

سرمایه گذاری شرکت و نقدینگی سهام: شواهد مبنی بر تاثیر قیمت بر تجارت

چکیده

ما ثابت کردیم که سرمایه‌گذاری شرکت‌ها با نقدشوندگی سهام در ارتباط است. این مطالعه نشان دهنده رابطه مثبت بین سرمایه‌گذاری مشارکتی غیرطبیعی و نقد شوندگی سهام در مقطع عرضی است. علاوه بر این نقدشوندگی سهام ظاهراً موجب پیشرفت بیشتر کارخانجات با محدودیت مالی می‌شود. بررسی‌های دقیق ما ثابت می‌کند که وجود نظم نمی‌تواند یافته‌های حاضر را توضیح دهد. این تحلیل‌ها نشان می‌دهد که سرمایه‌گذاری شرکت ریسک کارخانه را کاهش می‌دهد و این تغییر در ریسک رفتار بازاریان را تغییر می‌دهد که منجر به افزایش در نقد شوندگی سهام می‌شود.

کلید واژه‌ها: نقدینگی سهام، سرمایه‌گذاری شرکت، محدودیت های مالی

1. مقدمه

مقالات سرمایه‌گذاری شرکتی اخیر نشان می‌دهند که سرمایه‌گذاری مطلوب شرکت ریسک یکسهم را تغییر می‌دهد (Berk, Green, & Naik, 1999). پس چگونه تغییر در ریسک سهام نقدشوندگی آن را تحت تاثیر قرار می‌دهد؟ مستندات و مقالات ریزساختار بازار حاکی از آن است که تغییر در ریسک بر ارزش استراتژی بازاریان تاثیر می‌گذارد، که منجر به تغییر در تاثیر قیمت مانن نقد شوندگی سهام می‌شود (Kyle, 1985). در این تحلیل ما پیوندی را بین سرمایه‌گذاری شرکت و نقدشوندگی سهام ایجاد کردیم که از طریق ارتباط این مسیر از مطالعه سرمایه‌گذاری شرکت تا مقالات ریزساختار بازار است. به ویژه شواهد تجربی در زمینه نقش سرمایه‌گذاری شرکت در نقدشوندگی سهام بازار ارائه می‌شود و در رابطه با ریسک تغییر از خصوصیات سرمایه‌گذاری شرکت تا نقدشوندگی سهام بحث خواهد شد.

مطالعه حاضر را به صورت زیر اجرا می‌کنیم. در مقاله اولیه آن‌ها (Berk et al, 1999) به این نتیجه رسیدند که تصمیمات سرمایه‌گذاری شرکت می‌تواند در یک مفهوم واقعی مورد ارزیابی قرار گیرد چون تصمیم برای سرمایه‌گذاری رشد اختیار را برای سرمایه‌گذار موجود تغییر می‌دهد. بنابراین، اگر فرصتهای رشد کم هستند، سرمایه‌گذاری

شرکت نسبت اختیارات رشد به سرمایه موجود تغییر می‌دهد، یعنی، ریسک سرمایه یک کارخانه، منجر به تغییر در ریسک سهام آن می‌شود. به عبارت دیگر، ریسک سهام با تصمیمات حال حاضر و گذشته کارخانه ارتباط دارد. (Giammarino, 2004 & Carlson, Fisher) به خصوص، سرمایه‌گذاری مطلوب شرکت ریسک یک سهام را کاهش می‌دهد، به ویژه بخش سیستماتیک آن را. حتی وقتی سرمایه جدید پر ریسک باشد، اینها خطر کمتری نسبت به گزینه‌های جایگزین شده دارند. (Carlson, Fisher, & Giammarino, 2006). مسیر مطالعه مرتبط با مقالات ارزش سرمایه است که با کشف تفاسیر سرمایه‌گذاری شرکت برای بخش عرضی و مجموعه زمانی بازخورد مورد انتظار دارد. Berk et al. (1999) اولین کسانی بودند که یک مدل واقعاً پویای انتخابی را با تحلیل ریسک تغییر در زمینه سرمایه‌گذاری شرکت ایجاد کردند. Carlson et al. (2004), Zhang (2005), Li, Livdan, and Zhang (2009) و Liu, Whited, and Zhang (2009) در راستای این مدل هستند.

به عبارت دیگر، نقدشوندگی سهام یک شاخص درونی است. به طور خاص، نقدشوندگی سهام با محرک‌های تجاری مختلفی مانند اطلاعات خصوصی (Kyle, 1985; Glosten & Milgrom, 1985) و نقدشوندگی (Admati & Pfleiderer, 1988) مدیریت می‌شود. از آنجا که هر دو محرک تجاری موضوع ریسک یک سهام هستند، تغییر در ریسک به بازاریان اجازه می‌دهد تا استراتژی قیمت گذاری را تغییر دهند که تاثیر قیمت را تحت تاثیر قرار می‌دهد. به ویژه، کایل (1985) پیشنهاد کرد که در حالت موازنه، ریسک سهام نشاندهنده یک رابطه منفی با نقدشوندگی سهام است. علاوه بر این، مقالات نقدشوندگی حاضر شواهدی را در زمینه ارتباط منفی بین اجزای سیستماتیک ریسک و نقدشوندگی سهام فراهم می‌کنند. همزمان با آن، صرفنظر از منبع ریسک یا ساختار، یک تغییر در ریسک یک سهام، ارتباط معکوسی با نقدشوندگی سهام دارد.

با ترکیب این دو شاخه مورد مطالعه، می‌توانیم فرض کنیم که سرمایه‌گذاری شرکت نقدشوندگی سهام را از طریق استراتژی قیمت گذاری بازاریان تحت تاثیر قرار می‌دهد. به ویژه ما حدس می‌زنیم که سرمایه‌گذاری مطلوب شرکت موجب بهبود نقد شوندگی می‌شود که از طریق کاهش ریسک یک سهام است. بر اساس اطلاعات ما، این مطالعه اولین تحلیل تجربی مرتبط با سرمایه‌گذاری شرکت برای نقدشوندگی سهام با تاکید بر تغییر خطر از سرمایه‌گذاری شرکت است.

برای بررسی این ارتباط، یک طرح تحقیقی برای یافتن تاثیر تغییرات خارجی در سرمایه‌گذاری شرکت بر نقدشوندگی سهام طراحی شد. به ویژه، پس از Titman, Wei, and Xie (2005)، ما سرمایه‌گذاری شرکت را به عنوان انحرافی از سابقه حرکت میانگین سه ساله سرمایه‌گذاری شرکت بررسی کردیم. این روش تاثیر ثابت کارخانه را با حذف خصوصیات ثابت از یک متغیر خام به حداقل می‌رساند. پس از آن ما سرمایه‌گذاری غیرطبیعی شرکت را به عنوان یک شوک خارجی و ارزیابی روابط اثر متقابل بین سرمایه‌گذاری غیرطبیعی شرکت و نقدشوندگی سهام در نظر گرفتیم.

در همین خلال، مقالات نشان می‌دهند که یک اثر بازخوردی از نقدشوندگی سهام بر سرمایه‌گذاری شرکت وجود دارد. به عنوان معیاری از بازخورهای مورد نیاز (Pedersen, 2005 & Acharya)، نقدشوندگی سهام موجب ایجاد مجموعه‌ای از فرصت‌های سرمایه‌گذاری مفید است و موجب افزایش سرمایه‌گذاری شرکت می‌شود. (Kecskes, 2013; Becker-Blease & Paul, 2006 & Derrien). بنابراین، ما همچنین بررسی کردیم که آیا تحلیل‌ها در معرض موضوعات داخلی هستند.

تحلیل‌های تجربی ما نشان می‌دهد که در واقع سرمایه‌گذاری شرکت به نقد شون‌دگی سهام ارتباط دارد. اول اینکه، یک تحلیل سهام نشان می‌دهد که نقد شون‌دگی سهام برای کارخانجات دارای سطح بالای سرمایه‌گذاری شرکت به طور قابل توجهی بالا است. به ویژه ما یک مجموعه از سهام را بر اساس پیشینه نقدشوندگی سهام و سرمایه‌گذاری غیرطبیعی سالانه شرکت مرتب کردیم. پس از یک سال مالی، کارخانجات دارای یک سطح بالا سرمایه‌گذاری شرکت سطح بالایی از نقدشوندگی سهام را نشان می‌دهند در حالی که کارخانجات دارای سطح پایین سرمایه‌گذاری شرکت سطح پایینی از نقدشوندگی سهام را برای هر دو معیار سرمایه‌گذاری مشارکتی نشان می‌دهند. هم‌راستا با مقالات سرمایه‌گذاری شرکتی، ما از دو معیار برای سرمایه‌گذاری شرکتی استفاده کردیم: هزینه‌های حیاتی و هزینه‌های مهم و R&D.

دوماً، تحلیل رگرسیون برشی نشان‌دهنده نقش سرمایه‌گذاری شرکت در شکل‌گیری نقدشوندگی بعدی سهام است. به ویژه، زمانی که ما رگرسیون برش عرضی سالانه تیپ Fama and MacBeth (1973) را اجرا می‌کنیم، سرمایه‌گذاری شرکتی غیرطبیعی، به طور مثبتی با نقدشوندگی سهام ارتباط دارد حتی پس از کنترل معیارهای

شناخته شده به عنوان نقدشوندگی سهام گذشته و سایر خصوصیات سهام. این نتیجه برای هر دو معیار سرمایه-گذاری شرکت صدق می‌کند. ما مشاهده کردیم که این الگو به مدت سه ماه بعد از پایان یک سال به طول می‌انجامد درحالی‌که از نظر آماری فراتر از محدوده ضعیف‌تر است. علاوه بر آن ما توضیح دادیم که آیا محدودیت‌های مالی بر روی روابط بین سرمایه‌گذاری شرکت و نقدشوندگی سهام تأثیر دارند. از آنجا که Fazzari, Hubbard, and Petersen (1988) به بررسی تأثیر محدودیت‌های مالی بر سرمایه‌گذاری شرکتی پرداختند، بسیاری از مطالعات ارتباط بین بازارهای بزرگ ناکامل و سرمایه‌گذاری شرکتی را ارزیابی کردند. به طوری که محدودیت‌های مالی از کارخانجات برای مالی کردن همه سرمایه‌گذاری‌های مطلوب ممانعت می‌کنند، کارخانجات محدود از نظر مالی به احتمال ضعف‌تری به فرصت‌های سرمایه‌گذاری مطلوب واکنش نشان می‌دهند، همانطور که در Kaplan and Zingales (1997) نشان داده شد. به عبارت دیگر برای سطح مشابهی از سرمایه‌گذاری شرکتی، فرصت‌های سرمایه‌گذاری احتمالاً در کارخانجات محدود از نظر مالی مناسب‌تر از کارخانجات غیرمحدود مالی و هم‌تراز در سایر شرایط هستند. این یافته در راستای کاهش سود حاشیه فرصت‌های سرمایه‌گذاری است. بنابراین، ما فرض می‌کنیم که با ایجاد هر تغییر در سرمایه‌گذاری شرکت، کارخانجات محدود از نظر مالی احتمالاً تغییرات بزرگتری را تجربه می‌کنند و اثرات قوی‌تری روی نقدشوندگی سهام خواهند داشت.

	Mean	Std. dev.	1%	Median	99%
AMH	-16.579	2.624	-22.355	-16.587	-10.919
CAP	-0.012	0.197	-0.270	-0.005	0.220
CRD	-0.014	0.251	-0.349	-0.006	0.271
SIZE	11.986	1.751	8.767	11.801	16.717
PRC	2.569	0.963	0.048	2.659	4.466
TNV	-6.407	1.053	-9.102	-6.331	-4.150
VOL	-3.669	0.550	-4.949	-3.672	-2.329
RET	0.174	0.620	-0.678	0.072	2.383
CB	0.263	2.672	0.002	0.092	1.826

جدول 1. این جدول نشان دهنده آمار توصیفی خلاصه برای مجموعه داده‌ها است. AHM لگاریتم معیار نقدشوندگی روزانه Amihud (2002) است که یک مقیاس حجم سود روزانه خالص با معیار حجم تجارت دلار روزانه طی یک ماه پس از پایان سال مالی است. CAP (یا CRD) هزینه حیاتی (به علاوه R&D) است که معیار آن از آغاز دارایی سالانه است و از میانگین هزینه حیاتی سه سال گذشته کسر شده است (به علاوه R&D).

SIZE اندازه کارخانه است که به عنوان لگاریتم هزینه کرد در ماهی است که سال مالی پایان می‌یابد. PRC لگاریتم قیمت یک سهام در ماهی است که سال مالی پایان می‌یابد. TNV میانگین لگاریتم برگشت روزانه در ماهی است که سال مالی پایان می‌یابد. VOL لگاریتم انحراف استاندارد سهام برگشتی روزانه در ماهی است که سال مالی پایان می‌یابد. RET حجم سود یک سهام در سال مالی است. CB بالانس مالی که معیار آن آغاز سرمایه سالانه است. نمونه‌ها از سال 1971 تا 2012 گرفته شدند.

تحلیل‌های ما نشان می‌دهد که در واقع سرمایه‌گذاری شرکتی تاثیر قویتری روی نقدشوندگی سهام در کارخانجات دارای محدودیت مالی دارد. با استفاده از دو معیار محدود کننده مالی مانند معیار Zingales Kaplan and (1997; KZ) و اندازه کارخانه، یک سهام کلی را برای محدودیت‌های مالی سالانه مرتب کردیم و این دو گروه را به طور جداگانه مورد بررسی قرار دادیم. تحلیل مقطعی نشان می‌دهد که کارخانجات محدود مالی مانند شاخص KZ بالا یا کارخانجات کوچک هستند که موجب بروز ارتباط بین سرمایه‌گذاری شرکت و نقدشوندگی سهام می‌شوند. به ویژه شاخص KZ بالا یا کارخانجات کوچک تاثیر بالایی از سرمایه‌گذاری شرکت بر نقدشوندگی سهام را نشان می‌دهند در حالی شاخص KZ پایین یا کارخانجات بزرگ اثرات کمتری را نشان می‌دهند. پس از آن، اثبات تاثیر ضریب بازار بر سرمایه‌گذاری شرکت است، این تحلیل نشان می‌دهد که در واقع محدودیت‌های مالی با سرمایه‌گذاری شرکتی در شکل دادن به نقدشوندگی سهام تعامل دارند.

در بررسی‌های دقیق‌تر ما یک تعریف جایگزین برای رابطه سرمایه‌گذاری مشارکتی - نقدشوندگی سهام یافتیم. اول اینکه ما توضیح دادیم که آیا سرمایه‌گذاری شرکتی مطلوب در واقع ریسک سهام را کاهش می‌دهد. با توجه به این سرمایه‌گذاری مشارکتی با بیشتر ریسک سیستماتیک یک سهام ارتباط دارد، ممکن است این پرسش مطرح شود که تاثیر سرمایه‌گذاری شرکت بر ریسک کلی و در نتیجه تعریف نقدشوندگی سهام چگونه است. با این وجود، تحلیل‌های ما نشان می‌دهند که سرمایه‌گذاری شرکتی در واقع ریسک کلی سهام را کاهش می‌دهد. دوم اینکه، ما بازخورد تاثیر نقدشوندگی سهام را بر سرمایه‌گذاری مشارکتی بررسی کردیم. با استفاده از تحلیل دومرحله‌ای حداقل مربعات (2SLS)، ما به طور مستقیم موضوعات درونی را کنترل می‌کنیم. روش متغیرهای ابزاری نتایج تحلیل‌های اولیه را تغییر نمی‌دهند. دوم اینکه ما توازن مالی واحد را برای مشاهده اینکه آیا توازن مالی رابطه بین

سرمایه‌گذاری شرکت را و نقدشوندگی سهام را توضیح می‌دهد، بررسی می‌کنیم، همانطور که توسط Eckbo, Masulis, and Norli (2000) Eckbo et al (2000) پیشنهاد شده است و نشان می‌دهد که توازن پیشنهادات منجر به افزایش نقدشوندگی سهام می‌شود که نشان‌دهنده تاثیر تصمیمات مالی بر نقدشوندگی سهام است. با این وجود ما دریافتیم که در واقع سرمایه‌گذاری مشارکتی موجب بهبود نقدشوندگی سهام می‌شوند، که مستقل از تراز مالی است. به طور کلی، بررسی‌های دقیق نشان می‌دهند که در واقع سرمایه‌گذاری مشارکتی با نقدشوندگی سهام در ارتباط است.

مطالعات ما نشان دهنده مطالعات رو به رشد در زمینه معیارهای نقدشوندگی سهام هستند. مقاله عوامل مختلفی را بیان می‌کند که شامل خصوصیات کارخانه (سرمایه و قیمت سهام)، فعالیت تجاری (توازن حجم و اطلاعات)، و بازاریان (نقدشوندگی پول).

با این وجود تنها تعدادی از مطالعات تعریفی از فعالیت کارخانه برای نقدشوندگی سهام ارائه دادند. در میان آن‌ها Eckbo et al (2000) و Kadan, and Pevzner, Gopalan (2012). این مطالعه با این زمینه از تحقیقات در ارتباط است که همراه با کشف نقش سرمایه‌گذاری شرکت در شکل‌گیری نقدشوندگی سهام است. علاوه بر این، تحلیل‌های ما مرتبط با مقالات کارایی بازار است چون می‌توانیم ارتباطی بین سرمایه‌گذاری مشارکتی و بازار غیر متعارف از طریق تاکید بر ارزیابی نقدشوندگی سهام در پاسخ به تغییر در ریسک مرتبط با سرمایه‌گذاری شرکت برقرار کنیم. ادامه مقاله به صورت زیر سازماندهی شده است. بخش 2 نشان‌دهنده داده‌ها و تحلیل‌های مقدماتی است. بخش 3 به بحث پیرامون تحلیل‌های تجربی اصلی می‌پردازد در حالی که بخش 4 بررسی دقیق را نشان می‌دهد در پایان بخش 5 نتیجه‌گیری مقاله است.

	LAMH	CAP	CRD	SIZE	PRC	TNV	VOL	RET	CB
AMH	0.919	-0.042	-0.036	-0.921	-0.756	-0.529	0.403	-0.193	-0.026
LAMH		-0.031	-0.024	-0.905	-0.687	-0.484	0.378	0.010	-0.015
CAP			0.871	0.036	0.084	0.000	-0.051	0.097	0.072
CRD				0.032	0.080	-0.007	-0.050	0.100	0.080
SIZE					0.763	0.276	-0.447	0.141	-0.008
PRC						0.178	-0.569	0.285	0.018
TNV							0.200	0.135	0.084
VOL								-0.097	0.053
RET									0.093

جدول 2 همبستگی

این جدول همبستگی میان متغیرها را نشان می‌دهد. AMH لگاریتم معیار نقدشوندگی روزانه (2002) Amihud است که مقیاس حجم سود روزانه خالص توسط معیار حجم تجاری دلار طی یک ماه پس از پایان سال مالی است.

LAMH معیار گذشته AMH طی سه ماه پس از پایان سال مالی گذشته است. CAP (یا CRD) سرمایه حیاتی (به علاوه R&D)، مقیاس بندی شده با آغاز سال مالی است و از میانگین سه سال سرمایه حیاتی کم می‌شود. SIZE لگاریتم سرمایه بازار در ماهی است که سال مالی پایان می‌یابد. PRC لگاریتم قیمت سهام در ماهی است که سال مالی پایان می‌یابد. TNV میانگین لگاریتم برگشت روزانه در ماهی است که سال مالی پایان می‌یابد. VOL لگاریتم خطای استاندارد حجم سود سهام روزانه در ماهی است که سال مالی پایان می‌یابد. RET حجم سود یک سهام در سال مالی است. CB بالانس مالی است که با آغاز سال مالی مقیاس بندی شده است. نمونه‌ها از سال 1971 تا 2012 گرفته شدند.

2. داده‌ها و تحلیل اولیه

2.1 داده‌ها

ما از سهام رایج (تقسیم کد 10 یا 11) در مجموعه داده‌های COMPUSTAT و CRSP طی دوره 1971 تا 2012 استفاده کردیم. در تایید مقالات سرمایه‌گذاری (Baker, Stein, & Wurgler, 2003)، تحلیل‌های ما شامل سهام‌هایی هستند که تراز دفتر آن‌ها بیش از 10 میلیون دلار است در حالی که کارخانجات مالی یا منظم منحصر شده‌اند، این کارخانجات طبقه‌بندی SIC آن‌ها بین 4900 تا 4999 یا بین 6000 و 6999 است به عنوان مقالات سرمایه‌گذاری عمل می‌کنند. در نتیجه، نمونه حاوی مشاهدات کل 74280 کارخانه در سال، به طور میانگین 1768 کارخانه در سال است.

جدول 1 آمار توصیفی را گزارش می‌کند. AMH معیاری از نقدشوندگی سهام است، لگاریتم معیار illiquidity روزانه Amihud (2002) است که یک مقیاس حجم سود روزانه خالص با معیار حجم تجارت دلار طی یک ماه پس از پایان سال مالی است. Amihud (2002) نشان داد که AMH به عنوان واکنش روزانه قیمتی مرتبط با یک دلار حجم تجارت تفسیر می‌شود، بنابراین یک معیار قابلیت اطمینانی از تاثیر قیمت Kyle (1985)'s ارائه می‌دهد. Kyle (1985) نشان دادند که یک بازاری یک موازنه قیمتی را از طریق تبعیت از استراتژی قیمت خود ایجاد می‌کند و تاثیر قیمت Kyle (1985)'s مشخص می‌شود.

در مجموعه داده، AMH از -10.919 تا 22.355- متغیر است. CAP (یا CRD) مهمترین متغیر توصیفی ما برای سرمایه‌گذاری شرکتی است. بر اساس Titman et al (2005)، سرمایه‌گذاری شرکتی به عنوان شاخه‌ای

از میانگین سرمایه‌گذاری شرکتی سه سال گذشته تعریف می‌شود. به ویژه، CAP (یا CRD) هزینه حیاتی، آیتم ثابت 128 (به علاوه R&D، آیتم 46) است که مقیاس بندی آن با آغاز دفتر سرمایه سالانه (آیتم 6) آغاز می‌شود و از میانگین هزینه حیاتی سه سال گذشته کم می‌شود (به علاوه R&D).

ما از چند متغیر شاهد استفاده کردیم. SIZE اندازه کارخانه است که به صورت لگاریتم سرمایه در ماهی که سال مالی در آن پایان می‌یابد تعریف می‌شود. PRC لگاریتم قیمت سهام در ماهی است که سال مالی پایان می‌یابد. TNV میانگین لگاریتم حجم سود روزانه در ماهی است که سال مالی در آن پایان می‌یابد. VOL لگاریتم انحراف معیار حجم سود سهام روزانه در ماهی است که سال مالی پایان می‌یابد. RET حجم سود سهام طی سال مالی است. ما همچنین CB را برای به دست آوردن تاثیر نقدشوندگی سرمایه اضافه کردیم، همانطور که در Gopalan et al (2012) نشان داده شده است. CB تعادل مالی (آیتم 1) است که با آغاز سال مالی مقیاس بندی آغاز می‌شود.

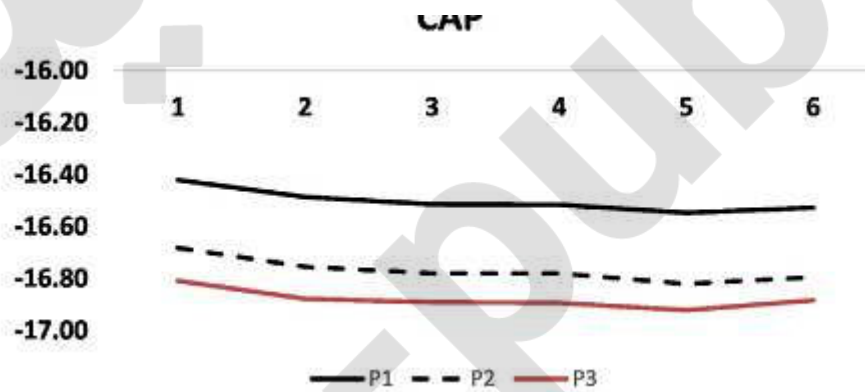
جدول 2 همبستگی میان متغیرها را نشان می‌دهد. AMH دارای پایداری بیشتر با یک همبستگی 0.919 با AMH گذشته است، که طی سه ماه پس از پایان آخرین سال مالی اندازه گیری می‌شود که مطابق با مقالات نقدشوندگی است. AMH با اندازه کارخانه، سطح قیمت سهام و حجم تجارت تغییر می‌کند که در مقاله بیان شده است. ما همچنین دریافتیم که حجم سود بالا به نقدشوندگی سهام آسیب می‌رساند در حالی که سود سهام بالا برای نقدشوندگی سهام خوب است. این مشاهدات مطابق با ریسک دارایی و نقدشوندگی دارایی است (Grossman & Miller, 1988; Brunnermeier & Pedersen, 2009).

علاوه بر این، نقدشوندگی سهام، هزینه نقدشوندگی را افزایش می‌دهد، CB، مانند مشاهدات Gopalan et al (2012). در پایان CAP و CRD همبستگی ضعیفی با AMH دارند. CAP نشاندهنده یک همبستگی 0.042 با AMH است در حالی که CRD همبستگی -0.036 را نشان می‌دهد. با این وجود، سرمایه گذاری شرکت نشان دهنده یک همبستگی نسبتاً قوی با سود سهام با همبستگی 0.097 یا 0.1 مطابق با Eisfeldt (2004) است.

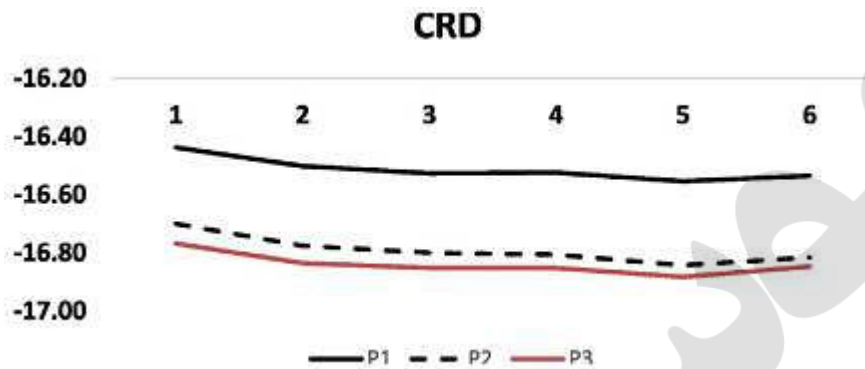
2.2. تحلیل مقدماتی

به عنوان یک تحلیل مقدماتی، ما چگونگی سرمایه‌گذاری مشارکتی را تحت تاثیر نقدشوندگی سهام بعدی در دو روش توضیح می‌دهیم. تحلیل اول بر رفتار نقدشوندگی سهام طی زمان تاکید می‌کند درحالی که نشان‌دهنده یک تحلیل سهام مرتب شده دو طرفه است.

در تحلیل اول، دو تصویر نشان داده می‌شود که نشان‌دهنده یک مجموعه از نقدشوندگی سهام ماهانه برای سهام ایجاد شده در سرمایه‌گذاری مشارکتی است. در ابتدا ما سهامی را که از طریق سهام‌های مرتب شده بر مبنای سرمایه‌گذاری مشارکتی غیرطبیعی در سال الی و تقسیم آن‌ها به سه terciles تهیه کردیم. در قسمت بعد نقدشوندگی سهام، AMH را برای هر سهام طی 6 ماه پس از پایان سال مالی محاسبه کردیم. نتایج در شکل 1 و 2 نشان داده شدند و بیان‌کننده رفتار نقدشوندگی سهام از مقطع tercile با CAP یا CRD (P1) پایین به بالای tercile با CAP یا CRD (P3) بالا هستند. در شکل 1 و 2 مشاهده کردیم که سرمایه‌گذاری شرکت با نقدشوندگی سهام همبستگی دارد. این سرمایه‌گذاری شرکتی منجر به نقدشوندگی بالای سهام می‌شود. این الگو طی شش ماه بعدی ثابت است. جالب است که ما همچنین نقدشوندگی سهام در بهبود میانگین طی زمان را یافتیم که صرفنظر از سطح سرمایه‌گذاری شرکت است.



شکل 1. نقدشوندگی سهام برای اوراق بهادار بر اساس سرمایه‌گذاری شرکتی (CAP). شکل 1 به توصیف رفتار نقدشوندگی سهام بعدی، AMH، می‌پردازد که طی 6 ماه پس از پایان سال مالی برای هر اوراق بهادار ایجاد شده بر سرمایه‌گذاری غیرمعمول شرکت (CAP) اندازه‌گیری شده است. P1 نشان‌دهنده tercile پایین با CAP پایین است، درحالی که P3 نشان‌دهنده tercile بالا با CAP بالا است.



شکل 2. نقدشوندگی سهام برای اوراق بهادار بر اساس سرمایه گذاری شرکت ها (CRD). شکل 2 رفتار نقدشوندگی سهام بعدی AMH، می پردازد که طی 6 ماه پس از پایان سال مالی برای هر اوراق بهادار ایجاد شده بر سرمایه گذاری غیرمعمول شرکت (CAP) اندازه گیری شده است. P1 نشان دهنده tercile پایین با CAP پایین است، در حالی که P3 نشان دهنده tercile بالا با CAP بالا است.

در تحلیل دوم، نتایجی را برای یک تحلیل اوراق بهادار مرتب شده دو طرفه گزارش شد. با توجه به پایداری نقدشوندگی سهام، همانطور که در جدول 2 نشان داده شده است، نقدشوندگی سهام گذشته کنترل شد تا بررسی شود آیا سرمایه گذاری شرکت در واقع مرتبط با نقدشوندگی بعدی سهام است. بنابراین، ما سهام ها را در 5 اوراق بهادار نقدشوندگی داخلی (از LIQ تا ILLIQ) بر اساس پیشینه AMH مرتب کردیم. سپس، هر اوراق بهادار نقدشوندگی داخلی به زیرگروه های سرمایه گذاری شرکت بالا یا پایین تقسیم شدند. در پایان اوراق بهادار نقدشوندگی داخلی بر هر اوراق بهادار طی شش ماه پس از پایان سال مالی محاسبه شد. نتایج ارائه شده در جدول 3 نشان داده شده است که پنل A و B تحلیل های ما را به ترتیب بر اساس CAP و CRD نشان می دهند.

همانطور که انتظار می رود، نقدشوندگی سهام به طور قوی مرتبط با نقدشوندگی سهام گذشته است. بنابراین، وقتی نقدشوندگی سهام گذشته بالا است، نقد شونگی سهام حال حاضر نیز بالا می رود. مهمتر از آنف نقدشوندگی سهام در سرمایه گذاری شرکت افزایش می یابد حتی در سطح مشابه نقدشوندگی سهام گذشته. ما یک اختلاف معنی دار را در نقدشوندگی سهام بین اوراق بهادار بالا و پایین یافتیم، صرف نظر از سطح نقدشوندگی سهام گذشته. علاوه بر این، این الگو، طی زمان برای CAP و CRD تداوم داشته است. به طور کلی تحلیل اولیه شواهد تجربی اساسی را در مورد رابطه بین سرمایه گذاری شرکت و نقدشوندگی سهام بعدی یعنی یک ارتباط مثبت فراهم کرد.

3.1. سرمایه‌گذاری شرکت و نقدشوندگی سهام

در این بخش، ما به طور رسمی تاثیر سرمایه‌گذاری شرکت را روی نقدشوندگی سهام بررسی می‌کنیم که با استفاده از تحلیل رگرسیون مقطعی Fama and Macbeth (1973) است. به ویژه، ما از تحلیل روابط برش عرضی بین سرمایه‌گذاری غیرمعمول شرکت و نقدشوندگی بعدی سهام در یک رگرسیون سالانه برای نمونه دوره 1971 تا 2012 استفاده کردیم. مدل برآوردی ما برای نقدشوندگی سهام به صورت زیر است.

$$AMH_{i,t} = \alpha_t + \beta_1 INV_{i,t-1} + \gamma_1 LAMH_{i,t-1} + \gamma_2 SIZE_{i,t-1} + \gamma_3 PRC_{i,t-1} + \gamma_4 TNV_{i,t-1} + \gamma_5 VOL_{i,t-1} + \gamma_6 RET_{i,t-1} + \gamma_7 CB_{i,t-1} + \eta_{i,t} \quad (1)$$

در تحلیل، ما سرمایه‌گذاری غیرطبیعی شرکت را به عنوان یک متغیر مستقل با معیارهای نقدشوندگی سهام مختلف در نظر گرفتیم که شامل نقدشوندگی سهام گذشته و خصوصیات اوراق بهادار است. ما از سرمایه‌گذاری غیرمعمول شرکت برای کنترل تاثیر بازخورد نقدشوندگی سهام بر سرمایه‌گذاری شرکت استفاده کردیم. بر اساس مقاله، نقدشوندگی سهام مجموعه‌ای از فرصت‌های سرمایه‌گذاری سودمند و افزایش سرمایه‌گذاری شرکت را نشان می‌دهد (Derrien & Kecskes, 2013; Becker-Blease & Paul, 2006). بنابراین با توجه به اثر پس‌خور، ما تلاش می‌کنیم تا تاثیر تغییرات خارجی سرمایه‌گذاری شرکت بر نقدشوندگی سهام مورد توجه قرار دهیم. به ویژه، بر اساس Titman et al (2005)، ما یک تغییر خارجی را در سرمایه‌گذاری شرکت تعریف می‌کنیم که به عنوان شاخه‌ای از میانگین جنبش‌های سرمایه‌گذاری شرکت در سه سال گذشته است. علاوه بر این، ما به بررسی اثر پس‌خور با در نظر گرفتن نقدشوندگی سهام گذشته می‌پردازیم. به عبارت دیگر با توجه به تداوم نقدشوندگی سهام، وجود نقدشوندگی سهام گذشته می‌تواند این احتمال را حذف کند که سرمایه‌گذاری شرکت تنها نشان‌دهنده نقدشوندگی سهام گذشته است. در تنظیمات رگرسیون، تحلیل معیار نقدشوندگی سهام را طی ماه‌های مختلف پس از پایان سال مالی تکرار شود.

شکل 4. تحلیل تجربی را نشان می‌دهد. ما بسیاری از مقررات موجود و خلاصه آن‌ها را به صورت زیر تایید کردیم. اول اینکه نقدشوندگی سهام گذشته به طور قوی ما نقدشوندگی سهام حال حاضر با ضرایب 0.13 تا 0.163 و یک آماره t از 8.74 تا 10.12 ارتباط دارد. این نتایج تایید می‌کند که وجود نقدشوندگی سهام، مطابق با نتایج ما در جدول 2 و مقالات نقدشوندگی ثابت شده است. دوم اینکه اندازه کارخانه و قیمت سهام با نقدشوندگی سهام

در ارتباط است که در ضریب منفی نشان داده شده است. وقتی اندازه کارخانه (یا قیمت سهام) بزرگ (یا زیاد) باشد، کارخانه از نقدشوندگی بالای سهام لذت خواهد برد. این سهام برای داشتن نقدشوندگی سهام بالا شناخته شده اند. سوم، هر دو گردش مالی و نوسانات سود نقدیندگی سهام را هدایت می‌کنند. به ویژه، سهامهای با سود بالا و نوسانات کم سهام نقدشوندگی سهام بالا را نشان می‌دهد. این مورد به این دلیل مشاهده شد که سازندگان بازار سطح پایینی از ریسک صورت کالا را برای این سهام‌ها ارائه می‌دهند بنابراین نقدشوندگی سهام بالایی را فراهم می‌کنند (Grossman & Miller, 1988). تحلیل ما در تطابق با مقاله است. چهارم، تعادل مالی به طور مثبتی مرتبط با نقدشوندگی سهام است. همانطور که Gopalan et al (2012) نشان دادند، کارخانجات دارای سطح بالای دارایی جاری سطح بالایی از نقدشوندگی سهام را نشان می‌دهند. بنابراین بر اساس یافته‌های Gopalan et al (2012) ضریب CB، تعادل مالی به طور معنی‌داری منفی هستند.

علاوه بر این، ما مسائل نقدشوندگی مالی را تا نقدشوندگی سهام مشاهده کردیم. به عبارت دیگر، نقدشوندگی بالای سهام، اندازه‌گیری شده توسط سود بالای سهام، منجر به نقدشوندگی بالای سهام می‌شود که به صورت ضریب منفی RET مشخص شده است. این تحلیل همراستا با یافته‌های Brunnermeier and Pedersen (2009) است. در واقع، ما این یافته را به یک مفهوم مختلف تفسیر می‌کنیم. بنابراین یک شخص می‌تواند چنین برداشت کند که نقدشوندگی سهام با عملکرد بالای سهام بهبود می‌یابد، نه با سرمایه‌گذاری شرکت، چون سرمایه‌گذاری بالای شرکت معمولاً سود سهام بالایی را به خود اختصاص می‌دهد (Eisfeldt, 2004). بنابراین، ما این موضوع را با این موضوع بررسی می‌کنیم که آیا سرمایه‌گذاری شرکت هنوز هم پس از بررسی سود سهام بالا دارای یک تاثیر مستقل بر نقدشوندگی سهام است. پس از آن یافته‌های ما نشان داد که یک شرایط خوب بازار خودش بر نقدشوندگی سهام تاثیر می‌گذارد. با این وجود، ما به این نتیجه رسیدیم که سرمایه‌گذاری شرکت نیز با نقدشوندگی سهام به طور مستقل در ارتباط است که در زیر بررسی شده است.

در پایان دریافته‌ایم که سرمایه‌گذاری شرکت در واقع با نقدشوندگی سهام ارتباط دارد. بنابراین، سرمایه‌گذاری شرکت به طور قابل توجهی موجب بهبود نقدشوندگی سهام می‌شود، همانگونه که ضریب منفی INV نشان داده شد. برای مثال، ضریب INV 0.069 (یا 0.055) است که آماره t 2.35 (یا 2.12) برای CAP یا CRD است زمانی که AMH طی یک ماه پس از پایان سال مالی اندازه‌گیری شد. علاوه بر آن، الگوی مشابهی برای معیار AMH

اندازه‌گیری شده طی سه ماه پس از پایان سال مالی مشاهده شد. علاوه بر معنی‌داری آماری، ارتباط سرمایه‌گذاری شرکت از نظر اقتصادی قابل توجه است. به عبارت دیگر، وقتی سرمایه‌گذاری شرکت با یک خطای استاندارد افزایش می‌یابد، نقدشوندگی سهام به ترتیب 7.7٪ برای CAP و 7.9٪ برای CRD افزایش می‌یابد که توسط AMH برآورد شده است. پس از آن، این یافته‌ها پیشنهاد می‌کنند که سرمایه‌گذاری شرکت نقش قابل توجهی در تعیین نقدشوندگی سهام طی یک دوره مشخص زمانی ایفا می‌کند که مستقل از بسیاری از معیارهای شناخته شده برای نقدشوندگی سهام است.

جدول 3 نقدشوندگی سهام مرتب شده روی نقدشوندگی سهام گذشته و سرمایه‌گذاری شرکت

این جدول نشان می‌دهد که میانگین مجموعه زمانی AMH طی k ماه پس از پایان سال مالی اندازه‌گیری می‌شود که بر اساس AMH گذشته مرتب شده و سپس CAP (یا CRD). AMH گذشته طی سه ماه پس از سال مالی قبل اندازه‌گیری شد. AMH لگاریتم معیار نقد شوندگی روزانه Amihud (2002) است که یک معیار معامله روزانه خالص توسط حجم تبادلات دلار روزانه است. CAP (یا CRD) یک هزینه سرمایه (به علاوه R&D)، است که مقیاس‌بندی شده توسط دارایی‌های شروع سال است و از متوسط هزینه‌های سرمایه‌ای متحرک طی سه سال کم می‌شود (به علاوه R&D). تفاوت AMH بین اوراق بهادار با CAP (یا CRD) بالا و پایین نیز گزارش شده که همراه با آماره t در پرانتز است. نمونه‌ها مربوط به سال 1971 تا 2012 هستند.

Panel A: CAP									
	1 month			2 month			3 month		
	Low	High	Diff	Low	High	Diff	Low	High	Diff
LIQ	-20.206	-20.301	-0.095	-20.233	-20.333	-0.100	-20.238	-20.336	-0.097
	(-73.37)	(-74.31)	(-3.23)	(-73.26)	(-74.37)	(-3.39)	(-73.42)	(-74.49)	(-3.36)
2	-17.945	-18.066	-0.121	-17.982	-18.106	-0.124	-17.993	-18.116	-0.122
	(-65.76)	(-66.20)	(-5.87)	(-65.56)	(-66.28)	(-6.53)	(-65.45)	(-66.39)	(-6.66)
3	-16.531	-16.654	-0.123	-16.561	-16.688	-0.127	-16.579	-16.702	-0.123
	(-63.38)	(-65.55)	(-5.05)	(-63.69)	(-65.80)	(-5.28)	(-63.71)	(-65.59)	(-5.23)
4	-15.140	-15.258	-0.118	-15.174	-15.292	-0.118	-15.198	-15.317	-0.119
	(-67.84)	(-67.37)	(-4.19)	(-68.40)	(-68.38)	(-4.19)	(-68.32)	(-68.49)	(-4.23)
ILLIQ	-13.273	-13.411	-0.138	-13.313	-13.452	-0.139	-13.350	-13.494	-0.143
	(-73.93)	(-76.49)	(-5.01)	(-75.21)	(-78.24)	(-5.20)	(-75.70)	(-78.55)	(-5.27)

Panel A: CAP									
	4 month			5 month			6 month		
	Low	High	Diff	Low	High	Diff	Low	High	Diff
LIQ	-20.239	-20.336	-0.096	-20.245	-20.341	-0.096	-20.244	-20.341	-0.097
	(-73.41)	(-74.50)	(-3.32)	(-73.31)	(-74.49)	(-3.29)	(-73.32)	(-74.49)	(-3.36)
2	-17.997	-18.118	-0.121	-18.003	-18.121	-0.118	-18.003	-18.116	-0.113
	(-65.51)	(-66.53)	(-6.49)	(-65.20)	(-66.32)	(-6.23)	(-65.08)	(-66.33)	(-6.10)
3	-16.586	-16.707	-0.121	-16.598	-16.715	-0.117	-16.601	-16.715	-0.114
	(-63.99)	(-65.66)	(-5.17)	(-63.92)	(-65.44)	(-5.02)	(-63.80)	(-65.24)	(-4.84)
4	-15.208	-15.328	-0.120	-15.216	-15.338	-0.121	-15.218	-15.339	-0.121
	(-68.34)	(-68.54)	(-4.40)	(-68.32)	(-68.38)	(-4.64)	(-68.15)	(-68.13)	(-4.89)
ILLIQ	-13.374	-13.522	-0.148	-13.395	-13.546	-0.151	-13.407	-13.552	-0.145
	(-76.44)	(-78.65)	(-5.45)	(-77.09)	(-78.41)	(-5.32)	(-77.76)	(-78.63)	(-4.95)

Panel B: CRD									
	1 month			2 month			3 month		
	Low	High	Diff	Low	High	Diff	Low	High	Diff
LIQ	-20.202	-20.306	-0.104	-20.230	-20.336	-0.106	-20.236	-20.339	-0.103
	(-73.51)	(-74.17)	(-3.59)	(-73.46)	(-74.17)	(-3.67)	(-73.60)	(-74.31)	(-3.58)
2	-17.940	-18.072	-0.132	-17.976	-18.112	-0.137	-17.986	-18.123	-0.137
	(-65.52)	(-66.43)	(-6.03)	(-65.36)	(-66.46)	(-6.40)	(-65.27)	(-66.55)	(-6.48)
3	-16.519	-16.666	-0.148	-16.550	-16.699	-0.148	-16.568	-16.713	-0.144
	(-63.48)	(-65.43)	(-5.92)	(-63.80)	(-65.67)	(-6.01)	(-63.84)	(-65.44)	(-5.92)
4	-15.133	-15.265	-0.132	-15.163	-15.303	-0.139	-15.187	-15.329	-0.142
	(-67.95)	(-67.27)	(-4.72)	(-68.60)	(-68.21)	(-5.15)	(-68.47)	(-68.37)	(-5.35)
ILLIQ	-13.269	-13.415	-0.146	-13.309	-13.456	-0.147	-13.349	-13.495	-0.147
	(-74.02)	(-76.41)	(-5.47)	(-75.29)	(-78.21)	(-5.88)	(-75.79)	(-78.54)	(-5.85)

Panel B: CRD									
	4 month			5 month			6 month		
	Low	High	Diff	Low	High	Diff	Low	High	Diff
LIQ	-20.236	-20.338	-0.102	-20.241	-20.345	-0.104	-20.240	-20.345	-0.105
	(-73.59)	(-74.30)	(-3.49)	(-73.59)	(-74.19)	(-3.55)	(-73.63)	(-74.16)	(-3.61)
2	-17.989	-18.125	-0.136	-17.994	-18.130	-0.136	-17.993	-18.126	-0.133
	(-65.36)	(-66.67)	(-6.61)	(-65.09)	(-66.42)	(-6.79)	(-65.00)	(-66.41)	(-6.70)
3	-16.576	-16.717	-0.141	-16.589	-16.723	-0.134	-16.594	-16.723	-0.128
	(-64.12)	(-65.52)	(-5.86)	(-64.00)	(-65.35)	(-5.59)	(-63.88)	(-65.15)	(-5.40)
4	-15.195	-15.341	-0.146	-15.204	-15.350	-0.146	-15.204	-15.352	-0.148
	(-68.47)	(-68.45)	(-5.66)	(-68.39)	(-68.35)	(-6.03)	(-68.24)	(-68.08)	(-6.38)
ILLIQ	-13.373	-13.522	-0.149	-13.395	-13.546	-0.151	-13.404	-13.555	-0.151
	(-76.49)	(-78.68)	(-6.01)	(-77.10)	(-78.52)	(-6.03)	(-77.97)	(-78.57)	(-5.76)

جدول 4 سرمایه گذاری شرکت و نقدشوندگی سهام: تحلیل مقطعی

این جدول نشاندهنده میانگین مجموعه زمانی تحلیل رگرسیون برش عرضی سالانه Fama and Macbeth (1973) است. متغیر وابسته معیار AMH اندازه گیری شده طی K ماه پس از پایان سال مالی است. AMH لگاریتم معیار نقد شوندگی روزانه Amihud (2002) است که یک معیار معامله روزانه خالص توسط حجم تبادل دلار روزانه است. INV، CAP یا CRD است. CAP (یا CRD) هزینه سرمایه (به علاوه R&D) است که با آغاز سال مالی مقیاس بندی شده توسط دارایی های شروع سال است و از متوسط هزینه های سرمایه ای متحرک طی سه سال کم می شود (به علاوه R&D). AMH، LAMH، روزانه است که طی سه ماه پس از پایان آخرین سال مالی اندازه گیری شده است. SIZE لگاریتم هزینه بازار در ماهی است که سال مالی پایان می یابد. PCR

لگاریتم قیمت یک سهام در ماهی است سال مالی پایان می‌یابد. TNV میانگین لگاریتم سود روزانه در ماهی است که سال مالی پایان می‌یابد. VOL لگاریتم انحراف معیار سود سهام روزانه در ماهی است که سال مالی پایان می‌یابد. RET یک معامله سهام در سال مالی است. CB تراز مالی است که از آغاز سال اندازه‌گیری شده است. خطای استاندارد آماره t تصحیح شده در پرانتز نشان داده شده است. نمونه‌ها طی سال‌ها 1971 تا 2012 گرفته شدند.

	CAP			CRD		
	1 month	2 month	3 month	1 month	2 month	3 month
Const.	-6.200 (-33.77)	-5.933 (-34.43)	-5.793 (-33.32)	-6.200 (-33.77)	-5.933 (-34.43)	-5.794 (-33.32)
INV	-0.069 (-2.35)	-0.071 (-2.15)	-0.087 (-2.45)	-0.055 (-2.12)	-0.056 (-1.83)	-0.065 (-1.93)
LAMH	0.130 (8.74)	0.152 (9.77)	0.163 (10.12)	0.130 (8.74)	0.152 (9.78)	0.163 (10.12)
SIZE	-0.908 (-57.18)	-0.888 (-54.40)	-0.875 (-51.63)	-0.908 (-57.15)	-0.888 (-54.41)	-0.875 (-51.64)
PRC	-0.246 (-9.35)	-0.242 (-9.71)	-0.240 (-9.80)	-0.246 (-9.36)	-0.242 (-9.71)	-0.240 (-9.81)
TNV	-0.770 (-62.16)	-0.730 (-54.22)	-0.701 (-48.20)	-0.770 (-62.15)	-0.730 (-54.23)	-0.701 (-48.21)
VOL	0.437 (16.45)	0.414 (15.71)	0.401 (14.86)	0.437 (16.43)	0.414 (15.69)	0.401 (14.84)
RET	-0.162 (-5.01)	-0.179 (-5.41)	-0.184 (-5.96)	-0.162 (-5.01)	-0.179 (-5.41)	-0.184 (-5.97)
CB	-0.040 (-2.11)	-0.053 (-2.52)	-0.057 (-2.42)	-0.041 (-2.13)	-0.053 (-2.56)	-0.058 (-2.47)
Adj. R-squared (%)	95.8	96.0	95.9	95.8	96.0	95.9

با کنر هم قرار دادن این مباحث، با این نتیجه رسیدیم که تحلیل ما همسو با مفهومی است که در آن سرمایه‌گذاری شرکت نقش مهمی در شکل‌گیری نقدشوندگی سهام ایفا می‌کند که از طریق کاهش ریسک سهام است. بر اساس Berk et al. (1999)، سرمایه‌گذاری مطلوب شرکت می‌تواند یک ریسک یک سهام را کاهش دهد که از طریق تبدیل گزینه‌های رشد به دارایی‌ها در محل است. تعدادی از مطالعات قیمت‌گذاری دارایی از این پیشنهاد در مجموعه زمانی یا تحلیل مقطعی سود مورد انتظار حمایت می‌کنند (Carlson et al., 2004; Zhang, 2005; Li et al., 2009; and Liu et al., 2009). علاوه بر آن مقاله ریزساختار بازار حاکی از یک تغییر در تاثیر ریسک استراتژی قیمت‌گذاری بر سازندگان بازار است که منجر به تغییر در تاثیر قیمت مانند نقدشوندگی سهام می‌شود (Kyle, 1985). پس از آن تحلیل‌های ما تفسیری از پیشرفت‌های اخیر در زمینه تحقیق سرمایه‌گذاری شرکت برای مقالات ریزساختار بازار ارائه می‌دهد که از طریق نشان دادن نحوه واکنش نقدشوندگی سهام برای تغییر در ریسک ناشی از سرمایه‌گذاری شرکت است. بر اساس دانش ما، این مطالعه اولین تحلیل تجربی مرتبط با سرمایه‌گذاری شرکت برای نقدشوندگی از طریق تاکید بر تغییر ریسک از سرمایه‌گذاری شرکت است.

مقایسه تحلیل‌های ما با تفسیر Gopalan et al (2012) جالب توجه است. بر اساس مقاله ارائه شده توسط توازن فصلی اصلی (SEO)، Gopalan et al (2012) الزاماً نشان می‌دهد که سرمایه‌گذاری شرکت ریسک‌داری‌ها را در تحلیل‌های آن‌ها برای روابط بین نقدشوندگی دارایی و نقدشوندگی سهام افزایش می‌دهد. با این وجود، تحلیل‌های ما شواهدی را در زمینه نقش مثبت سرمایه‌گذاری شرکت تحت تاثیر ریسک ارائه می‌دهد که مطابق با توضیح مبتنی بر گزینه واقعی برای SEO است (Carlson et al., 2006). ما دریافتیم که مطالعه ما شواهد مستقیمی در زمینه رابطه علی و معلولی بین سرمایه‌گذاری شرکت و نقدشوندگی سهام است که از طریق ارزیابی تاثیر سرمایه‌گذاری شرکت بر نقدشوندگی سهام بعدی است در حالی که Gopalan et al (2012) نشان دادند که روابطی بین سرمایه‌گذاری شرکت و نقدشوندگی همزمان سهام وجود دارد.

به طور کلی ما نقش سرمایه‌گذاری شرکت در شکل دهی نقدشوندگی سهام را دریافتیم. علاوه بر آن، ما به این نتیجه رسیدیم که سرمایه‌گذاری شرکت با نقدشوندگی سهام در ارتباط است چون تصمیم سرمایه‌گذاری مطلوب شرکت منجر به کاهش ریسک تفسیر مطالعه واقعی سرمایه‌گذاری شرکت مبتنی بر گزینه اخیر در مفهوم ریزساختار بازار می‌شود.

3.2. اثر متقابل محدودیت‌های مالی

در این بخش، ما تجزیه و تحلیل خود را برای تحقیق گسترش می‌دهیم اگر سرمایه‌گذاری شرکت نقدشوندگی کلی سهام را تحت تاثیر قرار دهد. به عبارت دیگر، ما بررسی کردیم که چه عواملی اثر سرمایه‌گذاری شرکت بر نقدشوندگی سهام را تحت تاثیر قرار می‌دهد. به ویژه ما تاثیر محدودیت‌های مالی را بر روابط بین سرمایه‌گذاری شرکت و نقدشوندگی سهام بررسی کردیم.

از آنجا که Fazzari et al (1988) به تاثیر محدودیت‌های مالی بر سرمایه‌گذاری شرکت استناد کردند، بسیاری از مطالعات روابط بین بازار مالی ناقص و سرمایه‌گذاری شرکت را نشان می‌دهند. بر اساس Fazzari et al (1988)، محدودیت‌های مالی از سرمایه‌گذاری تمام سرمایه‌های مورد نظر جلوگیری می‌کند. بنابراین، احتمالاً شرکت‌های مالی محدود می‌توانند حساسیت کمتری از سرمایه‌گذاری شرکت‌ها برای فرصت‌های مطلوب سرمایه‌گذاری در سایر موارد هم‌تراز نشان می‌دهند، به طوری که توسط Kaplan and Zingales (1997) نشان داده شده است. به عبارت دیگر، بر اساس سطح سرمایه‌گذاری شدت، فرصت‌های سرمایه‌گذاری احتمالاً برای

کارخانجات با محدودیت مالی مناسبترند تا کارخانجاتی که از نظر مالی محدود نیستند. بر اساس این تفسیر، ما فرض می‌کنیم که اعمال هر تغییر در سرمایه‌گذاری شرکت، کارخانجات دارای محدودیت مالی احتمالاً ریسک بیشتری از تغییر را تجربه می‌کنند و تاثیر قویتری برای ارزیابی شرکت در نقدشوندگی سهام دارند.

ما از دو متغیر محدودکننده مالی استفاده کردیم: شاخص Kaplan and Zingales (1997; KZ) و اندازه کارخانه. برای شاخص KZ بر اساس Baker et al (2003)، از شاخص بازمگری شده KZ استفاده کردیم که یک شاخص ترکیبی بر اساس جریان پول (CF)، سود مالی سهام (DIV)، تعادل مالی (CB) و نفوذ (LEV)، که با آغاز دفتر هزینه سالانه نرمالیزه شده است. این شاخص به صورت زیر تعریف می‌شود.

$$KZ_{i,t} = -1.002CF_{i,t} - 39.368DIV_{i,t} - 1.315CB_{i,t} + 3.139LEV_{i,t} \quad (2)$$

علاوه بر این، ما فرض می‌کنیم که محدودیت‌های مالی نیز با معیار اندازه کارخانه توسط سطح فروش مرتبط هستند، که همسو با Gopalan et al (2012) است. بنابراین، کارخانجات دارای محدودیت مالی دارای ویژگی امتیاز شاخص بالای KZ یا اندازه کوچک هستند.

ما این آنالیز را به این صورت تفسیر می‌کنیم که آزمایش چگونگی سرمایه‌گذاری شرکت نشاندهنده یک اثر متفاوت بر نقدشوندگی سهام طی محدودیت‌های مالی می‌شود. بنابراین، ما یک مجموعه از سهام‌های کلی در دو گروه مرتب می‌کنیم که بر اساس محدودیت‌های سالانه است. پس از آن، ما رگرسیون‌های جداگانه را برای هر گروه اجرا کردیم و حساسیت هر سهام نقدشونده را برای سرمایه‌گذاری شرکت بررسی کردیم. به ویژه، ما رگرسیون مقطعی Fama and Macbeth (1973) را برای معیار AMH طی سه ماه پس از پایان سال مالی اجرا کردیم.

جدول 5 سرمایه‌گذاری شرکت و نقدشوندگی سهام برای محدودیت‌های مالی (شاخص KZ)

این جدول میانگین مجموعه زمانی تحلیل سالانه مقطع عرضی Fama and Macbeth (1973) را مرتب شده بر اساس شاخص Kaplan and Zingales (1997; KZ) نشان می‌دهد. متغیر وابسته معیار AMH است که طی سه ماه پس از پایان سال مالی اندازه‌گیری شد. AMH لگاریتم معیار نقد شونگی روزانه Amihud (2002) است که سود مطلق روزانه است که توسط حجم دلار معامله شده روزانه اندازه‌گیری می‌شود. INV، CAP یا CRD است. CAP (یا CRD) هزینه سرمایه (به علاوه R&D) است که با آغاز سال مالی مقیاس بندی می‌شود و از میانگین هزینه سرمایه سه سال گذشته کسر می‌شود (به علاوه R&D). LAMH، AMH گذشته

طی سه ماه پس از پایان سال مالی قبلی است. SIZE لگاریتم سرمایه بازار در ماهی است که سال مالی پایان می‌یابد. PRC لگاریتم قیمت سهام در ماهی است که سال مالی پایان می‌یابد. TNV میانگین لگاریتم روزانه سود در ماهی است که سال مالی پایان می‌یابد. VOL لگاریتم انحراف معیار سود سهام روزانه در ماهی است که سال مالی پایان می‌یابد. RET معاملات سهام در سال مالی است. CB تراز مالی، است که با آغاز سال مالی شروع شده است. آماره T خطای استاندارد تصحیح شده Newey and West (1987) در پرائنت نشان داده شده است. نمونه‌گیری از سال 1971 تا 2012 بود.

	CAP			CRD		
	High	Low	Diff	High	Low	Diff
Const.	-5.795 (-34.30)	-5.625 (-29.20)	-0.170 (-2.08)	-5.794 (-34.30)	-5.628 (-29.18)	-0.166 (-2.02)
INV	-0.132 (-3.06)	-0.024 (-0.62)	-0.108 (-1.98)	-0.114 (-2.82)	-0.012 (-0.35)	-0.102 (-2.05)
LAMH	0.144 (9.02)	0.187 (10.97)	-0.043 (-5.35)	0.144 (9.01)	0.188 (10.98)	-0.043 (-5.36)
SIZE	-0.902 (-49.65)	-0.850 (-52.43)	-0.052 (-5.81)	-0.902 (-49.63)	-0.850 (-52.54)	-0.053 (-5.83)
PRC	-0.265 (-9.11)	-0.216 (-9.98)	-0.049 (-3.03)	-0.265 (-9.11)	-0.216 (-9.98)	-0.049 (-3.03)
TNV	-0.706 (-47.43)	-0.683 (-44.46)	-0.023 (-2.91)	-0.706 (-47.41)	-0.683 (-44.40)	-0.023 (-2.89)
VOL	0.393 (12.42)	0.401 (16.11)	-0.008 (-0.50)	0.392 (12.40)	0.401 (16.06)	-0.008 (-0.50)
RET	-0.173 (-5.08)	-0.196 (-6.45)	0.023 (1.20)	-0.173 (-5.08)	-0.196 (-6.45)	0.023 (1.18)
CB	-0.116 (-3.08)	-0.084 (-3.42)	-0.033 (-0.87)	-0.117 (-3.10)	-0.084 (-3.44)	-0.033 (-0.87)
Adj. R-squared (%)	95.1	96.4		95.1	96.4	

جدول 6 سرمایه‌گذاری شرکت و نقدشوندگی سهام برای محدودیت‌های مالی (اندازه کارخانه)

این جدول نشان‌دهنده سری زمانی میانگین Fama and Macbeth (1973) سالانه تحلیل مقطعی است که از طریق فروش اندازه‌گیری می‌شود. متغیر وابسته معیار AMH است که طی سه ماه پس از پایان سال مالی اندازه‌گیری می‌شود. AMH لگاریتم Amihud (2002) معیار نقدشوندگی روزانه است که سود مطلق روزانه است که توسط حجم دلار معامله شده روزانه اندازه‌گیری می‌شود. INV، CAP یا CRD است. CAP (یا CRD) هزینه سرمایه (به علاوه R&D) است که با آغاز سال مالی مقیاس بندی می‌شود و از میانگین هزینه سرمایه سه سال گذشته کسر می‌شود (به علاوه R&D). LAMH، AMH گذشته طی سه ماه پس از پایان سال مالی قبلی است. SIZE لگاریتم سرمایه بازار در ماهی است که سال مالی پایان می‌یابد. PRC لگاریتم قیمت سهام در ماهی است که سال مالی پایان می‌یابد. TNV میانگین لگاریتم روزانه سود در ماهی است که سال مالی پایان می‌یابد. VOL لگاریتم انحراف معیار سود سهام روزانه در ماهی است که سال مالی پایان می‌یابد. RET معاملات سهام در سال

مالی است. CB تراز مالی، است که با آغاز سال مالی شروع شده است. آماره T خطای استاندارد تصحیح شده Newey and West (1987) در پراتنت نشان داده شده است. نمونه‌گیری از سال 1971 تا 2012 بود.

	CAP			CRD		
	Small	Big	Diff	Small	Big	Diff
Const.	-5.579 (-29.69)	-5.960 (-37.57)	0.381 (2.68)	-5.578 (-29.58)	-5.960 (-37.59)	0.382 (2.67)
INV	-0.111 (-3.15)	-0.040 (-0.70)	-0.071 (-1.38)	-0.079 (-2.22)	-0.021 (-0.40)	-0.057 (-1.24)
LAMH	0.152 (9.11)	0.177 (11.47)	-0.025 (-3.83)	0.152 (9.12)	0.177 (11.45)	-0.025 (-3.79)
SIZE	-0.895 (-34.70)	-0.851 (-56.74)	-0.044 (-2.51)	-0.895 (-34.71)	-0.851 (-56.61)	-0.044 (-2.51)
PRC	-0.249 (-7.59)	-0.226 (-9.61)	-0.023 (-1.20)	-0.249 (-7.60)	-0.226 (-9.62)	-0.023 (-1.20)
TNV	-0.683 (-48.45)	-0.702 (-46.58)	0.020 (2.54)	-0.683 (-48.44)	-0.703 (-46.49)	0.020 (2.55)
VOL	0.392 (12.54)	0.394 (13.19)	-0.001 (-0.06)	0.392 (12.52)	0.394 (13.19)	-0.001 (-0.07)
RET	-0.202 (-5.93)	-0.172 (-5.70)	-0.030 (-1.67)	-0.202 (-5.94)	-0.172 (-5.68)	-0.030 (-1.69)
CB	-0.099 (-4.48)	-0.010 (-0.30)	-0.089 (-3.23)	-0.100 (-4.53)	-0.011 (-0.33)	-0.089 (-3.24)
Adj. R-squared (%)	91.0	95.7		91.0	95.7	

جدول 7

نوسانات سود و سرمایه‌گذاری شرکت‌ها. این جدول میانگین سری زمانی ضرایب را در رگرسیون سالانه Fama and Macbeth (1973) نشان می‌دهد. به جز برای سرمایه‌گذاری شرکتی (INV)، هر متغیر یک تغییر در خصوصیات اندازه‌گیری شده میان ماهی است که سال مالی پایان می‌یابد. متغیر مستقل تغییر در لگاریتم خطای استاندارد انحراف معیار سود سهام روزانه است. DTNV/D PCR تغییر در میانگین روزانه لگاریتم قیمت سهام/سود است. INV، CAP (یا CRD) است که هزینه سرمایه (به علاوه R&D) است که توسط دارایی مقیاس بندی شده است. آماره t در زیر ضریب قرار گرفته است. تصحیح خطای استاندارد آماره t در پراتنت نشان داده شده است. نمونه‌ها طی سال 1971 تا 2012 گرفته شدند.

	CAP	CRD
Const.	-0.005 (-0.61)	-0.005 (-0.63)
DTNV	0.275 (20.39)	0.275 (20.38)
DPRC	-0.422 (-18.28)	-0.422 (-18.26)
INV	-0.035 (-1.68)	-0.034 (-1.76)
Adj. R-squared (%)	15.1	15.1

جدول 5 و 6 نتایج هر گروه و تفاوت بین دو گروه مرتب شده به ترتیب بر اساس شاخص KZ و اندازه کارخانه را نشان می‌دهد.

در ادامه نتایج قابل ملاحظه‌ای وجود دارد. از یک طرف، نقدشوندگی سهام حساسیت بیشتری به عوامل متعدد برای شرکت های دارای محدودیت مالی دارد. ما این قوانین را برای هر دو متغیر محدودکننده مالی مشاهده کردیم که در جدول 5 و 6 مشاهده شد. این به این دلیل است که این معیارها به ریسک‌های اساسی مرتبط هستند. کارخانجات دارای محدودیت مالی نسبت به ریسک اساسی آسیب پذیرتر هستند که بازارسازان واکنش قویتری نسبت به تغییر در ریسک اساسی کارخانجات دارای محدودیت مالی دارند که حاکی از تغییر بزرگتر در نقدشوندگی سهام است.

به عبارت دیگر، سرمایه‌گذاری شرکت اثر قویتری روی نقدشوندگی سهام برای کارخانجات دارای محدودیت مالی دارد. بنابراین ما دریافتیم که کارخانجات دارای محدودیت مالی الگوی نقدشوندگی سهام-سرمایه‌گذاری شرکت مطابق با جدول 5 و 6 ارائه می‌دهند. به ویژه شاخص KZ بالاتر یا کارخانجات کوچک تاثیر قابل توجهی از سرمایه‌گذاری شرکت بر نقدشوندگی سهام نشان می‌دهند درحالی که شاخص KZ پایین یا کارخانجات بزرگ تاثیر کمتری را نشان می‌دهند. برای مثال، جدول 5 نشان می‌دهد که ضریب INV -0.132 (یا -0.114) با یک آماره t -3.06 (یا -2.82) برای CAP (یا CRD) در رگرسیون کارخانجات دارای شاخص KZ بالا هستند. با این وجود ضریب INV تنها -0.024 (یا -0.12) با یک آماره t از -0.62 (یا -0.35) یا CAP (یا CRD) در تحلیل‌های کارخانجات با شاخص KZ پایین است. علاوه بر آن، ما همچنین اختلاف معنی‌داری را در اثر سرمایه‌گذاری شرکتی بین شاخص KZ بالا و پایین کارخانجات با یک آماره t یافتیم که به ترتیب -1.98 برای CAP و -2.05 برای CRD بود.

جدول 6 نشاندهنده الگوی مشابه برای مرتب کردن تحلیل اندازه کارخانه است. بنابراین، کارخانجات کوچک اثر معنی‌داری از سرمایه‌گذاری شرکتی بر نقدشوندگی سهام با ضریب INV از -0.111 (یا -0.079) و یک آماره t از -3.15 (یا -2.22) برای CAP (یا CRD) دارند درحالی که کارخانجات بزرگ اثر ضعیفتری را با ضریب INV -0.04 (یا -0.021) و یک آماره t از -0.7 (یا 0.4) برای CAP (یا CRD) نشان می‌دهند. با این وجود هیچ تاثیر معنی‌داری در اثر سرمایه‌گذاری شرکتی بین کارخانجات بزرگ و کوچک در جدول 6 وجود نداشت. به طور کلی تحلیل‌های ما ثابت می‌کند که هیچ اثر متقابلی بین محدودیتهای مالی و سرمایه‌گذاری شرکت در زمینه نقدشوندگی

سهام وجود نداشت. به ویژه ما نشان دادیم که کارخانجات دارای محدودیت مالی الگوی نقدشوندگی سهام- سرمایه- گذاری شرکت را فراهم می‌کنند. ما به این نتیجه رسیدیم که این تحلیل مطابق با تفاسیر مبتنی بر ریسک ما بر اساس روابط بین سرمایه‌گذاری مشترک و نقدشوندگی سهام است. همانطور که مقالات نشان می‌دهند (Whited & Wu, 2006; Gomes, Yaron, & Lu 2006)، محدودیت‌های مالی می‌توانند تاثیرگذار باشند، به ویژه موجب افزایش سود مورد انتظار می‌شوند. بنابراین افزایش در هزینه سرمایه سبب می‌شود تا کارخانجات فرصت‌های سرمایه‌گذاری بپذیرند که همراه با یک سرعت داخلی بالاتر برای سود است. جدای از همه، کارخانجات دارای محدودیت مالی احتمالاً با توجه به سرمایه‌گذاری شرکت‌ها، فرصت‌های سرمایه‌گذاری سودآور بیشتری را در نظر بگیرید. بنابراین وقتی تغییر در ریسک اتفاق می‌افتد، کارخانجات دارای محدودیت مالی احتمالاً بهبود قویتری در نقدشوندگی سهام دارند. همراستا با آن، تحلیل حاضر تفسیر مبتنی بر خطر را برای نقش سرمایه‌گذاری مشارکتی در ایجاد نقدشوندگی سهام قوت می‌بخشد.

4. بررسی قابلیت اطمینان

در این بخش ما بررسی می‌کنیم که آیا قوانین تجربی ما برای هر توجیه اقتصادی دیگر قابل اطمینان است. ما نتایج را به صورت زیر خلاصه کردیم.

در ابتدا ما توضیح می‌دهیم که آیا سرمایه‌گذاری مطلوب شرکت در واقع ریسک یک سهام را کاهش می‌دهد. بر اساس Berk et al (1999)، سرمایه‌گذاری شرکت اغلب با ریسک سیستماتیک سهام در ارتباط است. بنابراین ممکن است این احتمال زیاد شود که سرمایه‌گذاری بالاتر شرکت منجر به کاهش خطر سیستماتیک می‌شود، نه کاهش ریسک کلی، پرسش در مورد مفهوم نقدشوندگی سهام است. ما این موضوع را از دو روش بررسی می‌کنیم. اولین روش تاکید بر مقاله اخیر در زمینه نقدشوندگی سهام است. این مسیر از مطالعات شواهدی را در زمینه ارتباط منفی بین اجزای سیستمیک ریسک و نقدشوندگی سهام در اختیار قرار می‌دهد. (Brunnermeier & Pedersen, 2009; Comerton-Forde, Hendershott, Jones, Moulton, & Seaholes, 2010; Nagel, 2012) بنابراین، این مطالعات نشان می‌دهند که نقدشوندگی سهام مصون از تغییر در ریسک سیستماتیک حتی اثرات ریسک سیستماتیک سرمایه‌گذاری شرکت نیست. دومین روش نشان‌دهنده تاثیر سرمایه‌گذاری شرکت بر ریسک کلی است. بنابراین، ما به طور تجربی بررسی کردیم که آیا سرمایه‌گذاری شرکت با نوسان قیمت سهام

ارتباط دارد. جدول 7 نتیجه‌ای را برای رگرسیون مقطعی یک تغییر در نوسان سود در سرمایه‌گذاری شرکت نشان می‌دهد. در یک سطح معنی‌دار 10٪ برای یک آزمایش یک جهته، سود سهام احتمالاً در کارخانجات با سرمایه‌گذاری شرکت بالا کاهش می‌یابد حتی پس از کنترل متغیرهای مرتبط شناخته شده مانند حجم داد و ستد و سود سهام. در همین راستا، سرمایه‌گذاری شرکتی در واقع ریسک را کاهش می‌دهد هم ریسک کلی و هم سیستماتیک. دوم اینکه ما اثر بازخورد را در نقدشوندگی سهام بر سرمایه‌گذاری شرکت بررسی کردیم. مقاله نشان می‌دهد که یک شوک مثبت بر نقدشوندگی سهام منجر به کاهش هزینه برابری می‌شود که در واقع مجموعه فرصتهای سرمایه‌گذاری مناسب را گسترش می‌دهد و موجب افزایش سرمایه‌گذاری شرکت می‌شود. (Becker-Blease & Paul, 2006; Derrien & Kecskes, 2013) با توجه به این رابطه معکوس، ما ممکن است انتظار داشته باشیم که در اینجا مشکل درونی وجود دارد. ما این موضوع را از دو جهت امتحان می‌کنیم. اول اینکه بررسی می‌کنیم که آیا معیارهای ما برای سرمایه‌گذاری شرکت در واقع نشان‌دهنده نقدشوندگی سهام پیشین هستند. بر اساس Baker et al (2003) ما سرمایه‌گذاری شرکت را بر اساس یک حاشیه q اندازه‌گیری کردیم، نسبت ارزش سهام به بازار نسبت به سهام، و جریان پول رایج در رگرسیون مقطعی. نتایج در جدول 8 نشان داده شده است. نقدشوندگی سهام دارای یک اثر حاشیه‌ای یا غیرمعنی‌دار بر معیار ما برای سرمایه‌گذاری شرکتی، سرمایه‌گذاری شرکتی غیرطبیعی است که در پنل B جدول 8 نشان داده شده است، با این وجود، نقدشوندگی سهام پیشین افزایش معنی‌دار سرمایه‌گذاری خام شرکت داشت که در پنل A مشخص شده بود. بنابراین، معیار ما برای سرمایه‌گذاری شرکت موضوع اثر بازخورد نقدشوندگی سهام نیست. دوم اینکه، ما به طور مستقیم مشکلات درونی را با استفاده از یک آنالیز حداقل مربعات دو مرحله‌ای (2SLS) بررسی می‌کنیم. مطابق با مقالات موجود در زمینه سرمایه‌گذاری شرکت موجود مانند Baker et al (2003)، نسبت ارزش به بازار را برای جریان مالی حال حاضر و تساوی حقوق به عنوان متغیرهای ابزاری در اولین مرحله رگرسیون به کار می‌گیرند. جدول 9 نشان‌دهنده نتایجی برای تحلیل حداقل مربع دو مرحله‌ای (2SLS) است. ستون دوم و چهارم نشان‌دهنده تحلیل 2SLS برای نقدشوندگی سهام است در حالی که ستون اول و سوم رگرسیون مرحله اول را برای سرمایه‌گذاری شرکتی نشان می‌دهند. به طور خلاصه، 2SLS نتایج تحلیل اولیه موجود در جدول 4 را تغییر نمی‌دهد به جز برخی تغییرات در سود سهام و تعادل پولی، که در انطباق با یافته‌های اصلی ماست.

جدول 8 اثر پسخور نقدشوندگی سهام بر سرمایه‌گذاری شرکت

این جدول نشان‌دهنده میانگین سری زمانی تحلیل رگرسیون مقطعی سالانه (Fama and Macbeth (1973) است. متغیر وابسته INV است که CAP یا CRD است. CAP (یا CRD) هزینه سرمایه (به علاوه R&D) است که با آغاز سالی مقیاس یندی شده و از میانگین جریان هزینه سه سال پیش کم می‌شود (به علاوه R&D). MB لگاریتم نسبت ارزش سهام به بازار. CF جریان پولی، مقیاس بندی شده در آغاز سال مالی است. LAMH معیار AMH گذشته پس از k ماه پس از پایان سال مالی گذشته است. AMH لگاریتم معیار نقدشوندگی روزانه Amihud (2002) است که سود سالانه مطلق توسط حجم تبادلات دلار است. خطای استاندارد تصحیح شده آماره t در پرانتز آورده شده است. نمونه‌ها از سال 1971 تا 2012 هستند.

Panel A: Nominal INV						
	CAP			CRD		
	1 month	2 month	3 month	1 month	2 month	3 month
Const.	-0.061 (-4.36)	-0.061 (-4.38)	-0.061 (-4.42)	-0.189 (-10.02)	-0.189 (-10.07)	-0.190 (-10.12)
MB	0.014 (6.08)	0.014 (6.10)	0.014 (6.11)	0.036 (9.19)	0.036 (9.22)	0.036 (9.25)
CF	0.240 (5.19)	0.240 (5.19)	0.239 (5.19)	0.083 (1.01)	0.083 (1.00)	0.082 (1.00)
LAMH	-0.001 (-2.33)	-0.001 (-2.28)	-0.001 (-2.36)	-0.001 (-2.41)	-0.002 (-2.56)	-0.002 (-2.69)
Adj. R-squared (%)	10.5	10.5	10.5	18.2	18.3	18.2
Panel B: INV						
	CAP			CRD		
	1 month	2 month	3 month	1 month	2 month	3 month
Const.	0.026 (0.68)	0.026 (0.67)	0.025 (0.65)	0.060 (1.34)	0.059 (1.33)	0.058 (1.31)
MB	-0.010 (-1.43)	-0.010 (-1.46)	-0.010 (-1.48)	-0.016 (-1.99)	-0.016 (-2.03)	-0.016 (-2.05)
CF	0.136 (6.08)	0.135 (6.08)	0.135 (6.06)	0.153 (5.99)	0.152 (5.98)	0.152 (5.96)
LAMH	-0.001 (-1.32)	-0.001 (-1.42)	-0.001 (-1.53)	-0.002 (-1.54)	-0.002 (-1.69)	-0.002 (-1.82)
Adj. R-squared (%)	2.0	2.0	2.0	2.5	2.5	2.5

سوم، ما نحوه بهبود نقدشوندگی سهام ناشی از سرمایه‌گذاری سهام به همراه سرمایه‌گذاری شرکت‌ها را امتحان کردیم. دلیل به صورت زیر بود. سرمایه سهام اغلب یک منبع مهم برای سرمایه‌گذاری مالی شرکت است. علاوه بر این، افزایش سرمایه، مانند ارائه حقوق صاحبان سهام منجر به افزایش نقدشوندگی سهام می‌شود که توسط Eckbo et al (2000) نشان داده شده است. بنابراین، یک فرض ممکن است این باشد که افزایش نقدشوندگی سهام قابل تقسیم به سرمایه است نه سرمایه‌گذاری شرکت. برای ارزیابی توضیح جایگزین، ما تامین مالی سهام را از طریق مرتب کردن سهام به دو گروه بر اساس تامین مالی سهام و مقایسه آنها با دو گروه در یک رگرسیون جداگانه کنترل کردیم.

سرمایه گذاری شرکت و نقدینگی سهام: 2 تجزیه و تحلیل SLS. در این جدول، میانگین زمانی دو مرحله ای تحلیل حداقل مربعات بر اساس رگرسیون سالانه مقطعی ارائه شده است. متغیر وابسته AMH اندازه گیری شده در سه ماه پس از سال مالی به پایان می رسد در ستون دوم / چهارم و یا INV در ستون اول / سوم. AMH لگاریتم اندازه گیری میزان نقدینگی روزانه (Amihud (2002) است که یک بازده مطلق روزانه است که با حجم تجارت روزانه افزایش می یابد. CAP (یا CRD) هزینه های سرمایه (به همراه تحقیق و توسعه) است و از سه ساله هزینه های سرمایه ای متحرک (به اضافه تحقیق و توسعه) حذف می شود. LAMH AMH گذشته از سه ماه پس از پایان سال مالی گذشته است. SIZE لگاریتم بازار سرمایه در ماه است که سال مالی به پایان می رسد. PRC لگاریتم قیمت سهام در ماه است که سال مالی به پایان می رسد. TNV میانگین لگاریتم گردش مالی روزانه در ماه است که سال مالی به پایان می رسد. VOL لگاریتم انحراف استاندارد بازده روزانه سهام در ماه است که سال مالی به پایان می رسد. RET بازده سهام در سال مالی است. CB تعادل نقدی است که توسط دارایی های آغاز سال جاری محاسبه می شود. MB یک لگاریتم نسبت ارزش سهام به بازار است. CF جریان نقدی است که توسط دارایی های شروع سال ملاحظه می شود. اشتباه استاندارد تصحیح شده (1987) (Newey and West) (tweets) در پرانتز ارائه شده است. نمونه سالهای 1971 تا 2012 را شامل می شود.

	CAP		CRD	
	First-stage	2SLS	First-stage	2SLS
Const.	-0.054 (-2.00)	-6.035 (-33.13)	-0.036 (-0.92)	-5.979 (-24.76)
INV		-3.880 (-2.03)		-3.009 (-2.01)
LAMH	-0.004 (-1.52)	0.154 (10.97)	-0.001 (-0.30)	0.156 (9.97)
SIZE	-0.009 (-2.35)	-0.903 (-56.35)	-0.006 (-1.30)	-0.898 (-49.46)
PRC	0.012 (5.85)	-0.181 (-4.10)	0.017 (7.08)	-0.204 (-8.04)
TNV	-0.003 (-1.28)	-0.713 (-47.14)	-0.002 (-0.42)	-0.712 (-40.57)
VOL	-0.004 (-1.83)	0.378 (13.27)	-0.005 (-1.88)	0.370 (11.85)
RET	0.013 (5.00)	-0.095 (-1.57)	0.006 (0.61)	-0.143 (-2.61)
CB	0.004 (0.49)	0.045 (0.62)	-0.011 (-1.02)	-0.037 (-0.65)
MB	-0.011 (-1.42)		-0.019 (-2.25)	
CF	0.095 (4.26)		0.100 (3.68)	

جدول 10 سرمایه گذاری شرکتی و نقدشوندگی سهام برای تامین مالی سهام

این جدول نشاندهنده میانگین سری زمانی تحلیل مقطعی سالانه Fama and Macbeth (1973) مرتب شده بر اساس تامین مالی سهام است. متغیر وابسته معیار AMH است که سه ماه پس از پایان سال مالی اندازه

گیری شده است. AMH لگاریتم معیار نقدشوندگی روزانه Amihud (2002) است که سود مطلق روزانه مقیاس بندی شده توسط حجم تبادل دلار روزانه است. INV، CAP یا CRD است. CAP (یا CRD) هزینه سرمایه (به علاوه R&D) است که از آغاز سال مالی مقیاس بندی شده و از میانگین هزینه سرمایه (به علاوه R&D) سالانه کم می‌شود. AMH، LAMH، گذشته طی سه ماه پس از پایان آخرین سال مالی است. SIZE لگاریتم سرمایه بازار در ماهی است که سال مالی پایان می‌یابد. PCR لگاریتم قیمت سهام در ماهی است که سال مالی پایان می‌یابد. TNV میانگین لگاریتم سود حجم معاملات روزانه در ماهی است که سال مالی پایان می‌یابد. VOL لگاریتم خطای استاندارد سود سهام روزانه در ماهی است که سال مالی پایان می‌یابد. RET سود سهام در سال مالی. CB تراز مالی که از آغاز سال مالی محاسبه شده. Newey and West (1987) خطای استاندارد تصحیح شده آماره t در داخل پرانتز نشان داده شده است. نمونه‌ها از سال 1971 تا 2012 هستند.

	CAP			CRD		
	No	Yes	Diff	No	Yes	Diff
Const.	-5.564 (-31.04)	-5.872 (-33.09)	0.309 (3.11)	-5.564 (-31.07)	-5.873 (-33.06)	0.309 (3.12)
INV	-0.122 (-2.14)	-0.058 (-1.40)	-0.064 (-1.07)	-0.109 (-1.99)	-0.052 (-1.32)	-0.057 (-0.96)
LAMH	0.196 (11.91)	0.136 (8.28)	0.061 (5.89)	0.197 (11.95)	0.136 (8.26)	0.061 (5.93)
SIZE	-0.839 (-52.13)	-0.912 (-47.76)	0.073 (6.55)	-0.839 (-52.29)	-0.912 (-47.75)	0.073 (6.59)
PRC	-0.238 (-8.96)	-0.231 (-10.35)	-0.008 (-0.59)	-0.238 (-8.95)	-0.231 (-10.38)	-0.007 (-0.58)
TNV	-0.679 (-43.64)	-0.705 (-49.46)	0.026 (2.85)	-0.679 (-43.68)	-0.705 (-49.47)	0.026 (2.86)
VOL	0.387 (13.55)	0.405 (13.58)	-0.018 (-1.18)	0.387 (13.50)	0.405 (13.59)	-0.018 (-1.19)
RET	-0.252 (-7.97)	-0.137 (-4.91)	-0.115 (-6.48)	-0.252 (-7.99)	-0.137 (-4.90)	-0.115 (-6.55)
CB	-0.032 (-0.97)	-0.078 (-3.12)	0.046 (1.62)	-0.033 (-1.01)	-0.079 (-3.16)	0.045 (1.60)
Adj. R-squared (%)	96.1	95.2		96.1	95.2	

جدول 10 این تحلیل را نشان می‌دهد. از یک نظر، ما دریافتیم که تامین مالی سهام در واقع بر نقدشوندگی سهام تاثیر می‌گذارد. به عبارت دیگر، نقدشوندگی سهام بدون قید و شرط برای کارخانجات دارای تامین مالی سهام بیشتر است. در بررسی CAP، یک عبارت ثابت 5.872- برای کارخانجات با تامین مالی سهام وجود دارد، در حالی که برای کارخانجات بدون تامین مالی سهام 5.564- است. علاوه بر آن تفاوت در معنی داری آماری با یک اماره t 3.11- بود. الگوی مشابهی برای CRD مشاهده شد. این خروجی مطابق با Eckbo et al (2000) است. به عبارت دیگر، یک نتیجه جالب نیز به دست آمد. بنابراین، سرمایه‌گذاری شرکت دارای یک تاثیر معنی دار بر نقدینگی سهام برای کارخانجات با تامین مالی سهام است. برای مثال، ضریب INV 0.122- (یا 0.109-) با یک آماره t 2.14- (یا 1.99-) برای CAP (یا CRD) در رگرسیون کارخانجات بدون تامین مالی سهام است. به عبارت

دیگر INV تنها -0.058 (یا -0.052) و آماره t -1.4 (یا -1.32) برای CAP (یا CRD) در تحلیل کارخانجات با تامین مالی سهام است. بنابراین، این تحلیل بیان می‌کند که افزایش نقدشوندگی سهام به سرمایه‌گذاری شرکت و همچنین تامین مالی سهام ارتباط دارد.

4. نتیجه‌گیری

مقالات سرمایه‌گذاری شرکتی اخیر حاکی از آن است که سرمایه‌گذاری شرکتی مطلوب، ریسک یک سهام را کاهش می‌دهد. علاوه بر این، مقالات ریز ساختار بازار نشان دهنده تغییر در اثرات ریسک استراتژی قیمت‌گذاری بازارسازان هستند که موجب یک تغییر در تاثیر قیمت می‌شوند. در این مطالعه، روابطی بین سرمایه‌گذاری شرکتی و نقدشوندگی سهام ایجاد شد که از طریق مرتبط کردن پیشرفت‌های اخیر تحقیقات سرمایه‌گذاری شرکتی تا مقالات ریزساختار بازار است. این مطالعه نشان می‌دهد که سرمایه‌گذاری شرکتی با نقدشوندگی سهام ارتباط دارد که از طریق فراهم کردن شواهد تجربی در رابطه با نقش سرمایه‌گذاری شرکتی در ایجاد نقدشوندگی سهام است. علاوه بر این ما نشان دادیم که نقدشوندگی سهام موجب بهبود بیشتر کارخانجات دارای محدودیتهای مالی می‌شود چون این کارخانجات احتمالاً ریسک تغییر بزرگتری را تجربه می‌کنند. علاوه بر آن ما دریافتیم که سرمایه‌گذاری شرکتی ریسک یک کارخانه را کاهش می‌دهد، در واقع به بازارسازان اجازه می‌دهد تا نقدشوندگی سهام را بهبود دهند. مطالعه ما حاکی از یک مطالعه رو به رشد در معیارهای نقدشوندگی سهام از طریق کشف یک نقش سرمایه‌گذاری شرکتی در شکل دهی نقد شونددگی سهام است. علاوه بر این، بررسی ما همچنین با مقالات کارایی بازار در ارتباط است چون می‌توانیم ارتباط بین سرمایه‌گذاری شرکتی و تغییر در فعالیت داوری کردن یا ناهنجاری بازار را از طریق تاکید بر نقش سرمایه‌گذاری شرکتی در نقدشوندگی سهام کشف کنیم.

زیر نویس 1- تجزیه و تحلیل قوی نشان می‌دهد که سرمایه‌گذاری بالاتر شرکت منجر به کاهش نوسان سود می‌شود که موجب کاهش ریسک خواهد شد. بنابراین، سرمایه‌گذاری شرکتی ریسک یک سهام را کاهش می‌دهد که می‌تواند به دلیل خطر خاص یا سیستماتیک یا هر دو باشد.

2- Brunnermeier and Pedersen (2009) یک اثر متفاوت از ریسک بازار بر سهام کم یا پر ریسک است، درحالی که Comerton-Forde et al. (2010) و Nagel (2012) به طور تجربی سهام‌های پر ریسک را مشخص می‌کنند که بیشتر مستعد ابتلا به شوک نقدینگی در بازار است.

- 3- Bond, Edmans, and Goldstein (2012) یک آزمایش بسیار خوب در مورد اثر بازخورد بازار سهام بر اقتصاد واقعی تهیه کردند.
- 4- از ویراستار برای اشاره به این نکته متشکریم.
- 5- مراجعه کنید به Hubbard (1998) و Stein (2003) برای مقالات سرمایه‌گذاری مشارکت کلاسیک.
- 6- Livdan, Shapriz, and Lu (2009) و Whited and Wu (2006), Gomes et al (2006) بین ریسک محدودیتهای مالی و سود سهام را نشان می‌دهند.
- 7- از ویراستار برای اشاره به این نکته متشکریم.
- 8- از داده‌های قبل از 1971 به دلیل تعداد کمی از مشاهدات صرف‌نظر شد.
- 9- برای مجزا کردن اثر سرمایه‌گذاری شرکت اولیه از داده‌های حال حاضر ما نقدشوندگی سهام گذشته را طی سه ماه پس از پایان آخرین سال مالی برآورد کردیم. نتایج مشابهی برای شش ماه و بقیه به دست آمد.
- 10- با این وجود، نقدشوندگی سهام گذشته، LAMH نشان‌دهنده یک ارتباط مثبت ضعیف با سود سهام است.
- 11- یک معیار هزینه‌های سرمایه‌اسمی (به علاوه R&D)، نه در انواع غیرطبیعی، به طور مثبتی با نقدشوندگی سهام در ارتباط است که دارای ارباط -0.099 (یا -0.100) با AMH بر اساس تحلیل گزارش نشده است.
- 12- نتایج مشابهی برای ایجاد روش‌هایی بر اساس تعداد مختلف اوراق بهادار به دست آمد.
- 13- بنابراین، تحلیل ما یک مطالعه موردی است.
- 14- تحلیل رگرسیون پنل از نظر کیفی شواهد مشابهی به عنوان تحلیل مقطعی فراهم می‌کند.
- 15- به این معنا، تحلیل ما شبیه یک مطالعه رویداد است.
- 16- RET به عنوان یک معیار برای نقدینگی مؤسسه خاص برای سازندگان بازار تفسیر می‌شود. یک معیار شناخته‌شده برای نقدینگی بودجه TED است که به صورت نرخ USD LIBOR منهای US عملکرد لایحه خزانه داری است. با این وجود، گستره TED برای تأمین نقدینگی مالی در بازار مناسب است نه برای نقدینگی تأمین مالی خاص شرکت. ما معتقدیم که سود سهام گذشته، RET، احتمالاً نشان‌دهنده تغییر عرضی در تأمین معامله‌گران نقدینگی است یا بازاریان می‌توانند امنیت خود را به عنوان وثیقه برای به دست آوردن مالیات متعهد شوند.

17- در بررسی معیار AMH طی 4 تا 6 ماه، نتایج قابل توجهی برای CAP به دست آمد در حالی که نتایج ضعیفتری برای CRD حاصل شد، برخلاف تحلیل اوراق بهادار در جدول 3. نتایج بنا به درخواست در دسترس هستند.

18- مراجعه به Ritter (2003) برای تفسیر سرمایه-گذاری شرکتی برای ریسک اساسی. Ritter (2003) نشان دادند که اهرم مالی پایین تر از ارائه سهام بیشتر از انحراف افزایش ریسک عملی است که منجر به کاهش سود مورد انتظار میشوند در صورتی که شرکت های صادر کننده در زمینه برنامه های توسعه تهاجمی به همراه پول در جستجوگرها ایجاد شده باشد. بنابراین، یافته های ما همراستا با مقالات مهم SEO نیست اما توضیحات مبتنی بر واقعیت در زمینه SEO است.

19- با این وجود، Titman et al (2005) اثر ضعیفی را برای سرمایه گذاری شرکت در زمینه سود برای شرکت های دارای محدودیت مالی نشان دادند. Titman et al (2005) کارخانجاتی را با حداقل انعطاف پذیری مالی برای نشان دادن سود ضعیفتر معکوس، بر اساس رفتار مالی نشان دادند.

20- از نظر کیفی نتایج مشابهی برای معیار AMH طی یک یا دو ماه پس از پایان سال مالی به دست آمد.

21- برخی معیارهای نقدشوندگی سهام مانند اندازه کارخانه، قیمت سهام، معاملات بیا تراز مالی هم به عنوان متغیرهای توصیفی مهمی برای کرخانجات منتظر سود هستند. علاوه بر این، Whited and Wu (2006), Gomes et al (2006) و Livdan et al (2009) در مورد تاثیر ریسک محدودیتهای مالی بر سود مورد انتظار بحث می کنند

22- ما اعتبار متغیرهای ابزاری را بررسی کردیم. نتایج در صورت نیاز ارائه می شود.