالیت های تجاری غیر فردی، مقدار قابل توجهی از آن ها می توانند غیر یکپارچه باشند، نظیر تجارت با بسامد بالا و تجارت شاخص. چون تجارت سرمایه گذار منحصر به فرد روی اعتبار شرکت از طریق بهبود ارزشی قیمت سهام و کاهش گستره تأثیر می گذارد، اثر برای سهام هایی بالاتر خواهد بود که تجارت غیر فردی نایکناختی داشته باشند که برای آن ها مشارکت اطلاعات از طریق تجارت سرمایه گذار منفرد می تواند مهم تر باشد؟ سوال مرتبط این است که آیا لازم است ما تجارت غیر فردی غیر یکنواخت را از حجم تجارت مجموع برای مقیاس های تجارت فردی خود حذف کنیم تا کارایی مشارکت اطلاعاتی آن بهتر ثبت و ضبط شود. برای پاسخ به این سوالات ما دو کنترل قوی تر انجام می دهیم.

چون تجارت شاخص تری برای سهام شاخص S&P 500 نسبت به سهام شاخص غیر S&P 500 نیاز است، ما در ابتدا سهام شاخص S&P500 و سهام شاخص غیر S&P 500 را در رگرسیون های مجزا مقایسه می کنیم. همان طور که در پانل C جدول 10 نشان داده شده است تجارت سرمایه گذار منحصر به فرد اثر مثبت معناداری روی اعتبار شرکت برای سهام S&P 500 دارد و اثر مثبت اما بدون اهمیتی روی سهام غیر S&P 500 دارد. نتایج نشان دهنده اثر قوی تر تجارت سرمایه گذار منحصر به فرد روی اعتبار شرکت برای سهام هایی هستند که تجارت غیر فردی یکنواخت نشده تری دارند و این سازگار با کامل اطلاعاتی است.

برای پاسخ به سوال دوم ما تلاش می کنیم برخی تجارت های غیر فردی غیر یکنواخت را حذف کنیم تا این مورد را بیازماییم که چگونه این کار روی مقدار (بزرگی) اثر تجارت فردی روی اعتبار شرکت تأثیر می گذارد. با استفاده از داده های تجارت برنامه برای سهام مبادله شده در پایگاه داده NYSE، ProTrac Replay و EOD ما حجم تجارت برنامه را از حجم تجارت مجموع کم می کنیم و نسبت حجم تجارت فردی را روی حجم تجارت مجموع تجارت برنامه استفاده می کنیم، یعنی $\text{Log}(\text{IndVolRatio_net})$ در قالب لگاریتمی. ما اثرات $\text{Log}(\text{IndVolRatio_net})$ و $\text{Log}(\text{IndVolRatio})$ را روی اعتبار شرکت برای سهام NYSE مقایسه می

کنیم. همانطور که در پانل D جدول 10 نشان داده شده است مقادیر ضرایب اثرات $\text{Log}(\text{IndVolRatio_net})$ و $\text{Log}(\text{IndVolRatio})$ بسیار شبیه به هم هستند. بنابراین مقیاس های ما از تجارت سرمایه گذار منحصر بفرد با وجود مقدار قابل توجهی از تجارت غیر فردی نایکناخت به خوبی عمل می کند.

5-6-4- مقیاس های جایگزین اعتبار شرکت

نتایج ما مبتنی بر نسبت بازار به دفتر ثبت تساوی (M/B) به عنان مقیاسی از اعتبار شرکت هستند. ما در نهایت این مورد را کنترل می کنیم که آیا نتایج ما برای استفاده از مقیاس های جایگزین ارزیابی های شرکت قدرت لازم را دارند یا خیر، یعنی به ترتیب q توبین و بازگشتی دارایی. نتایج فهرست بندی نشده نشان می دهند که نتایج ما زمانی صدق می کنند که این مقیاس های جایگزین ارزیابی شرکت استفاده شده باشند.

5- نتیجه گیری

گرچه مقالات مالی از قدیم سرمایه گذارهای فردی را به عنوان مبادله گر های اختلال غیر یکنواخت در نظر می گرفت، مطالعات اخیر اظهار دارند این هستند که سرمایه گذاران منحصر بفرد می توانند تصمیمات سرمایه گذاری بهتری اتخاذ کنند و این را با کاهش عدم تقارن اطلاعاتی انجام دهند. از این رو ما حدس می زنیم که تجارت سرمایه گذار منحصر بفرد شدید بتوان روی اعتبار شرکت از طریق بهبود ارندگی قیمت سهام تأثیر بگذارد. این مطالعه اثر تجارت روزانه تجمیعی سرمایه گذار منحصر بخ فرد را در هر سهام رئی عملکرد شرکت با استفاده از داده های تجارت جامع و جزئی می آزماید. مطابق با حدسی که ما زدیم، در می اییم که تجارت تجمیعی روزانه سرمایه گذار منحصر به فرد اثر مثبت معناداری روی اعتبار شرکت دارد. نتایج برای مشخصات مدل متفاوت، رگرسیون های متغیر مفید، تست های علیت Granger، تحلیل نمونه تطبیق یافته، تحلیل های نمونه فرعی و مقیاس های جایگزین ارزیابی شرکت قدرت لازم را دارند.

این مطالعه اطلاعات و کانال های گسترده ای را کاوش می کند که از طریق آن ها تجارت سرمایه گذار منحصر بفرد روی اعتبار شرکت اثر می گذارد. اگر تجارت سرمایه گذار منحصر بفرد باعث رشد و افزایش اعتبار شرت با بهبود ارزندگی قیمت سهام شود، اثر تجارت سرمایه گذار منحصر بخ فرد روی اعتبار شرکت باید زمانی قوی تر باشد که

سطح تولید به گونه ای بالاست که سرمایه گذاران منحصر به فرد تمایل بیشتری به داشتن اطلاعات ارزشمند دارند. مطابق با فرضیه تولید اطلاعاتی که مکانیسم کانال اطلاعاتی به آن اشاره کرده است، ما در می یابیم که اثر تجارت سرمایه گذار منحصر بفرد تأثیری منفی روی گستره دارد و اثر آن روی اعتبار شرکت تنها برای سهام با گستره بالا قابل توجه و معنادار است، و این سازگار با مکانیسم کانال گسترده ای است که در آن تجارت سرمایه گذار فردی گستره را کاهش داده و منجر به بازگشتی مورد انتظار کم تر و اعتبار بازار بالاتر می شود.

ما نتیجه می گیریم که تجارت سرمایه گذار منحصر بفرد باعث افزایش اعتبار شرکت می شویم و اثرات آن روی اعتبار شرکت برای شرکت هایی قوی تر است که تولید اطلاعات بالاتر . گستره بالاتری دارند. نتایج کلی سازگار با تجارت سرمایه گذار منحصر به فرد است که اعتبار شرکت را از طریق بهبود ارزندگی قیمت سهام و کاهش گستره افزایش می دهد.

References

- Acharya, V., Pedersen, L.H., 2005. Asset pricing with liquidity risk. *J. Financ. Econ.* 77, 375–410.
- Amihud, Y., Mendelson, H., 1986. Asset pricing and the bid-ask spread. *J. Financ. Econ.* 17, 223–249.
- Baker, M., Stein, J., Wurgler, J., 2003. When does the market matter? Stock prices and the investment of equity-dependent firms. *Q. J. Econ.* 118, 969–1006.
- Barber, B., Odean, T., 2000. Trading is hazardous to your wealth, the common stock investment performance of individual investors. *J. Financ.* 55, 773–806.
- Barber, B., Odean, T., 2008. All that glitters, the effect of attention and news on the buying behavior of individual and institutional investors. *Rev. Financ. Stud.* 21, 785–818.
- Barber, B., Lee, Y., Liu, Y., Odean, T., 2009a. Just how much do individual investors lose by trading. *Rev. Financ. Stud.* 22, 609–632.
- Barber, B., Odean, T., Zhu, N., 2009b. Do retail trades move markets. *Rev. Financ. Stud.* 22, 151–186.
- Bartov, E., Bodnar, G., 1996. Alternative accounting methods, information asymmetry and liquidity, theory and evidence. *Account. Rev.* 71, 397–418.
- Bhagat, S., Bolton, B., 2008. Corporate governance and firm performance. *J. Corp. Financ.* 14, 257–273.
- Chen, Q., Goldstein, I., Jiang, W., 2007. Price informativeness and investment sensitivity to stock price. *Rev. Financ. Stud.* 20, 619–650.
- Chordia, T., Goyal, A., Lehmann, B.N., Saar, G., 2013. High-frequency trading. *J. Financ. Mark.* 16, 637–645.
- Dhar, R., Goetzmann, W., Shepherd, S., Zhu, N., 2004. The impact of clientele changes: evidence from stock splits. http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=410104.
- Diamond, D., Verrecchia, R., 1991. Disclosure, liquidity, and the cost of capital. *J. Financ.* 46, 1325–1359.
- Dow, J., Goldstein, I., Guembel, A., 2011. Incentives for information production in markets where prices affect real investment. Working paper, London Business School.
- Evans, A., 2010. Do individual investors affect share price accuracy? Some preliminary evidence. University of Michigan Law School, The John M. Olin Center for Law & Economics Working Paper Series.

- Fama, E., French, K., 1993. Common risk factors in the returns on bonds and stocks. *J. Financ. Econ.* 33, 3–56.
- Fama, E., French, K., 1997. Industry costs of equity. *J. Financ. Econ.* 43, 153–193.
- Fang, V., Noe, T., Tice, S., 2009. Stock market liquidity and firm value. *J. Financ. Econ.* 94, 150–169.
- Forsythe, R., Nelson, F.D., Neumann, G.R., Wright, J., 1992. anatomy of an experimental political stock market. *Am. Econ. Rev.* 82, 1142–1161.
- Foucault, T., Gehrig, T., 2008. Stock price informativeness, cross-listings, and investment decisions. *J. Financ. Econ.* 88, 146–168.
- Foucault, T., Saer, D., Thesmar, D., 2011. Individual investor and volatility. *J. Financ.* 66, 1369–1406.
- Goldstein, M.A., Kumar, P., Graves, F.C., 2014. Computerized and high-frequency trading. *Financ. Rev.* 49, 177–202.
- Graham, J., 2000. How big are the tax benefits of debt? *J. Financ.* 55, 1901–1941.
- Graham, J., Kumar, A., 2006. Do dividend clienteles exist? Evidence on dividend preferences of retail investors. *J. Financ.* 61, 1305–1336.
- Gul, F., Tsui, J., 1997. A test of the free cash flow and debt monitoring hypotheses: evidence from audit pricing. *J. Account. Econ.* 24, 219–237.
- Han, B., Kumar, A., 2013. Speculative retail trading and asset prices. *J. Financ. Quant. Anal.* 48, 377–404.
- Harford, J., Li, K., 2007. Decoupling CEO wealth and firm performance: the case of acquiring CEOs. *J. Financ.* 62, 917–949.
- Hasbrouck, J., Saar, G., 2013. Low-latency trading. *J. Financ. Mark.* 16, 646–679.
- Hendershott, T., Jones, C., Menkveld, A., 2011. Does algorithmic trading improve liquidity? *J. Financ.* 66, 1–33.
- Holmstrom, B., Tirole, J., 1993. Market liquidity and performance monitoring. *J. Polit. Econ.* 101, 678–709.
- Hvidkjaer, S., 2008. Small trades and the cross-section of stock returns. *Rev. Financ. Stud.* 21, 1123–1151.
- Ivkovic, Z., Weisbenner, S., 2005. Local does as local is, information content of the geography of individual investors' common stock investments. *J. Financ.* 60, 267–306.
- Jackson, A., 2003. The aggregate behaviour of individual investors. <http://ssrn.com/abstract=536942>.
- Jarnecic, E., Snape, M., 2014. The provision of liquidity by high-frequency participants. *Financ. Rev.* 49, 371–394.
- Jensen, M., 1986. Agency cost of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *Am. Econ. Rev.* 76, 323–329.
- Kaniel, R., Saar, G., Titman, S., 2008. Individual investor trading and stock returns. *J. Financ.* 63, 273–310.
- Kaniel, R., Liu, S., Saar, G., Titman, S., 2012. Individual investor trading and return patterns around earnings announcements. *J. Financ.* 6, 7639–7680.
- Kelley, E., Tetlock, P., 2013. How wise are crowds? Insights from retail orders and stock returns. *J. Financ.* 68, 1229–1265.
- Kemsley, D., Nissim, D., 2002. Valuation of the debt tax shield. *J. Financ.* 57, 2045–2073.
- Kirilenko, A., Kyle, A.S., Samadi, M., Tuzun, T., 2011. The flash crash: the impact of high frequency trading on an electronic market. University of Maryland, Working paper.
- Klapper, L., Love, I., 2004. Corporate governance, investor protection, and performance in emerging markets. *J. Corp. Financ.* 10, 703–728.
- Kumar, A., 2009. Who gambles in the stock market? *J. Financ.* 64, 1889–1933.
- Kumar, A., Lee, C., 2006. Retail investor sentiment and return comovements. *J. Financ.* 61, 2451–2486.
- Lee, C., Radhakrishna, B., 2000. Inferring investor behavior: evidence from TORQ data. *J. Financ. Mark.* 3, 83–111.
- Luo, Y., 2005. Do insiders learn from outsiders? Evidence from mergers and acquisitions. *J. Financ.* 60, 1951–1982.
- Mehran, H., 1995. Executive compensation structure, ownership, and firm performance. *J. Financ. Econ.* 38, 163–184.
- Modigliani, F., Miller, M., 1963. Corporate income taxes and the cost of capital: a correction. *Am. Econ. Rev.* 53, 433–443.
- Ng, L., Wu, F., 2010. Peer effects in the trading decisions of individual investors. *Financ. Manag.* 39, 807–831.
- O'Hara, M., Yao, C., Ye, M., 2014. What's not there: odd lots and market data. *J. Financ.* 69, 2199–2263.
- Odean, T., 1998. Are investors reluctant to realize their losses? *J. Financ.* 53, 1775–1798.
- Roll, R., Schwartz, E., Subrahmanyam, A., 2009. Options trading activity and firm valuation. *J. Financ. Econ.* 94, 345–360.
- Roulstone, D., 2003. Analyst following and liquidity. *Contemp. Account. Res.* 20, 551–578.
- Subrahmanyam, A., Titman, S., 1999. The going-public decision and the development of financial markets. *J. Financ.* 54, 1045–1082.
- Sullivan, R.N., Xiong, J.X., 2012. How index trading increases market vulnerability. *Financ. Anal. J.* 68, 70–84.
- Surowiecki, J., 2004. *The Wisdom of Crowds: Why the Many are Smarter than the Few and How Collective Wisdom Shapes Business, Economies, Societies and Nations*. Little, Brown and Company.
- Wang, Q., Zhang, J., 2015. Individual investor trading and stock liquidity. *Rev. Quant. Financ. Account.* Forthcoming.

 **TarjomeFa.Com**

برای خرید فرمت ورد این ترجمه، بدون واتر مارک، اینجا کلیک نمائید.



این مقاله، از سری مقالات ترجمه شده رایگان سایت ترجمه فا میباشد که با فرمت PDF در اختیار شما عزیزان قرار گرفته است. در صورت تمایل میتوانید با کلیک بر روی دکمه های زیر از سایر مقالات نیز استفاده نمایید:

لیست مقالات ترجمه شده ✓

لیست مقالات ترجمه شده رایگان ✓

لیست جدیدترین مقالات انگلیسی ISI ✓

سایت ترجمه فا ؛ مرجع جدیدترین مقالات ترجمه شده از نشریات معتبر خارجی