

تأثیر تنوع بخشی سازمانی و نگهداشت موجودی‌های نقدی بر عملکرد شرکت‌های وابسته به

صنعت املاک و مستغلات

اکرم تفتیان

استادیار، گروه حسابداری، واحد یزد، دانشگاه آزاد اسلامی، یزد، ایران.

سمیرالسادات رسیان

دانشجو کارشناسی ارشد، گروه حسابداری، واحد یزد، دانشگاه آزاد اسلامی، یزد، ایران.

ابوالفضل موحدی فرد

دانشجو کارشناسی ارشد، گروه حسابداری، واحد یزد، دانشگاه آزاد اسلامی، یزد، ایران.

چکیده

در این پژوهش به بررسی تأثیر تنوع بخشی سازمانی و نگهداشت موجودی‌های نقدی بر عملکرد شرکت‌های وابسته به صنعت املاک و مستغلات پرداخته می‌شود. تنوع بخشی سبب کاهش ارزش شرکت می‌شود و این به خاطر تخصیص ناکارآمد منابع، حمایت‌های دولتی یا مشکلات نمایندگی بوده است. افراد درون سازمانی از انگیزه‌هایی برای نگهداری موجودی نقدی مازاد بابت کسب منافع شخصی برخوردارند. بنابراین، افراد برون سازمانی به احتمال کمتر وجه نقد شرکت را از منظر تئوری نمایندگی در نظر می‌گیرند. نگهداشت موجودی نقدی ارتباط معکوسی با وجوه حاصل از فعالیت‌های عملیاتی و اهرم دارد و ارتباط مستقیمی با دسترسی به بازار سرمایه و فرصت‌های رشد/عدم تقارن اطلاعاتی دارد.

۱- مقدمه

از آنجا که موجودی نقد از منابع اصلی واحد تجاری است، کنترل هزینه و سطوح نگهداری وجوه نقد اهمیت دارد. این امر ایجاد 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. 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 می‌کنند. 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 تصمیم‌گیری می‌کند. نگهداری وجه نقد از احتمال بحران مالی می‌کاهد و به عنوان ذخیره امن برای مواجهه با زیان‌های غیر منتظره به شمار می‌رود و همچنین پیگیری سیاست‌های بهینه را در زمانی که شرکت با محدودیت‌های مالی مواجه است، ممکن می‌سازد و نهایتاً به کم کردن هزینه‌های جمع‌آوری منابع مالی یا نقد کردن دارایی‌های موجود کمک می‌کند. 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. با توجه به آنچه که در بالا گفته شد این تحقیق بر، آن است تا تأثیر تنوع بخشی سازمانی و نگهداشت موجودی‌های نقدی بر عملکرد شرکت‌های وابسته به صنعت املاک و مستغلات را بررسی نماید.

تصمیمات شرکت برای تنوع بخشی و تأثیر چنین تنوع بخشی بر عملکرد آنها در بین اقتصاد دانان مالی توجه زیادی را به خود جلب کرده است. در بخش بعدی به بررسی در مورد ادبیات تحقیق مربوط به تنوع بخشی سازمان و نگهداشت موجودی‌های نقدی می‌پردازد. در ابتدا، تأثیر تنوع بخشی سازمانی مورد بحث قرار می‌گیرد و پس از آن ارتباط بین تنوع بخشی و نگهداشت موجودی‌های نقدی بررسی می‌شود. آخرین بخش نتیجه‌گیری بیان می‌شود. سوال اصلی پژوهش به دنبال بررسی این است که آیا تنوع بخشی سازمانی به افزایش ارزش شرکت کمک می‌کند یا نه.

۲- مبانی نظری

در نتیجه ما به بررسی رابطه تاثیر تنوع بخشی سازمانی و نگهداشت موجودی‌های نقدی بر عملکرد شرکت‌های وابسته به صنعت املاک و مستغلات می‌پردازیم. بر اساس نظر لین و همکاران (۲۰۰۸)، یکی از استدلالاتی که در مقابل تنوع بخشی قرار دارد، این است که این کار باعث کاهش ارزش شرکت می‌شود زیرا بین مدیران موظف و سایر مدیران، عدم تقارن اطلاعاتی وجود دارد (شارفشتاین و استین^۲ ۲۰۰۰).

استدلالات دیگری هم وجود دارند که مربوط به تضاد منافع بین مدیران و سرمایه گذاران بیرونی است (دنیس و همکاران ۱۹۹۷؛ آگراوال و سامویک^۳ ۲۰۰۳) و یا مربوط به منابعی است که به صورت ناکارآمد بین بخش‌های مختلف تسهیم شده‌اند (شین و استولز ۱۹۹۸؛ راجان و همکاران^۴ ۲۰۰۴). استدلالات مربوط به تنوع بخشی مبنی بر این هستند که تنوع بخشی می‌تواند ارزش شرکت را با کاهش ریسک تولید، افزایش دهد (آمیهود و لو^۵ ۱۹۸۱) و به این وسیله، به شرکت توان بازاریابی بیشتری می‌دهد (انکائو و همکاران ۱۹۸۶) و شرکت را در راستای تخصیص منابع از طریق بازارهای سرمایه داخلی، اثربخش تر می‌کند (خانا و تیس ۲۰۰۱؛ ماتسوکا و ناند^۶ ۲۰۰۲). یک شرکت می‌تواند به واسطه تنوع بخشی، مهارت‌های مدیریتی را افزایش دهد (ماکسیموویچ و فیلیپس^۸ ۲۰۰۲). با آمیهود و لو^۵ (۱۹۸۱) شروع می‌کنیم که بسیاری از محققین بر این باور بوده‌اند که کسر تنوع بخشی ناشی از مشکلات نمایندگی از قبیل قدرت طلبی مدیریت، اطمینان بیش از حد مدیران و تضمین مدیران اجرایی برای حفظ ارزش‌های سرمایه انسانی می‌باشد. این دلیل در یافته‌های دنیس و همکاران^۴ (۱۹۹۷) نیز به چشم می‌خورد که به این نتیجه رسیده بودند که شرکت‌هایی که دارای سهامداری زیاد مدیریت هستند، به احتمال کمتر تنوع بخشی دارند؛ تنوع بخشی با مالکیت سهامداران عمده بیرونی دارای ارتباط منفی است؛ و کاهش در تنوع بخشی به خاطر تهدیدات کنترلی خارج از سازمان، فشار مالی و بازده مدیریت رخ داده است. لینز و سراوز^۷ (۲۰۰۲) به این نتیجه رسیده‌اند که کسر تخفیف در شرکت‌های نمونه از هفت بازار نوظهور آسیا تحت تاثیر مالکیت مدیریت در دامنه ۱۰ تا ۳۰ درصدی بوده است و در این بازارها انتظار این بوده که مدیران دارای جایگاه تثبیت شده زیادی باشند.

با توجه به همه این موارد، مطالعات انجام شده به این نتیجه رسیده‌اند که مشکلات نمایندگی تا حدی به خاطر استراتژی‌های تنوع بخشی است که سبب کاهش ارزش شرکت می‌شود. یکی از توضیحات مربوط به یافته‌های فوق این است که شرکت‌های متنوع، به خاطر شکل سازمانی خود، با هزینه‌های نمایندگی مواجه هستند. مالکیت گسترده در خارج از آمریکا به ندرت به چشم می‌خورد زیرا شرکت‌های بزرگ، بیشتر شرکت‌های آسیایی و اروپایی را کنترل می‌کنند (لاپورتا و همکاران ۱۹۹۹؛ کلاسنس و همکاران ۲۰۰۰؛ کلاسنس و همکاران ۲۰۰۲؛ فاشیو و لانگ^۱ ۲۰۰۳). در هنگ کنگ، ساختار مالکیت بسیاری از شرکت‌ها به خاطر نوع اولیه آن شناخته شده است (هو و همکاران ۲۰۰۴). مالک که معمولاً موسس یا یک عضو خانواده است، اکثریت سهام شرکت را در اختیار دارد. مالک-مدیر معمولاً در مدیریت شرکت به صورت مستقیم و غیر مستقیم درگیر است و بر بیشتر تصمیمات مدیریتی اثرگذار است. در این مورد، انتظار می‌رود هزینه‌های نمایندگی بین مالک و مدیر، همزمان با افزایش منافع مالکیت، کاهش یابد. با این وجود، سطوح بالاتر مالکیت مالکان-مدیران می‌تواند منجر به ایجاد یک نوع تضاد دیگر بین مالکان و سرمایه گذاران بیرونی شود (مورک و همکاران^۳ ۱۹۸۸). صرف نظر از هزینه‌هایی که ناشی از تنوع بخشی سازمانی هستند، برخی مطالعات انجام شده (گرتنز و همکاران ۲۹۹۴، هوبارد و پایلا ۱۹۹۹؛ خانا و تیس ۲۰۰۱؛ و مانسی و ریپ^۴ ۲۰۰۳) به این نتیجه رسیده‌اند که تنوع بخشی می‌تواند فرایند سودمندی باشد. برای مثال، گرتنز و همکاران^۵ (۱۹۹۴) ادعا کرده‌اند که بازارهای سرمایه داخلی می‌توانند بر نواقص بازار فائق آیند که ناشی از انتخاب پروژه‌های ارزشمند جدید است.

^۱ Lin et al

^۲ Scharfstein and Stein

^۳ Dennis et al, Aggarwal and Samwick

^۴ Shin and Stulz, Rajan et al

^۵ Amihud and Lev

^۶ Encaua et al

^۷ Khanna and Tice, Matsusaka and Nanda

^۸ Maksimovic and Phillips

^۹ Dennis et al

^{۱۰} Lins and Servaes

^{۱۱} La Porta et al, Claessens et al, Claessens et al, Faccio and Lang

^{۱۲} Ho et al

^{۱۳} Morck et al

^{۱۴} e.g, Gertner et al, Hubbard and Palia, Khanna and Tice and Mansi and Reeb

^{۱۵} Gertner et al

ماکسیمویچ و فیلیپس^۱ (۲۰۰۲) به این نتیجه رسیده‌اند که شرکت‌های تولیدی آمریکایی که بهره‌وری اندکی دارند، به احتمال بیشتر تنوع بخشی می‌کنند، اما این تنوع بخشی نمی‌تواند بهره‌وری را کاهش دهد. آنها اضافه کرده‌اند که شرکت‌ها به صورت بهینه تصمیم به تنوع بخشی می‌گیرند و تغییرات درونی در تنوع بخشی تاثیر مثبتی دارد و این نشان می‌دهد که شرکت به سمت دستیابی به رشد بهینه حرکت کرده است. شوئر^۲ (۲۰۰۲) به بررسی تاثیرات تنوع بخشی بر کارایی تولید با استفاده از بهره‌وری کلی عامل (TFP)^۳ پرداخته است و به این نتیجه رسیده است که شرکت‌های متنوع، نسبت به سایر شرکت‌های موجود در صنعت، بهره‌وری بیشتری داشته‌اند، اگرچه هنوز هم به نظر می‌رسد که این شرکت‌ها با کاهش در ارزش مواجه باشند. از سوی دیگر، دوکاس و همکاران^۴ (۲۰۰۲) بین تنوع بخشی در صنایع مربوط و غیر مربوط تفاوت قائل شده‌اند و دریافته‌اند که در صنایع مربوط، در اثر تنوع بخشی، ارزش اضافه شده است؛ در حالی که در صنایع غیر مرتبط، در نتیجه این کار، ارزش شرکت از بین رفته است. سایر نویسندگان از قبیل ماتسوساکا^۵ (۲۰۰۱) و گومز و لیودان^۶ (۲۰۰۴) روی هم افزایی متمرکز بوده‌اند و پیشنهاد داده‌اند که تنوع بخشی می‌تواند استراتژی ایده آلی برای بیشتر شرکت‌هایی باشد که شاهد کاهش در عملکرد خود از نظر خطوط تجاری اصلی بوده‌اند. ادبیات تحقیق پیشین همچنین حاکی از آن هستند که مشکلات نمایندگی و عدم تقارن اطلاعاتی باعث شده است که شرکت‌ها سرمایه‌گذاری بیش از حدی انجام دهند و زیان‌های ناشی از تامین مالی بیرونی را متحمل شوند. ماتسوسکا و نندا^۷ (۲۰۰۲) در این محیط دریافته‌اند که بازارهای سرمایه داخلی می‌تواند سودمند باشد زیرا به روسا اجازه می‌دهد تا وجوهی را بین واحدها رد و بدل کنند، بدون این که متحمل هزینه‌هایی بابت تامین مالی شوند.

۱-۲- تنوع بخشی

از اوایل دهه ۱۹۸۰، تحقیقات چندانی در مورد این موضوع صورت نگرفته است که آیا شرکت باید فعالیت‌های خود را تنوع بخشی کند یا نه و این که آیا تنوع بخشی سبب ارزش آفرینی میشود یا سبب کاهش در ارزش می‌شود. در زمینه ادبیات تحقیق مربوط به مالیه سازمانی، لین و سو^۸ (۲۰۰۸) تنوع بخشی را به صورت ابزاری تعریف کرده‌اند که به وسیله آن، شرکت فعالیت‌های تجاری خود را در حیطه بازار محصولات یا خدمات دیگر گسترش می‌دهد. یکی دیگر از کارهایی که توسط کاپوزا و سگین^۹ (۱۹۹۹) انجام شده است، نیز دیدگاه‌هایی در مورد تنوع بخشی در بخش صنعت املاک و مستغلات ارائه کرده است و ادعا کرده است که اعتماد سرمایه‌گذاری املاک و مستغلات (REIT)^{۱۰} غیر متمرکز، مخصوصاً آنهایی که بر اساس نوع اموال دارای تنوع هستند، موفقیت کمتری داشته‌اند و هزینه‌های بیشتری به مدیران تحمیل کرده‌اند.

یافته‌های تجربی در طی دهه ۱۹۹۰ نشان داده است که تنوع بخشی سبب کاهش ارزش شرکت می‌شود و این به خاطر تخصیص ناکارآمد منابع، حمایت‌های دولتی یا مشکلات نمایندگی بوده است. لانگ و استولز^{۱۱} (۱۹۹۴) و برگر و اوفک^{۱۲} (۱۹۹۵) نیز اولین مقالاتی را منتشر کرده‌اند که به بررسی ارزش گذاری اندک شرکت‌های متنوع نسبت به ارزش ظاهری آن پرداخته‌اند. برای مثال، لانگ و استولز^{۱۳} (۱۹۹۴) گزارش کرده‌اند که شرکت‌های متنوع دارای کیو توبین اندکی نسبت به پرتفوی شرکت‌های متمرکز هستند و شرکت‌های بسیار متنوع کیو توبین نسبتاً کمتری دارند. آنها به این نتیجه رسیده‌اند که تاثیرات تنوع بخشی بر عملکرد، زمانی قابل توجه بوده است که شرکت‌ها در وهله اول از یک بخش به دو بخش گسترش یافته‌اند و وقتی که تعداد بخش‌ها اضافه شده است، تنها تاثیرات نهایی بر عملکرد داشته است. برگر و اوفک^{۱۴} (۱۹۹۵) نیز مشاهده کرده‌اند که مجموع ارزش‌های متناسب تک تک بخش‌های یک شرکت دارای تنوع، ۱۳ تا ۱۵ درصد بیشتر از شرکت ترکیبی بوده است. با این وجود، هیچ توجیهی برای این الگو وجود ندارد.

در این زمان، اقتصاد دانان مالی این سؤال را مطرح کرده‌اند که تنوع بخشی سبب افزایش ارزش می‌شود یا نه (یا حداقل منجر به از بین بردن ارزش شرکت نمی‌شود). استدلالات مربوط به تنوع بخشی شامل مواردی از قبیل ایجاد یک بازار سرمایه داخلی به دور از تقارن اطلاعاتی (ویلیامسون ۱۹۷۸؛ استین ۱۹۹۷)^{۱۵} افزایش توانایی یک شرکت برای کسب منافع مالیاتی از طریق تامین مالی به واسطه

^۱Schoar

^۲Total Factor Productivity

^۳Doukas et al

^۴Matsusaka

^۵Gomes and Livdan

^۶Matsusaka and Nanda

^۷Lin and Su

^۸Capozza and Seguin

^۹Real Estate Investment Trusts

^{۱۰}Lang and Stulz

^{۱۱}Berger and Ofek

^{۱۲}Williamson, Stein

استقراض (لیولین^{۱۹۷۴}) و دامنه اقتصادی است (تیس^{۱۹۸۲}). انتخاب استراتژی تنوع بخشی شرکت می تواند یکی از موضوعات بسیار مهم در راستای رشد و توسعه شرکت باشد (راملت ۱۹۸۲؛ شلتون ۱۹۸۸): کاهیلند و دیلز^(۲۰۰۲) نیز شواهدی فراهم کرده اند که نشان می دهد شرکت های متنوع، قبل از تنوع بخشی، در واقع از فرصت های رشد بسیار کمتری نسبت به موسسات تک بخشی برخوردار بوده اند. زمینه کلی این مطالعات آن بوده است که تنوع بخشی سازمانی، ابزاری است که به وسیله آن، شرکت فعالیت های تجاری خود را در قالب یک محصول یا خدمت دیگر توسعه می دهد. علاوه بر این، شرکت های متنوع نیز از نظر تخصیص منابع در بازارهای سرمایه داخلی، کارایی بیشتری دارند (استولز ۱۹۹۰، استین ۱۹۹۷ و ماتوساکا و ناندا^(۲۰۰۲) و نیز مهارت های مدیریتی جامعی دارند (ماکسیمویچ و فیلیس^{۲۰۰۲}). هزینه های بالقوه تنوع بخشی ناشی از تضاد نمایندگی زیاد بین مدیران و سهامداران است. مسائل نمایندگی شامل مشکل جریان نقدی آزاد (جنسن^{۱۹۸۳} و ۱۹۸۸)، ریسک گریزی مدیریتی (آمیهود و لئو^{۱۹۸۱}، رانت مدیران بخش ها که باعث انحراف سرمایه گذاری می شود (شارفشتاین و استین ۲۰۰۰) و هزینه های نمایندگی که منجر به انتقالات غیر موثر بین بخش های مختلف یک شرکت یا بخش می شود (راجان و همکاران^{۲۰۰۴}).

این نشان می دهد که شرکت های متنوع دارای هزینه های نمایندگی بیشتری هستند و این به خاطر ساختارهای پیچیده آنها است. به طور کلی، هیچ موازنه ای بین هزینه ها و منافع تنوع بخشی وجود ندارد و حتی شرکت ها با کسر در قیمت نیز در حال فعالیت هستند. لانگ و استولز^{۲۵} (۱۹۹۴) و برگر و اوفک^{۲۶} (۱۹۹۵) نیز نشان داده اند که نسبت به یک پرتفوی بهینه از شرکت های تک بخشی، شرکت های متنوع با کسر قیمت در حال تجارت هستند. ماکسیمویچ و فیلیس^(۲۰۰۲) نیز معتقدند که انتخاب تنوع بخشی یک تصمیم درون سازمانی است و این کاهش در قیمت نشان دهنده ویژگی های زیربنایی شرکت ها است که توضیح می دهد کدام شرکت ها به دنبال تنوع بخشی هستند.

همچنین، گومز و لیودا^{۲۰} (۲۰۰۴) به این نتیجه رسیدند که احتمال تنوع بخشی در شرکت هایی که بهره وری کمتری دارند، بیشتر است. توضیحات مربوط به این که چرا برخی شرکت ها با کسر قیمت مبادله می کنند، روی این ایده متمرکز است که این کاهش در قیمت نشان دهنده ویژگی های شرکت هایی است که تصمیم به تنوع بخشی می گیرند. ویژگی این شرکتها می تواند موقعیت نامناسب بازار یا فرصت سرمایه گذاری ضعیف تر باشد. به طور خلاصه، ماکسیمویچ و فیلیس^(۲۰۰۲) و گومز و لیودان^{۲۰} (۲۰۰۴) به صورت تئوریک و تجربی نشان داده اند که کسر تنوع بخشی را می توان با رفتار حداکثر کردن منافع توجیه کرد.

مطالعات زیادی نیز وجود دارند که نشان داده اند کسر تنوع بخشی ممکن است یک نتیجه آماری باشد که ناشی از مسائل مربوط به خطاهای اندازه گیری یا خطای انتخاب نمونه است. برای مثال، بر اساس نظر لین و سو^(۲۰۰۸)، این کسر تنوع بخشی با استفاده از الگوی اشتباهی محاسبه می شود یا با استفاده از مقادیر متوسط صنعت از شرکت های مستقل محاسبه می شود. تصمیم گیری برای تنوع بخشی به صورت درون زا توسط شرکت بر اساس سیاست ها و ویژگی های خاص سازمانی تعیین می شود. کسر تنوع بخشی زمانی اتفاق می افتد که درون زایی کنترل شده باشد (وایتد ۲۰۰۱؛ گراهام و همکاران^(۲۰۰۲) و ویلاونگا^(۲۰۰۴) نشان داده است که در داده های پایگاه اطلاعاتی مالی (COMPUSTAT) مربوط به بخش های صنعتی، خطا وجود داشته است و از سری های ردیابی اطلاعات تجاری (BITS) به عنوان یک منبع اطلاعاتی دیگر استفاده شده است. وی به این نتیجه رسیده است که شرکت های متنوع دارای واحدهای تجاری بر اساس اطلاعات ردیابی تجاری، مبادله شده با صرف اینکه در مقایسه با شرکت های مستقل، تعریف می شوند. این ادعاها نشان می دهد که تصمیم برای تنوع بخشی به وجود برخی ویژگی های خاص شرکت بستگی دارد که به شرکتها اجازه می دهد تا ارزش های بیشتری ناشی از تنوع بخشی به دست بیاورند.

بیشتر ادبیات تحقیق مالی به بررسی تاثیر تنوع بخشی بر ارزش شرکت در صنایع مختلف (لانگ و استولز ۱۹۹۴؛ برگر و اوفک ۱۹۹۵)^{۱۹} در کشورهای مختلف پرداخته اند (لینز و سراوز ۱۹۹۹؛ دنیس و همکاران ۲۰۰۲). ادبیات تحقیق مربوط به تنوع بخشی، بر

^{۱۹}Lewellen

^{۲۰}Teece

^{۲۱}Rumelt, Shelton

^{۲۲}Hyland and Diltz

^{۲۳}Stulz, Stein, and Matsusaka and Nanda

^{۲۴}Jensen

^{۲۵}Rajan et al

^{۲۶}Whited, Graham et al

^{۲۷}Willalonga

^{۲۸}COMPUSTAT

^{۲۹}Background Intelligent Transfer Service

^{۳۰}Lang and Stulz, Berger and Ofek

^{۳۱}Lins and Servaes, Denis et al

حسب نوع مناطق و نوع اموال طبقه بندی شده است. یکی از سؤالات مربوط به ادبیات تحقیق به بررسی این موضوع پرداخته است که آیا تنوع بخشی پرتفوی اموال در کشورهای مختلف یا انواع مختلف دارایی‌ها کارایی داشته است یا نه. برای مثال، فیشر و لیانگ^۴ (۲۰۰۰) و لی^۲ (۲۰۰۱) نیز مشخصه‌های جغرافیایی و دارایی‌ها را برای آمریکا و انگلستان در نظر گرفته اند و به این نتیجه رسیده‌اند که تنوع بخشی بر حسب نوع دارایی‌ها موثرتر از تنوع بخشی جغرافیایی بوده است. علاوه بر این، کارهای آکادمیک کمی انجام شده است که به بررسی ارتباط بین ارزش شرکت و تنوع بخشی پرداخته باشد.

کاپوزا و سگوین^{۳۳} (۱۹۹۹) به بررسی این موضوع پرداخته اند و آن را به شفافیت بازار اعتماد سرمایه گذاری املاک و مستغلات آمریکا نسبت داده اند. یافته های به دست آمده منطبق با مدلی است که در آن، تنوع بخشی دارایی‌ها ارتباط مثبتی با ارزش شرکت دارد، زیرا تنوع بخشی در دارایی‌ها منجر به افزایش هزینه‌های اطلاعاتی و عدم تقارن اطلاعاتی برای سرمایه گذاران می‌شود. در بازار دارایی‌های اروپا، تنوع بخشی سازمانی به صورت تجربی توسط کونکوویست و همکاران^{۳۴} (۲۰۰۱) بررسی شده است و نشان داده شده است که ۲۰ درصد کسر قیمت بین شرکت‌های متنوع برای شرکت‌های سوئدی پذیرفته شده در بورس وجود دارد. ایچپولتز و همکاران^{۴۴} (۲۰۰۱) نیز نشان داده اند که شرکت‌هایی که در سطح بین المللی دارای تنوع بوده‌اند، حدود ۳ درصد در سال از ۱۹۸۴ تا ۱۹۹۵، عملکرد بدتری نسبت به شرکت های محلی داشته اند. کمپل و همکاران^{۳۵} (۲۰۰۳) به بررسی یک نمونه از ۲۰۹ پرتفوی سرمایه گذاری املاک و مستغلات از سال ۱۹۹۵ تا ۲۰۰۱ پرداخته اند و به این نتیجه رسیده‌اند که بازده‌های مازاد ارتباط مثبتی با تمرکز جغرافیایی در فرایند تحصیل دارند. بوئر و همکاران^{۴۶} (۲۰۰۵) به تجزیه و تحلیل ساختارهای سازمانی ۲۷۵ شرکت در بازار آمریکا و اروپا پرداخته‌اند و به این نتیجه رسیده‌اند که شرکت‌هایی که دارای تمرکز جغرافیایی گسترده‌تری هستند، عملکرد بهتری نسبت به کل بازار داشته‌اند.

یافته‌های آنها نشان می‌دهد که در بخش املاک و مستغلات، استراتژی متمرکز سبب افزایش ریسک و بازده شرکت می‌شود. یکی از مطالعاتی که اخیراً توسط هووی و همکاران^{۳۷} (۲۰۰۷) انجام شده است، به بررسی عملکرد اقتصادی ۱۶ شرکت املاک و مستغلات پرداخته است و به این نتیجه رسیده است که شرکت‌هایی که به بخش‌های دیگری تقسیم شده‌اند، ارزش افزوده اقتصادی (EVA)^{۴۸} بهتری نسبت به شرکت‌هایی داشته‌اند که تنها روی املاک و مستغلات متمرکز بوده‌اند. استدلال‌ات ارائه شده در این پژوهش منطبق با یافته‌های هووی و همکاران^{۴۷} (۲۰۰۷) است اما نویسندگان از معیار ارزش بازار، کیو توبین و یک نمونه بزرگتر از شرکت‌های املاک و مستغلات استفاده کرده‌اند.

جدول ۲-۱: یافته های تجربی مربوط به تنوع بخشی

محققین	کشور	یافته های تجربی
لانگ و استولز (۱۹۹۴)، برگر و اوفلک (۱۹۹۵) و سراوز (۱۹۹۶) ^{۳۹}	آمریکا	ارزش شرکت با تنوع بخشی کاهش می یابد.
ماتسوساکا (۲۰۰۱) ^{۱۹} گومز و لیویدان (۲۰۰۴) ^{۲۰}	آمریکا	تنوع بخشی می تواند استراتژی بهینه ای برای شرکت هایی باشد که در بخش های مختلف فعالیت می کنند
کامپا و کلد (۲۰۰۲) ^{۴۹} گراهام و همکاران (۲۰۰۲) ^{۵۰}	آمریکا	کسر تنوع بخشی با مسائل درون زایی در هم آمیخته است زیرا شرکت هایی که دارای عملکرد ضعیفی هستند، تصمیم به تنوع بخشی می گیرند
شوئر (۲۰۰۲) ^{۱۶}	آمریکا	شرکت های متنوع بهره وری بیشتری نسبت به سایر شرکت ها در درون صنعت دارند
لین و سراوز (۱۹۹۹) ^{۵۱}	آلمان، ژاپن و آمریکا	مالکیت متمرکز در اختیار افراد درون سازمانی است که باعث افزایش تاثیر ارزش تنوع بخشی می شود
کاپوزا و سگوین (۱۹۹۹) ^{۵۲}	آمریکا	تمرکز روی اموال بر ارزش بازار سرمایه گذاری املاک و مستغلات آمریکا اثرگذار نبوده

۴۱Fisher and Liang

۴۲Lee

۴۳Cronqvist et al

۴۴Eichholtz et al

۴۵Campbell et al

۴۶Boer et al

۴۷Hui et al

۴۸economic value-added

۴۹Campa and Kedia

۵۰Graham et al

۵۱Lins and Servaes

۵۲Capozza and Seguin

است		کونکوویست و همکاران (۲۰۰۱) ^{۴۳}
از تنوع بخشی بین المللی در سرمایه گذاری مستقیم در دارایی ها، منافعی حاصل می شود	آمریکا	کوآن و تیمن (۱۹۹۷) ^{۵۳} هوسلی و همکاران (۲۰۰۴) ^{۵۴}
یافته های حاصل از کوآن و تیمن (۱۹۹۷) را بابت سرمایه گذاری های غیر مستقیم تایید می کند	آمریکا	لیو و مل (۱۹۹۸) ^{۵۵} کونور و همکاران (۲۰۰۲) ^{۵۶}
شرکت های املاک و مستغلات که دارای بخش های متنوعی هستند، عملکرد بهتری نسبت به شرکت هایی دارند که تنها روی این بخش متمرکز هستند.	هنگ کنگ	هووی و همکاران (۲۰۰۷) ^{۴۷}
استراتژی تنوع بخشی ناهمگن، نوعی استراتژی است که در آن، ارتباطی بین فعالیت های موجود و فعالیت های جدید شرکت دیده نمی شود	ایران	تهرانی و احمدیان (۱۳۸۵) ^{۵۷}
به کارگیری استراتژی تنوع بخشی بر عملکرد مالی شرکت ها تأثیری ندارد.	ایران	تهرانی و همکاران (۱۳۸۷) ^{۵۸}
وجود رابطه مثبت و معنادار بین تنوع بخشی با نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری است. همچنین شواهد نشان می دهد که شرکت های دارای کسب و کار متنوع و متمرکز از لحاظ نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری، بازده دارایی ها و بازده حقوق صاحبان سهام، با هم تفاوت معناداری ندارند.	ایران	قالیباف اصل و یاور (۱۳۹۱) ^{۵۹}
جریان های نقدی آزاد با کلیه معیارهای ارزیابی عملکرد شرکت رابطه مثبت و معنادار دارد.	ایران	محمودآبادی و همکاران (۱۳۹۲) ^{۶۰}

۲-۲- نگردها داشت موجودی های نقدی

مطالعه حاضر به بررسی انگیزه های نگهداشت موجودی های نقدی می پردازد. مطالعات پیشین در مورد نگهداشت موجودی های نقدی روی ملاحظات عملیاتی یا نمایندگی دیگر متمرکز بوده است. ادبیات تحقیق پیشین روی تأثیرات فرصت های سرمایه گذاری و محدودیت های مالی متمرکز بوده اند (اوپلر و همکاران ۱۹۹۹، فالکندر و وانگ ۲۰۰۶ و باتس و همکاران ۲۰۰۹)^۱ و نشان داده اند که نگهداشت موجودی های نقدی مانع از سرمایه گذاری کمتری در پروژه های مطلوبی می شود که می تواند ارزش سهام را افزایش دهد. ادبیات تحقیق موجود (دیتمار و همکاران ۲۰۰۳؛ پینکوویتز و همکاران ۲۰۰۶؛ کلاچوا و لینز ۲۰۰۷ و هارفورد و همکاران ۲۰۰۸)^۲ نشان داده اند که نگهداشت زیاد موجودی های نقدی سبب آسان شدن سرمایه گذاری بیش از حد یا تخصیص نامناسب بودجه به پروژه های نامطلوب می شود. بر اساس فرضیه های جریان های نقدی آزاد پیشنهادی توسط جنسن^۳ (۱۹۸۶)، افراد درون سازمانی از انگیزه هایی برای نگهداری موجودی نقدی مازاد بابت کسب منافع شخصی برخوردارند. بنابراین، افراد برون سازمانی به احتمال کمتر وجه نقد شرکت را از منظر تئوری نمایندگی در نظر می گیرند.

بر اساس نظر کینز^۴ (۱۹۳۶)، دو انگیزه اصلی برای نگهداشت وجه نقد وجود دارد: (۱) هزینه ها و انگیزه معاملاتی و (۲) انگیزه محتاطانه. اولین انگیزه نشان می دهد که یک شرکت می تواند با استفاده از وجه نقد برای انجام پرداخت ها، در هزینه های معاملاتی صرفه جویی کند. از سوی دیگر و مهمتر از آن، انگیزه محتاطانه تأکید بیشتری بر هزینه هایی می کند که ناشی از فرصت های سرمایه گذاری پیشین است. بر اساس این رویکرد، شرکت ها از وجه نقد به عنوان محافظتی در مقابل ریسک، کاهش در جریان های نقدی آتی استفاده می کنند. انگیزه معاملاتی برای نگهداشت موجودی های نقدی نشان می دهد که اطمینان از تامین مالی خارجی هزینه بیشتری نسبت به استفاده از وجوه داخلی در شرایط وجود عدم تقارن اطلاعاتی دارد (مایرز و مجلوف ۱۹۸۴).^۴ انگیزه محتاطانه نگهداشت موجودی نقدی

^۳Quan and Titman

^۴Hoesli et al

^۵Liu and Mei

^۶Conover et al

^۷Tehrani & Ahmadian

^۸Tehrani et al

^۹Qalibaf Asl & Yavar

^{۱۰}Mahmud Abadi et al

^{۱۱}Opler et al. Faulkender and Wang, Bates et al

^{۱۲}Dittmar et al. Pinkowitz et al. Kalcheva and Lins, Harford et al.

^{۱۳}Keynes

^{۱۴}Myers and Majluf

نشان می دهد که شرکت ها پس از ایجاد شک های منفی اقتصادی کلان، تمایل خود را برای پس انداز وجوه نقد افزایش می دهند؛ در حالی که شرکت های دارای محدودیت مالی، وجه نقد خود را به منظور تامین رشد آتی از طریق مخارج سرمایه ای افزایش می دهند تا مانعی در مقابل جریانهای نقدی معکوس باشند (اوپلر و همکاران ۱۹۹۹).^{۶۵}

علاوه بر این، برخی از مطالعات پیشین که مبتنی بر دیدگاه های کینز بوده اند، به ارزیابی استفاده از نگهداشت وجه نقد پرداخته اند. مولیگان^{۶۶} (۱۹۹۷) به این نتیجه رسیده است که شرکت های بزرگتر نسبت به شرکت های کوچکتر، وجه نقد کمتری را به صورت درصدی از فروش نگهداری می کنند و این منطبق با شرایط اقتصادی نگهداشت موجودی های نقدی است. اوپلر و همکاران^{۶۵} (۱۹۹۹) مدلی را برای نگهداشت بهینه موجودی های نقدی مطرح کرده اند. مزیت اصلی این مدل آن است که در آن، یک شرکت می تواند مشکل سرمایه گذاری کمتر را کاهش دهد و ذخایر نقدی کافی نگهداری کند.

اوپلر و همکاران در آزمون های تجربی خود دریافته اند که شرکت های ریسک آمیزتر یا شرکت های دارای فرصت های سرمایه گذاری بهتر، وجه نقد کمتری نگهداری می کنند و این نشان دهنده انگیزه محتاطانه است. باتس و همکاران^{۶۷} (۲۰۰۹) به این نتیجه رسیده اند که افزایش در مانده های نقدی با تغییرات در ویژگی های شرکتی در ارتباط است که مربوط به انگیزه محتاطانه نگهداشت موجودی نقدی می باشد (یعنی نوسان جریان نقدی و مصارف). در مجموع، این یافته ها از این دیدگاه حمایت می کند که مدیران سیاست های مدیریت وجه نقد را به نحوی تدوین می کنند که این سیاست ها بتواند انعطاف پذیری داشته باشد تا بتواند نیازهای غیر منتظره در جریانهای نقدی شرکت و فرصت های سرمایه گذاری را برطرف سازد.

با این وجود، نگهداشت موجودی های نقدی منبع مشکلات نمایندگی است که توسط جنسن^{۳۳} (۱۹۸۶) مطرح شده است. موجودی های نقدی نگهداری شده توسط شرکت به مدیران اجازه می دهد تا تصمیمات سرمایه گذاری آسان تری اتخاذ کنند و این موجودی های نقدی توسط سهامداران خارجی بر اساس موارد زیر ارزیابی می شود: (۱) آیا وجه نقد مانع از سرمایه گذاری کمتر در پروژه های دارای ارزش خالص فعلی (NPV)^{۶۸} مثبت توسط مدیران خوش بین می شود یا نه (مایر ۱۹۸۴؛ مایرز و مجلوف ۱۹۸۴) یا (۲) آیا وجه نقد باعث آسان شدن افزایش سرمایه گذاری در پروژه های دارای ارزش خالص فعلی منفی می شود یا نه (ایستربوک ۱۹۸۴؛ جنسن ۱۹۸۶؛ مایرز و راجان ۱۹۹۸).^{۷۰}

سرمایه گذاران خارجی ارزش وجه نقد نگهداری شده توسط شرکت هایی که دارای مشکلات نمایندگی زیادی هستند را کمتر برآورد می کنند (کاچلاو و لینز ۲۰۰۷)^{۷۱} زیرا به نظر می رسد این مدیران دارای جایگاه تثبیت شده باشند و از سهامداران خارجی در مورد سلب مالکیت استفاده کنند. چندین مطالعه از قبیل مطالعات انجام شده توسط هارفورد^{۷۲} (۱۹۹۹) و هارفورد و همکاران^{۳۳} (۲۰۰۸)، به بررسی مشکلات نمایندگی پرداخته اند که بر استفاده از وجوه داخلی اثرگذار است. هارفورد بر اساس نظریه هزینه های نمایندگی، از یک نمونه از ۴۸۶ درخواست کنترل مدیریتی استفاده کرده اند و به این نتیجه رسیده اند که شرکت های آمریکایی که دارای وجه نقد زیاد هستند، تحصیل هایی را انجام می دهند و شاهد تنزل غیر عادی در فعالیت عملیاتی می باشند.

هارفورد و همکاران^{۳۳}، بر اساس این تحقیق دریافته اند که حاکمیت شرکتی ضعیف تر باعث اسراف سریع تر در ذخایر نقدی می شود. دیتمار و مارت اسمیت (۲۰۰۷)^{۷۴} نیز دریافته اند که ارزش جریانهای نقدی در شرکت هایی که دارای حاکمیت ضعیف بوده اند، بسیار کمتر بوده است. آن ها توضیح داده اند که وجه نقد در شرکت هایی که دارای حاکمیت ضعیفی هستند، به شیوه ای نگهداری شده است که فعالیت عملیاتی آتی را بسیار کاهش می دهد. پینگویتز و همکاران (۲۰۰۶)^{۷۵} نیز نشان داده اند که یک دلار موجودی نقدی نگهداری شده توسط شرکتها در کشورهایی که دارای حاکمیت ضعیفی هستند، ارزش کمتری برای سهامداران بیرونی دارد، تا موجودی های نقدی نگهداری شده توسط شرکت های واقع در کشورهایی که دارای حاکمیت شرکتی بهتری هستند. یافته های آن ها نشان داده است که نظام حاکمیت شرکتی ضعیف تاثیرات تعیین کننده ای بر ارزش شرکت دارد.

^{۶۵}Opler et al

^{۶۶}Mulligan

^{۶۷}Bates et al

^{۶۸}net present value

^{۶۹}Myer, Myers and Majluf

^{۷۰}Easterbrook, Jensen, Myers and Rajan

^{۷۱}Kalcheva and Lins

^{۷۲}Harford

^{۷۳}Harford et al

^{۷۴}Dittmar and Mahrt-Smith

^{۷۵}Pinkowitz et al

راجان و زینگالز (۱۹۹۵)^۶ بابت تحقیقات انجام شده در مورد نگهداشت موجودی‌های نقدی به این نتیجه رسیده‌اند که آمار توصیفی نشان می‌دهد که شرکت‌های ژاپنی وجه نقد و دارایی‌های نقد شونده بیشتری را نسبت به سایر شرکت‌ها در کشورهای جزء ۷ قدرت بزرگ نگهداری کرده‌اند دارند. پینکویتز و ویلیامسون (۲۰۰۱)^۷ به بررسی این موضوع پرداخته‌اند که چرا شرکت‌ها موجودی نقدی را دو برابر آمریکا و آلمان نگهداری کرده‌اند. آنان به این نتیجه رسیده‌اند که نگهداشت زیاد موجودی‌های نقدی با توان بانک‌ها توضیح داده می‌شود و نگهداشت موجودی‌های نقدی همزمان با تضعیف توان بانک‌ها، کاهش می‌یابد.

۱-۲-۲- نگهداشت موجودی‌های نقدی و تنوع بخشی

عوامل موثر بر سطح نگهداشت وجه نقد را در نظریه‌های متعددی می‌توان تبیین نمود (مانند نظریه عدم تقارن اطلاعاتی، نظریه نمایندگی، نظریه هزینه معاملات، نظریه موازنه، نظریه سلسله مراتب تأمین مالی، نظریه جریان وجه نقد آزاد). برای مثال، طبق نظریه سلسله مراتبی، مدیریت، منابع داخلی تأمین مالی را بر منابع خارجی ترجیح می‌دهد (صلواتی و رسائیان، ۱۳۸۶).^۸ شرکت‌ها در جستجوی آن سطح بهینه از نقدینگی هستند که به دلیل کمبود نقدینگی، ضررهای عمده به شرکت وارد نیاید و از طرفی، با نگهداری وجه نقد اضافی فرصت‌ها از دست نرود و این مورد، همان سطح نقدینگی هدف از شرکت هاست که البته در دوره‌های زمانی مختلف، متفاوت است (آقایی و همکاران، ۱۳۸۸)^۹

شواهد اخیر نشان می‌دهند که تنوع بخشی به شرکت‌ها اجازه می‌دهد تا وجه نقد کمتری نگهداری کنند (دوچین ۲۰۱۰؛ تانگ ۲۰۱۱؛ سوبرامانیام و همکاران ۲۰۱۱).^{۱۰} سطح کمتر نگهداشت موجودی نقدی به دسترسی بیشتر آنها به بازارهای سرمایه داخلی و هزینه‌های نمایندگی بیشتر در سازمان‌های پیچیده نسبت داده می‌شود. همانطور که لامونت (۱۹۹۷)^{۱۱}؛ شین و استولز (۱۹۹۸)^{۱۲} و آنا و تیس (۲۰۰۱)^{۱۳} نشان داده‌اند، فرصت‌های سرمایه‌گذاری برای تک تک بخش‌های یک شرکت می‌تواند با هم همبستگی داشته باشند و این نقش مهمی است که برای بازار سرمایه داخلی در این شرکت‌ها وجود دارد. همانطور که اوپلر و همکاران (۱۹۹۹)^{۱۴} در مورد مشکل سرمایه‌گذاری کمتر از حد ناشی از ریسک‌های مالی موجود در بازارهای غیر کامل پیشنهاد داده‌اند، شرکت‌ها بابت فرصت‌های رشد بالقوه، وجه نقد بیشتری نگهداری کنند و هاشلاتر و همکاران (۲۰۰۷)^{۱۵} نیز نشان داده‌اند که همبستگی ناقص مزبور می‌تواند نشان‌دهنده نیاز کمتر شرکت‌ها به وجه نقد برای برآوردن خواسته‌های سرمایه‌گذاری در هر نقطه‌ای از زمان باشد (سوبرامانیام و همکاران ۲۰۱۱)^{۱۶}.

اخیراً دوچین (۲۰۱۰)^{۱۷} به این نتیجه رسیده است که شرکت‌های متنوع موجودی‌های نقدی کمتری را نسبت به شرکت‌های غیر متنوع نگهداری می‌کنند، زیرا آنها دارای فرصت‌های سرمایه‌گذاری بیشتری هستند. سوبرامانیام و همکاران (۲۰۱۱)^{۱۸} فرض کرده‌اند که فعالیت‌های بازار سرمایه داخلی می‌تواند جایگزینی برای تأمین مالی خارجی باشد زیرا بخش‌های شرکت‌های متنوع با جریان‌های نقدی و فرصت‌های سرمایه‌گذاری در ارتباط هستند. یعنی، جریان‌های نقدی بخش‌های دارای عملکرد ضعیف می‌تواند برای حمایت از بخش‌هایی استفاده شود که دارای فرصت‌های رشد بهتری هستند، اما جریان‌های نقدی ضعیف‌تری دارند. یافته‌های آنان تأیید می‌کند که در دسترس بودن جریان نقدی یک بخش، یک سرمایه‌باز بالقوه برای یک بخش دیگر است که باعث کاهش نیازهای متنوع شرکت‌ها برای تأمین مالی از بیرون می‌شود و بنابراین، منافع نگهداشت موجودی‌های نقدی را کاهش می‌دهد. در ثانی، شرکت‌های متنوع، توانایی بهتری نسبت به شرکت‌های متمرکز برای افزایش سرمایه از طریق فروش دارایی‌های خود دارند. شرکتی که دارایی‌های قابل تبدیل به وجه نقد دارد، می‌تواند هزینه کمتری بابت افزایش سرمایه خود متحمل شود و به جای تأمین مالی بیرونی، دارایی‌ها را بفروشد (شلیفر و ویشنی ۱۹۹۲)^{۱۹}.^{۲۰} نتیجه، شرکت‌های متنوعی که دارای دارایی‌های بیشتری از همه بخش‌ها هستند، موجودی‌های نقدی کمتری را نسبت به شرکت‌های متمرکز نگهداری می‌کنند. در نهایت، شرکت‌های متنوع ممکن است با مشکلات نمایندگی بیشتری مواجه باشند که ناشی از مدیرانی است که بابت منابع شرکت رقابت می‌کنند (راجان و همکاران ۲۰۰۰)^{۲۱}.

^۶Rajan and Zingales

^۷Pinkowitz and Williamson

^۸Salavati & Rasaien

^۹Aqaei et al

^{۱۰}Duchin, Tong, Subramaniam et al

^{۱۱}Lamont

^{۱۲}Shin and Stulz

^{۱۳}Khanna and Tice

^{۱۴}Haushalter et al

^{۱۵}Subramanian et al

^{۱۶}Duchin

^{۱۷}Hleifer and Vishny

از آنجا که مدیران اغلب به دنبال رشد شرکت هستند و ممکن است وجوه خود را صرف پروژه های سرمایه گذاری غیر سودآور کنند (جنسن^{۳۳} ۱۹۸۶)، به بخش هایی که تاثیر بیشتری در شرکت دارند، منابع بیشتری اختصاص می یابد و این می تواند سبب افزایش سرمایه گذاری بیش از حد شود (باگول و زنچر^{۳۸} ۱۹۹۳). بنابراین، هزینه های نهایی نگهداشت موجودی نقدی که باعث مطرح شدن این هزینه های نمایندگی شده است، برای شرکت های متنوع تر، بیشتر از شرکت های متمرکز است. در نتیجه می توان انتظار داشت که شرکت های متنوع، وجه نقد کمتری را نسبت به شرکت های متمرکز نگهداری کنند تا این هزینه های نمایندگی را به حداقل برسانند (سوبرامانیا و همکاران^{۸۵} ۲۰۱۱). ادبیات تحقیق پیشین به بررسی ارزش وجه نقد سرمایه گذاری املاک و مستغلات از منظر محدودیت های خارجی سرمایه پرداخته اند و تاثیر حساسیت تامین مالی بر سرمایه گذاری را گسترش داده اند و نشان داده اند که بابت حفظ نقدینگی، منافی برای شرکت ایجاد می شود. سرمایه گذاری املاک و مستغلات نیز فرصت منحصر بفرد و مستقیمی برای بررسی تاثیر تضادهای نمایندگی در مورد نگهداشت موجودی های نقدی فراهم می کنند و این به خاطر آن است که بسیاری از تصمیمات مالی سرمایه گذاری املاک و مستغلات مبتنی بر مشاوره است.

مشاوران خارجی نیز هیچ منفعت مالکیتی در سرمایه گذاری املاک و مستغلات در مورد مشاوره ندارند و بنابراین، منافع آنها منطبق با سهامدارانی هستند که در صدد بررسی هزینه های نمایندگی هستند که توسط جنسن^{۳۳} (۱۹۸۶) مطرح شده است. از این رو، نوع مشاوره ممکن است بر نگهداشت موجودی های نقدی توسط سرمایه گذاری املاک و مستغلات اثرگذار باشد. تئوری تامین مالی نشان می دهد که عدم تقارن اطلاعاتی می تواند انواع تامین مالی خارجی را با محدود کردن دسترسی یا افزایش هزینه ها محدود کند. در نتیجه عدم تقارن اطلاعاتی سبب افزایش منافع ناشی از نگهداشت موجودی های نقدی می شود زیرا این کار برای شرکت هایی هزینه بر است که دارای عدم تقارن اطلاعاتی زیاد هستند (مایرز و مجلوف^{۶۴} ۱۹۸۴). کیم و همکاران^۹ (۱۹۹۸) و اوپلر و همکاران^{۶۵} (۱۹۹۹) به آن نتیجه رسیده اند که نگهداشت موجودی های نقدی به صورت مستقیم نسبت به میزان عدم تقارن اطلاعاتی و فرصت های رشد آتی تغییر می کند و این مشخصه ای برای ارزش بازار به ارزش دفتری است (یا کیو توبین). در مورد سرمایه گذاری املاک و مستغلات، مطالعات نشان داده اند که نگهداشت موجودی نقدی ارتباط معکوسی با وجوه حاصل از فعالیت های عملیاتی و اهرم دارد و ارتباط مستقیمی با دسترسی به بازار سرمایه و فرصت های رشد/عدم تقارن اطلاعاتی دارد. این یافته ها حاکی از آن هستند که مدیران سرمایه گذاری املاک و مستغلات تمایل به نگهداشت موجودی نقدی کم به منظور کاهش مشکلات نمایندگی جریان نقدی دارند و به این وسیله شفافیت افزایش می یابد و هزینه های آتی سرمایه خارجی کاهش می یابد (هاردین و همکاران^{۹۰} ۲۰۰۹).

هیل و همکاران^۱ (۲۰۱۲) نیز دریافته اند که وجه نقد سرمایه گذاری املاک و مستغلات ارزش زیادی دارد و منطبق با شفافیت زیاد و هزینه های نمایندگی اندکی است که با نوع سازمانی سرمایه گذاری املاک و مستغلات در ارتباط است. این ناشی از ویژگی های املاک و مستغلات است زیرا این گونه شرکت ها دارای ساختارهای شفاف مشابهی هستند. ارزش آنها ناشی از دارایی های فیزیکی است که در صورت های مالی به چشم می خورد. بنابراین، صنعت املاک و مستغلات نسبت به صنایع دیگر شفافیت بیشتری دارد. یک نمونه از سرمایه گذاری املاک و مستغلات برای ارزیابی عوامل تعیین کننده نگهداشت موجودی نقدی به کار رفته است، اما هیچ تحقیق مشابهی وجود ندارد که مربوط به شرکت های املاک و مستغلات به طور ویژه باشد.

جدول ۲-۲: یافته های مربوط به نگهداشت موجودی های نقدی

محققین	یافته ها
کیم و همکاران ^{۸۹} (۱۹۹۸)، اوپلر و همکاران ^{۶۵} (۱۹۹۹)، اوزکان و اوزکان ^۲ (۲۰۰۴)	نگهداشت موجودی های نقدی به صورت مستقیم نسبت به میزان عدم تقارن اطلاعاتی و فرصت های رشد آتی تغییر می کند.
هارفورد ^۳ (۱۹۹۹)، اوپلر و همکاران ^{۶۵} (۱۹۹۹)، پینکویتز و همکاران ^{۷۵} (۲۰۰۶)، آلمیدا و همکاران ^۳ (۲۰۰۴)	نگهداشت موجودی های نقدی زمانی با ارزش است که هزینه های سرمایه گذاری کمتر از حد، زیاد باشد.
کاجلوا و لینز ^{۷۱} (۲۰۰۷)	سرمایه گذاران، ارزش موجودی نقدی نگهداری شده توسط شرکت را کمتر برآورد می کنند تا مشکلات نمایندگی فوق العاده ای داشته باشند.
دوچین (۲۰۱۰)، تانگ (۲۰۱۱)، سابرامانیا و همکاران ^{۸۰} (۲۰۱۱)	تنوع بخشی به شرکت اجازه می دهد تا وجه نقد کمتر نگهداری کند.

^{۸۸} Bagwell and Zechner

^{۸۹} Kim et al

^{۹۰} Hardin et al

^{۹۱} Hill et al

^{۹۲} Ozkan and Ozkan

^{۹۳} Almeida et al

مدیران جهت سرمایه گذاری املاک و مستغلات به منظور کاهش مشکلات مربوط به جریان نقدی، تصمیم به نگهداشت موجودی های نقدی اندک می گیرند.	هاردین و همکاران (۲۰۰۹) ^{۹۰}
وجه نقد سرمایه گذاری املاک و مستغلات به خاطر ساختار شفاف سازمانی، ارزش زیادی دارد.	هیل و همکاران (۲۰۱۰) ^{۹۱}
طبق نظریه سلسله مراتبی، مدیریت، منابع داخلی تأمین مالی را بر منابع خارجی ترجیح می دهد	صلواتی و رسائیان، (۱۳۸۶) ^{۷۸}
شرکت ها در جستجوی آن سطح بهینه از نقدینگی هستند که به دلیل کمبود نقدینگی، ضررهای عمده به شرکت وارد نیاید و از طرفی، با نگهداری وجه نقد اضافی فرصت ها از دست نرود و این مورد، همان سطح نقدینگی هدف از شرکت هاست که البته در دوره های زمانی مختلف، متفاوت است	آقایی و همکاران، (۱۳۸۸) ^{۷۹}

۳-۲- معیار عملکرد

تأثیر حاکمیت شرکتی بر عملکرد شرکت در بسیاری از مطالعات پیشین همواره مورد توجه بوده است. بیشتر این مطالعات (مورک و همکاران ۱۹۸۸، یرماک (۱۹۸۶) از کيو توبین به عنوان معیار اصلی عملکرد استفاده کرده اند. برخی از مطالعات در حوزه صنعت املاک و مستغلات به بررسی تأثیرات ثروتی حاکمیت شرکتی پرداخته اند و از معیارهای دیگری برای ارزیابی عملکرد استفاده کرده اند، مثل نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری (M/B)، بازده حقوق صاحبان سهام (ROE)^{۹۵} و بازده دارایی ها (ROA)^{۹۶} برای مثال، فرایدی و سیرمانز^{۹۷} (۱۹۹۷) به بررسی تأثیر ترکیب هیئت مدیره سازمانی و مالکیت داخلی بر ارزش بازار سرمایه گذاری های املاک و مستغلات آمریکا پرداخته اند و آن را بر اساس نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری سنجیده اند. آنها به این نتیجه رسیده اند که وقتی هیئت مدیره تا ۵۰ درصد مستقل باشد و مالکیت سهام مدیران بیشتر باشد، ارزش شرکت بالاتر خواهد بود. همچنین، گوش و سرمانز^{۹۸} (۲۰۰۳) و فانگ و همکاران^{۹۹} (۲۰۰۵) نشان داده اند که ارتباط مثبت معناداری بین عملکرد و فعالیت بیرونی هیئت مدیره و ارزش سرمایه گذاری املاک و مستغلات وجود دارد که عملکرد با استفاده از بازده حقوق صاحبان سهام و بازده دارایی ها سنجیده شده است.

مثلاً سرمایه گذاری املاک و مستغلات، در سطح نهادی، قیمت سهام نشان دهنده ارزش دارایی های مشهود زیربنایی است. نقطه شروع این کار، مقاله ای بوده است که توسط ونومر رولند^{۱۰۰} (۱۹۸۹) نوشته شده است و نشان داده که ارزش گذاری دارایی های شرکت معمولاً با ارزش دارایی های زیربنایی ارتباط بیشتری دارد و ارتباط کمتری با سود کسب شده و سود تقسیمی دارد. از این رو، شرکت های وابسته به املاک و مستغلات از بیشتر ابعاد مشابه سرمایه گذاری املاک و مستغلات و سایر صندوق های سرمایه گذاری دیگر هستند، به جز این که تعیین ارزش خالص دارایی های آنها کار بسیار دشوارتری است. این به خاطر آن است که سهام در بازار سهام ارزش گذاری می شوند، در حالی که دارایی ها در بازار اموال قیمت گذاری می شوند. در شرکت های مزبور، همبستگی نزدیکی بین ارزش پرتفوی اموال و ارزش سهام شرکتی وجود دارد که بر اساس خالص ارزش دارایی ها قیمت گذاری شده اند تا بر اساس نسبت قیمت به سود.

لیو^{۱۰۱} (۲۰۰۳) و لیو و لی^{۱۰۲} (۲۰۰۶) به بررسی رفتار سری های زمانی کسر/صرف خالص ارزش دارایی های شرکت (NAVDISC)^{۱۰۳} از ۱۹۸۵ تا ۱۹۹۹ پرداخته اند و هشت بازار املاک آسیایی را نیز از دوره ۱۹۹۵ تا ۲۰۰۳ بررسی کرده اند. آنها صرف و کسر سهام این شرکت ها را بر اساس تفاوت بین قیمت فعلی سهام (P) به خالص ارزش دارایی ها تقسیم بر، خود خالص ارزش دارایی ها محاسبه کرده اند. هرچه نسبت خالص ارزش دارایی ها به قیمت، بالاتر باشد، به احتمال بیشتر سهام با کسر مبادله می شود (یعنی خالص ارزش دارایی با کسر است)؛ در حالی که هرچه نسبت خالص ارزش دارایی ها به قیمت کمتر باشد، سهام بیشتر با صرف مبادله می شود (یعنی خالص ارزش دارایی با صرف است). هر نوع اصلاحات در مبنای خالص ارزش گذاری دارایی باعث می شود که ارزش شرکت املاک که ناشی از دارایی های زیربنایی آن است، بسیار بیشتر از ارزشی شود که با استفاده از نسبت استاندارد قیمت به سود یا سود سهام به دست می آید، زیرا دارایی های واقعی آنها در طول زمان، رشد می کنند. بر خلاف آن، می توان استدلال کرد که حرکت در

^{۹۴}Morck et al. Yermack,

^{۹۵}Return on equity

^{۹۶}Return on Asset

^{۹۷}Friday and Sirmans

^{۹۸}Ghosh and Sirmans

^{۹۹}Feng et al

^{۱۰۰}Venmore-Rowland

^{۱۰۱}Liow

^{۱۰۲}Liow and Li

^{۱۰۳}Net Asset Value Disc

قیمت سهام شرکت، ارتباط نزدیک تری با نوسانات بازار سهام در کوتاه مدت داشته باشد و بنابراین باید به مشخصه های استاندارد سود کسب شده به سود تقسیمی بازار سهام توجه کرد.

به طور تجربی، براخام و وارد^۴(۱۹۹۹) به بررسی ارتباط بلند مدت بین قیمت سهام شرکت های املاک و مستغلات انگلستان و خالص ارزش دارایی پرداخته اند. آنها به این نتیجه رسیده اند که متوسط قیمت سهام شرکت های املاک و مستغلات حدود ۷۵ درصد متوسط خالص ارزش دارایی است. مطالعه انجام شده همچنین از مبنای خالص ارزش دارایی محور برای ارزشگذاری استفاده می کند. سینگ، لیو و پان^۵(۲۰۰۳) نیز به بررسی روابط بلند مدت قیمت سهام و مقادیر اصلی (سود هر سهم، سود تقسیمی هر سهم، خالص ارزش دارایی ها) برای ۶۰ درصد از سهام شرکت های سنگاپوری املاک و مستغلات پرداخته اند. علاوه بر این، لیو (۲۰۰۳) تایید کرده است که خالص ارزش دارایی عاملی در ارزشگذاری شرکت های املاک و مستغلات است.

لیو و لی^{۱۲}(۲۰۰۶) به این نتیجه رسیده اند که صرف یا کسر خالص ارزش دارایی ها در بلند مدت، در بازارهای منطقه ای و بازارهای سهام آسیایی به چشم می خورد. برای ارزیابی سطح حاکمیت شرکتی برای شرکت های املاک و مستغلات وابسته به بورس، از کیو توپین استفاده می شود زیرا این شرکت ها دارای ویژگی های منحصر بفردی هستند و یک نوع طبقه دارایی خاص دارند و بنابراین، کیو توپین می تواند برآورد دقیقی از اطلاعات مربوط به این شرکتها حاصل کند (هارتزل و همکاران ۲۰۰۶). شرکت هایی که دارای مدیریت خوبی هستند، باید مقادیر کیو توپین بالاتر از یک داشته باشند و این نشان می دهد که تخصیص و استفاده از دارایی های شرکت سبب افزایش ارزش می شود. همانطور که لانگ و استولز^{۲۵}(۱۹۹۴) و کاپوزا و سگین^{۳۳}(۲۰۰۰) ادعا کرده اند، کیو توپین را می توان به صورت ارزش فعلی جریانات نقدی آتی تقسیم بر هزینه های جایگزینی تعریف کرد. تعدیل ریسک و استانداردسازی، هیچ کدام برای مقایسه کیو توپین شرکت ها ضروری نیستند. بر اساس نظر چانگ و پرویت^{۷۰}(۱۹۹۴)، پرفکت و ویلز^{۸۰}(۱۹۹۴) و یرماک^{۸۱}(۱۹۹۶)، کیو توپین به صورت نسبت ارزش بازار سرمایه به اضافه ارزش دفتری بدهی به ارزش دفتری کل دارایی ها سنجیده می شود. برای همه شرکت ها، سرمایه گذاری ها به بهای تمام شده در ترازنامه نشان داده می شوند و کل دارایی ها بر اساس تفاوت بین ارزش متعارف و ارزش دفتری اموال سرمایه گذاری تعدیل می شوند. به خاطر در دسترس بودن گزارشات سالانه ای که تعیین کننده ارزش متعارف دارایی های شرکت ها است و بنابراین می تواند تقریب بهتری برای هزینه های جایگزینی به عمل بیاورد، شرکت های وابسته به املاک و مستغلات در صنایع دیگر می توانند معیار بهتری برای کیو توپین باشند.

۳- تنوع بخشی و عملکرد

شرکت هایی که تنوع بخشی دارند می توانند عملکرد بهتری نسبت به رقبای نزدیک خود داشته باشند. مبانی نظری این پژوهش در زیر ارائه شده اند. در ابتدا، این پیش بینی تئوریک منطبق با پیش بینی های ماتسوسکا^{۱۹}(۲۰۰۱) و گومز و لیودان^{۲۰}(۲۰۰۴) است که تاکید کرده بودند، تنوع بخشی می تواند استراتژی بهینه ای برای شرکت هایی باشد که در بین بخش های تجاری مختلف در حال گسترش هستند. در ثانی، مشکل بالقوه عملکرد ضعیف در شرکت های متنوع می تواند به مشکلات نمایندگی انتساب داده شود.

شرکت های متنوع با هزینه های نمایندگی بیشتری مواجه هستند که این به خاطر ساختارهای پیچیده آنها است. با این وجود، دنیس و همکاران^۹(۱۹۹۷) شواهدی پیدا کردند که نشان می دهد مالکیت بیشتر سهام می تواند منافع خصوصی مدیران ناشی از تنوع بخشی را خنثی کند، در حالی که لینز و سراوز^{۱۰}(۱۹۹۹) نشان داده اند که مالکیت متمرکز در دستان افراد درون سازمانی یا خانواده ها می تواند به افزایش تاثیر تنوع بخشی کمک کند. از خانواده های موسس یا خانواده های کنترل کننده انتظار می رود که مشکلات نمایندگی سستی کمتری داشته باشند، اما انگیزه زیادی برای سلب مالکیت از سهامداران اقلیت داشته باشند (فاشیو و همکاران^{۱۰}۲۰۰۱).

۱-۱-۳- مشکلات نمایندگی نگهداشت موجودی های نقدی

مطالعات پیشین اساساً روی عوامل تعیین کننده نگهداشت موجودی های نقدی و وجود سطح بهینه ای از این موجودی ها متمرکز بوده اند. از دیدگاه منطق اقتصادی، شرکت ها تمایل به نگهداشت موجودی نقدی دارند تا هزینه های معاملاتی را کاهش دهند و زیان ناشی از سرمایه گذاری کمتر را به خاطر کمبود سرمایه را حداقل کنند (کیم و همکاران^{۸۹}۱۹۹۸؛ اوپلر و همکاران^{۶۵}۱۹۹۹). همچنین، تئوری نمایندگی نشان می دهد که مدیرانی که دارای جایگاه تثبیت شده ای هستند، به جای تقسیم سود بین سهامداران، در صد

۱۰Barkham and Ward
۱۰Sing, Liow, and Chan
۱۰Hartzell et al
۱۰Chung and Pruitt
۱۰Perfect and Wiles
۱۰Fermack
۱۰Faccio et al

نگهداشت موجودی نقدی هستند؛ اگرچه موجودی های نقدی که زیاد باشند، ممکن است مشکلات دیگری هم برای جریان نقدی آزاد ایجاد کنند (جنسن^{۳۳} ۱۹۸۶؛ دیتمار و همکاران^{۳۱} ۲۰۰۳). شیوه ارتباط نگهداشت موجودی های نقدی با میزان هزینه های نمایندگی، یکی از موضوعات بسیار جالبی است که برای اقتصاد دانان مالی مطرح شده است. مایرز و راجان^{۳۲} (۱۹۹۸) و پینکوویتز و همکاران^{۳۵} (۲۰۰۶) ادعا کرده اند که مدیران ممکن است برای دستیابی به اهداف و منافع شخصی خود، تصمیم به نگهداری موجودی نقدی بگیرند تا این که به شرکت ها کمک کنند که با نیازهای غیر منتظره کنار بیایند و به این ترتیب، دسترسی به سرمایه هزینه بر می شود.

مدیرانی که دارای جایگاه تثبیت شده هستند، انعطاف پذیری هزینه ها را بسیار زیاد ارزش گذاری می کنند و این با نگهداری موجودی نقدی ممکن می شود؛ حتی زمانی که چنین مصارفی باعث کاهش ارزش شرکت شود. در نتیجه، اگر سرمایه گذاران بر این باور باشند که شانس زیادی وجود دارد که مدیران وجه نقد را توزیع کنند، ممکن است یک دلار سرمایه گذاری در موجودی های نقدی را کمتر از ارزش اسمی آن ارزیابی کنند. مدیرانی که در یک ساختار حاکمیت شرکتی خوب فعالیت می کنند، ترجیح می دهند تا وجه نقد مازاد را بین سهامداران تقسیم کنند و از سرمایه گذاران در مقابل انگیزه های منفعت طلبانه مدیریت حمایت کنند. مطالعات پیشین نشان داده اند که منافع سهامداران و مدیران همزمان با افزایش مالکیت مدیران همسو تر می شود و به این وسیله عملکرد شرکت بهتر می شود (مورک و همکاران^{۳۳} ۱۹۸۸؛ مک کنل و سراوز^{۳۳} ۱۹۹۱).

به این ترتیب، پیش بینی می شود که شرکت های خانوادگی با هزینه های نمایندگی کمتری مواجه باشند که این ناشی از تفکیک سهامداران و مدیران است و نشان می دهد که شرکت های خانوادگی، می توانند مدیران خود را بهتر کنترل کنند و به آنها اجازه می دهد تا وجه نقد بیشتری را نگهداری کنند. با این وجود، همزمان با افزایش منافع مالکان خانوادگی، کنترل شرکت نیز افزایش می یابد و این می تواند انگیزه ای برای سهامداران کنترل کننده باشد که از منابع شرکت در راستای اهداف شخصی خود استفاده کنند و از سهامداران اقلیت سلب مالکیت کنند (شلفیر و ویشنی^{۸۷} ۱۹۹۷؛ ویلاوگا و آمیت^{۳۴} ۲۰۰۶؛ ۲۰۰۹). مالکیت مدیریتی بیشتر که تحت کنترل سهامداران اکثریت است، باعث افزایش این احتمال می شود که مدیران منافع شخصی خود را به بهای زبان رسانند به سهامداران اقلیت، دنبال کنند.

۲-۱-۳- سطح نگهداشت موجودی های نقدی برای شرکت های تنوع بخشی شده

شرکت هایی که وجه نقد زیادی را نگهداری می کنند، ارزش کمتری نسبت به سایر شرکت ها در صنایع دیگر دارند. مشکلات نمایندگی باید برای شرکت های املاک و مستغلات هنگ کنگ برجسته تر باشد. بنابراین، منطقی است که انتظار داشته باشیم شرکت های متنوع، وجه نقد کمتری نسبت به رقبای متمرکز نگهداری کنند تا هزینه های نمایندگی ناشی از ساختارهای پیچیده را کاهش دهند. به طور کلی، تنوع بخشی شرکت با دو فرضیه زیر در ارتباط است:

۱. ایجاد یک بازار سرمایه داخلی کارآمد و

۲. مشکلات نمایندگی.

مودیگلیانی و میلر^۵ (۱۹۵۸) معتقدند که در یک محیط غیر حساس، شرکت ها میتوانند همه فرصت های سرمایه گذاری فزاینده ارزش را دریابند. زمانی که بازار با نواقصی مواجه می شود، ممکن است دیگر شرکت نتواند همه پروژه های سرمایه گذاری فزاینده ارزش خود را دنبال کند. یک راه برای کاهش این تأثیرات معکوس، اتکای بیشتر روی منابع سرمایه داخلی از قبیل نگهداشت موجودی های نقدی و جریان نقدی است.

شرکت های متنوع از حق کنترلی نسبت به تخصیص وجوه بیشتر، به بخش هایی برخوردارند که دارای فرصت های سرمایه گذاری بهتری هستند. این باعث افزایش کارایی تخصیص منابع سرمایه داخلی می شود و منابع را به سمت قسمت های بهینه تر هدایت می کند (استین ۱۹۹۷؛ ماتسوسکا و نندا^۶ ۲۰۰۲).^۶ به عبارت دیگر، تنوع بخشی شرکت باعث کاهش نگهداشت موجودی های نقدی می شود و یک بازار سرمایه داخلی کارآمد را ایجاد می کند زیرا می تواند منابع بیشتری را به بخش هایی اختصاص دهد که دارای فرصت های سرمایه گذاری بهتری هستند. بر اساس دیدگاه نمایندگی تنوع بخشی که اولین بار توسط راجان و همکاران^{۳۴} (۲۰۰۰) مطرح شده است، شرکت های متنوع با مشکلات نمایندگی بیشتری مواجه هستند که ناشی از هدف مدیران برای تخصیص منابع است. هزینه های نهایی نگهداشت موجودی نقدی برای شرکت های متنوع، بیشتر از شرکت های متمرکز است و بنابراین، انتظار می رود میزان نگهداشت موجودی های نقدی

^۱Dittmar et al

^۲Myers and Rajan

^۳McConnell and Servaes

^۴Willalunga and Amit

^۵Modigliani and Miller

^۶Stein, Matsusaka and Nanda

نیز کمتر باشد. در بازارهای شفاف و قانونمند، مالکیت خانوادگی شرکت های دولتی باعث تنزل جایگاه مدیران و سلب مالکیت می شود اما می تواند منجر به سلب مالکیت سهامداران اقلیت نیز شود.

نتیجه گیری

هدف اصلی این تحقیق بررسی تاثیر تنوع بخشی سازمانی و نگهداشت موجودی های نقدی بر عملکرد شرکت های وابسته به صنعت املاک و مستغلات می باشد. بنابراین؛ مشکلات نمایندگی تا حدی به خاطر استراتژی های تنوع بخشی است که سبب کاهش ارزش شرکت می شود. شرکت های متنوع، به خاطر شکل سازمانی خود، با هزینه های نمایندگی مواجه هستند و تنوع بخشی می تواند فرایند سودمندی باشد. شرکت های متنوع، نسبت به سایر شرکت های موجود در صنعت، بهره وری بیشتری داشته اند، اگرچه هنوز هم به نظر می رسد که این شرکت ها با کاهش در ارزش مواجه باشند و تاثیرات تنوع بخشی بر عملکرد زمانی قابل توجه بوده است که شرکت ها در وهله اول از یک بخش به دو بخش گسترش یافته اند و وقتی که تعداد بخش ها اضافه شده است، تنها تاثیرات نهایی بر عملکرد داشته است. احتمال تنوع بخشی در شرکت هایی که بهره وری کمتری دارند، بیشتر است. شرکت های متنوع دارای واحدهای تجاری بر اساس اطلاعات ردیابی تجاری، مبادله شده با صرف اینکه در مقایسه با شرکت های مستقل، تعریف می شوند. تنوع بخشی بر حسب نوع دارایی ها موثرتر از تنوع بخشی جغرافیایی بوده است. علاوه بر این، کارهای آکادمیک کمی انجام شده است که به بررسی ارتباط بین ارزش شرکت و تنوع بخشی پرداخته باشد. شرکت های متنوع دارای واحدهای تجاری، مبادله شده با صرف اینکه در مقایسه با شرکت های مستقل، تعریف می شوند. تنوع بخشی بر حسب نوع دارایی ها موثرتر از تنوع بخشی جغرافیایی بوده است. علاوه بر این، کارهای آکادمیک کمی انجام شده است که به بررسی ارتباط بین ارزش شرکت و تنوع بخشی پرداخته باشد. شرکت های متنوع موجودی های نقدی کمتری را نسبت به شرکت های غیر متنوع نگهداری می کنند، زیرا آنها دارای فرصت های سرمایه گذاری بیشتری هستند. شرکت های متنوعی که دارای دارایی های بیشتری از همه بخش ها هستند، موجودی های نقدی کمتری را نسبت به شرکت های متمرکز نگهداری می کنند. در نهایت، شرکت های متنوع ممکن است با مشکلات نمایندگی بیشتری مواجه باشند. بازده های مازاد ارتباط مثبتی با تمرکز جغرافیایی در فرایند تحصیل دارند. شرکت هایی که دارای تمرکز جغرافیایی گسترده تری هستند، عملکرد بهتری نسبت به کل بازار داشته اند و شرکت هایی که به بخش های دیگری تقسیم شده اند، ارزش افزوده اقتصادی (EVA)^{۴۸} بهتری نسبت به شرکت هایی داشته اند که تنها روی املاک و مستغلات متمرکز بوده اند. شرکت های ریسک آمیزتر یا شرکت های دارای فرصت های سرمایه گذاری بهتر، وجه نقد کمتری نگهداری می کنند و این نشان دهنده انگیزه محتاطانه است. افزایش در مانده های نقدی با تغییرات در ویژگی های شرکتی در ارتباط است که مربوط به انگیزه محتاطانه نگهداشت موجودی نقدی می باشد. نگهداشت زیاد موجودی های نقدی با توان بانک ها توضیح داده می شود و نگهداشت موجودی های نقدی همزمان با تضعیف توان بانک ها، کاهش می یابد. وجه نقد سرمایه گذاری املاک و مستغلات ارزش زیادی دارد و منطبق با شفافیت زیاد و هزینه های نمایندگی اندکی است که با نوع سازمانی سرمایه گذاری املاک و مستغلات در ارتباط است که این ناشی از ویژگی های املاک و مستغلات است زیرا این گونه شرکت ها دارای ساختارهای شفاف مشابهی هستند. ارزش آنها ناشی از دارایی های فیزیکی است که در صورت های مالی به چشم می خورد. بنابراین، صنعت املاک و مستغلات نسبت به صنایع دیگر شفافیت بیشتری دارد.

- Adams, A., and P. Venmore-Rowland., (1989) "Property share valuation", *Journal of Property Valuation* 8, 127-142
- Aggarwal, R., and Samwick, A., (2003) "Why do managers diversify the firms? Agency reconsidered", *Journal of Finance* 58, 71-118
- Almeida, H., Campello, M., and Weisbach, M., (2004) "The cash flow sensitivity of cash", *Journal of Finance* 59, 1777-1804
- Amihud, Y., and Lev, B., (1981) "Risk reduction as a managerial motive for conglomerate mergers", *Bell Journal of Economics* 12, 605-617
- Bagwell, L.S., and Zechner, J., (1993) "Influence costs and capital structure", *Journal of Finance* 48, 975-1008
- Bardhan, A.D., R.H. Edelstein, and D. Tsang., (2008) "Global financial integration and real estate security returns", *Real Estate Economics* 36, 285-311
- Barkham, R.J., and Ward, W.R., (1999) "Investor sentiment and noise traders: discount to net asset value in listed property companies in the U.K.", *Journal of Real Estate Research* 18, 291-312
- Bates, T., Kahle, K., and Stulz, R., (2009) "Why do U.S. firms hold so much more cash than they used to?", *Journal of Finance* 64, 1985-2021
- Benveniste, L., Capozza, D.R., and Seguin, P.J., (2001) "The value of liquidity", *Real Estate Economics* 29, 633-666.
- Berger, Phillip G., and Eli Ofek, (1995) "Diversification effect on firm's value", *Journal of Financial Economics* 37, 39-68
- Boer, D., Brounen, D., and Op't Veld, H., (2005) "Corporate focus and stock performance: International evidence from listed property markets", *Journal of Real Estate Finance and Economics* 31, 263-81
- Borghesi, R., Houston, J., and Naranjo, A., (2007) "Value, survival, and the evolution of firm organizational structure", *Financial Management, Autumn*, 5-31
- Brainard, W.C., and Tobin, J., (1968) "Pitfalls in financial model building", *American Economic Review* 58, 99-122
- Campa, J.M., and Kedia, S., (2002) "Explaining the diversification discount", *Journal of Finance* 4, 1731-1762
- Campbell, R.D., M. Petrova, and C.F. Sirmans, (2003) "Wealth effects of diversification and financial deal-structuring: evidence from REIT property portfolio acquisitions", *Journal of Real Estate Finance and Economics* 31, 347-366
- Capozza, D.R., and Seguin, P.J., (1999) "Focus, transparency, and value: The REIT evidence", *Real Estate Economics* 27, 587-619
- Capozza, D.R., and Seguin, P.J., (1999) "Debt, agency, and management contracts in REITs: the external advisor puzzle", *Journal of Real Estate Finance and Economics* 20, 91-116
- Channon, D., (1973) "The strategy and structure of British enterprise", *London: Macmillan and Co.*,
- Cheung, Y.L., P.R. Rau, and A. Stouraitis, (2006) "Tunneling, propping, and expropriation: evidence from connected party transactions in Hong Kong", *Journal of Financial Economics* 82, 343-386
- Cheung, Y.L., J.T. Connelly, P. Limpaphayom, and L. Zhou, (2007) "Do investors really value corporate governance? Evidence from the Hong Kong market", *Journal of International Financial Management & Accounting* 18, 88-122
- Chung, K.H., and Pruitt, S.W., (1994) "A simple approximation of Tobin's q", *Financial Management* 23, 70-74
- Claessens, S., Djankov, S., and Lang, H.P., (2000) "The separation of ownership and control in East Asian corporations", *Journal of Financial Economics* 58, 81-112
- Comment, R., and Jarrell, G., (1995) "Corporate focus and stock returns", *Journal of Financial Economics* 37, 67-87
- Cronqvist, H., P. Hogfeldt, and M. Nilsson, (2001) "Why agency costs explain diversification discounts", *Real Estate Economics* 29, 85-126
- Crutchley, E., and S. Hansen, (1989) "A test of the agency theory of managerial ownership, corporate leverage, and corporate dividends", *Financial Management* 18, 36-46
- Denis, D., Denis, D., and Sarin, A., (1997) "Agency problems, equity ownership and corporate diversification", *Journal of Finance* 52, 135-160
- Dittmar, A., J. Mahrt-Smith, and H. Servaes, (2003) "International corporate governance and corporate cash holdings", *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 38, 111-133
- Dittmar, A., and J. Mahrt-Smith, (2007) "Corporate governance and the value of cash holdings", *Journal of Financial Economics* 83, 599-634
- Doukas, J.A., Holmen, M., and Travlos, N.G., (2002) "Diversification, ownership, and control of Swedish corporations", *European Financial Management* 8, 281-314

- Easterbrook, F. (1984) "Two agency cost explanations of dividends" *American Economic Review* 74, 650-659
- Eichholtz, P.M.A., H. Op't Veld, and M. Schweitzer, (2000) "REIT performance: Does managerial Specialization Pay?" In P. Harker and S. Zenios (eds.), *Performance of Financial Institutions*, Cambridge, USA: University Press.
- Eichholtz, P.M.A., Koedijk, K., and Schweitzer, M., (2001) "Global property investment and the costs of international diversification" *Journal of International Money & Finance*, 20, 349-366
- Encaua, D., Jacquemin, A., and Moreaux, M. (1986) "Global market power and diversification" *The Economic Journal* 96, 525-533
- Faccio, M., Lang, H.P., and Young, L., (2001) "Dividends and expropriation", *American Economic Review* 91, 54-78
- Fazzari, M., and Petersen, C., (1993) "Working capital and fixed investment: new evidence in financing constraints", *The RAND Journal of Economics* 24, 328-342
- Feng, Z., Ghosh, C., and Sirmans, C.F., (2005) "How important is the board of directors to REITs performance" *Journal of Real Estate Portfolio Management* 11, 281-293
- Ferreira, A., and Vilela, S. (2004) "Why do firms hold cash? Evidence from EMU countries" *European Financial Management* 10, 295-319
- Fisher, J., and Liang, Y. (2000) "Is sector diversification more important than regional diversification?" *Real Estate Finance* 17, 34-40
- Friday, H.S., and Sirmans, G.S. (1998) "Board of director monitoring and firm value in REITs" *Journal of Real Estate Research* 16, 411-427
- Gentry, W.M., and Mayer, C.J., (2003) "What can we learn about the sensitivity of investment stock prices with a better measure of Tobin's q?" *Working Paper, Williams College and University of Pennsylvania*
- Gertner, R., and Scharfstein, D., and Stein, J., (1994) "Internal versus external capital markets" *Quarterly Journal of Economics* 109, 1211-1230
- Ghosh, C., and Sirmans, C.F., (2003) "Board independence, ownership structure and performance: evidence from real estate investment trusts" *Journal of Real Estate Finance and Economics* 26, 287-318
- Gomes, J., and D. Livdan., (2004) "Optimal diversification: Reconciling theory and evidence", *Journal of Finance* 59, 507-535
- Gompers, P., Ishii, J., and Metrick, A., (2003) "Corporate governance and equity price", *Quarterly Journal of Economics*, 107-155
- Graham, J.R., Lemmon, M.L., and Wolf, J.G., (2002) "Does corporate diversification destroy value", *Journal of Finance*, 57, 695-720
- Hansen, S., Kumar, R., and Shome, K., (1994) "Dividend policy and corporate monitoring: evidence from the regulated electricity utility industry", *Financial Management* 23, 16-22
- Hardin, W., Highfield, M., Hill, M., and Kelly, G., (2009) "The determinants of REIT cash holdings", *Journal of Real Estate Finance and Economics* 39, 39-57
- Hartzell, J.C., Sun, L., and Titman, S., (2006) "The effect on corporate governance on investment: Evidence from Real Estate Investment Trusts", *Real Estate Economics* 34, 343-376
- Haushalter, D., Klasa, S., Maxwell, W., (2007) "The influence of product market dynamics on risk management policies", *Journal of Financial Economics* 84, 797-825
- Hoesli, M., Lekander, J., and Witkiewicz, W., (2004) "International evidence on real estate as a portfolio diversifier", *Journal of Real Estate Research* 26, 161-206
- Harford, J., (1999). "Corporate cash reserves and acquisitions", *Journal of Finance* 54, 1969-1997
- Harford, J., S.A. Mansi, and W.F. Maxwell (2008). "Corporate governance and firm cash holdings in the U.S.", *Journal of Financial Economics* 87, 535-555
- Heckman, J., (1979). "Sample selection as a specification error", *Econometrica* 47, 153-161
- Himmelberg, P., Hubbard, R., and Palia, D., (1999) "Understanding the determinants of managerial ownership and the link between ownership and performance", *Journal of Financial Economics* 83, 483-512
- Ho, S.M., Lam, C.K., and Sami, H., (2004) "The investment opportunity set, director ownership, and corporate policies: evidence from an emerging market", *Journal of Corporate Finance* 10, 383-408
- Hubbard, R., and Palia, D., (1999) "A reexamination of the conglomerate merger wave in the 1960s: an internal capital markets view", *Journal of Finance* 54, 1131-1152
- Hui, C.M., Ooi, T.L., and Wong, S.K., (2007) "Economic Performance of property Companies in Hong Kong", *Journal of Property Research* 24, 139-157

- Hyland, D., and Diltz, J., (2002) "Why firms diversify: an empirical examination", *Financial Management* 31, 81-111
- James, H., (1999) "Ownership as manager, extended horizons and the family firms", *International Journal of Economics and Business* 6, 41-56
- Jensen, M.C., and Meckling, W.H., (1976) "Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure" *Journal of Financial Economics* 3, 305-360
- Jensen, M.C. (1986) "Agency Costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers" *American Economic Review* 76, 323-329
- Jensen, M.C. (1988) "Takeovers: their causes and consequences" *Journal of Economic Perspectives* 2, 21-48
- Kalcheva, I. and Lins, K., (2007) "International evidence on cash holdings and expected managerial agency problems" *Review of Financial Studies* 20, 1087-1112
- Keynes, John Maynard, (1936) "The general theory of employment, interest and money" (Harcourt Brace, London)
- Khanna, N. and S. Tice, (2002) "Organizational form and product market competition: Are focused firms weak competitors" *Michigan State University Working Paper*.
- Khanna, N. and S. Tice, (2001) "The bright side of internal capital markets" *Journal of Finance* 4, 1489-1528
- Kim, C., D.C. Mauer, and A.E. Sherman, (1998) "The determinants of corporate liquidity: Theory and evidence" *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 33, 335-359
- Kohl, N., and Schaefer, W., (2012) "Corporate governance and market valuation of publicly traded real estate companies: evidence from Europe" *Journal of Real Estate Finance and Economics*, 44, 362-393
- Kusnadi, Y., and Wei, K.C., (2011) "The determinants of corporate cash management policies: evidence from around the world" *Journal of Corporate Finance* 17, 725-740
- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, and A. Shleifer, (1999) "Corporate ownership around the world" *Journal of Finance* 54, 471-517
- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, and A. Shleifer (2000a) "Agency problems and dividend policies around the world" *Journal of Finance* 55, 1-33
- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, and R. Vishny (2000b) "Investor protection and corporate governance" *Journal of Financial Economics* 58, 3-27
- Lamont, Owen, (1997) "Cash flow and investment Evidence from internal capital markets" *Journal of Finance* 52, 183-199
- Lang, H.P., and Stulz, R., (1994) "Tobin's q , corporate diversification and firm performance" *Journal of Political Economy* 102, 1248-1280
- Lee, S., (2001) "The relative importance of property type and regional factors in real estate returns" *Journal of Real Estate Portfolio Management* 7, 159-167
- Lewellen, W.G., (1971) "A pure financial rationale for the conglomerate merger" *Journal of Finance* 26, 521-537
- Lin, C., and Su, D., (2008) "Industrial diversification, partial privatization and firm valuation: evidence from publicly listed firms in China" *Journal of Corporate Finance* 14, 405-417
- Lins, K., and H. Servaes, (1999) "International evidence on the value of corporate diversification" *Journal of Finance* 54, 2215-2239
- Liow, K.H., (2003) "Property company stock price and net asset value: a mean reversion" *Journal of Real Estate Finance and Economics* 27, 235-255
- Liow, K.H., and Li, Y., (2006) "Net asset value discounts for Asian-Pacific real estate companies: long-run relationships and short-term dynamics" *Journal of Real Estate Finance and Economics* 33, 363-388
- Liow, K.H., and Newell, G., (2012) "Investment dynamics of the greater china securitized real estate markets" *Journal of Real Estate Research* 34, 399-428
- Liu, H., and Mei, J., (1998) "The predictability of international real estate markets, exchange rate risks and diversification consequences", *Real Estate Economics* 26, 3-39
- Maksimovic, V., and G. Phillips, (2002) "Do conglomerate firms allocate resources inefficiently across industries? Theory and Evidence" *Journal of Finance* 57, 721-767
- Mansi, S., and Reeb, M., (2002) "Corporate diversification: What gets discounted?" *Journal of Finance* 5, 2167-2183
- Matsusaka, J. (2001) "Corporate diversification, value maximization, and organizational capabilities" *Journal of Business* 74, 409-431
- Matsusaka, J., and Nanda, V., (2001) "Internal capital markets and corporate refocusing" *Journal of Financial Intermediation* 11, 176-211
- McConnell, J., and Servaes, H., (1990) "Additional evidence on equity ownership and corporate value" *Journal of Financial Economics* 27, 595-612

- Mikkelson, W.H., and M.M. Partch, (2003) "Do persistent large cash reserves hinder performance" *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 38, 275-294
- Modigliani, F., and M.H. Miller, (1958) "The cost of capital, corporation finance and the theory of investment" *American Economic Review* 48, 261-297
- Montgomery, C.A., (1994) "Corporate diversification" *Journal of Economic Perspective* 8, 163-178
- Morck, R.K., Shleifer, A., and Vishny, R., (1988) "Management ownership and market valuation: An empirical analysis" *Journal of Financial Economics* 20, 293-315
- Mulligan, C.B., (1997) "Scale economics, the value of time, and the demand for money" *Journal of Political Economy* 105, 1061-1079
- Myers, S. (1984) "The capital structure puzzle" *Journal of Finance* 56, 575-592
- Myers, S., and N.S. Majluf, (1984) "Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have" *Journal of Financial Economics* 13, 187-221
- Myers, S., and R.G. Rajan, (1998) "The paradox of liquidity" *Quarterly Journal of Economics* 5, 733-771
- Newell, G., and K.W. Chau, (1996) "Linkages between direct and indirect property performance in Hong Kong" *Journal of Property Finance* 27, 9-29
- Opler, T., Pinkowitz, L., Stulz, R., and Williamson, R., (1999) "The determinants and implications of corporate cash holdings" *Journal of Financial Economics* 52, 3-46
- Ozkan, A., (1996) "Corporate bankruptcies, liquidation costs and the role of bank" *The Manchester School* 64, 104-119
- Ozkan, A., and Ozkan, Z., (2004) "Corporate cash holdings: an empirical investigation of UK companies" *Journal of Banking and Finance* 28, 2103-2134
- Pinkowitz, L. Stulz, R., and Williamson, R., (2006) "Does the contribution of corporate cash holdings and dividends to firm value depend on governance? A cross-country analysis" *Journal of Finance* 61, 2725-2751
- Duchin, R. (2010) "Cash holdings and corporate diversification" *Journal of Finance* 65, 955- 992
- Rajan, R.G., and L. Zingales, (1995) "What do you know about capital structure? Some evidence from international data" *Journal of Finance* 50, 1421-1460
- Rajan, R.G., H. Servaes, and L. Zingales, (2000) "The cost of diversity: The diversification discount and inefficient investment" *Journal of Finance* 55, 35-80
- Ramanujam, V., and Varadarajan, P., (1989) "Research on corporate diversification: A synthesis" *Strategic Management Journal* 10, 523-551
- Rumelt, R., (1974) "Strategy, structure, and economic performance" (*Division of Research, Harvard Business School, Boston*)
- Rumelt, R., (1982) "Diversification strategy and profitability" *Strategic Management Journal* 3, 359-369
- Scharfstein, D., and Stein, J., (2000) "The dark side of internal capital markets: divisional rent-seeking and inefficient investment" *Journal of Finance* 55, 2537-2564
- Schoar, A. (2002) "Effect of corporate diversification on productivity" *Journal of Finance* 57, 2379-2403
- Servaes, H. (1996) "The value of diversification during the conglomerate merger wave" *Journal of Finance* 51, 1201-1225
- Shelton, L., (1988) "Strategic business fits and corporate acquisition: empirical evidence" *Strategic Management Journal* 9, 279-287
- Shleifer, A., and Vishny, R., (1987) "A survey of corporate governance", *Journal of Finance* 52, 737-783
- Shleifer, A., and Vishny, R., (1989) "Management entrenchment: The case of manager-specific investments", *Journal of Financial Economics* 25, 123-139
- Shleifer, A., and Vishny, R., (1992) "Liquidation values and debt capacity: a market equilibrium approach", *Journal of Finance* 47, 1343-1366
- Shin, H., and Stulz, M., (1998) "Are internal capital markets efficient" *Quarterly Journal of Economics* 113, 531-552
- Sing, T.F., Liow, K.H., and Chan, W.J., (2002) "Mean reversion of Singapore property stock prices towards their fundamental values", *Journal of Property Investment & Finance* 20, 373- 387
- Song, K., and Lee, Y., (2012) "Long-term effects of a financial crisis: evidence from cash holdings of East Asian firms", *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 47, 617-641
- Stein, J. (1997) "Internal capital markets and the competition for corporate resources", *Journal of Finance* 52, 111-134
- Stulz, M. (1990) "Managerial discretion and optimal financing policies" *Journal of Financial Economics* 26, 3-37
- Subramaniam, V., Tang, T., Yue, H., and Zhou, X., (2011) "Firm structure and corporate cash holdings" *Journal of Corporate Finance* 17, 759-773

- Teece, D.J., (1980) "Economies of scope and the scope of the enterprise" *Journal of Economic Behavior & Organization* 1, 223-247
- Titman, S., and R. Wessels, (1988) "The determinants of capital structure choice" *Journal of Finance* 43, 1-18
- Tong, Z., (2011) "Firm diversification and the value of corporate cash holdings" *Journal of Corporate Finance* 17, 741-758
- Villalonga, B., (2004) "Diversification discount or premium? New evidence from BITS establishment-level data" *Journal of Finance* 59, 479-506
- Villalonga, B., and Amit, R. (2006) "How do family ownership, control and management affect firm value?" *Journal of Financial Economics* 80, 385-417
- Villalonga, B., and Amit, R. (2009) "How are U.S. family firms controlled?" *Review of Financial Studies* 22, 3049-3091
- Walker, A., Chau, K.W., and Lai, L.W.C., (1995) "*Hong Kong in China: real estate in the economy*" Brook Hillier Parker, Hong Kong
- Weston, J.F. (1970) "The nature of significance of conglomerate firms" *St. John's Law Review* 44, 66-80
- Whited, T.M. (1992) "Debt, liquidity constraints, and corporate investment, evidence from panel data" *Journal of Finance* 47, 1425-1460
- Whited, T.M. (2001) "Is it efficient investment that causes the diversification discount?" *Journal of Finance* 56, 1667-1691
- Williamson, E. (1975) "Markets and hierarchies: analysis and antitrust implications" (*Collier Macmillan Publishers, Inc., New York*)
- Yermack, D. (1996) "Higher market valuation companies with a small board of directors" *Journal of Financial Economics* 40, 185-212