

فصلنامه مطالعات تجربی حسابداری مالی - سال یازدهم - شماره ۳۷ - بهار ۱۳۹۲  
ص ص ۱۴۸ - ۱۲۷

## ارتباط راهبرد تنوع بخشی و ارزش سطح نگهداشت وجه نقد با بازده غیر عادی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

حسن همتی  
زهرة یوسفی راد

### چکیده

هدف این تحقیق بررسی ارتباط میان راهبرد تنوع و سطح وجه نقد نگهداری شده با بازده غیر عادی شرکت‌های حاضر در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد. به همین منظور، سه فرضیه برای بررسی ارتباط میان راهبرد تنوع و سطح وجه نقد نگهداری شده با بازده غیر عادی در شرکت هاتدوین و داده‌های مورد نیاز از صورت‌های مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران برای دوره زمانی بین سال‌های ۱۳۸۵ تا ۱۳۸۹ استخراج و از طریق رگرسیون داده‌های ترکیبی مورد آزمون قرار گرفت. یافته‌های پژوهش نشان می‌دهد که میان راهبرد تنوع و بازده غیر عادی شرکت‌ها ارتباط منفی و معنادار وجود دارد در حالیکه میان سطح وجه نقد نگهداری شده شرکت و بازده غیر عادی آنها ارتباط معناداری مشاهده نشد. افزون بر این نتایج نشان داد که راهبرد تنوع بر ارتباط میان ارزش وجه نقد نگهداری شده و بازده غیر عادی شرکت‌ها تاثیر مثبت و معناداری دارد.

واژه‌های کلیدی: راهبرد تنوع، سطح وجه نقد نگهداری شده، بازده غیر عادی.

استادیار گروه حسابداری موسسه آموزش عالی رجاء

\* کارشناس ارشد حسابداری موسسه آموزش عالی رجاء - نویسنده مسئول Email: zohreh\_yosefirad@yhoo.com

تاریخ پذیرش: ۱۳۹۲/۳/۲۰

تاریخ دریافت: ۱۳۹۱/۱۰/۱۵

## مقدمه

از دهه ۱۹۹۰ به بعد شاهد آن بوده‌ایم که روابط همکاری بین سازمانی از اهمیت و جایگاه خاصی در موفقیت شرکت‌ها برخوردار شده است. به گونه‌ای که راهبردهای رقابت جای خود را به استراتژی‌های مبتنی بر همکاری داده است. از این رو، روابط بین سازمانی و مدیریت آنها نقش عمده‌ای را در عملکرد و ارزش شرکت‌ها بر عهده خواهد داشت. در شرکت‌های تنوع‌یافته، ارتباط زیادی بین بخش‌های مختلف کسب و کار شرکت وجود دارد که بدلیل وابستگی نزدیک بین آنها، منافع تمامی بخش‌های درگیر را تحت تاثیر قرار خواهد داد. لذا، دستیابی به تعادل و توان درونی یک شرکت تنوع‌یافته و حفظ منافع هر یک از طرفین رابطه اهمیت ویژه‌ای می‌یابد. تخصیص بهینه منابع بین کسب و کارهای مختلف شرکت و ایجاد سازگاری بین بخش‌هایی که در تعامل با یکدیگرند. اگر این ارتباط بدرستی اجرا شود باعث افزایش کارایی سرمایه‌گذاری و ارزش شرکت می‌شود. ضرورت وجود هماهنگی و ایجاد سازگاری بین بخش‌ها و کسب و کارهای مختلف شرکت به منظور تخصیص بهینه منابع و استفاده از امکانات مشترک ایجاب می‌کند که دخالت و نظارت شرکت مادر وجود داشته باشد (تورنیل و امیت، ۲۰۰۰). این همکاری بویژه در شرایطی که بین یک شرکت کوچک و جوان با شرکت‌های بزرگ و قدرتمند باشد، منافع بیشتری را برای شرکت‌های کوچکتر حاصل خواهد نمود (استوارت، ۲۰۰۰).

از آنجا که موجودی نقد از منابع اصلی واحد تجاری است، کنترل هزینه و سطوح نگهداری وجوه نقد اهمیت دارد. این امر ایجاب می‌کند که شرکتها هدفهای موجودی نقد را برای هر یک از فعالیتهای کسب و کار و همچنین برای کل فعالیتهای کسب و کار تعریف کنند. هنگامی که از سیستم هدفهای موجودی نقد و گزارشهای کنترل جریان وجوه نقد برای مقایسه نتایج واقعی با هدفهای تعیین شده استفاده می‌شود، به مدیران باید گفته شود که با توجه به مسئولیت‌های ایشان در جریان وجوه نقد واحد تجاری، چه نقش و کارکردی از آنان در این رابطه انتظار می‌رود و آیا هدفهای تعیین شده تحقق یافته است یا خیر. طبق نظریه موازنه، شرکت‌ها میزان بهینه وجه نقد خود را با برقراری یک موازنه (تعادل) میان منافع و هزینه نگهداری وجه نقد تعیین می‌کنند. در حقیقت، شرکت‌ها سطح بهینه وجه نقد خود را با تعیین میزان اهمیت هزینه‌های نهایی و

منافع نهایی ناشی از نگهداری وجه نقد تنظیم می کنند. نکته مهم این است که سطح مطلوبی از وجه نقد برای شرکتها وجود دارد که در آن مدیریت براساس تحلیل هزینه منفعت و افزایش ارزش شرکت نسبت به نگهداری آن تصمیم گیری می کند (جانی و همکاران<sup>۱</sup>، ۲۰۰۴). نگهداری وجه نقد از احتمال بحران مالی می کاهد و به عنوان ذخیره امن برای مواجهه با زیانهای غیر منتظره به شمار می رود و همچنین پیگیری سیاستهای بهینه را در زمانی که شرکت با محدودیت های مالی مواجه است، ممکن می سازد و نهایتاً به کم کردن هزینه های جمع آوری منابع مالی یا نقد کردن دارایی های موجود کمک می کند. مدیریت برای حداکثر سازی ثروت سهامداران، باید مانده وجه نقد شرکت را به نحوی تنظیم نماید که منافع ناشی از نگهداری وجه نقد با هزینه نهایی آن برابر شود (آپله و همکاران<sup>۲</sup>، ۱۹۹۹). با توجه به آنچه که در بالا گفته شد این تحقیق بر آن است تا ارتباط میان راهبرد تنوع و سطح وجه نقد نگهداری شده شرکت با بازده غیر عادی شرکت های حاضر در بورس اوراق بهادار تهران را بررسی نماید.

### مبانی نظری

سرمایه گذاران و سایر فعالان بازار ممکن است درک درست و یکسانی از نوسان های رخ داده در سطح بهینه نگهداشت وجه نقد و تاثیر آن بر عملکرد شرکتها نداشته باشند. در صورتیکه همین انحرافات تا حدود زیادی می تواند نشانه هایی از نوسانات موجود در عملکرد جاری و آتی شرکتها را نشان دهد. به عبارت دیگر، استفاده از چنین نشانه هایی و تاثیر آنها بر ارزیابی عملکرد جاری و آتی شرکتها می تواند مورد توجه سرمایه گذاران باشد. تحقیقات اخیر زیادی بیان کرده اند که در یک چارچوب مشخص، بازار نمی تواند به درستی تمام اطلاعات در دسترس مرتبط با اعداد و ارقام سیستم حسابداری را شناسایی و تجزیه و تحلیل نماید (برنارد و توماس<sup>۳</sup>، ۱۹۹۰). برای مثال می توان به برخی از تحقیقات انجام شده در این زمینه مانند بررسی پایداری اجزای نقدی در مقابل اقلام تعهدی توسط اسلون (۱۹۹۶) و یا بررسی تاثیر

1- Thornhill&Amit

2- Jani& et al

3- Opler& et a

نگهداشت دارایی‌های نقد عملیاتی بر عملکرد توسط هیرشلیفر و همکاران (۲۰۰۴) اشاره کرد که هر کدام در تحقیقات خود سعی در نشان دادن واکنش‌های متفاوت بازار به برخی از جنبه‌های اعداد حسابداری داشته‌اند. هیرشلیفر و تئو (۲۰۰۳) در تحقیق با استفاده از یک رویکرد تحلیلی بیان کردند که درک محدود و قدرت تحلیل سرمایه‌گذاران نسبت به اطلاعات حسابداری در بازار کم می‌باشد. در ضمن در یک بازار، قیمت تعادلی عبارتست از میانگین عقاید و انتظارات دو گروه خریدار و فروشنده در مورد یک سهم خاص. حال اگر این بازار ناکارآمد باشد، نمی‌توان انتظار داشت که قیمت‌های جاری، منعکس‌کننده اجزای مختلف عملکرد آتی مرتبط با وجه نقد در شرکت‌ها باشند.

وجود وجه نقد مازاد برای یک شرکت، می‌تواند نشانه‌ای مبهم برای بازار تلقی شود. زیرا هم می‌تواند دارایی‌های جنبه‌های مثبت و هم جنبه‌های منفی باشد. یکی از این دلایل می‌تواند این باشد که وجه نقد موجود از فعالیت‌های عملیاتی شرکت تولید شده است که در این حالت، ممکن است سرمایه‌گذاران برای پیش‌بینی جریان‌های نقدی عملیاتی آتی با توجه به اطلاعات موجود، دچار اشتباه و سردرگمی شوند (باریریس و همکاران، ۱۹۹۸). برخی دیگر از شرکت‌ها ممکن است از مانده نقد بیشتری استفاده نمایند و بر اساس آن سرمایه‌گذاران را متقاعد نمایند که آنها از وضعیت مالی مطلوبی برخوردار بوده و دارای ظرفیت‌ها و فرصت‌های بالقوه آتی بیشتری می‌باشند و می‌توانند در صورت نیاز نیز از طریق انتشار سهام یا استقراض، وجه نقد موجود خود را افزایش دهند. افزون بر این نگهداشت وجه نقد مازاد در شرکت‌ها می‌تواند از سوی بازار نشانه‌ای باشد مبنی بر اینکه اینگونه شرکت‌ها از ریسک کمتری برخوردار هستند زیرا توانایی بیشتری در مواجهه با مشکلات مالی احتمالی آتی دارند. از طرف دیگر، وجود وجه نقد مازاد در شرکت‌ها می‌تواند تاثیر منفی بر عملکرد شرکت‌ها بواسطه بروز مشکلات نمایندگی برای آنها داشته باشد (جنسن، ۱۹۸۶). بعلاوه، شواهد نشان داده که بازار ممکن است به درستی نتواند میزان این هزینه‌های بالقوه را نیز پیش‌بینی نماید. به عنوان مثال در تحقیقی اولر (۲۰۰۸) نشان داد که بازده آتی دارایی‌ها در شرکت‌هایی که وجه نقد بیشتری نگهداری می‌کنند به طور معناداری کمتر از سایر شرکت‌هاست.

لازم به توضیح است که اگرچه اغلب تحقیقات مرتبط با وجه نقد به بررسی وجود مازاد وجه نقد پرداخته‌اند ولی تحقیقات معدودی انحراف از سطح بهینه وجه نقد را بر عملکرد شرکت‌ها مورد توجه قرار داده‌اند. زیرا که این انحراف می‌تواند حاوی اطلاعاتی پیرامون عملکرد جاری و آتی شرکت‌ها باشد و کاهش در مانده وجه نقد در مقابل افزایش در مانده وجه نقد، نیز می‌تواند نشانه‌هایی از مشکلات دیگر را که شرکت‌ها با آن مواجهه هستند، نشان دهد. باید توجه داشت که شرکت‌هایی که وجه نقد کمتری نگهداری می‌نمایند ممکن است در آینده برای تامین منابع مالی مورد نیاز تن به معاملات پرهزینه در بازار سرمایه بدهند. همچنین اینگونه شرکت‌ها ممکن است فرصت‌های سرمایه‌گذاری مناسبی را صرفاً به دلیل کمبود نقدینگی در دسترس از دست بدهند (میرز و مجلف، ۱۹۸۴) و همچنین با ریسک ورشکستگی بیشتری نیز مواجه باشند. همچنین، مانده وجه نقد کم می‌تواند نشانه‌ای از عدم کارایی مدیریتی و انجام سرمایه‌گذاری بی تدبیر باشد. نظریه‌های مختلفی پیرامون تاثیر نگهداشت وجه نقد بر عملکرد شرکت‌ها وجود دارد. برخی نظریه پردازان بر این باورند که سطح بهینه وجه نقد برای شرکت‌ها وجود دارد و شرکتی که سطح نگهداشت وجه نقد خود را افزایش می‌دهد، تمایل دارد که این مانده را به سطح بهینه برگرداند. زیرا در سطح بهینه نگهداشت وجه نقد است که ارزش شرکت به حداکثر می‌رسد.

بطور کلی نتایج تحقیقات انجام شده در این زمینه نشان می‌دهد که ارزشیابی مانده وجه نقد به ارزیابی بازار از توانایی شرکت در سرمایه‌ای نمودن آنها در فعالیت‌های سودآوری بستگی دارد. در ضمن شرکت‌های با فرصت‌های سرمایه‌گذاری محدود، شرکت‌هایی که وضعیت مالی مطلوبی ندارند و شرکت‌هایی که سازوکارهای حاکمیت شرکتی ضعیفی دارند، به نوعی از سوی بازار با دیده بدبینی به آنها نگرسته شده و جهت کاهش ریسک‌های پیش روی، ملزم به نگهداشت وجه نقد بیشتری هستند.

از دیگر عوامل موثر بر سطح نگهداشت وجه نقد ترکیب و ادغام شرکت‌ها با یکدیگر می‌باشد. ترکیب و ادغام شرکت‌ها دارای مزایای زیادی می‌باشد که از مزایای بالقوه آن می‌توان به وجود آمدن بازارهای سرمایه داخلی بین آنها اشاره کرد. وجود بازارهای سرمایه داخلی حداقل دارای دو مزیت می‌باشد: اول اینکه در این بازار،

تخصیص بهینه منابع داخلی می‌تواند به نحو کاراتری نسبت به بازارهای سرمایه خارجی صورت پذیرد. این مبحث با تکیه بر تحقیقات و استدلال‌ات نظری و تجربی انجام شده پیرامون بررسی اینکه آیا شرکت‌هایی که با یکدیگر ادغام می‌شوند، به نحو مناسب‌تری منابع و سرمایه را به فرصت‌های سرمایه‌گذاری مناسب تخصیص می‌دهند، بیان شده است. نتایج تحقیقات افرادی همچون وستون (۱۹۷۰)، ویلیامسون (۱۹۸۶)، گرتنر و همکاران (۱۹۹۴) و اشتاین (۱۹۹۷) مؤید این مطلب می‌باشند. البته دیدگاه‌های متفاوتی نیز در این زمینه وجود دارد که بر نارسایی‌ها و مشکلات نمایندگی ناشی از تخصیص‌های داخلی تأکید دارند که از آن جمله می‌توان به شارف اشتین و اشتاین (۲۰۰۰) و راجان و همکاران (۲۰۰۰) اشاره کرد. آزمون‌های تجربی پیرامون این دیدگاه توسط برخی از تحقیقات نیز به تأیید رسیده و آنان بیان کرده‌اند که سرمایه‌های موجود در بازارهای سرمایه داخلی، به نحو غیرموثری سرمایه‌گذاری مجدد می‌شود، البته از طرف دیگر نتایج تحقیقات تجربی دیگری نظیر ماکسیموویچ و فیلیپس (۲۰۰۱) و خانان و تاپس (۲۰۰۱) در تحقیقات خود به این نتیجه رسیدند بازارهای سرمایه داخلی به نحو موثرتری منابع را تخصیص مجدد انجام می‌دهند و باعث انتقال سرمایه از فرصت‌های با بهره‌وری پایین به فرصت‌های با بهره‌وری بالا در گروه شرکت‌ها می‌شوند.

دومین مزیت بالقوه بازارهای سرمایه داخلی، افزایش تعامل با بازارهای سرمایه خارجی می‌باشد. اشتاین (۱۹۹۷) بیان می‌کند که میان بهره‌وری از تخصیص منابع داخلی، اندازه بازار سرمایه داخلی (که اشاره به تعداد بخش‌ها یا شرکت‌های موجود در گروه و ارتباط آنها در فرصت‌های سرمایه‌گذاری است)، استفاده از سرمایه‌های خارجی و ارزش شرکت‌ها تعامل و ارتباط معناداری وجود دارد. با توجه به وجود عدم تقارن اطلاعاتی و مشکلات نمایندگی میان مدیران و سرمایه‌گذاران بیرون از شرکت، شرکت‌ها تا حدودی از لحاظ مالی دچار محدودیت هستند. بطور بالقوه، مشکلات عدم تقارن اطلاعاتی می‌تواند از طریق بازارهای سرمایه داخلی کاهش یابد زیرا اغلب سرمایه‌گذاران خارجی، هنگام تصمیم‌گیری در خصوص سرمایه‌گذاری و یا اعطای وام، شرکت‌ها را بر اساس پیش‌بینی‌ها و انتظارات خود از توان حداکثرسازی ارزش توسط آنها با توجه به سرمایه‌گذاری‌های خود مورد ارزیابی قرار می‌دهند. از طرف

دیگر باید توجه داشت که دقت برآورد میزان بهینه سرمایه در شرکت‌هایی که پروژه‌های سرمایه‌گذاری زیادی دارند و این پروژه‌ها نیز ارتباط کمی با یکدیگر دارند، بیشتر است. اگرچه، وجود بازارهای سرمایه داخلی به مدیران مجموعه و گروه شرکت‌ها اجازه می‌دهد تا منابع موجود را در بخش‌های با بیشترین حاشیه سود تخصیص کنند. این درحالی است که شرکت‌های تک بخشی نمی‌توانند چنین کاری را انجام دهند و سرمایه از قبل تخصیص یافته به یک پروژه را در سایر بخش‌های مورد نیاز با توجه به شرایط بازار که تا کنون وجود نداشته تخصیص مجدد نمایند و این موضوع می‌تواند سبب بیش سرمایه‌گذاری و یا کم سرمایه‌گذاری در این شرکت‌ها شود. بنابراین تخصیص منابع و نظارت شرکت‌ها بر مجموعه پروژه‌های موجود با توجه به منابع محدود در گروه شرکت‌ها می‌توان به نحو کاراتری صورت گیرد و این نشان دهنده این است که مشکلات عدم تقارن اطلاعاتی در گروه شرکت‌ها از اهمیت کمتری برخوردار است. بنابراین، با توجه به مباحث مطرح شده در گروه شرکت‌هایی که سرمایه خود را بصورت بهینه در بازارهای سرمایه داخلی تخصیص می‌نمایند و همچنین گروه شرکت‌هایی که بازارهای سرمایه داخلی بزرگتری دارند، می‌توانند دسترسی بیشتری به سرمایه‌های خارجی نیز داشته باشند. از طرف دیگر، نکته دیگری که باید مدنظر قرار گیرد این است که مدیران گروه شرکت‌های بزرگتر ممکن است که در تخصیص بهینه مجدد منابع ناتوان باشند زیرا، خود این مدیران نیز ممکن است درک درست و جامعی از کلیه فرصت‌های سرمایه‌گذاری پیش رو نداشته باشند و یا اینکه در تصمیم‌گیری‌های خود جانبداری نمایند. بنابراین، تاثیر اندازه بازارهای سرمایه داخلی بر توانایی شرکت‌ها در جذب منابع خارجی باید با توجه به سیستم‌های نظارتی و کارایی در تخصیص سرمایه‌های داخلی آنها مدنظر قرار گیرد.

نکته قابل توجه در رابطه با گروه شرکت‌هایی که بتوانند برخی از مشکلات عدم تقارن اطلاعاتی و تضاد نمایندگی خود در تعامل با بازار سرمایه خارجی را کاهش دهند این است که می‌توانند ارزش و مقبولیت بیشتری در بازار بدست آورند. زیرا آنها مشکلات کم سرمایه‌گذاری کمتری داشته و می‌توانند در مواقع لزوم با جذب منابع مالی خارجی با هزینه کمتر نسبت به شرکت‌های تک بخشی، ارزش و سود بیشتری را بدست آورند. اگرچه، استفاده کنندگان ناکارآمد از بازارهای سرمایه داخلی نمی‌توانند

به راحتی به بازارهای سرمایه خارجی و با هزینه کمتر دسترسی داشته باشند زیرا اغلب آنها درک درستی از پروژه‌های پیش روی خود ندارند و به درستی منابع خود را نیز تخصیص مجدد نمی‌کنند. بنابراین، سرمایه‌گذاران بالقوه خارجی تمایل زیادی به سرمایه‌گذاری در اینگونه شرکت‌ها ندارند.

### پیشینه تحقیق

تا کنون تحقیقات زیادی در خصوص نگهداشت وجه نقد و همچنین استراتژی تنوع در خارج از کشور انجام شده که در ادامه به برخی از آنها اشاره شده است.

دیوفسکی و واردارجان (۱۹۸۷) با استفاده از نمونه‌ای از شرکت‌های امریکایی از سال ۱۹۷۵ تا ۱۹۸۱ به بررسی تنوع سازمانی پرداختند. نتایج آنها نشان داد شرکت‌های دارای تنوع غیر مرتبط، بازده سهام بیشتری نسبت به شرکت‌های دارای تنوع مرتبط داشتند. اما در ROI با یکدیگر تفاوتی نداشتند.

پینکوویتز و ویلیامسون (۲۰۰۲) در تحقیقی به بررسی ارزش بازار نگهداشت وجه نقد شرکت‌ها پرداختند. نتایج تحقیق آنان نشان از تفاوت زیاد موجود میان شرکت‌ها در این زمینه بود. از نتایج بدست آمده آنان این بود که شرکت‌هایی که اختیارهای رشد پایین و فرصت‌های سرمایه‌گذاری کمتری داشته و ریسک بحران مالی بیشتری نیز داشتند، دارای ارزش نهایی مانده وجه نقد پایین‌تری نسبت به سایر شرکت‌ها بودند.

میکلسون و پارچ (۲۰۰۳) در تحقیقی به بررسی و آزمون عملکرد شرکت‌هایی که مانده وجه نقد زیادی در بین سال‌های ۱۹۸۶ تا ۱۹۹۱ دارند، پرداخت. نتایج تحقیق آنان نشان داد که این رفتار شرکت‌ها تاثیری بر عملکرد آنها نداشته است.

میکلسون و پارچ (۲۰۰۳) در تحقیق خود نشان دادند که شرکت‌هایی که سطح بیشتری از وجه نقد را نگهداری می‌نمایند، عملکرد بهتری نیز از خود نشان می‌دهند. آنان بر این باورند که سطح بهینه وجه نقد برای شرکت‌ها وجود ندارد و عملکرد شرکت‌ها با افزایش در سطح نگهداشت وجه نقد، افزایش می‌یابد.

فریرا و وایلا (۲۰۰۴) عوامل موثر بر وجه نقد را در شرکت‌های موجود در اتحادیه اروپا از سال ۱۹۸۷ تا ۲۰۰۰ بررسی نمودند. نتایج تحقیق آنان نشان داد که موجودی نقد بطور مثبتی تحت تاثیر فرصت‌های سرمایه‌گذاری و جریان‌های نقدی و به طور منفی تحت تاثیر نقدشوندگی دارایی‌ها، اهرم مالی و اندازه قرار دارد. بدهی بانکی و



موجودی نقد نیز با یکدیگر رابطه منفی دارند و موید این است که روابط نزدیک بانکی شرکت‌ها را قادر می‌سازد که موجودی نقدی کمتری با انگیزه احتیاطی نگهداری نمایند. شرکت‌ها در کشورهای با محافظت بیشتر از سرمایه‌گذاران و مالکیت متمرکز نیز موجودی نقد کمتری دارند که این نقش هزینه‌های نمایندگی ناشی از اختیار مدیریت را تأیید می‌نماید.

زوک (۲۰۰۴) در مطالعه خود که بر روی تعدادی از شرکت‌های چند کسب و کاره فعال در سطح بین‌المللی انجام شد نشان داد که ایجاد تنوع حول محور کسب و کار اولیه قوی، مهارت‌های مدیریتی لازم جهت اداره کردن پیچیدگی‌ها و روابط بین کسب و کارها از جمله شرایط اصلی تحقق صرفه‌های تنوع به شمار می‌روند. از این مهارت‌های مدیریتی با عناوینی همچون «منطق غالب مدیریتی»، «سبک‌های سرپرستی»، «روشهای ایجاد ارزش یا نقش شرکت مادر در ایجاد ارزش، و نیز یاد شده است (رنا، ۲۰۰۵، مالا، ۲۰۰۱). زوک در این مطالعه همچنین دریافته است که تنها ۲۰ درصد تفاوت در سودآوری شرکت‌ها به انتخاب دامنه فعالیت یا بازاری که در آن فعالیت دارند و ۸۰ درصد مابقی به عوامل خاص سازمانی و مدیریت روابط درونی مربوط می‌شود. بدین معنا که اداره کردن تنوع و روابط درونی آن حتی می‌تواند از انتخاب و ترکیب مناسب کسب و کارهای شرکت نیز مهمتر باشد. تحقیقاتی هم که در مورد نقش ارزش‌آفرینی شرکت مادر و رابطه بین شرکت مادر - فرعی انجام شده است، اغلب با توجه به این نکته دنبال شده‌اند.

هان و کیو (۲۰۰۶) در تحقیق خود نشان دادند که شرکت‌های دارای محدودیت‌های مالی، نگهداری موجودی‌های نقدی خود را در پاسخ به افزایش نوسانات جریان‌های وجه نقد افزایش می‌دهند. زیرا محدودیت‌های مالی یک نوع رقابت و تضاد بین سرمایه‌گذاری‌های جاری و آتی به وجود آورده، با وجود ریسک جریان‌های وجه نقد آتی، باعث ایجاد انگیزه جهت اقدام برای پس‌اندازهای احتیاطی می‌شود.

فالكندر و وانگ (۲۰۰۶) در تحقیق خود دریافتند که ارزش نهایی نگهداشت وجه نقد، هنگامیکه شرکت‌ها وجه نقد بیشتری نگهداری می‌نمایند، کاهش می‌یابد، البته آنان در تحقیق خود به بررسی واکنش بازار نسبت به انحراف از سطح بهینه نگهداشت

وجه نقد پرداختند.

دیتمار و اسمیت (۲۰۰۷) و هارفورد و همکاران (۲۰۰۸) در تحقیقات مشابهی به بررسی تاثیر نگهداشت وجه نقد مازاد با سودآوری آتی شرکت‌ها پرداختند. نتایج تحقیق آنان نشان داد که عملکرد آتی شرکت‌ها با طور معناداری برای شرکت‌هایی که وجه نقد مازاد نگهداری می‌نمایند، کمتر است.

گارسیا و همکاران (۲۰۰۹) با استفاده از نمونه‌ای متشکل از شرکت‌های اسپانیایی در دوره زمانی بین سال‌های ۱۹۹۵ تا ۲۰۰۱ اثر کیفیت حسابداری را بر موجودی وجه نقد شرکت بررسی کردند. نتایج پژوهش آنان نشان داد که شرکت‌های با کیفیت ارقام تعهدی بالا در مقایسه با شرکت‌های با کیفیت ارقام تعهدی پایین، سطوح پایین تری از وجه نقد نگهداری می‌نمایند. همچنین یافته‌های آنان نشان می‌دهد که با افزایش بدهی بانکی، موجودی نقد افزایش یافته و نیز شرکت‌های با جریان نقدی بالاتر، وجه نقد بیشتری نگهداری می‌نمایند.

تانگ (۲۰۱۱) در تحقیقی به بررسی تاثیر راهبرد تنوع بخشی بر سطح نگهداشت وجه نقد شرکت‌ها در بورس اوراق بهادار نیویورک برای دوره زمانی ۱۹۹۸ تا ۲۰۰۵ پرداخت. یافته‌های وی نشان داد که ارزش وجه نقد نگهداری شده توسط شرکت‌های تک بخشی بیشتر از شرکت‌های دارای چند بخش (متنوع) می‌باشد. افزون بر این نتایج تحقیق وی نشان داد که این ارتباط منفی در شرکت‌های دچار محدودیت‌های مالی و سایر شرکت‌ها برقرار است. همچنین نتایج تحقیق وی نشان داد که راهبرد تنوع بخشی تاثیر منفی بر سطح نگهداشت وجه نقد در شرکت‌هایی که دارای سازوکارهای حاکمیت شرکتی ضعیفی هستند، دارد.

آقایی و همکاران (۱۳۸۸) در تحقیقی به بررسی عوامل موثر بر نگهداری موجودی‌های نقدی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نمونه انتخابی آنان شامل ۲۸۳ شرکت و برای دوره زمانی بین سال‌های ۱۳۷۹ تا ۱۳۸۴ است. نتایج پژوهش آنان نشان می‌دهد که حساب‌های دریافتی، خالص سرمایه در گردش، موجودی‌های کالا و بدهی‌های کوتاه مدت، به ترتیب از مهم‌ترین عوامل دارای تاثیر منفی بر نگهداری وجه نقد هستند. از طرف دیگر، فرصت‌های رشد شرکت، سود تقسیمی، نوسان جریان‌های نقدی و سود خالص، به ترتیب از مهم‌ترین

عوامل دارای تاثیر مثبت بر نگهداری موجودی‌های نقدی هستند. اما شواهد کافی در مورد تاثیر منفی بدهی‌های بلندمدت و اندازه شرکت بر نگهداری موجودی‌های نقدی ندارند.

کاشانی پور و تقی نژاد (۱۳۸۸) با انتخاب نمونه‌ای شامل ۷۸ شرکت پذیرفته در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی ۱۳۸۰ تا ۱۳۸۵ به بررسی اثر محدودیت‌های مالی بر حساسیت جریان نقدی وجه نقد پرداختند. آنان با استفاده از معیارهای اندازه شرکت، عمر شرکت، نسبت سود تقسیمی و گروه تجاری به عنوان نماینده‌ای از وجود محدودیت‌های مالی نشان دادند که جریان‌های نقدی تاثیر معناداری بر سطوح نگهداری وجه نقد نداشته، همچنین تفاوت معناداری بین حساسیت جریان‌های نقدی وجه نقد شرکت‌های با محدودیت مالی و شرکت‌های بدون محدودیت مالی وجود ندارد.

تهرانی و احمدیان (۱۳۸۵) به بررسی رابطه بین تنوع محصولات با ریسک و بازدهی سهام شرکت‌های تولیدی بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج تحقیق آنها نشان داد که تقریباً ارتباط محسوسی بین هیچ یک از ابعاد تنوع سازمانی با بازدهی و ریسک شرکت‌ها دیده نمی‌شود.

فخاری و تقوی (۱۳۸۸) به بررسی تاثیر کیفیت اقلام تعهدی بر مانده وجه نقد شرکت‌ها با انتخاب نمونه‌ای از ۱۵۰ شرکت در دوره زمانی ۸۱-۸۵ پرداختند. در این پژوهش، کیفیت اقلام تعهدی با استفاده از مدل دچو و دیچو اندازه‌گیری شده است. نتایج نشان داد که کیفیت اقلام تعهدی به عنوان عاملی موثر در میزان موجودی نقد مهم و مربوط است.

### فرضیه‌های پژوهش

با توجه به پرسش‌های موجود، فرضیات تحقیق بصورت زیر بیان می‌شوند:  
فرضیه اول: بین سطح وجه نقد نگهداری شده شرکت و بازده غیرعادی رابطه معناداری وجود دارد.

فرضیه دوم: بین تنوع سازمانی و بازده غیرعادی رابطه معناداری وجود دارد.  
فرضیه سوم: تنوع سازمانی بر ارتباط میان ارزش وجه نقد نگهداری شده و بازده غیرعادی شرکت‌ها تاثیر معناداری دارد.

## الگوی تحقیق

در این تحقیق، برای بررسی رابطه بین متغیرهای مستقل و وابسته از مدل زیر استفاده خواهد شد:  
مدل شماره (۱)

$$\begin{aligned}
 AR_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 \left( \frac{\Delta \text{Cash holding}_{i,t}}{MV_{i,t-1}} \right) + \beta_2 \text{Firm Diversification}_{i,t} \\
 & + \beta_3 \left( \text{Firm Diversification}_{i,t} \times \frac{\Delta \text{Cash holding}_{i,t}}{MV_{i,t-1}} \right) \\
 & + \beta_4 \frac{\Delta \text{Earning}_{i,t}}{MV_{i,t-1}} + \beta_5 \frac{\Delta \text{Net Assets}_{i,t}}{MV_{i,t-1}} \\
 & + \beta_6 \frac{\text{Interest Expenses}_{i,t}}{MV_{i,t-1}} + \beta_7 \frac{\text{Dividends}_{i,t}}{MV_{i,t-1}} \\
 & + \beta_8 \text{Cash holding}_{i,t-1} + \beta_9 \text{Leverage}_{i,t} \\
 & + \beta_{10} \left( \text{Cash holding}_{i,t-1} \times \frac{\Delta \text{Cash holding}_{i,t}}{MV_{i,t-1}} \right) \\
 & + \beta_{11} \left( \text{Leverage}_{i,t} \times \frac{\Delta \text{Cash holding}_{i,t}}{MV_{i,t-1}} \right) + \varepsilon_{i,t}
 \end{aligned}$$

که در این مدل متغیرها به این شرح می باشند:

Abnormal Return (AR): این متغیر عبارتست از بازده غیر عادی که از تفاوت میان بازده واقعی و مورد انتظار شرکت که از طریق فرمول زیر محاسبه می شود:

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - R_{p,t}$$

که در این فرمول داریم:

$$R_{i,t} = \frac{P_{i,t} - P_{i,t-1} + D_t}{P_{i,t-1}}$$

که در آن  $P_{i,t-1}$  قیمت سهام در ابتدای دوره،  $P_{i,t}$  قیمت سهام در انتهای دوره و  $D_t$  سود نقدی سهام در پایان دوره می باشد و همچنین برای محاسبه بازده مورد انتظار ( $R_{p,t}$ )، بازده بازار در نظر گرفته می شود.

$\text{Firm Diversification}_{i,t}$ : این متغیر عبارتست از تنوع سازمانی که یک متغیر مصنوعی می باشد، برای شرکت هایی که دارای شرکت فرعی می باشند عدد یک در غیر این صورت عدد صفر در نظر گرفته خواهد شد.

$\Delta Cash\ holding_{i,t}$ : این متغیر عبارتست از تغییرات سطح وجه نقد نگهداری شده شرکت بین دو دوره  $t$  و  $t-1$  که از طریق مجموع مانده وجه نقد و سرمایه گذاری‌های کوتاه مدت شرکت در پایان سال که در تراز نامه موجود می‌باشند، بدست می‌آید.

$Cash\ holding_{i,t-1}$ : این متغیر عبارتست از سطح وجه نقد نگهداری شده شرکت در ابتدای دوره که از طریق مجموع مانده وجه نقد و سرمایه گذاری‌های کوتاه مدت شرکت که در تراز نامه موجود می‌باشند، بدست می‌آید.

$Leverge_{i,t}$ : این متغیر عبارتست از اهرم مالی شرکت که از طریق نسبت ارزش دفتری بدهی‌ها بر ارزش دفتری دارایی‌های شرکت برای هر سال بدست خواهد آمد.

$Earning_{i,t}$ : این متغیر عبارتست از سود خالص شرکت

$Net\ Assets_{i,t}$ : این متغیر عبارتست از خالص دارایی‌ها (جمع دارایی‌ها پس از کسر مانده وجه نقد)

$Interest\ Expenses_{i,t}$ : این متغیر عبارتست از هزینه بهره

$Dividends_{i,t}$ : این متغیر عبارتست از سود نقدی پرداختی به سهامداران

$MV_{i,t-1}$ : این متغیر عبارتست از ارزش بازار حقوق صاحبان سهام که از طریق ارزش بازار سهام شرکت محاسبه خواهد شد.

در رابطه با متغیرهای کنترل لازم به توضیح است که با توجه به تحقیق فالکندر و وانگ (۲۰۰۶)، اهرم مالی و مانده وجه نقد در ابتدای دوره بر ارزش مانده وجه نقد نگهداری شده شرکت‌ها در پایان دوره تاثیرگذار است، به همین دلیل از این دو متغیر نیز در این تحقیق استفاده شده است. همچنین از سایر متغیرهای کنترل برای کنترل کردن سایر عوامل مرتبط با بازده غیرعادی شرکت‌ها استفاده شده است.

## روش گردآوری داده‌ها

سال‌ها است که در تحقیقات تجربی حسابداری در ایران به این مشکل اشاره می‌شود که محقق برای گردآوری داده‌های مربوط به انجام تحقیق خود با مشکلات و دشواری‌های بسیار روبرو است. از طرفی سعی شده است با ایجاد بانک‌های اطلاعاتی این مشکلات کاهش یابد. ولی متأسفانه با تلاش‌هایی که در این خصوص انجام شده و نرم‌افزارها و بانک‌های اطلاعاتی که فراهم آمده است، هنوز مشکلات بر سر راه تحقیقات تجربی باقی مانده است و باعث می‌شود تا زمان زیادی برای گردآوری

داده‌ها صرف شود و در نتیجه هزینه‌های بسیاری برای انجام این نوع تحقیقات صرف گردد که شاید تناسبی با نتایج حاصل از آن نداشته باشد. در این تحقیق گردآوری داده‌ها در دو مرحله صورت می‌گیرد. در مرحله اول، برای تدوین مبانی نظری تحقیق از روش کتابخانه‌ای و در مرحله دوم، بخشی از داده‌های مورد نیاز جهت محاسبه‌ی متغیرهای تحقیق، از بانک‌های اطلاعاتی و بخش دیگر، از سایت بورس و صورت‌های مالی حسابرسی شده شرکت‌های بزرگ استخراج شده است.

### جمعیت آماری، روش نمونه‌گیری و حجم نمونه

جمعیت مورد نظر در این تحقیق شامل کلیه شرکت‌هایی است که از سال ۱۳۸۵ یا قبل از آن در بورس تهران عضویت داشته‌اند.

نمونه‌گیری به صورت مرحله‌ای و هدفمند انجام شد. به این صورت که در هر مرحله از بین کلیه شرکت‌های موجود، شرکت‌هایی که واجد شرایط زیر نباشند، حذف شده و در نهایت کلیه شرکت‌های باقیمانده برای انجام آزمون انتخاب خواهند شد.

۱- شرکت‌ها باید در طول سال مالی تداوم فعالیت داشته باشند.

۲- شرکت‌ها جزء صنایع واسطه‌گری، سرمایه‌گذاری، لیزینگ و شرکت‌های بیمه نباشند.

۳- به منظور قابلیت مقایسه داشتن اطلاعات، دوره مالی شرکت‌ها، منتهی به پایان اسفند ماه باشد.

۴- نوع اظهار نظر حسابرس نسبت به صورت‌های مالی، مردود یا عدم اظهار نظر نباشد.

۵- اطلاعات مورد نیاز تحقق از شرکت‌ها در دسترس باشد.

که در نهایت تعداد ۱۲۰ شرکت به عنوان نمونه آماری در نظر گرفته شدند.

### نوع روش مطالعه

با توجه به اینکه در این تحقیق هدف دستیابی به پاسخ این سوال است که متغیرهای مستقل (نگهداشت وجه نقد و استراتژی تنوع بخشی) چه تاثیری بر متغیر ملاک (بازده غیرعادی) دارد، لذا تحقیق از نوع علی است که در آن رابطه بین متغیرهای مستقل و وابسته بررسی می‌شود.

## روش تجزیه و تحلیل داده‌ها

در این تحقیق ابتدا با استفاده از روش‌های کمی شامل ابزارهای موجود در آمار توصیفی، نظیر میانگین، انحراف معیار و ضریب همبستگی پیرسون داده‌های مورد استفاده تجزیه و تحلیل گرفته شد. برای آزمون فرضیه‌های این تحقیق و تعیین ارتباط بین متغیرهای مستقل و بازده غیر عادی شرکت‌ها نیز از الگوهای اقتصاد سنجی استفاده شده و فرضیه‌های مربوطه از طریق تحلیل همبستگی به روش رگرسیون چند متغیره با تکنیک داده‌های تابلویی مورد بررسی قرار گرفت.

## یافته‌های پژوهش

در ادامه آماره‌های توصیفی متغیرهای تحقیق ارائه شده است.

جدول ۱. آماره‌های توصیفی تحقیق

متغیرها	میانگین	میانه	حداکثر	حداقل	انحراف معیار
بازده غیرعادی	-۰/۰۷	-۰/۰۵۴	۲/۷۱	-۱/۹۷	۰/۷
تغییرات مانده وجه نقد	۰/۰۱	۰/۰۰۴	۰/۸۵	-۰/۶۶	۰/۱۲
راهبرد تنوع بخشی	۰/۶۱	۱	۱	۰	۰/۴۹
وجه نقد ابتدای دوره	۰/۱۱۶	۰/۰۵۹	۰/۸۲۱	۰/۰۰۰۸	۰/۱۶
تغییرات خالص دارایی‌ها	۰/۲۴۴	۰/۱۶۴	۳/۷۴	-۲/۸۱	۰/۵۷
تغییرات سود	۰/۰۱۷	۰/۰۱۲	۱/۳	-۱/۵۸	۰/۲۲
سود نقدی پرداختی	۰/۱۶	۰/۱۱	۱/۶۹	۰	۰/۲۰۵
نسبت هزینه بهره	-۰/۱۲	-۰/۰۵۷	۰	-۱/۸۲	۰/۱۹
اهرم مالی	۰/۶۴	۰/۶۵	۱/۷۱	۰/۰۹۶	۰/۱۹

همان‌طور که در جدول نیز قابل مشاهده است با توجه به نزدیکی میانه و میانگین می‌توان بیان کرد که کلیه متغیرهای تحقیق از توزیع آماری مناسبی برخوردار هستند. برای آزمون فرضیه‌های تحقیق، مدل برآورد می‌شود. نتایج برآورد مدل مذکور در زیر ارائه شده است.

قبل از برآزش الگوی تحقیق، آزمون تشخیصی چاو (F لیمر) برای انتخاب از بین روش‌های داده‌های ترکیبی معمولی در مقابل روش داده‌های تابلویی با اثرات ثابت انجام شد که نتایج آن در جدول شماره (۲) آورده شده است.

$H_0$ : Pooled Model

$H_1$ : Fixed Effect Model

جدول ۲. نتایج آزمون F لیمر

آماره	سطح خطا	روش پذیرفته شده
۰/۶	۰/۹۹	رویکرد داده‌های ترکیبی

همانطور که در جدول شماره (۲) نیز قابل مشاهده است، نتایج حاکی از عدم رد فرض  $H_0$  بوده، در نتیجه رویکرد داده‌های ترکیبی روش ارجح می‌باشد. بنابراین در ادامه نتایج تخمین الگو به روش داده‌های ترکیبی در جدول شماره (۳) ارائه شده است.

جدول ۳. نتایج تخمین الگوی شماره (۱)

متغیر	ضریب	آماره تی استیودنت	سطح خطا
عرض از مبدا	۰/۰۷۹	۱/۱۶۸	۰/۲۴۳
تغییرات مانده وجه نقد	-۰/۳۵۹	-۱/۵۲	۰/۱۲۷
راهبرد تنوع بخشی	-۰/۱۴۷	-۴/۳۴	۰/۰۰۰
تغییرات مانده وجه نقد * راهبرد تنوع بخشی	۰/۹۸	۳/۳۶	۰/۰۰۱
وجه نقد ابتدای دوره	۰/۰۰۰۰۴	۸/۱۴	۰/۰۰۰
تغییرات خالص دارایی‌ها	۰/۲۲۸	۵/۵۸	۰/۰۰۰
تغییرات سود	۰/۶۱۵	۶/۰۸	۰/۰۰۰
سود نقدی پرداختی	۰/۲۸۵	۲/۷۴	۰/۰۰۶
نسبت هزینه بهره	۰/۱	۰/۰۵۲	۰/۲۹۳
اهرم مالی	-۰/۴۰۷	-۴/۷۵	۰/۰۰۰
R-Squared		۰/۴۹۱	
Adjusted R-Squared		۰/۴۸	
F stat. (P. Value)		۴۷/۲۴ (۰/۰۰۰)	
D.W Stat.		۲/۳۷	

با توجه به نتایج بدست آمده در جدول شماره (۳) از برآورد الگوی تحقیق، با توجه به آماره  $F(۴۷/۲۴)$  و سطح خطای بدست آمده برای آن که برابر با (۰/۰۰۰) و کمتر از



سطح خطای ۰/۰۱ می‌باشد، در نتیجه در سطح اطمینان ۰/۹۹ می‌توان بیان کرد که در کل الگوی تحقیق به خوبی برازش شده و از معناداری بالایی برخوردار است. همچنین با توجه به ضریب تعیین تعدیل شده بدست آمده برای مدل که برابر (۰/۴۸) می‌باشد، می‌توان بیان کرد که متغیرهای مستقل بیش از ۴۸ درصد از میزان بازده غیرعادی شرکت‌ها را توضیح می‌دهند. همچنین با توجه به مقدار آماره دوربین واتسون بدست آمده، که برابر ۲/۳۷ است و چون در بازه ۱/۵ تا ۲/۵ قرار دارد می‌توان بیان کرد که خودهمبستگی سریالی میان جملات باقیمانده‌های الگوی تحقیق وجود ندارد. در ادامه به بررسی نتایج بدست آمده برای فرضیه‌های تحقیق پرداخته شده است.

### نتایج آزمون فرضیه اول

در این فرضیه به بررسی ارتباط میان سطح وجه نقد نگهداری شده شرکت و بازده غیر عادی شرکت‌ها پرداخته شده است. با توجه به نتایج بدست آمده از مدل و ضریب متغیر سطح نگهداشت وجه نقد که برابر (۰/۳۵۹-) و با توجه به سطح خطای بدست آمده برای آن که برابر (۰/۱۲۷) و بیشتر از سطح خطای قابل پذیرش ۵ درصد می‌باشد، این فرضیه مورد تأیید قرار نمی‌گیرد. با توجه به مبانی نظری مطرح شده انتظار بر این بود که شرکت‌ها میزان مشخصی از سطح وجه نقد را نگهداری نمایند که در آن سطح، عملکرد شرکت نیز بهبود یابد و در واقع شرکت‌ها از راکد ماندن وجه نقدها و یا کمبود وجه نقد برای انجام فعالیت‌های جاری پرهیز نمایند ولی در راستای نتیجه بدست آمده می‌توان بیان کرد که سطح نگهداشت وجه نقد در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تابع الگو و برنامه از پیش تعیین شده ای نبوده و شاید بتوان گفت که مانده وجه نقد در انتهای دوره، بر حسب تصادف بوده و شرکت‌ها هیچ برنامه خاصی برای آن ندارند. نتیجه بدست آمده در این فرضیه مغایر با تحقیقات انجام شده در این زمینه نظیر میکلسون و پارچ (۲۰۰۳)، دیتمار و اسمیت (۲۰۰۷)، هارفورد و همکاران (۲۰۰۸) و تانگک (۲۰۱۱) می‌باشد.

### نتایج آزمون فرضیه دوم

در این فرضیه به بررسی ارتباط میان تنوع سازمانی و بازده غیر عادی شرکت‌ها پرداخته شده است. با توجه به نتایج بدست آمده از مدل و ضریب متغیر تنوع سازمانی

که برابر (۰/۱۴۷-) و با توجه به سطح خطای بدست آمده برای آن که برابر (۰/۰۰۰) و کمتر از سطح خطای قابل پذیرش ۵ درصد می‌باشد، این فرضیه مورد تأیید قرار می‌گیرد. به عبارت دیگر می‌توان بیان کرد که ارتباط معکوس و معناداری میان تنوع سازمانی و بازده غیرعادی شرکت‌ها وجود دارد. با توجه به مبانی نظری موجود و تحقیقات تجربی انجام شده، انتظار بر این است که راهبرد تنوع بخشی سبب بهبود عملکرد شرکت‌ها از جنبه‌های گوناگون شود، البته این در صورتی است که مدیریت گروه شرکت‌ها کارآمد بوده و بتواند فرصت‌های مناسب رشد در گروه را بخوبی و بموقع شناسایی نموده و منابع مالی لازم برای انجام آن را در اختیار بگذارد. حال با توجه به نتیجه بدست آمده در این تحقیق مشخص شد که راهبرد تنوع بخشی ارتباط معکوسی با بازده غیرعادی به عنوان یکی از شاخص‌های ارزیابی عملکرد دارد و این نتیجه مؤید این مطلب است که گروه شرکت‌های تجاری موجود در بورس اوراق بهادار تهران به درستی هدایت و سرپرستی نشده و لزوماً در کلیه موارد و تصمیمات در جهت افزایش بهره‌وری و سود آوری و افزایش ثروت کلیه شرکت‌های گروه فعالیت نمی‌کند. باید توجه داشت که مدیریت گروه بسیار مهمتر از تصمیمات مربوط به ادغام و تحصیل می‌باشد. زوگ (۲۰۰۴) در تحقیق خود بیان می‌کند که تنها ۲۰ درصد تفاوت در سودآوری شرکت‌ها به انتخاب دامنه فعالیت یا بازاری که در آن فعالیت دارند و ۸۰ درصد مابقی به عوامل خاص سازمانی و مدیریت روابط درونی مربوط می‌شود. این بدین معناست که اداره کردن تنوع و روابط درونی آن حتی از انتخاب و ترکیب مناسب کسب و کارهای شرکت نیز مهمتر باشد. تحقیقاتی هم که در مورد نقش ارزش‌آفرینی شرکت مادر و رابطه بین شرکت مادر - فرعی انجام شده است، اغلب با توجه به این نکته دنبال شده‌اند. این موضوع لزوم توجه بیشتر به بحث مدیریت درون‌گروهی و هدایت و سرپرستی آنان را بیش از پیش روشن می‌نماید.

### نتایج آزمون فرضیه سوم

در این فرضیه به بررسی تاثیر تنوع سازمانی بر ارتباط میان ارزش وجه نقد نگهداری شده و بازده غیر عادی شرکت‌ها پرداخته شده است. با توجه به نتایج بدست آمده از مدل و ضریب متغیر (تنوع سازمانی × نگهداشت وجه نقد) که برابر (۰/۹۸) و با توجه به سطح خطای بدست آمده برای آن که برابر (۰/۰۰۱) و کمتر از سطح خطای قابل

پذیرش ۵ درصد می‌باشد، این فرضیه مورد تأیید قرار می‌گیرد. به عبارت دیگر می‌توان بیان کرد که تنوع سازمانی بر ارتباط میان ارزش وجه نقد نگهداری شده و بازده غیر عادی شرکت‌ها تاثیر مثبت و معناداری دارد. با توجه به نتیجه بدست آمده، می‌توان بیان کرد که تنوع سازمانی بر ارتباط میان ارزش وجه نقد نگهداری شده و بازده غیر عادی شرکت‌ها تاثیر مثبت و معناداری دارد. با توجه به مبانی نظری موجود انتظار بر این است که راهبرد تنوع بخشی سبب بهبود روابط میان شرکت‌های گروه بواسطه تامین منابع مالی مورد نیاز در مواقع ضروری برای آنان شده و باعث شود تا نگهداشت وجه نقد در اینگونه شرکت‌ها کاهش یافته و صرف فعالیت‌های مولد درآمد در بخش‌های مختلف گروه شود که در نتیجه آن، عملکرد شرکت‌ها بهبود یابد. در این حالت شرکت‌ها به واسطه دسترسی راحت‌تر به وجوه از طریق ایجاد بازارهای سرمایه داخلی به نحو مناسب تری می‌توانند در فعالیت‌های سودآور خود سرمایه گذاری نموده و سبب بهبود عملکرد شان شوند. حال با توجه به نتیجه بدست آمده در این تحقیق مشخص شد که راهبرد تنوع بخشی تاثیر مثبت و معناداری بر ارتباط میان سطح نگهداشت وجه نقد و بازده غیرعادی دارد می‌توان بیان کرد که در گروه شرکت‌های تجاری موجود در بورس اوراق بهادار تهران ارتباط میان سطح نگهداشت وجه نقد و عملکرد شرکت‌ها مثبت می‌باشد و سطح نگهداشت وجه نقد بواسطه استفاده کارآمدتر از آن در گروه باعث بهبود عملکرد شرکت‌ها می‌شود. نتیجه بدست آمده در این فرضیه مشابه با تحقیقات انجام شده در این زمینه نظیر تانگ (۲۰۱۱) در این زمینه می‌باشد.

#### نتیجه‌گیری کلی تحقیق

با توجه به نتایج بدست آمده از فرضیه‌های تحقیق، در کل باید بیان شود که شرکت‌های موجود در بورس اوراق بهادار تهران باید بیشتر به بحث مربوط به مدیریت نقدینگی و سطح نگهداشت وجه نقد توجه داشته باشند زیرا کسری یا مازاد مانده وجه نقد در درون شرکت‌ها می‌تواند تبعات منفی بر عملکرد آنان داشته باشد. افزون بر این با توجه به گسترش بازارها و رقابت میان شرکت‌ها لزوم بکارگیری راهبردهای جدید در خصوص ایمن سازی شرکت‌ها در مواجهه با ریسک‌های تجاری موجود امری کاملاً بدیهی است. یکی از این راه‌ها، بکارگیری راهبرد تنوع بخشی و ترکیب و ادغام با سایر شرکت‌ها می‌باشد. حال نکته مهم و قابل تامل در این خصوص علاوه بر ترکیب و

ادغام، مدیریت کارآمد شرکت‌های گروه می‌باشد تا بواسطه آن؛ شرکت‌های گروه بتوانند از مزایای این ترکیب بهره‌مند شوند.

#### محدودیت‌های تحقیق

این پژوهش با محدودیت‌هایی همراه بوده است: یکی از آنها تحقیق دوره زمانی و مکانی مورد بررسی است که استفاده کنندگان از نتایج این تحقیق در تسری آن به شرکت‌های غیربورسی و هم چنین برای دوره‌های زمانی به غیر از دوره زمانی مورد بررسی لازم است با احتیاط عمل کنند. از دیگر محدودیتها میتوان به وجود سایر عوامل مؤثر بر فرایند تحقیق اشاره کرد که در این تحقیق به صورت ثابت فرض شده در حالی که ممکن است تأثیر بااهمیتی بر نتایج داشته باشد.

#### پیشنهاد‌های تحقیق

با توجه به تحقیق انجام شده پیشنهادهایی به منظور بهبود وضع موجود به سرمایه گذاران در بورس اوراق بهادار تهران توصیه می‌شود تا وجود راهبرد تنوع بخشی و همچنین کارایی نسبی آن را در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس مدنظر قرار دهند. به مدیران شرکت‌ها توصیه می‌شود تا در خصوص شفاف سازی هر چه بیشتر ارائه اطلاعات در خصوص اهداف راهبرد نوع بخشی و لزوم و منافع آن و همچنین تأثیرات آن بر فعالیت‌های عمومی شرکت در بازار تلاش بیشتری انجام دهند. همچنین در راستای پژوهش‌های آتی به پژوهشگران دیگر نیز توصیه می‌شود بررسی ارتباط میان ویژگی‌های فردی مدیران شرکت‌های گروه و نحوه انتخاب آنها بر تصمیمات مرتبط با نگهداشت وجه نقد و راهبرد تنوع بخشی در شرکت‌ها. ارتباط میان راهبرد تنوع بخشی و سایر معیارهای ارزیابی عملکرد نظیر ارزش افزوده اقتصادی، ارزش افزوده بازار، نسبت Q توین. همچنین بررسی ارتباط میان راهبرد تنوع بخشی و نحوه تامین مالی شرکت‌های گروه و بررسی و مقایسه عملکرد شرکت‌های مختلف موجود در یک گروه پردازند.

## منابع و ماخذ

۱. احمد پور، احمد و رسائیان، امیر. (۱۳۸۵) «رابطه بین معیارهای ریسک و اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام». *بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، دوره ۱۳، شماره ۴۶. صص ۶۰-۳۷
۲. افلاطونی، عباس و نیکبخت، لیلی. (۱۳۸۹). «کابرد اقتصادسنجی در تحقیقات حسابداری، مدیریت مالی و علوم اقتصادی» تهران، انتشارات ترمه.
۳. آقای، محمدعلی. نضافت، احمدرضا، ناظمی اردکانی، مهدی و جوان، علی اکبر. (۱۳۸۸) «بررسی عوامل موثر بر نگهداری موجودی‌های نقدی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران» *فصلنامه پژوهش‌های حسابداری مالی*، شماره اول و دوم، پاییز و زمستان، صص ۷۰-۵۳
۴. تهرانی، رضا. واحد احمدیان، هادی. (۱۳۸۵). «بررسی رابطه بین تنوع محصولات با ریسک و بازدهی سهام شرکت‌های تولیدی بورس اوراق بهادار تهران». *فصلنامه پژوهشنامه بازرگانی*، شماره ۳۸، بهار ۱۳۸۵. صص ۲۱۲-۱۸۷
۵. کاشانی پور، محمد و تقی نژاد، بیژن. (۱۳۸۸). «بررسی اثر محدودیت‌های مالی بر حساسیت جریان وجه نقد». *تحقیقات حسابداری*، سال اول، شماره ۲. تابستان، صص ۹۳-۷۲
6. Barberis, N., A. Shleifer, & Vishny, R. (1998). *A Model of Investor Sentiment*. *Journal of Financial Economics*. vol,49, pp: 307-343.
7. Bernard, Victor, and Jacob Thomas, 1990, *Evidence that Stock Prices do not Fully Reflect the Implications of Current Earnings for Future Earnings*, *Journal of Accounting and Economics*.. vol,13, pp:305-340.
8. Campbell, A. Goold, M. and Marcus, A. (1995). The Value of The Parent Company. *California management Review*. vol, 38 .NO 1.
9. Drobertz, w. gruninger. M hirschvoghl,. (2010) "*information asymmetry and value of cash*" *journal of banking and finance*, vol. 34, issue 9, pp: 2168- 2184.
10. Faulkender, M., Wang, R., 2006. Corporate financial policy and the value of cash. *Journal of Finance*. vol,61,. Issue 4, pp:1957° 1990, August 2006.
11. Ferreira ,. M.,A. Vilela (2004) "*why do firms hold cash? Evidence from EMU countries*" *European financial managements*, vol 10, no 2, pp:295-319.
12. Garcia-Teruel, P. J., P. Martinez-Solano, J. P. Sanchez-Ballesta, (2009). *Accruals Quality and Corporate Cash Holdings*, *Journal of Accounting and Finance*, Vol 49, Issue 1, pp: 95° 115, March 2009.
13. Garry, M.S.(2005). *Implentation Strategy and performance Outcomes in Related Diversification*. *Strategic management Journal*. .vol 26 . , Issue 7, pp: 643° 664, July 2005
14. Goold, M. Alexander, M. and Campbell, A. (1994). *Corporate Level Strategy: Creating Value in The Multibusinesses Company*, New York: Tohan Wiley and Sons. September(1994)

15. Goold, M. and Luchs, K. (1993). Why Diversify Four decades of management Thinking. **Academy of management Executive**. Vol, 7. NO3
16. H., .. aQQQ J. (2006), oooroortte pccctt iaaary aahh ll iigg , **Journal of Corporate Finance**, Vol, 13, Issue 1, march 2007, pp: 43-57
17. Hirshleifer, D., Hou, K., Teoh, S. H., & Zhang, Y. (2004). *Do Investors Overvalue Firms with Bloated Balance Sheets?* **Journal of Accounting and Economics**. Vol, 38, pp:297-331.
18. Hirshleifer, D., & Teoh, S. H. (2003). *Limited Attention, Information Disclosure, and Financial Reporting*. **Journal of Accounting and Economics** .vol, 36, pp: 337-386.
19. Jani, E., Hoesli, M., Bender A. w.d. (2004). Corporate Cash Holdings and Agency Conflicts, available at [www.ssrn.com,id=563863](http://www.ssrn.com,id=563863).
20. Jap, S.D. (2001). Perspectives on joint Competitive Advantages in Buyer-Supplier relationship. **international Journal Research in Marketing** .Vol 18 , Issues 1° 2, June 2001, pp:19° 35
21. Maula, M. (2001). Corporate Venturing Capital and The value added For Technology ° Based New Firms. Doctoral Dissertation. **Helsinki University of Technology**
22. yy rr,, CCÇ aa jluf, N... (1))) ) oooroortt innnii gg ddd ivv tmnt decisions wnnn firms aave iffrrmttion taat ivvsstrs oo tt hvv ; **Journal of Financial Economics**, Vol. 13, No. 2, 1984, pp:187-221
23. Opler, T., Pinkowitz, L., Stulz, R., Williamson, R., 1999. The determinants and implications of corporate cash holdings. **Journal of Financial Economics** .vol, 52, pp:3° 46.
24. Okk,, A,, Ozk,, N. (2))) )))) roortte cssh ll digg:: An mmii rical ivvsstigt inn ff UK mmiii ss;; **Journal of Banking & Finance**, vol. 28, issue 9, pp: 2103-2134
25. Pinkowitz, L., Williamson, R., 2001. *Bank power and cash holdings: Evidence from Japan*. **Review of Financial Studies**. vol 14(2001) pp: 1059° 1082
26. Rental, T. (2005). Organizational Value Creation and Destruction in Corporate venturing: in Search of international Competitive Advantage. Doctoral Dissertation. **Helsinki University of Technology**. ISSN 1795-2441; 2005/4
27. Stuart, T.E. (2000). Interorganizational alliances and The Performance Of Firms: a study of growth an innovoate in a high- Technology, **industry strategic management Journal**. vol 21 no, 8. pp:791-811
28. Thornhill, S. and Amit, R. (2000). A Dynamic Perspective of international Fit in corporate venturing; **Journal of Business Venturing** .Vol, 16 n1 (200101) pp: 25-50
29. Zhenxu Tong. (2009). Firm diversification and the value of corporate cash holdings. **Journal of Corporate Finance** .vol, 17 (2011) pp:741° 758
30. Zook, C. (2004). **Beyond The Core: Expand Your Market Without abandoning your Roots**. Harvard Business School Press (Bain and Company, inc). Jan 02, 2004.