

بررسی عملکرد تصاحب شرکت‌ها در ایران

دکتر علی جهانخانی^۱

دکتر اصغر عارفی^۲

چکیده

یکی از استراتژی‌های سطح شرکت^۳، استراتژی تصاحب و ادغام شرکت‌ها است. استراتژی تصاحب و ادغام شرکت‌ها به منظور خلق ارزش و افزایش ثروت صاحبان سهام اتخاذ می‌گردد. انگیزه‌ها و دلایل متعددی، مدیران عالی شرکت‌ها را به اتخاذ استراتژی مذکور تشویق می‌نماید که مهمترین آنها هم‌افزایی است. در این مقاله سعی شده است عملکرد معاملات تصاحب شرکت‌ها در ایران مورد بررسی علمی قرار گیرد. پس از طراحی شاخص‌های ارزیابی، اطلاعات معاملات انجام شده در دوره پژوهشی ۱۳۷۶ تا ۱۳۸۱ از سازمان بورس اوراق بهادار جمع‌آوری و با استفاده از روش‌های t استیودنت و فریدمن (ناپارامتریک) تجزیه و تحلیل شده است. به منظور شناسایی اثرات کلان اقتصادی و صنعتی، نتایج آزمون شرکت‌های هدف (تصاحب شده) با نتایج شرکت‌های مشابه تصاحب نشده، مقایسه می‌گردد. این پژوهش برای اولین بار با استفاده از اطلاعات جمع‌آوری شده بر اساس چارچوب مبانی نظری تصاحب و ادغام شرکت‌ها در دنیا، ادبیات تصاحب شرکت‌های ایرانی را تدوین کرده است. نتایج کلی تحقیق بیانگر این است که مدیران شرکت‌های خریدار توانایی بهبود عملکرد و خلق ارزش

^۱ - استادیار دانشگاه شهید بهشتی

^۲ - فارغ‌التحصیل و عضو هیأت علمی دانشگاه شهید بهشتی

^۳ - Corporate Level

برای صاحبان سهام شرکت نداشته‌اند و اغلب معاملات تصاحب شرکت در ایران با شکست مواجه شده و منجر به انتقال ثروت از سهامداران شرکت خریدار به سهامداران قبلی شرکت هدف شده است.

واژه‌های کلیدی: عملکرد، تصاحب، بورس اوراق بهادار

طبقه بندی موضوعی: G34

– مقدمه

یکی از استراتژی‌های سطح شرکت، استراتژی تصاحب و ادغام^۴ شرکت‌ها است. مهم‌ترین دلایل اتخاذ استراتژی مذکور کسب هم‌افزایی، افزایش ثروت صاحبان سهام، صرفه‌جویی‌های مقیاس و حیطه، افزایش سهم بازار، افزایش کارایی، افزایش توان تحقیق و توسعه، رشد شرکت و کاهش ریسک در راستای تحقق مهم‌ترین هدف شرکت‌ها مبنی بر خلق ارزش و افزایش ثروت صاحبان سهام است. درمقابل طرفداران تصاحب و ادغام شرکت‌ها، دیدگاه دیگری، معاملات مذکور را عامل نابودی ثروت صاحبان سهام شرکت خریدار می‌داند. مخالفان ادعا می‌کنند که تحقیق‌های انجام شده بیانگر این است که رشد از طریق توسعه داخلی، راه‌اندازی پروژه‌های جدید و شرکت‌های تازه تاسیس مطلوبیت بیشتری نسبت به تصاحب و ادغام شرکت‌ها دارد. با توجه به دیدگاه موافقین و مخالفین تصاحب و ادغام شرکت‌ها، این مقاله عملکرد معاملات تصاحب شرکت‌ها در ایران را بررسی می‌کند و در پی پاسخگویی به سؤالات زیر است:

۱- تصاحب و ادغام شرکت‌ها چه تاثیری بر نرخ رشد فروش شرکت‌های هدف داشته است؟

4- Merger and Acquisition(M&A)

۲- تصاحب و ادغام چه تاثیری بر نرخ بازدهی حقوق صاحبان سهام شرکت‌های هدف داشته است؟

۳- تصاحب و ادغام چه تاثیری بر نرخ بازدهی دارایی‌های شرکت‌های هدف دارد؟

۴- وضعیت جریان نقدی عملیاتی (سود عملیاتی + استهلاک) پس از تصاحب در شرکت‌های هدف چگونه بوده است؟

۱- تحقیقات انجام شده تصاحب و ادغام شرکت‌ها

علی‌رغم استفاده روز افزون از استراتژی تصاحب و ادغام شرکت‌ها، اتفاق آرا در خصوص اثرات استراتژی مذکور بر شرکت‌های خریدار و هدف وجود ندارد. تحقیقات انجام شده، نتایج متفاوتی را به دست آورده‌اند و اغلب آنها بیانگر شکست در دستیابی به اهداف تصاحب و ادغام است. در این قسمت از مقاله به تحقیقات گذشته و کاربرد آنها در پژوهش حاضر اشاره می‌شود.

Mueller و Zulehner و Yurtoglu و Gugler (۲۰۰۳) اثرات تصاحب و ادغام شرکت‌ها، در پانزده سال گذشته جهان را مورد تجزیه و تحلیل قرار دادند. محققین در پی پاسخگویی به این پرسش بودند که آیا استراتژی مذکور، نسبت سود قبل از کسر بهره و مالیات به دارایی و میزان فروش را افزایش داده است. در تحقیق مذکور با توجه به شاخص قدرت بازار (رشد فروش) نتایج بیانگر شکست تصاحب و ادغام بوده ولی با توجه به شاخص سودآوری، موفقیت‌آمیز بوده است. در این مقاله از شاخص فروش تحقیق مذکور به عنوان شاخص قدرت بازار و رشد شرکت هدف استفاده شده است [۱].

Ghosh (۲۰۰۱)، عملکرد مالی شرکت‌های ادغام شده در سال‌های ۱۹۸۱ تا ۱۹۹۵ آمریکا را مورد بررسی قرار داد. محقق مذکور در پی آزمون وضعیت جریان نقدی عملیاتی و

اجزای تشکیل دهنده آن در قبل و پس از تصاحب را مورد آزمون قرار داده است. جریان نقدی عملیاتی به صورت فروش منهای بهای تمام شده کالای فروش رفته و هزینه‌های اداری و فروش بعلاوه هزینه‌های استهلاک و سرقفلی تعریف شده است. براساس نتایج این پژوهش، نشانه‌ای دال بر بهبود جریان نقدی عملیاتی پس از انجام معامله شرکت‌های خریدار به دست نیامده است [۲].

Rahman و Limmack (۲۰۰۰) عملکرد مالی ۹۷ شرکت خریدار و ۱۱۷ شرکت هدف مالزیایی در سال‌های ۱۹۸۸ تا ۱۹۹۲ را مورد بررسی قرار دادند. این تحقیق در پی پاسخگویی به این سوال بود که آیا تصاحب در کشورهای در حال توسعه نظیر مالزی منجر به بهبود عملکرد طرفین معامله می‌شود یا نه. معیار موفقیت معاملات، جریان نقدی عملیاتی دو سال قبل از تصاحب و ترکیب اطلاعات مالی دو سال پس از انجام معامله بر اساس داده‌های اطلاعات صورت‌های مالی شرکت‌های خریدار و هدف تعریف و محاسبه شده است. بر اساس نتایج به دست آمده، (برخلاف نتایج پژوهش Ghosh)، تصاحب در شرکت‌های مالزی، باعث بهبود جریان نقدی عملیاتی بلندمدت شده است [۳].

Dickerson و Gibson و Tsakalotos (۱۹۹۶) در یک دوره مطالعاتی طولانی تاثیر تصاحب وادغام بر عملکرد بلندمدت شرکت‌های انگلیسی را مورد بررسی قرار دادند. نتایج محققین مذکور نشان داد که تصاحب وادغام، در بلندمدت عامل تخریب ارزش است و به تبع آن ارزش ثروت صاحبان سهام کاهش خواهد یافت. بر اساس نتایج تحقیق، سرمایه‌گذاری داخلی نسبت به تصاحب (سرمایه‌گذاری خارج از سازمان) اثر مطلوب‌تری بر عملکرد شرکت‌های خریدار دارد. تصاحب شرکت‌ها بر سودآوری کوتاه‌مدت و بلندمدت شرکت‌های خریدار تأثیر منفی می‌گذارد. از شاخص نسبت بازدهی سرمایه‌گذاری و رویکرد

ارزیابی محققین مذکور به عنوان یکی از شاخص‌های ارزیابی تصاحب در این مقاله استفاده شده است [۴].

Kennedy و Limmack (۱۹۹۶) ۲۴۷ شرکت هدف پذیرفته شده در بورس، طی سال‌های ۱۹۸۰ تا ۱۹۸۹ را مورد بررسی قرار داده‌اند. محققین مذکور با توجه به دیدگاه مدیران شرکت‌های خریدار، مبنی بر ایجاد ارزش به وسیله جایگزین نمودن مدیریت ناکار، به بررسی رابطه عملکرد شرکت هدف و جابجایی و تغییر مدیریت عالی آنها پرداختند. نتایج پژوهش مذکور نشان داد که انگیزه و هدف انتقال مهارت‌های مدیریتی از شرکت خریدار به شرکت هدف، نمی‌تواند ثروت خلق نماید. بنابراین صرف تغییر و جایگزین کردن مدیران شرکت هدف، نمی‌تواند خلق کننده ارزش برای سهامداران شرکت خریدار باشد [۵].

McDougall (۱۹۹۵) با استفاده از رویکرد سازماندهی صنعتی^۵، اثرات اقتصادی تصاحب و ادغام شرکت‌های هدف کانادایی، طی سال‌های ۱۹۸۵ تا ۱۹۸۷ را بررسی کرد. وی با استفاده از رویکرد سازمان صنعتی، عملکرد را با استفاده از صورت‌های مالی قبل و پس از تصاحب، بررسی نمود. حجم نمونه پژوهش، ۱۳۱ شرکت هدف بوده است که حداقل اطلاعات حسابداری یک سال پس از تصاحب را داشته‌اند. در این پژوهش، عملکرد تصاحب کنندگان داخلی و خارجی ارزیابی و مقایسه شده است. نتایج تحقیق McDougall (۱۹۹۶) بیانگر این است که خریداران داخلی سودآوری کوتاه‌مدت را پیگیری کرده‌اند. بر اساس نتایج تحقیق می‌توان گفت که تصاحب کنندگان خارجی نسبت به تصاحب کنندگان داخلی، دیدگاه بلندمدت و سازنده‌ای در اقتصاد کلان کشور هدف داشته‌اند. در این مقاله از شاخص سود قبل از کسر

^۵- The Industrial Organization Approach

مالیات به حقوق صاحبان سهام، به عنوان یکی از شاخص‌های بررسی عملکرد استفاده شده است [۶].

Healy و palpu و Ruback (۱۹۹۰)، پنجاه معامله تصاحب وادغام آمریکایی در سال‌های ۱۹۷۹ تا ۱۹۸۳ را با استفاده از تجزیه و تحلیل صورت‌های مالی اساسی مورد بررسی قرار دادند. مهم‌ترین پرسش مطرح شده در این پژوهش، بررسی میزان سودآوری و میزان خلق ارزش سرمایه‌گذاری‌های انجام شده از طریق تصاحب شرکت‌ها است. در این پژوهش عملکرد پس از معامله شرکت‌های خریدار و هدف با استفاده از معیار جریان نقدی عملیاتی^۶ مورد ارزیابی قرار گرفته است. نتایج تحقیق بیانگر بهبود جریان نقدی عملیاتی (سود عملیاتی + هزینه استهلاک) پس از تصاحب می‌باشد [۷].

Ravenscraft و Scherer (۱۹۸۷)، ۹۶ تصاحب تهاجمی شرکت‌ها در سال‌های ۱۹۵۰ تا ۱۹۷۷ آمریکا را مورد مطالعه قرار دادند. بر اساس دیدگاه محققین مذکور یکی از موانع ارزیابی دقیق عملکرد پس از تصاحب در آمریکا، کانادا و کشورهای اروپایی، فقدان صورت سود و زیان و ترازنامه مستقل پس از تصاحب برای شرکت‌های هدف است. بنابراین محققین مذکور اطلاعات شرکت‌های هدف را از طریق مکانیزم جداسازی اطلاعات مالی شرکت‌های هدف، از شرکت‌های خریدار، به دست آوردند و به تجزیه و تحلیل عملکرد شرکت‌های هدف پرداختند. نتایج تحقیق نشان می‌دهد که عملکرد قبل از خرید و تصاحب شرکت‌های هدف، به طور معنی‌داری کمتر از متوسط صنعت مربوطه می‌باشد. شرکت‌های مذکور در دهه هفتاد سودآوری کمتری نسبت به شرکت‌های مشابه در صنعت مربوطه

^۶- Operating Cash Flow

داشته‌اند. البته نشانه ای هم از افزایش سود عملیاتی شرکت هدف پس از تصاحب، به دست نیامده است [۸].

Mueller (۱۹۸۵)، تأثیر تصاحب و ادغام شرکت‌ها بر سهم بازار را مورد بررسی قرار داده است. نتایج تحقیق نشان می‌دهد که در دهه‌های شصت و هفتاد سهم بازار و نرخ رشد شرکت‌های هدف افزایش نیافته است. در برخی از شرکت‌های مورد بررسی کاهش قابل توجهی در سهم بازار محصولات مشاهده شده است. به طور خلاصه یافته‌های تحقیق، فرضیه افزایش سهم بازار شرکت‌های تصاحب شده را رد می‌کند. به عبارت دیگر، سهم بازار شرکت‌های هدف روند کاهشی نداشته است ولی قطعاً افزایشی نبوده است [۹]. در این مقاله، از شاخص فروش (سهم بازار) به عنوان یکی از شاخص‌های موفقیت (شکست) استفاده شده است.

Doi و Ikeda (۱۹۸۳)، ۴۹ شرکت ادغام شده و پذیرفته شده در بورس‌های توکیو، اوزاکا و ناگویا (ژاپن) در سال‌های ۱۹۶۴ تا ۱۹۷۵ را مورد بررسی قرار دادند. نتایج تحقیق در دو دوره سه ساله و پنج ساله ارائه گردیده است که در دوره سه ساله، نرخ بازدهی حقوق صاحبان سهام بیش از پنجاه درصد و نرخ بازدهی دارایی‌ها نزدیک به پنجاه درصد نمونه بهبود داشته است. در آزمون‌های مطلق و نسبی دوره پنج ساله هر دو معیار سودآوری (نرخ بازدهی دارایی و نرخ بازدهی حقوق صاحبان سهام) بالاتر از پنجاه درصد نمونه، بهبود داشته است. شاخص‌های کارایی (هزینه‌ها به فروش، فروش به دارایی‌ها، فروش به تعداد نیروی انسانی)، نرخ رشد و هزینه‌های تحقیق و توسعه بیش از پنجاه درصد نمونه در هر دو دوره سه و پنج ساله رشد داشته است [۱۰].

Hoshino (۱۹۸۱) با هدف تجزیه و تحلیل سیستمی، عملکرد ادغام‌های انجام شده در سال ۱۹۷۰ ژاپن، را مورد بررسی قرار داده است. نتایج پژوهش Hoshino بر خلاف

نتایج تحقیق Doi و Ikeda (۱۹۸۳) بیانگر شکست استراتژی تصاحب و ادغام است. نتایج پژوهش Hoshino نشان می دهد که پس از ادغام، نسبت های حقوق صاحبان سهام به کل دارایی ها، نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام، نسبت گردش دارایی ها و نسبت خالص سود به کل دارایی ها بهبودی نداشته است. بهبود نسبی در نسبت جاری مشاهده شده است. استراتژی تصاحب و ادغام بر عملکرد مالی شرکت های ادغام شده ژاپنی تأثیر منفی داشته است. بین عملکرد شرکت های ادغام شده و ادغام نشده در صنعت مشابه (گروه کنترل)، تفاوت معنی داری وجود ندارد [۱۱].

Meeks (۱۹۷۷) تاثیر ادغام و تصاحب شرکت های انگلیسی بر ثروت صاحبان سهام شرکت خریدار در سال های ۱۹۵۰ تا ۱۹۷۱ مورد بررسی قرار داده است. رویکرد تحقیقاتی این پژوهش بر اساس داده های حسابداری است. معیار موفقیت (شکست) ادغام و تصاحب شرکت ها نسبت نرخ بازدهی دارایی های (سود قبل از مالیات تقسیم بر دارایی ها) شرکت خریدار تعیین شده است. یافته های تحقیق بیانگر کاهش در نرخ بازدهی دارایی های شرکت خریدار پس از معامله است. شرکت های خریدار در پنج سال پس از معامله کاهش عملکرد شدیدی را تجربه کرده اند. براساس نتایج مطالعاتی Meeks (۱۹۷۷)، پس از انجام معامله نزدیک به $\frac{2}{3}$ شرکت های خریدار، بازدهی دارایی کمتر از متوسط بازدهی دارایی شرکت های مشابه در صنعت مربوطه داشته اند [۱۲].

Rush و Mellcher (۱۹۷۵) متغیرهای مالی قبل از ادغام در شرکت های خریدار نامرتبط و شرکت های تصاحب شده را مورد آزمون قرار داده و با نتایج پس از ادغام مقایسه کرده اند نتایج تحقیق نشان می دهد که میزان فروش و دارایی های قبل از تصاحب و ادغام در شرکت های نامرتبط بالاتر از شرکت های مرتبط بوده است. همچنین نتایج بیانگر این است که

شرکت‌های نامرتبط دو درصد به قدرت درآمدزایی و بازدهی دارایی پس از ادغام اضافه کرده‌اند. معیار بازدهی حقوق صاحبان سهام برای هر دو گروه خریدار (مرتبط و نامرتبط) منفی بوده و سودآوری شرکت‌های تصاحب شده توسط شرکت‌های نامرتبط، بالاتر از شرکت‌های تصاحب شده توسط شرکت‌های مرتبط می‌باشد [۱۳].

Piper و Weiss (۱۹۷۱) به منظور بررسی وضعیت سودآوری تصاحب بانک‌های هلدینگ در سال‌های ۱۹۴۷ تا ۱۹۶۷، نمونه ۱۰۲ شرکتی از بانک‌های تصاحب شده را مورد بررسی قرار دادند و افزایش در سودآوری بانک هدف را به عنوان شاخص موفقیت بانک‌های خریدار تعریف کرده است. بر اساس یافته‌های تحقیق، پس از تصاحب، بانک‌های هدف به صورت مستقل ادامه فعالیت داده‌اند و سودآوری آنها تغییری قابل ملاحظه نداشته است. ۵۳ درصد تصاحب بانک‌ها سودآوری کمتری نسبت به دوره قبل از تصاحب داشته است. همین امر باعث کاهش سود عملیاتی خالص هر سهم پس از تصاحب در بانک‌های هلدینگ شده است. مهم‌ترین دلایل سودآور نبودن بانک‌های تصاحب شده، پرداخت صرف قیمتی بالا و ناتوانی مدیران بانک‌های هلدینگ در افزایش سودآوری بانک‌های هدف بیان شده است.

با توجه به بررسی تحقیقات انجام شده تصاحب و ادغام شرکتها جمع‌بندی زیر را می‌توان بیان کرد:

۱-۱- نتایج عملکردی تصاحب و ادغام با توجه به شاخص‌های مختلف تحقیقات انجام شده، متفاوت می‌باشد. به عبارت دیگر، معاملات تصاحب و ادغام باید بر اساس انگیزه و دلایل هر خریدار بررسی و ارزیابی شود.

۲- ۱- محققین بر روی شاخص‌های فروش، نرخ بازدهی حقوق صاحبان سهام، نرخ بازدهی دارایی، جریان نقدی عملیاتی اجماع نسبی دارند.

۳-۱- دوره پژوهش تحقیقات تصاحب وادغام بین ۲ تا ۵ سال می‌باشد.

۴-۱- استفاده از اطلاعات شرکت هدف، به عنوان مزیت پژوهشی بیان شده است.

۵-۱- استفاده از گروه مقایسه‌ای (شرکت های رقیب تصاحب نشده) به منظور شناسایی اثرات کلان اقتصادی و صنعتی، قابلیت تعمیم‌پذیری نتایج تحقیق را افزایش می‌دهد.

۶-۱- نتایج اکثریت تحقیقات نشانگر تاثیر منفی تصاحب وادغام بر ثروت صاحبان سهام شرکت خریدار می‌باشد.

۲- رویکردهای تحقیقاتی معاملات تصاحب وادغام شرکتها

تحقیقات تصاحب وادغام شرکت ها، دارای چهار رویکرد مطالعه رفتار قیمتی سهام، مطالعه صورت های مالی، افکار سنجی مدیران و مطالعه موردی است. در این پژوهش از مطالعه صورت های مالی استفاده شده است که در ادامه به طور خلاصه تشریح می شوند.

۱-۲- رویکرد مطالعه رویداد سهام^۷

این رویکرد، با استفاده از تغییرات قیمت سهام شرکت‌های خریدار و هدف، بازدهی غیرنرمال سهامداران شرکت‌های مذکور را در حول و حوش تاریخ انجام معامله محاسبه و آزمون می‌کند. پایه‌گذار متدولوژی مطالعه روند قیمتی سهام فاما می باشد. وی در سال ۱۹۶۹ از رویکرد روند قیمتی سهام استفاده کرد. مهم‌ترین سؤال رویکرد مذکور، بررسی میزان افزایش ثروت صاحبان سهام (افزایش قیمت سهام) قبل و بعد از انجام معامله است. در این رویکرد، بازدهی مورد انتظار (بازدهی نرمال) توسط مدل قیمت گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای^۸ یا شاخص‌های قیمت بازار از قبیل S&P500^۹ و... بیان و فرض می‌شود. این رویکرد نیازمند

⁷ Event study

⁸ Capital Asset Pricing Model

⁹ Standard & Poor's (S & P)

فرضیات مهمی از قبیل کارایی بازار سرمایه و عقلانیت اقتصادی فعالان بازار سرمایه است و در مقابل حوادث غیرمنتظره آسیب پذیر بوده و باعث تحریف نتایج مطالعات می شود [۱۴].

۲-۲- رویکرد مطالعه صورتهای مالی^{۱۰}

این رویکرد مطالعاتی، تغییرات صورتهای مالی شرکت های خریدار و هدف را در قبل و بعد از انجام معامله مورد بررسی قرار می دهد. تمرکز این رویکرد بر متغیرهایی از قبیل جریان نقدی عملیاتی، بازدهی حقوق صاحبان سهام، بازدهی دارایی ها، میزان اهرم مالی و قدرت نقدینگی شرکت های خریدار و هدف است. تاریخچه رویکرد مطالعه حسابداری به دهه نود برمی گردد و محققین آن را تحت عناوین مطالعه عملکرد عملیاتی^{۱۱} و رویکرد سازمان صنعتی نیز نامگذاری می کنند. مهم ترین سؤال محقق در رویکرد مذکور، بررسی عملکرد حسابداری شرکت های خریدار و هدف پس از انجام خرید و تصاحب و ادغام است. مطلوب ترین مطالعه در رویکرد مطالعاتی حسابداری، مطالعه ای است که دارای نمونه مقایسه ای (شرکتهای تصاحب نشده) با نمونه مورد مطالعه باشد. نمونه مقایسه ای (گروه کنترل) شامل رقبایی است که تصاحب نشده اند و یا تصاحبی انجام نداده اند و با توجه به صنعت و اندازه شرکت، انتخاب و تطبیق داده شده اند [۱۵]. مهم ترین مزیت رویکرد حسابداری، کاربرد در بازار سرمایه ناکارا نظیر بازار سرمایه ایران است. در این مقاله برای پاسخگویی به سؤالات پژوهش (به جز نرخ بازدهی سهام) از رویکرد مطالعه صورتهای مالی استفاده می شود.

^{۱۰} Accounting basis

^{۱۱} Operating performance studies

۳-۲- رویکرد افکارسنجی مدیران اجرایی^{۱۲}

در رویکرد افکارسنجی مدیران اجرایی، با استفاده از پرسشنامه در خصوص عملکرد و ارزش ایجاد شده تصاحب و ادغام از مدیران شرکت های خریدار سؤال می شود. این رویکرد از نظر علمی، روایی و اعتبار کمتری دارد، زیرا مدیران شرکت های خریدار عموماً بدون توجه به نتایج واقعی آن، از استراتژی مذکور دفاع می کنند. رویکرد افکارسنجی مدیران اجرایی تحت تأثیر عقاید و تفکر مدیرانی است که کمتر به ثروت صاحبان سهام توجه دارند [۱۶].

۳-۴- رویکرد مطالعه های کلینیکی^{۱۳}

رویکرد مطالعه های کلینیکی، بررسی عمیق بر روی یک نمونه تصاحب و ادغام خاص را پیگیری می کند. این نوع مطالعه استقرایی است و محقق نتایج به دست آمده را به کل جامعه تعمیم می دهد [۱۷].

۳- الگوی تحلیلی پژوهش

این پژوهش ۵۷ شرکت هدف پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را که در محدوده زمانی ۱۳۷۶ لغایت ۱۳۸۱ مالکیت و کنترل مدیریت شرکت ها تغییر کرده اند را بررسی می نماید. همچنین ۱۰۸ شرکت تصاحب نشده (کنترل) فعال در صنعت شرکت هدف و پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران که از نظر تولید و صنعت مشابه هستند، را به عنوان گروه کنترل تحقیق انتخاب کرده است. به علت کمبود در تعداد شرکت های تصاحب نشده مشابه و پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، فاکتور اندازه در انتخاب شرکت های گروه کنترل در نظر گرفته نشده است. این پژوهش اطلاعات صورت های مالی اساسی حداقل دو سال قبل و بعد از معامله شرکت های هدف و گروه کنترل را جمع آوری کرده است و برای ارزیابی

¹² Surveys of executives

¹³ Clinical Studies

معاملات دو آزمون مطلق و نسبی را انجام می‌دهد. در آزمون مطلق نتایج عملکرد شرکت هدف در قبل و بعد از تصاحب بررسی می‌شود. در آزمون نسبی نتایج عملکرد شرکت هدف در قبل و بعد از تصاحب با نتایج عملکرد شرکت‌های گروه کنترل (شرکت‌های مشابه تصاحب نشده) مقایسه و ارزیابی می‌گردد. در ادامه الگوی تحلیلی پژوهش حاضر به صورت اجمالی ارائه می‌شود:

۱-۳- جمع‌آوری، مطالعه و تهیه ادبیات استراتژی خرید و تصاحب شرکت‌ها با استفاده از مقالات، کتب و تحقیقات خارجی.

۲-۳- شناسایی شرکت‌های هدف پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در محدوده زمانی ۱۳۷۶ لغایت ۱۳۸۱ که مالکیت و کنترل مدیریت شرکت‌ها تغییر کرده‌اند. به علت عدم دسترسی به اطلاعات معاملات عمده قبل از سال ۷۶، عدم دسترسی کامل به صورت‌های مالی سال‌های قبل از سال ۱۳۷۵ و رکود نسبی بازار سرمایه طی سالهای ۱۳۷۳ تا ۱۳۷۵، دوره شروع تحقیق حاضر از سال ۱۳۷۶ در نظر گرفته شده است. همچنین با توجه به تمرکز بررسی بر دو سال قبل و بعد از تصاحب و به منظور دستیابی به اطلاعات حداقل دو سال قبل و بعد از تصاحب، پایان دوره تحقیق حاضر سال ۱۳۸۱ (اطلاعات صورت‌های مالی سال‌های ۸۲ و ۸۳ قابلیت جمع‌آوری دارد) در نظر گرفته شده است.

۳-۳- شناسایی شرکت‌های گروه کنترل (شرکت‌های تصاحب نشده و فعال در صنعت شرکت هدف) پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در محدوده زمانی ۱۳۷۶ لغایت ۱۳۸۱ که از نظر تولید و صنعت مشابه شرکت‌های هدف می‌باشد. به علت کمبود در تعداد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس، فاکتور اندازه در انتخاب شرکت‌های گروه کنترل در نظر گرفته نشده است.

۴-۳- با توجه به ادبیات تحقیقات بررسی شده، اکثر محققین، دوره بررسی تصاحب وادغام را دو تا پنج سال قرار داده‌اند. در این راستا، این پژوهش اطلاعات صورت‌های مالی اساسی حداقل دو سال قبل و بعد از معامله شرکت‌های مورد پژوهش و گروه کنترل را جمع‌آوری می‌کند.

۵-۳- تعیین شاخص‌های ارزیابی استراتژی تصاحب شرکت‌ها

۶-۳- محاسبه نسبت‌ها و شاخص‌های تعیین شده میزان موفقیت (شکست) در شرکت‌های هدف و شرکت‌های گروه کنترل. متغیرهای مورد بررسی این پژوهش به صورت ذیل تعریف و محاسبه می‌گردد:

$$Sg = \frac{\text{فروش سال قبل} - \text{فروش سال جاری}}{\text{فروش سال قبل}} \quad ۱-۶-۳ \text{ درصد رشد فروش شرکت}$$

$$ROE = \frac{\text{سود قبل از کسر مالیات}}{\text{حقوق صاحبان سهام}} \quad ۲-۶-۳ \text{ متوسط بازدهی حقوق صاحبان سهام}$$

$$ROA = \frac{\text{سود قبل از کسر مالیات}}{\text{کل دارایی‌ها}} \quad ۳-۶-۳ \text{ متوسط بازدهی دارایی‌ها}$$

$$۴-۶-۳ \text{ جریان نقدی عملیاتی (سود عملیاتی + استهلاک)}$$

هزینه استهلاک + هزینه‌های عملیاتی - بهای تمام شده کالای فروش رفته - خالص فروش

۵-۶-۳- آزمون آماری شاخص‌های تعیین شده موفقیت، از نظر معنی‌دار بودن آماری،

با استفاده از آماره t استیودنت و سایر آزمون‌ها.

۶-۶-۳- ارائه گزارش نتیجه گیری

۴- دلایل استفاده از اطلاعات شرکت‌های هدف

یکی از موانع مهم تحقیقات تصاحب و ادغام در دنیا، ترکیب اطلاعات شرکت هدف و شرکت خریدار است. پس از ترکیب، انتشار صورت‌های مالی شرکت هدف متوقف شده و محققین مجبور به استفاده از اطلاعات صورت‌های مالی شرکت خریدار می‌شوند. محققین به منظور ارزیابی دقیق‌تر، عملکرد، شرکت هدف را از اطلاعات شرکت‌های خریدار جدا می‌کنند. زیرا استفاده از اطلاعات صورت‌های مالی شرکت خریدار موجب خطا در ارزیابی عملکرد تصاحب و ادغام می‌شود و امکان دارد، عملکرد شرکت خریدار، از طریق عملکرد سایر کسب و کارها بهبود یافته باشد و عملکرد شرکت تصاحب شده نقشی در آن نداشته باشد. در ایران شرکت‌های تصاحب شده، پس از تصاحب صورت‌های مالی مستقل تهیه می‌کنند که این پژوهش به منظور ارزیابی دقیق عملکرد مالی معاملات تصاحب، بدون نیاز به مکانیزم جداسازی اطلاعات مالی، مستقیماً از صورت‌های مالی قبل و پس از تصاحب شرکت هدف استفاده می‌نماید. یکی دیگر از دلایل استفاده از صورت‌های مالی شرکت هدف این است که تصاحب کنندگان ایرانی، اشخاص حقیقی (بخش خصوصی) یا اشخاص حقوقی خارج از بورس اوراق بهادار هستند که اخذ اطلاعات عملکردی آنها، اگر غیرممکن نباشد، حداقل دقیق و مورد تأیید نمی‌باشد. با توجه به دلایل فوق الذکر استفاده از داده‌های شرکت‌های هدف یکی از عمده‌ترین مزیت‌های پژوهش حاضر نسبت به تحقیقات مشابه می‌باشد. این پژوهش مستقیماً بر روی اطلاعات صورت‌های مالی حسابرسی شده شرکت هدف تمرکز دارد و بهبود و تضعیف معیارهای عملکردی شرکت هدف (پس از انجام معامله) را بیانگر شکست یا موفقیت استراتژی به کار گرفته توسط مدیران شرکت خریدار فرض می‌نماید.

۵- ادبیات تصاحب شرکت ها در ایران

حجم معاملات تصاحب ایران در دوره مورد بررسی این پژوهش (۱۳۷۶ تا ۱۳۸۱) ۳۷۴۳ میلیارد بوده است که بالاترین ارزش معاملاتی به میزان ۱۰۵ میلیارد ریال در سال ۱۳۷۹ بوده است. پس از ۱۳۷۹ معاملات تصاحب شرکت ها با افت شدیدی مواجه شده است. ۵۴ درصد از تصاحب کنندگان ایرانی، خریداران مالی بوده و ۴۶ درصد مابقی استراتژیک بوده اند. ۹۶ درصد از معاملات تصاحب در ایران دوستانه بوده و ۴ درصد مابقی به صورت تهاجمی صورت گرفته است. ۵۸ درصد معاملات به صورت نقد و اقساط بوده و ۴۲ درصد مابقی نقدی بوده است. اغلب معاملات تصاحب در بازار سرمایه ایران به صورت نقد و اقساط با بهره است. مهمترین دلیل استفاده از روش نقد و اقساط خصوصی سازی صنایع دولتی است که به منظور فروش سریع تر و دستیابی به بودجه پیش بینی شده، معاملات مذکور به صورت نقد و اقساط با بهره انجام می شود. در ایران تصاحب کنندگان همانند کشور های دیگر، برای کسب مالکیت عمده شرکت های هدف، صرف قیمت متفاوتی پرداخت می کنند. بر اساس اطلاعات معاملات تصاحب و ارزش تابلو سهام شرکت های مذکور، بالاترین میزان صرف قیمتی پرداخت شده در دوره بررسی این پژوهش (۱۳۷۶ تا ۱۳۸۱) متعلق به شرکت پارس خودرو (۵۰۶ درصد) بوده و کمترین میزان صرف قیمتی سهام مربوط به شرکت ایران دوچرخ (۰/۱ درصد) است. متوسط کل صرف قیمتی تصاحب در ایران ۳۹ درصد است. بالاترین متوسط صرف قیمتی سهام در صنعت خودرو و کمترین آن در صنعت حمل و نقل و موتورسیکلت گزارش شده است.

۶- فرضیه های تحقیق و نتایج آزمون آنها

با توجه به سوال های پژوهش حاضر، فرضیه های این تحقیق عبارتند از:

- ۱- ۶- میانگین نرخ رشد فروش قبل از تصاحب شرکت های هدف، با میانگین نرخ رشد فروش بعد از تصاحب ، تفاوت معنی داری دارد.
 - فرضیه کنترلی : بین میانگین رشد فروش قبل و بعد از تصاحب در شرکت های گروه آزمایش و شرکت های گروه کنترل تفاوت معنی داری وجود دارد.
 - ۲- ۶- میانگین قبل از تصاحب نرخ بازدهی حقوق صاحبان سهام شرکت های هدف ، با میانگین بعد از تصاحب نرخ بازدهی حقوق صاحبان سهام ، تفاوت معنی داری دارد.
 - فرضیه کنترلی: بین میانگین نرخ بازدهی حقوق صاحبان سهام قبل و بعد از تصاحب در شرکت های گروه آزمایش و شرکت های گروه کنترل تفاوت معنی داری وجود دارد.
 - ۳- ۶- میانگین قبل از تصاحب نرخ بازدهی دارایی ها شرکت های هدف، با میانگین بعد از تصاحب نرخ بازدهی دارایی ها ، تفاوت معنی داری دارد.
 - فرضیه کنترلی: بین میانگین نرخ بازدهی دارایی های قبل و بعد از تصاحب در شرکت های گروه آزمایش و شرکت های گروه کنترل تفاوت معنی داری وجود دارد.
 - ۴- ۶- میانگین قبل از تصاحب جریان نقدی عملیاتی شرکت های هدف، با میانگین بعد از تصاحب جریان نقدی عملیاتی، تفاوت معنی داری دارد.
 - فرضیه کنترلی: بین میانگین جریان نقدی عملیاتی قبل و بعد از تصاحب در شرکت های گروه آزمایش و شرکت های گروه کنترل تفاوت معنی داری وجود دارد.
- به منظور کنترل و تعیین اثرات کلان اقتصادی و متغیرهای اثرگذار بر صنعت برای هر کدام فرضیه های نمونه مورد بررسی ، یک فرضیه کنترلی تعریف و آزمون شده است. خلاصه نتایج

فرضیه‌های تحقیق با استفاده از آزمون‌های T استیودنت و فریدمن (آزمون ناپارامتریک) آزمون و ارایه شده است.

خلاصه آزمون فرضیه ها و نتایج آن

رویکرد مطالعات صورت‌های مالی									
نام فرضیه	شرح	سطح معنی‌داری	سطح خطا	نتایج آزمون					
فرضیه اول	فروش	یک	۰/۹۶	T	یک	دوره آزمون	یک	T	پذیرش H_0
		دو	-	F	دو	دو	دو	F	-
		سه	۰/۵۷	T	سه	سه	سه	F	پذیرش H_0
		سه	-	F	سه	سه	سه	F	-
		سه	۰/۰۱	T	سه	سه	سه	T	رد H_0
		سه	۰/۰۱	F	سه	سه	سه	F	رد H_0
فرضیه کنترلی	فروش	یک	۰/۰۰۳	T	یک	دوره آزمون	یک	T	رد H_0
		دو	-	F	دو	دو	دو	F	-
		سه	۰/۰۱۱	T	سه	سه	سه	T	رد H_0
		سه	-	F	سه	سه	سه	F	-
		سه	۰/۰۰۲	T	سه	سه	سه	T	رد H_0
		سه	-	F	سه	سه	سه	F	-
فرضیه دوم	بازدهی سهام حقوق	یک	۰/۴۹	T	یک	دوره آزمون	یک	T	پذیرش H_0
		دو	-	F	دو	دو	دو	F	رد H_0
		سه	۰/۱۱	T	سه	سه	سه	T	پذیرش H_0
		سه	۰/۰۴۹	F	سه	سه	سه	F	رد H_0
		سه	۰/۳۷	T	سه	سه	سه	T	پذیرش H_0
		سه	۰/۴۸	F	سه	سه	سه	F	پذیرش H_0
فرضیه کنترلی	بازدهی سهام حقوق	یک	۰/۷۹۴	T	یک	دوره آزمون	یک	T	رد H_0
		دو	-	F	دو	دو	دو	F	-
		سه	۰/۵۸۸	T	سه	سه	سه	T	پذیرش H_0
		سه	-	F	سه	سه	سه	F	پذیرش H_0
		سه	۰/۴۸۴	T	سه	سه	سه	T	پذیرش H_0
		سه	۰/۴۱۷	F	سه	سه	سه	F	پذیرش H_0
فرضیه سوم	بازدهی دارایی‌ها	یک	۰/۱۹۶	T	یک	دوره آزمون	یک	T	پذیرش H_0
		دو	-	F	دو	دو	دو	F	-
		سه	۰/۰۰۶	T	سه	سه	سه	T	رد H_0
		سه	۰/۰۴۱	F	سه	سه	سه	F	رد H_0
		سه	۰/۰۸۳	T	سه	سه	سه	T	پذیرش H_0
		سه	۰/۰۵۸	F	سه	سه	سه	F	پذیرش H_0
فرضیه کنترلی	بازدهی دارایی‌ها	یک	۰/۸۷۸	T	یک	دوره آزمون	یک	T	پذیرش H_0
		دو	-	F	دو	دو	دو	F	-
		سه	۰/۰۱۴	T	سه	سه	سه	T	رد H_0
		سه	۰/۰۰۹	F	سه	سه	سه	F	رد H_0
		سه	۰/۵۵۴	T	سه	سه	سه	T	پذیرش H_0
		سه	۱	F	سه	سه	سه	F	پذیرش H_0
فرضیه چهارم	بازدهی عملیاتی	یک	۰/۳۷۵	T	یک	دوره آزمون	یک	T	پذیرش H_0
		دو	-	F	دو	دو	دو	F	-
		سه	۰/۰۳۳	T	سه	سه	سه	T	رد H_0
		سه	-	F	سه	سه	سه	F	-
		سه	-	T	سه	سه	سه	T	-
		سه	-	F	سه	سه	سه	F	-

فرضیه کنترلی	دوره آزمون	یک	دو	سه	دو	سه	یک	دو	سه	۰/۰۳۳	۰/۰۱۵	۰/۰۵	دوره آزمون	یک	دو	سه	T	F	رد H _۰	رد H _۱

۹- نتیجه گیری

نتایج تحقیق مرحله نهایی هر تحقیق است که در این قسمت از پژوهش بیان می شود. نتایج تحقیق مشتمل بر نتایج فرضیه های آزمون شده در خصوص شاخص های ارزیابی عملکرد تصاحب های ایرانی است.

۱-۹- نتایج فرضیه نرخ رشد فروش

بر اساس آزمون سه سال قبل و پس از تصاحب نرخ رشد فروش، می توان نتیجه گرفت که پس از تصاحب نرخ رشد شرکت (فروش) در شرکت های هدف کاهش یافته و از نظر آماری معنی دار نیز بوده است. در آزمون های یک و دو ساله، تصاحب منجر به کاهش نرخ رشد فروش در شرکت هدف شده است، ولی از نظر آماری معنی دار نمی باشد. بنابراین نتیجه فرضیه نرخ رشد فروش بیانگر کاهش در نرخ رشد فروش پس از تصاحب در شرکت های هدف است.

با توجه به نتایج به دست آمده می توان گفت که مدیران شرکت های خریدار و هدف ایرانی، پس از تصاحب توانایی حفظ و افزایش نرخ رشد شرکت (فروش) هدف را نداشته و انگیزه افزایش نرخ رشد شرکت و بهبود سهم بازار شرکت هدف از طریق تصاحب و ادغام در تصاحب های ایرانی تحقق نیافته است. نتایج فرضیه کنترلی نرخ رشد فروش در آزمون سه سال قبل و پس از تصاحب بیانگر این است که نرخ رشد شرکت های گروه کنترل از شرکت های هدف بالاتر بوده و از نظر آماری نیز معنی دار می باشد. نتایج فرضیه کنترلی نرخ رشد فروش دو

سال قبل و پس از تصاحب نشان می دهد که نرخ رشد پس از تصاحب شرکت های گروه کنترل از شرکت های هدف بالاتر است ولی از نظر آماری معنی دار نمی باشد. آزمون یک سال قبل و پس از تصاحب بیانگر بالاتر بودن نرخ رشد فروش شرکت های هدف نسبت به شرکت های تصاحب نشده است ولی از نظر آماری معنی دار نبوده است. بنابراین نتیجه فرضیه نرخ رشد فروش شرکت های تصاحب نشده (گروه کنترل) نشان می دهد که نرخ رشد شرکت های تصاحب نشده بالاتر از شرکت های تصاحب شده بوده است. نتایج فرضیه نرخ رشد فروش در ایران همانند نتایج پژوهش های Mueller در سال های ۱۹۸۰ و ۱۹۸۵ بیانگر این است که نرخ رشد فروش شرکت های هدف کاهش یافته است و شرکت های تصاحب نشده عملکرد بالاتری از شرکت های تصاحب شده از نظر رشد فروش و کسب سهم بازار داشته اند.

۲-۹- نتایج فرضیه نرخ بازدهی حقوق صاحبان سهام

بر اساس نتایج فرضیه نرخ بازدهی حقوق صاحبان سهام دو سال قبل و پس از تصاحب، می توان نتیجه گرفت که مدیران شرکت های هدف و خریدار توانایی بهبود نرخ بازدهی حقوق صاحبان سهام پس از تصاحب شرکت های هدف را نداشته اند و از نظر آماری نیز معنی دار می باشد. نتایج آزمون فرضیه نرخ بازدهی حقوق صاحبان سهام شرکت هدف، در دوره یک ساله بیانگر این است که تصاحب منجر به بهبود نرخ بازدهی در دوره یک ساله شده است ولی از نظر آماری معنی دار نمی باشد.

بر اساس آزمون دو ساله فریدمن، نتایج نشان می دهد که تصاحب باعث کاهش نرخ بازدهی شده است و کاهش مذکور از نظر آماری معنی دار است. آزمون دوره سه ساله (سه سال قبل و بعد از تصاحب) بیانگر تاثیر منفی تصاحب بر نرخ بازدهی حقوق صاحبان سهام شرکت هدف است ولی از نظر آماری معنی دار نمی باشد. نتایج این فرضیه همانند نتایج تحقیق های

Hoshino (۱۹۸۱) و Mueller (۱۹۸۵) بیانگر ناتوانایی در بهبود نرخ بازدهی حقوق صاحبان سهام پس از تصاحب است. نتایج این فرضیه، بر خلاف نتایج به دست آمده در پژوهش DOI و Ikeda (۱۹۸۳) است. نتایج فرضیه کنترلی نرخ بازدهی حقوق صاحبان سهام در دوره یک سال قبل و پس از تصاحب، نشانگر بالاتر بودن نرخ بازدهی شرکت‌های هدف از شرکت‌های گروه کنترل است ولی از نظر آماری معنی‌دار نمی‌باشد. در آزمون دو ساله، نتایج نشان می‌دهد که نرخ بازدهی شرکت هدف پایین‌تر از شرکت‌های گروه کنترل می‌باشد ولی آزمون مذکور از نظر آماری معنی‌دار نمی‌باشد. در آزمون دوره سه ساله نرخ بازدهی شرکت‌های هدف از نرخ بازدهی گروه کنترل بالاتر بوده است ولی از نظر آماری معنی‌دار نمی‌باشد. نتایج فرضیه مقایسه‌ای نرخ بازدهی حقوق صاحبان سهام بیانگر عدم تفاوت بین نرخ بازدهی پس از تصاحب در شرکت‌های هدف و گروه کنترل است.

۳-۹- نتایج فرضیه نرخ بازدهی دارایی‌ها

بنابراین نتایج فرضیه نرخ بازدهی دارایی‌ها نشان می‌دهد که مدیران تصاحب‌کننده توانایی بهبود نرخ بازدهی دارایی‌های پس از تصاحب شرکت‌های هدف را نداشته‌اند. نتایج این فرضیه همانند نتایج تحقیق‌های Mueller (۱۹۸۵) و Meeks (۱۹۷۷) بیانگر تاثیر منفی تصاحب شرکت‌ها بر نرخ بازدهی دارایی‌ها است. همچنین نتایج این پژوهش همانند پژوهش Meeks (۱۹۷۷)، نشان می‌دهد که $\frac{2}{3}$ شرکت‌های هدف ایرانی با کاهش نرخ بازدهی دارایی پس از تصاحب مواجه شده‌اند. نتایج این پژوهش برخلاف نتایج تحقیق DOI و Ikeda (۱۹۸۳) است.

۴-۹- نتایج فرضیه جریان نقدی عملیاتی

بر اساس آزمون دو ساله، می‌توان گفت که جریان نقدی عملیاتی پس از تصاحب شرکت‌های هدف شده افزایش یافته و این بهبود از نظر آماری معنی‌دار است. در آزمون یک ساله، جریان نقدی عملیاتی پس از تصاحب در شرکت‌های هدف بهبود داشته ولی از نظر آماری معنی‌دار نمی‌باشد. نتایج به دست آمده از آزمون‌های یک و دو سال قبل و پس از تصاحب فرضیه جریان نقدی عملیاتی این پژوهش همانند نتایج تحقیقات Healy و دیگران (۱۹۹۰)، Rahman و Limmack (۲۰۰۰) بیانگر بهبود جریان نقدی عملیاتی پس از تصاحب در شرکت‌های هدف است. نتایج پژوهش Rahman و Limmack (۲۰۰۰) در مالزی، نشان داد که تصاحب شرکت‌ها در کشورهای در حال توسعه منجر به بهبود جریان نقدی عملیاتی پس از تصاحب می‌شود. بهبود جریان نقدی عملیاتی پس از تصاحب در ایران به عنوان یکی از کشورهای در حال توسعه، مشابه نتایج تحقیق انجام شده در مالزی است. بهبود جریان نقدی عملیاتی (سود عملیاتی + استهلاک) در شرکت‌های تصاحب شده علی‌رغم کاهش سایر شاخص‌های بازدهی آزمون شده، می‌تواند نشانگر اهمیت هزینه‌های مالی و سایر هزینه‌های غیرعملیاتی باشد. آزمون کنترلی جریان نقدی عملیاتی قبل و پس از تصاحب یک و دو ساله، بیانگر بهبود جریان نقدی عملیاتی پس از تصاحب در شرکت گروه کنترل است و از نظر آماری نیز معنی‌دار است.

خلاصه نتیجه گیری		
فرضیه/شاخص	نتیجه گیری	تحقیقات مشابه
ارزیابی	- شرکت های هدف در دوره سه ساله (قبل و بعد) با کاهش نرخ رشد فروش مواجه شده اند و از نظر آماری معنی دار بوده است. - در دوره یک و دو ساله نیز شرکت های هدف توانایی حفظ و افزایش رشد فروش را نداشته اند ولی از نظر آماری معنی دار نبوده است. - آزمون های کنترلی نرخ رشد فروش بیانگر بهبود در نرخ رشد فروش شرکت های تصاحب نشده است ولی از نظر آماری معنی دار نمی باشد.	- نتایج پژوهش Mueller (۱۹۸۰) بیانگر کاهش سهم بازار و میزان فروش در شرکت های مورد بررسی است. - نتایج پژوهش Mueller در سال ۱۹۸۵ بیانگر این است که فروش افزایش نیافته است ولی کاهشی نیز نبوده است.
نرخ رشد فروش		
نرخ بازدهی حقوق صاحبان سهام	- آزمون دو ساله بیانگر ناتوانی در بهبود نرخ بازدهی حقوق صاحبان سهام است و از نظر آماری معنی دار بوده است. - آزمون یک و سه ساله بیانگر ناتوانی مدیران شرکت در بهبود نرخ بازدهی حقوق صاحبان سهام است ولی از نظر آماری معنی دار نمی باشد. - آزمون کنترلی بیانگر این است که نرخ بازدهی حقوق صاحبان سهام شرکت های تصاحب نشده بالاتر از شرکت های هدف بوده است.	- نتایج پژوهش Hoshino (۱۹۸۱) بیانگر کاهش در نرخ بازدهی حقوق صاحبان شرکت های ادغام شده ژاپنی بوده است. - نتایج Mueller (۱۹۸۰) بیانگر کاهش در شاخص نرخ بازدهی حقوق صاحبان سهام شرکت های خریدار است.
نرخ بازدهی دارایی ها	- آزمون دو ساله بیانگر کاهش نرخ بازدهی دارایی های پس از تصاحب در شرکت های هدف است و از نظر آماری معنی دار می باشد. - نتایج آزمون یک و سه ساله بیانگر کاهش نرخ بازدهی دارایی های پس از تصاحب است که از نظر آماری معنی داری نمی باشد. - نتایج آزمون کنترلی نیز بیانگر بالاتر بودن نرخ بازدهی دارایی های پس از تصاحب در شرکت های تصاحب نشده است و از نظر آماری نیز معنی دار بوده است.	- نتایج آزمون Mueller (۱۹۸۰)، Meeks (۱۹۷۷) و Dickerson و دیگران (۱۹۹۶) بیانگر تاثیر منفی تصاحب و ادغام بر نرخ بازدهی دارایی ها می باشد.
جریان نقدی عملیاتی	- آزمون دو ساله بیانگر بهبود جریان نقدی عملیاتی پس از تصاحب در شرکت هدف است و از نظر آماری معنی دار بوده است. - آزمون یک ساله بیانگر تاثیر مثبت تصاحب بر جریان نقدی عملیاتی پس از تصاحب شرکت هدف است ولی از نظر آماری معنی دار نبوده است. - نتایج آزمون کنترلی بیانگر افزایش جریان نقدی عملیاتی پس از تصاحب در شرکت های گروه کنترل است و از نظر آمار نیز معنی دار بوده است.	- نتایج Healy و دیگران (۱۹۹۰)، Rahman و Limmack (۱۹۹۶) نیز بیانگر تاثیر مثبت تصاحب بر جریان نقدی عملیاتی پس از تصاحب است.

نتیجه گیری:

- ۱- مدیران شرکت‌های خریدار و هدف ایرانی، پس از تصاحب توانایی حفظ و افزایش نرخ رشد شرکت (فروش) هدف را نداشته و انگیزه افزایش نرخ رشد شرکت و بهبود سهم بازار شرکت هدف از طریق تصاحب و ادغام در تصاحب‌های ایرانی تحقق نیافته است. نرخ رشد فروش شرکت‌های تصاحب نشده (گروه کنترل) نشان می‌دهد که نرخ رشد شرکت‌های تصاحب نشده بالاتر از شرکت‌های تصاحب شده بوده است.
- ۲- می‌توان نتیجه گرفت که مدیران شرکت‌های هدف و خریدار توانایی بهبود نرخ بازدهی حقوق صاحبان سهام پس از تصاحب شرکت‌های هدف را نداشته‌اند. نرخ بازدهی حقوق صاحبان سهام شرکت‌های تصاحب نشده بالاتر از شرکت‌های هدف است.
- ۳- مدیران تصاحب کننده توانایی بهبود نرخ بازدهی دارایی‌های پس از تصاحب شرکت‌های هدف را نداشته‌اند. نرخ بازدهی دارایی‌ها در گروه کنترل بالاتر از شرکت‌های هدف می‌باشد. نتایج مذکور، ناتوانایی مدیران شرکت خریدار در افزایش و یا حفظ نرخ بازدهی دارایی‌های پس از تصاحب شرکت‌های هدف را تایید می‌نماید.
- ۴- جریان نقدی عملیاتی پس از تصاحب در شرکت‌های هدف بهبود یافته است. بهبود جریان نقدی عملیاتی (سود عملیاتی + استهلاک) در شرکت‌های تصاحب شده علی‌رغم کاهش سایر شاخص‌های بازدهی آزمون شده، می‌تواند نشانگر اهمیت هزینه‌های مالی و سایر هزینه‌های غیرعملیاتی باشد. جریان نقدی عملیاتی قبل و پس از تصاحب شرکت‌های کنترلی بهبود یافته است. بنابراین می‌توان گفت که بخشی از بهبود جریان نقدی عملیاتی پس از تصاحب شرکت‌های هدف ناشی از رشد جریان نقدی عملیاتی صنعت و تاثیر فاکتورهای کلان اقتصادی است.

«فهرست منابع و مآخذ»

- 1- Agrawal Anup & jaffe. (2002). *The Disciplinary motive for takeover:A Review of the empirical evidence.*
- 2- Agrawal Anup and et al. (1992).*The post- Merger performance of acquiring firms: A Re- examination of an Anomaly.* The journal of finance 47 (2), 1504-54.
- 3- Aminud and et al. (1990). *Corporate Control and the choice of investment Financing. The Case of corporate Acquisitions.* The journal of finance 47 (4), 1605-21.
- 4- Anslinger & Copeland. (1996). *Growth through Acquisition: A fresh look.* Harvard Business Review, January- February 1996, 126-135.
- 5- Asquith & Hankim. (1982). *the impact of merger Bids on the participating firms security holders* the journal of finance 37 (5), 1209-28.
- 6- Barrow, Colin. (1998). *the creation of value for shareholders:Do Merger and Acquisitions Deliver?* Cranfield School of management.
- 7- Brown Ch. & J.L.Medoff. (1987). *The impact of the firm acquisitions on labor.* NBER Working paper 2273.
- 8- Bruner, Robert. (2001). *Does M & A pay?* Batten institute.
- 9- Bruner, Robert. F. (2004). *Applied mergers & acquisitions.* John Wiley & Sons, Inc.
- 10- Capron, Laurence. (1999). *The long-term performance of Horizontal acquisition.* Strategic management journal 20, 987-1018.
- 11- Chang. S. (1998). *Takeovers of privately held targets. Methods of payment, and Bidder Returns.* The journal of finance 53, 773-783.
- 12- Chatterjee & G. Meeks. (1996). *the financial effects of takeover: Accounting Rate of Return and accounting Regulation.* Journal of Business finance & accounting 23 (5), 851-66.
- 13- Chatterjee. S. (1986). *Types of synergy and Economic value: The impact of Acquisitions on merging and rival firms.* Strategic Management Journal 12, 201-217.

- 14- Clark K. & Eli Ofek. (1994). *Mergers as a means of restructuring distressed firms: An empirical investigation*. Journal of finance and qualitative analysis, 29(4), 541-565.
- 15- Dickerson P. Andrew and et al. (1997). *The impact of Acquisitions on company performance: Evidence from A large panel of UK firms*. Oxford Economics papers 49, 344-61.
- 16- Dodds & Quek. *Effect of mergers on the share price movement of the acquiring firms: A U.K study*. Journal of business finance & accounting 12, 285-96.
- 17- Emery. G. & J. Switzer (1999). *Expected market reaction and choice of method of payment for Acquisitions*. Financial management 28 (48), 73-86.
- 18- Finlay, Panil. (2000). *Strategic Management*. Prentice Hall.
- 19- Frankel, Michael. (2005). *Mergers and acquisitions Basics*. John Wiley & sons, Inc.
- 20- Franks and et al. (1977). *An Industry study of the profitability of mergers in the United Kingdom*. The journal of finance 32, 1513-25.
- 21- Gerhard,picot. (2002). *Handbook of international mergers and acquisitions*. Palgrave Macmillan.
- 22- Ghosh,Aloke. (2001). *Does operating performance really improve following corporate acquisitions?* Journal of corporate finance (7), 151-178.
- 23- Gort. M. (1969). *An Economic Disturbance theory of mergers*. Quarterly journal of Economics. 83, 624- 642.
- 24- Gunther, Tichy & Vienna. (2003). *what do we know about success and failure of mergers?*
- 25- Harris & Ravenscraft. (1991). *the role of acquisition in foreign direct Investment. Evidence from the U. S. Stock Market*. The journal of finance. 46 (3), 825-44
- 26- Harvard business review on corporate strategy. (1999). Harvard business school press.
- 27- Harvard business review on mergers and acquisitions. (2001). Harvard business school press.

- 28- Hayward & Hmbrick. (1997). *the premium paid for large acquisition: Evidence of CEO hubris*. Administrative science quarterly.
- 29- Healy and et al. (1997). *Which takeovers are profitable? Strategic or financial?* Sloan management Review, summer, 45-57.
- 30- Healy P. M. & et al. (1992). *Does corporate performance improve after mergers?* Journal of financial Economic 31, 135-75.
- 31- Henkel. Jo. (2003). *The Risk- returns paradox for strategic management*.
- 32- Hoshino, yasuo. (1982). *the performance of corporate mergers in Japan*. Journal of business finance & accounting. 9 (2), 153- 163.
- 33- Hubbard Nancy. (1999). *Acquisition: strategy and implementation*. Uacmillan business.
- 34- Ikeda & Doi. (1983). *the performances of Merging firms in Japanese Manufacturing Industry*. The journal of industrial Economics. 16 (3), 257-266.
- 35- Jensen, M., R. Ruback. (1983). *The Market for Corporate Control*. Journal of Finance Economics (11), 5-50.
- 36- Joseph H. Marren. (1993). *Mergers and Acquisitions*. Mc- Graw Hill.
- 37- Kamaly Ahmed. (2003). *Mergers and acquisitions: The forgotten facet of FDI*. The American university. 3-26.
- 38- Kennedy & Limmack. (1996). *Takeover activity, CEO turnover, And the Market for corporate control*. Journal of business finance & accounting. 17 (3), 267-85.
- 39- Kim, Han & MC Connell. (1977). *Corporate Mergers and the Co-Insurance of corporate Debt*. The journal of finance, 383-412.
- 40- Langhe & Oghe. (2001). *Are acquisitions worthwhile?* Working paper.
- 41- Loderer & Martin. (1992). *Post acquisition performance of an acquiring firms*. Financial management, 69-79.
- 42- Loughran & et al. (1997). *Does long- term shareholders benefit from corporate acquisitions*. The journal of finance 5, 1765-89.
- 43- Lubatkin, Michael. (1987). *Merger strategic and stockholder value*. Strategic management Journal (8), 39-53.

- 44- Marks, Mitchell & mirvis, Philip. (1998). *Joining forces*. Hossey- bass publishers.
- 45- Mauboussin & Hiler. (1998). *let's make a deal*. First Boston.
- 46- Mc- dougall, Gilles. (1995). *the economic impact of mergers and acquisition on corporations*. Micro- Economic policy analysis Industry Canada Working paper 4.
- 47- Mc-afee & Williams. (1992). *Horizontal Mergers and Antitrust policy*. The journal of industrial Economics 40 (2), 181-187.
- 48- Meeks & J. G. Meeks. (1981). *Profitability Measures as indicators of post- merger efficiency*. The journal of industrial Economics 26, 335-44.
- 49- Meeks, G. (1917). *Disappointing marriage: A Study of the Gains from merger*. Combridge: Cambridge: Cambridge University press.
- 50- Mueller C. Dennis. (1969). *A theory of conglomerate mergers*. Quarterly journal of Economics, 644-59.
- 51- Mueller, Dennis. (1985). *Mergers and market share*. The Review of Economics and statistics. 67 (2), 259- 267.
- 52- Pandey, IM. (2005). *Financial Management*. Vikas. Ninth Edition.
- 53- Piper T.F & S.J.Weiss. (1974). *The profitability of multibank holding company acquisitions*. Journal of finance 29.163-74.
- 54- Rahman, R. Abdul & Limmack R. J. (2000). *Corporate Acquisitions and the operating performance of Malaysian companies*. Social science Research network Electronic paper collection.
- 55- Rappaport, Alfred. (1998). *Creating Shareholder Value*. NewYork: Free Press.
- 56- Rarvenscraft & scherer. (1987). *Life after takeover*. The journal of industrial Economics 36, 147-156.
- 57- Roger G. Clarke and et al. (1990). *Strategic financial management*. Irwin toppan press.
- 58- Roll. R. (1986). *The Hubris Hypothesis of Corporate takeovers*. Journal of business. 59, 197- 216.
- 59- Ross & Westerfield & Jaffe, (1991). *Corporate finance*. Irwin.
- 60- Ross, Stephen and et al. (1990). *Corporate finance*. Irwin & Toppan.

- 61- Seth. A. (1990). *Value creation in acquisitions: A Re-examination of performance issues*. Strategic management Journal 11, 99-115.
- 62- Singh & Montgomery. (1987). *Corporate acquisition strategic and Economic performance*. Strategic management journal 8 (4), 377-386.
- 63- Sirower, mark. (1997). *the synergy trap*. The free press.
- 64- Stephen A. Rhoades. (1994). *A summary of merger performance studies in Banking 1980- 93*. Board of Governors of the federal Resource system Washington, DC.
- 65- Stern, Joel M & Chew. JR. (1992). *The revolution in corporate finance*. Black weel finance.
- 66- Stewart. J. Bennett (1990). *The quest for value*. Harper business. 35-138.
- 67- Sung, Hawon, Kim (2000). *An Analysis of Wealth Effect to Shareholders of Lodging Industry in Mergers and Acquisitions*. University of Nevada. Las Vegas.
- 68- Thampson'.Jr. & A.J. Strickland. (1999). *Strategic Management*. MC Grow Hill. 11th Edition.
- 69- Walker, Mark. (2000). *Corporate takeovers, strategic objectives, and acquiring firm share holder wealth*. Financial Management. Spring 2000, 1-150.
- 70- Weston, Fred & weaver, Samuel. (2001). *Merger & Acquisition*. Mc Graw Hill.
- 71- Zabihollah, Rezaee. (2001). *financial institutions valuations, mergers and acquisition: The fair value approach*. John Wiley & sons, Inc.
- 72- Zulehner,Christin and et al.(2003).*The Effects of Mergers: An International Comparison*. International Journal of Industrial Organization. 625-657.