

## بررسی عملکرد مالی تصاحب شرکت‌ها در ایران

دکتر اصغر عارفی \*

پذیرش: ۸۷/۱۱/۱۶

دریافت: ۸۵/۱۰/۲۴

تصاحب / ادغام و تصاحب سهام / تصاحب مالی و استراتژیک / تصاحب تهاجمی و دوستانه

### چکیده

یکی از استراتژی‌های سطح شرکت<sup>۱</sup>، استراتژی تصاحب و ادغام شرکت‌ها است. این استراتژی 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 کسب هم‌افزایی است. در این مقاله سعی شده است عملکرد مالی معاملات تصاحب شرکت‌ها در ایران مورد بررسی قرار گیرد. پس از طراحی شاخص‌های ارزیابی مالی، اطلاعات معاملات انجام شده در دوره پژوهشی ۱۳۷۶ تا ۱۳۸۱ از سازمان بورس اوراق بهادار جمع‌آوری و با استفاده از تکنیک‌های تی استیودنت و فریدمن (ناپارامتریک) تجزیه و تحلیل شده است. به منظور شناسایی اثرات کلان اقتصادی، نتایج آزمون شرکت‌های هدف (تصاحب شده) با نتایج شرکت‌های مشابه تصاحب نشده، مقایسه می‌گردد. نتایج کلی تحقیق بیانگر این است که مدیران شرکت‌های خریدار توانایی بهبود عملکرد و خلق ارزش 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.

طبقه‌بندی JEL: G34.

## مقدمه

در مدیریت استراتژیک، استراتژی به سه سطح تقسیم می‌شود. استراتژی در سطح شرکت، با انتخاب شرکت، نوع محصول-بازار و انتخاب رشته‌های فعالیت در صنایع و تخصیص منابع بین آنها، سر و کار دارد. استراتژی در سطح تجاری، ابزارهای رقابتی هستند که به واحد تجاری در یک صنعت، برتری متمایزی اعطا می‌کند. استراتژی‌های وظیفه‌ای توسط واحد تجاری، راهنمایی، هماهنگی و هدایت می‌شوند<sup>۱</sup>. یکی از استراتژی‌های سطح شرکت، استراتژی تصاحب و ادغام<sup>۲</sup> شرکت‌ها است. امروزه رقابت جهانی به حدی افزایش یافته است که تکیه بر کارایی درونی و نکات قوت بنگاه، به تنهایی موجب دوام و رشد آن نمی‌شود. شرکت‌ها با استفاده از ابزارهای ترکیب از جنبه‌های مشترک قابل بهره‌برداری یکدیگر، استفاده می‌کنند. شرکت‌ها با هم افزایشی گروهی در مقابل تهدیدهای محیط رقابتی، ایستادگی می‌کنند. علم اقتصاد، پویایی ابزارهای ترکیب منابع و انجام معاملات خرید و تصاحب و ادغام شرکت‌ها را مفید می‌داند. زیرا این امر، نشانگر جریان آزاد سرمایه است که به صورت کارا و با بهره‌وری بالا در سرمایه‌گذاری‌های توجیه‌پذیر تخصیص می‌یابد<sup>۳</sup>.

در مقابل 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. این مقاله با ثابت در نظر گرفتن سایر عوامل موثر بر عملکرد شرکت‌های تصاحب شده؛ عملکرد مالی معاملات تصاحب شرکت‌ها در ایران را بررسی می‌کند و در پی پاسخگویی به سئوالات زیر است:

الف. تصاحب شرکت‌ها چه تاثیری بر نرخ رشد فروش شرکت‌های هدف داشته است؟

1. Thompson & Strickland, 2006.

2. Merger and acquisition(M&A).

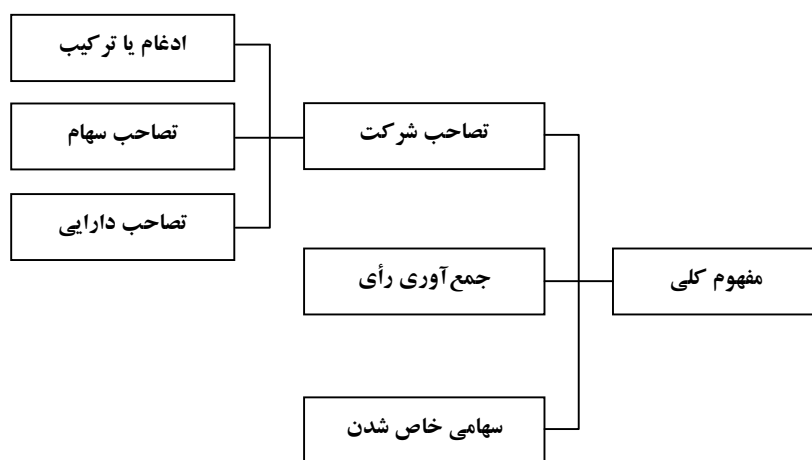
3. Zhu & Shavin,(2008).

ب. تصاحب شرکت‌ها چه تاثیری بر نرخ بازدهی حقوق صاحبان سهام شرکت‌های هدف داشته است؟

ج. تصاحب شرکت‌ها چه تاثیری بر نرخ بازدهی دارایی‌های شرکت‌های هدف دارد؟  
 د. وضعیت جریان نقدی عملیاتی (سود عملیاتی + استهلاک) پس از تصاحب در شرکت‌های هدف چگونه بوده است؟

### ۱. مبانی نظری

یکی از استراتژی‌های سطح شرکت، استراتژی تصاحب و ادغام<sup>۱</sup> شرکت‌ها است. تصاحب<sup>۲</sup> یک مفهوم کلی است که به انتقال کنترل شرکت هدف از یک گروه از سهامداران به گروه دیگر از سهامداران گفته می‌شود. تصاحب مشتمل بر خرید و تصاحب شرکت‌ها (ادغام، خرید سهام و خرید دارایی)، جمع آوری رأی برای به دست آوردن هیأت مدیره<sup>۳</sup> و تبدیل شرکت هدف به سهامی خاص<sup>۴</sup> می‌باشد.



نمودار ۱- مفهوم کلی تصاحب<sup>۵</sup>

1. Merger and acquisition(M&A).  
 2. Takeovers.  
 3. Proxy contest.  
 4. Going- private transactions.  
 5. Ross & Westerfield & Jaffe, 2008.

ادغام یا ترکیب<sup>۱</sup> به جذب شرکت هدف توسط شرکت خریدار گفته می شود. در ادغام شخصیت حقوقی شرکت خریدار حفظ شده ولی شرکت هدف به عنوان یک واحد کسب و کار ادامه فعالیت داده و شخصیت حقوقی آن حذف می گردد. ترکیب مشابه ادغام است، ولی در ترکیب شخصیت حقوقی خریدار و هدف، حذف شده و یک شرکت جدید راه اندازی می گردد. شرکت ها به هنگام اتخاذ استراتژی تصاحب و ادغام با توجه به نوع عملیات شرکت هدف، به سه روش افقی، عمودی و نامرتب، استراتژی مذکور را عملی می کنند. تصاحب شرکت های رقیب، به منظور افزایش سهم بازار و کسب قدرت بازار را تصاحب افقی می گویند. در این روش، رقبا با محصول یکسان و مشابه در یک منطقه جغرافیایی، تصاحب می شوند. تصاحب شرکت هایی که در زنجیره ارزش خریدار، به عنوان خریدار و فروشنده حضور دارند را خرید و تصاحب عمودی گویند. این استراتژی به منظور رسیدن به صرفه جویی در خرید، فروش و توزیع اتخاذ می شود. در تصاحب نامرتب، شرکت های خریدار به صنایع سودآور وارد می شوند و شرکت های با فعالیت نامرتب را خریداری می نمایند<sup>۲</sup>. در تصاحب شرکت ها دو نوع خریدار مالی و استراتژیک وجود دارد. خریداران مالی، شرکت ها را به منظور سرمایه گذاری مالی و استفاده از فرصت های سرمایه گذاری، خریداری می کنند. خریداران استراتژیک، شرکت هدف را برای توسعه و بقا عملیات کسب و کار خود تصاحب می کنند رفتار تصاحب کنندگان را به دو دسته تهاجمی<sup>۳</sup> و دوستانه تقسیم کرده اند. هنگامی که مدیران شرکت هدف، در مقابل تصاحب مقاومت کنند، مدیران شرکت خریدار مستقیماً با سهامداران شرکت هدف وارد مذاکره شده و شرکت را به صورت تهاجمی تصاحب می کنند. هنگامی که مدیران شرکت های هدف با مدیران شرکت های خریدار همکاری می کنند، تصاحب را دوستانه<sup>۴</sup> می گویند. همچنین شرکت های خریدار به منظور کسب هم افزایی، مالکیت و سهام شرکت هدف را با قیمتی بالاتر از قیمت روز تابلو (با صرف قیمت)، خریداری می کنند. مدیریت و سهامداران شرکت هدف، با دریافت صرف قیمت، تمایل به فروش سهام پیدا

1. Merger or consolidation.

2. Ross & Wester Field & Jaffe, (2008).

3. Hostile takeover.

4. Friendly takeover.

می‌کنند. صرف سهام یا همان میزان تفاوت قیمت پیشنهادی خریدار نسبت به قیمت روز سهام شرکت هدف، به میزان هم افزایی محاسبه شده، وضعیت سودآوری و تمایل فروش مدیران و سهامداران هدف، بستگی دارد<sup>۱</sup>. تامین مالی تصاحب و ادغام شرکت‌ها، به دو روش نقدی و سهمی است. در روش نقدی، سهام یا دارایی‌های شرکت هدف، نقداً خریداری می‌گردد. در روش سهمی، دارایی یا سهام شرکت هدف با سهام شرکت خریدار مبادله می‌شود. همچنین شرکت‌های خریدار می‌توانند از روش ترکیب نقد و سهم برای تامین مالی تصاحب استفاده نمایند. روش تامین مالی به وضعیت شرکت هدف و میزان توانایی مالی شرکت خریدار، بستگی دارد. در معاملات نقدی، ریسک و بازده ناشی از تفاوت هم افزایی و صرف پرداخت شده به سهامداران قبلی شرکت هدف، به وسیله سهامداران شرکت خریدار کسب و تحمل می‌شود ولی در تصاحب سهمی، ریسک و بازده معاملات به نسبت درصد مالکیت سهامداران شرکت‌های هدف و خریدار، توزیع می‌گردد.<sup>۲</sup>

## ۲. تحقیقات انجام شده مرتبط با موضوع

در سال‌های اخیر 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 که در ادامه به آنها اشاره می‌شود. Pazarskis و Christodoulou و Vigiatzogloy (۲۰۰۶) عملکرد پس از تصاحب پنبجاه شرکت پذیرفته شده در بورس یونان را مورد بررسی قرار دادند. معیارهای بررسی عملکرد در پژوهش مذکور نسبت‌های حسابداری از قبیل سودآوری؛ نقدشوندگی و بدهی بوده است. نتایج بیانگر این است که نرخ بازدهی دارایی‌ها و سایر نسبت‌های سودآوری پس از تصاحب کاهش یافته و از نظر آماری معنی‌دار بوده است. نسبت‌های نقدشوندگی و بدهی کاهش

1. Healy & Ruback & Palpa, (1997).

2. Ross & Wester Field & Jaffe, (2008).

قابل ملاحظه‌ای نداشته است.<sup>۱</sup>

Altunbas و Marques (۲۰۰۵) بانک‌های تصاحب شده در اروپا در سالهای ۱۹۹۲ تا ۲۰۰۱ را بررسی کردند. محققین در پی بررسی تأثیر تشابه فعالیت در ادغام و تصاحب بانک‌ها بوده و تصاحب کنندگان را به دو بخش اروپایی و غیراروپایی تقسیم نموده‌اند. مهمترین فاکتور مورد بررسی نرخ بازدهی سرمایه بوده است. نتایج نشان می‌دهد که نرخ بازدهی سرمایه در تصاحب‌های مرتبط بهبود یافته است. افزایش نرخ بازدهی سرمایه توسط خریداران غیراروپایی بالاتر بوده و از نظر آماری نیز معنی‌دار بوده است.<sup>۲</sup>

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. در تحقیق مذکور نتایج با توجه به شاخص قدرت بازار (رشد فروش) بیانگر شکست تصاحب و ادغام بوده ولی با توجه به شاخص سودآوری، موفقیت‌آمیز بوده است. 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. براساس نتایج این پژوهش، نشانه‌ای دال بر بهبود جریان نقدی عملیاتی پس از انجام معامله شرکت‌های خریدار به دست نیامده است.<sup>۳</sup>

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، تصاحب در شرکت‌های مالزی، باعث بهبود جریان نقدی عملیاتی بلندمدت شده است.<sup>۴</sup>

1. Pazarskis & Vigiatzoglou & Christodoulou (2006).

2. Altunbas & Marques, (2005).

3. Ghosh, (2001).

4. Rahman & Limmack (2000).

Dickerson و Gibson و Tsakalotos (۱۹۹۶) در یک دوره مطالعاتی طولانی تاثیر تصاحب و ادغام بر عملکرد بلندمدت شرکت‌های انگلیسی را مورد بررسی قرار دادند. نتایج محققین مذکور نشان داد که تصاحب و ادغام، 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.<sup>۱</sup> تصاحب شرکت‌ها بر سودآوری کوتاه‌مدت و بلندمدت شرکت‌های خریدار تأثیر منفی می‌گذارد. Kennedy و Limmack (۱۹۹۶) ۲۴۷ شرکت هدف پذیرفته شده در بورس، طی سال‌های ۱۹۸۰ تا ۱۹۸۹ را مورد بررسی قرار داده‌اند. محققین مذکور به بررسی رابطه عملکرد شرکت هدف و جابجایی و تغییر مدیریت عالی آنها پرداختند. نتایج نشان داد که انگیزه و هدف انتقال مهارت‌های مدیریتی از شرکت خریدار به شرکت هدف، نمی‌تواند ثروت خلق نماید. بنابراین تغییر و جایگزین کردن مدیران شرکت هدف، نمی‌تواند خلق‌کننده ارزش برای سهامداران شرکت خریدار باشد.<sup>۲</sup> McDougall (۱۹۹۵) با استفاده از رویکرد سازمان‌صنعتی<sup>۳</sup>، اثرات اقتصادی تصاحب و ادغام شرکت‌های هدف کانادایی، طی سال‌های ۱۹۸۵ تا ۱۹۸۷ را بررسی کرد. در این پژوهش، عملکرد تصاحب‌کنندگان داخلی و خارجی ارزیابی و مقایسه شده است. نتایج بیانگر این است که خریداران داخلی سودآوری کوتاه‌مدت را پیگیری کرده‌اند. بر اساس نتایج تحقیق می‌توان گفت که تصاحب‌کنندگان خارجی نسبت به تصاحب‌کنندگان داخلی، دیدگاه بلندمدت و سازنده‌ای در اقتصاد کلان کشور هدف داشته‌اند. Healy و Palpu و Ruback (۱۹۹۰)، پنجاه معامله تصاحب و ادغام 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<sup>۴</sup> مورد

1. Dickerson & Gibson & Tsakalotos (1996).

2. Limmack, & Kennedy (1996).

3. The Industrial Organization Approach.

4. Operating Cash flow.

ارزیابی قرار گرفته است. نتایج تحقیق بیانگر بهبود جریان نقدی عملیاتی (سود عملیاتی + هزینه استهلاک) پس از تصاحب می‌باشد.<sup>۱</sup>

Ravenscraft و Scherer (1987)، 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 داشته‌اند. البته نشانه‌ای هم از افزایش سود عملیاتی شرکت‌های هدف پس از تصاحب، به دست نیامده است.<sup>۲</sup> Mueller (1985)، 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 تصاحب‌شده را رد می‌کند. به عبارت دیگر، سهم بازار شرکت‌های هدف روند کاهشی نداشته است ولی قطعاً افزایشی نبوده است.<sup>۳</sup> در این مقاله، از شاخص فروش (سهم بازار) به عنوان یکی از شاخص‌های موفقیت (شکست) استفاده شده است. Doi و Ikeda (1983)، ۴۹ شرکت 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

1. Healy & Palpu & Ruback, (1999).

2. Ravenscraft & Scherer (1987).

3. Muller (1985).



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.<sup>۱</sup>

Hoshino (1981) 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 (1983) بیانگر شکست استراتژی تصاحب و ادغام است. نتایج پژوهش Hoshino نشان می‌دهد که پس از ادغام، نسبت‌های حقوق صاحبان سهام به کل دارایی‌ها، نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام، نسبت گردش دارایی‌ها و نسبت خالص سود به کل دارایی‌ها بهبودی نداشته است. بهبود نسبی در نسبت جاری مشاهده شده است.<sup>۲</sup>

### ۳. رویکردهای تحقیقاتی تصاحب و ادغام شرکت‌ها

تحقیقات تصاحب و ادغام شرکت‌ها، دارای چهار رویکرد مطالعه رفتار قیمتی سهام، مطالعه صورت‌های مالی، افکار سنجی مدیران و مطالعه موردی است. در رویکرد روند قیمتی سهام<sup>۳</sup> 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 می‌باشد. وی در سال ۱۹۶۹ از رویکرد روند قیمتی سهام استفاده کرد. در این رویکرد، بازدهی مورد انتظار (بازدهی نرمال) توسط مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای<sup>۴</sup> یا شاخص‌های قیمت بازار از قبیل S&P500<sup>۵</sup> و... بیان و فرض می‌شود. این رویکرد نیازمند فرضیات مهمی از قبیل کارایی بازار سرمایه و عقلانیت اقتصادی فعالان بازار سرمایه است و در مقابل حوادث

1. Ikeda & Doi (1983).

2. Hoshino (1981).

3. Event study.

4. Capital asset pricing model.

5. Standard & Poor's (S & P).

غیرمنتظره آسیب پذیر بوده و باعث تحریف نتایج مطالعات می شود. در رویکرد مطالعه صورتهای مالی<sup>۱</sup>، 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<sup>۲</sup>، 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<sup>۳</sup> و رویکرد سازمان صنعتی<sup>۴</sup> نیز نامگذاری می کنند. مهم ترین مزیت رویکرد حسابداری، کاربرد در بازار سرمایه ناکارا نظیر بازار سرمایه ایران است. در این مقاله برای پاسخگویی به سئوالات پژوهش (به جز نرخ بازدهی سهام) از رویکرد مطالعه صورتهای مالی استفاده می شود. در رویکرد افکارسنجی مدیران اجرایی<sup>۵</sup>، 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<sup>۶</sup>. در رویکرد مطالعه های موردی<sup>۷</sup>؛ 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.

#### ۴. 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، بررسی می نماید. همچنین ۱۰۸ شرکت تصاحب نشده (کنترل) فعال در صنعت شرکت

- 
1. Accounting basis.
  2. Operating cash flow.
  3. Operating performance studies.
  4. The industrial organization approach.
  5. Surveys of executives.
  6. Bruner, (2001).
  7. Clinical studies

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 شرکت‌های تصاحب نشده مشابه و پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، فاکتور اندازه در انتخاب شرکت‌های گروه کنترل در نظر گرفته نشده است. این پژوهش با ثابت در نظر گرفتن سایر عوامل موثر بر عملکرد شرکت‌های تصاحب شده؛ اطلاعات صورت‌های مالی اساسی حداقل دو سال قبل و بعد از معامله شرکت‌های هدف و گروه کنترل را جمع‌آوری کرده است و برای ارزیابی 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- جمع‌آوری، مطالعه و تهیه ادبیات استراتژی خرید و تصاحب شرکت‌ها با استفاده از مقالات، کتب و تحقیقات خارجی.

۲- 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- 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 شرکت های پذیرفته شده در بورس، فاکتور اندازه در انتخاب شرکت های گروه کنترل در نظر گرفته نشده است.

۴- در این پژوهش اطلاعات صورت های مالی اساسی حداقل دو سال قبل و بعد از معامله شرکت های مورد پژوهش و گروه کنترل را جمع آوری می کند.

۵- محاسبه نسبت ها و شاخص های تعیین شده میزان موفقیت (شکست) در شرکت های هدف و شرکت های گروه کنترل. متغیرهای مورد بررسی این پژوهش به صورت ذیل تعریف و محاسبه می گردد:

الف- درصد رشد فروش شرکت

فروش سال قبل - فروش سال جاری

فروش سال قبل

ب- متوسط بازدهی حقوق صاحبان سهام

سود قبل از کسر مالیات

حقوق صاحبان سهام

ج- متوسط بازدهی دارایی ها

سود قبل از کسر مالیات

کل دارایی ها

د- جریان نقدی عملیاتی (سود عملیاتی + استهلاک)

هزینه استهلاک + هزینه های عملیاتی - بهای تمام شده کالای فروش رفته - خالص فروش همانطوری که اشاره شد؛ خرید و تصاحب دارای انگیزه ها متفاوت می باشد و عوامل بر موفقیت با توجه به انگیزه های اشاره شده متفاوت است. به غیر از شاخص های بررسی شده؛ سایر انگیزه ها و شاخص ها و عوامل موثر بر نتایج تحقیق ثابت در نظر گرفته شده است.

- ۶- آزمون آماری معنی دار بودن شاخص‌های تعیین شده موفقیت، با استفاده از آماره  $t$  استیودنت و سایر آزمون‌ها.
- ۷- ارائه گزارش نتیجه‌گیری

## ۵. فرضیه‌های تحقیق و نتایج آزمون آن‌ها

با توجه به سوال‌های پژوهش حاضر، فرضیه‌های این تحقیق عبارتند از:

- ۱- میانگین قبل از تصاحب نرخ رشد فروش شرکت‌های هدف، با میانگین بعد از تصاحب نرخ رشد فروش، تفاوت معنی داری دارد.
  - فرضیه کنترلی: بین میانگین رشد فروش قبل و بعد از تصاحب در شرکت‌های گروه آزمایش و شرکت‌های گروه کنترل تفاوت معنی داری وجود دارد.
  - ۲- میانگین قبل از تصاحب نرخ بازدهی حقوق صاحبان سهام شرکت‌های 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 شرکت‌های گروه آزمایش و شرکت‌های گروه کنترل تفاوت معنی داری وجود دارد.
  - ۳- میانگین قبل از تصاحب نرخ بازدهی دارایی‌ها شرکت‌های هدف، با میانگین بعد از تصاحب نرخ بازدهی دارایی‌ها، تفاوت معنی داری دارد.
  - فرضیه کنترلی: بین میانگین نرخ بازدهی دارایی‌های قبل و بعد از تصاحب در شرکت‌های گروه آزمایش و شرکت‌های گروه کنترل تفاوت معنی داری وجود دارد.
  - ۴- میانگین قبل از تصاحب جریان نقدی عملیاتی شرکت‌های 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 شرکت‌های گروه آزمایش و شرکت‌های گروه کنترل تفاوت معنی داری وجود دارد.
- به منظور کنترل و تعیین اثرات کلان اقتصادی و متغیرهای اثرگذار بر صنعت برای هر کدام فرضیه‌های نمونه مورد بررسی، یک فرضیه کنترلی تعریف و آزمون شده است. خلاصه نتایج فرضیه‌های تحقیق با استفاده از آزمون‌های  $t$  استیودنت و فریدمن (آزمون ناپاراتریک) آزمون و ارایه شده است.

جدول ۱- خلاصه آزمون فرضیه‌ها و نتایج آن

نتایج آزمون			سطح خطا	سطح معنی‌داری			شرح		نام فرضیه
H <sub>0</sub>	T	یک			T	یک			
H <sub>0</sub> پذیرش	T	یک	۰/۰۵	۰/۹۶	T	یک	فروش	دوره آزمون	فرضیه اول
-	F	دو		-	F	دو			
H <sub>0</sub> پذیرش	T	دو		۰/۵۷	T	دو			
-	F	سه		-	F	سه			
H <sub>0</sub> رد	T	یک		۰/۰۱	T	یک			
H <sub>0</sub> رد	F	دو		۰/۰۱	F	دو			
H <sub>0</sub> رد	T	یک	۰/۰۵	۰/۰۰۳	T	یک	فروش	دوره آزمون	فرضیه کنترلی
-	F	دو		-	F	دو			
H <sub>0</sub> رد	T	دو		۰/۰۱۱	T	دو			
-	F	سه		-	F	سه			
H <sub>0</sub> رد	T	یک		۰/۰۰۲	T	یک			
-	F	دو		-	F	دو			
H <sub>0</sub> پذیرش	T	یک	۰/۰۵	۰/۴۹	T	یک	بازدهی حقوق صاحبان سهام	دوره آزمون	فرضیه دوم
H <sub>0</sub> رد	F	دو		-	F	دو			
H <sub>0</sub> پذیرش	T	سه		۰/۱۱	T	سه			
H <sub>0</sub> رد	F	یک		۰/۰۴۹	F	یک			
H <sub>0</sub> پذیرش	T	سه		۰/۳۷	T	سه			
H <sub>0</sub> پذیرش	F	یک		۰/۴۸	F	یک			
H <sub>0</sub> پذیرش	T	یک	۰/۰۵	۰/۷۹۴	T	یک	بازدهی حقوق صاحبان سهام	دوره آزمون	فرضیه کنترلی
-	F	دو		-	F	دو			
H <sub>0</sub> پذیرش	T	سه		۰/۵۸۸	T	سه			
H <sub>0</sub> پذیرش	F	یک		۱	F	یک			
H <sub>0</sub> پذیرش	T	سه		۰/۲۸۲	T	سه			
H <sub>0</sub> پذیرش	F	یک		۰/۳۱۷	F	یک			
H <sub>0</sub> پذیرش	T	یک	۰/۰۵	۰/۱۹۶	T	یک	بازدهی دارایی‌ها	دوره آزمون	فرضیه سوم
-	F	دو		-	F	دو			
H <sub>0</sub> رد	T	سه		۰/۰۰۶	T	سه			
H <sub>0</sub> رد	F	یک		۰/۰۴۱	F	یک			
H <sub>0</sub> پذیرش	T	سه		۰/۰۸۳	T	سه			
H <sub>0</sub> پذیرش	F	یک		۰/۰۵۸	F	یک			
H <sub>0</sub> پذیرش	T	یک	۰/۰۵	۰/۸۷۸	T	یک	بازدهی دارایی‌ها	دوره آزمون	فرضیه کنترلی
-	F	دو		-	F	دو			
H <sub>0</sub> رد	T	سه		۰/۰۱۴	T	سه			
H <sub>0</sub> رد	F	یک		۰/۰۰۹	F	یک			
H <sub>0</sub> پذیرش	T	سه		۰/۵۵۴	T	سه			
H <sub>0</sub> پذیرش	F	یک		۱	F	یک			
H <sub>0</sub> پذیرش	T	یک	۰/۰۵	۰/۳۷۵	T	یک	جریان نقدی عملیاتی	دوره آزمون	فرضیه چهارم
-	F	دو		-	F	دو			
H <sub>0</sub> رد	T	سه		۰/۰۳۳	T	سه			
-	F	یک		-	F	یک			
-	T	سه		-	T	سه			
-	F	یک		-	F	یک			
H <sub>0</sub> رد	T	یک	۰/۰۵	۰/۰۲۳	T	یک	جریان نقدی عملیاتی	دوره آزمون	فرضیه کنترلی
-	F	دو		-	F	دو			
H <sub>0</sub> رد	T	سه		۰/۰۱۵	T	سه			
-	F	یک		-	F	یک			
-	T	سه		-	T	سه			
-	F	یک		-	F	یک			

رویکرد مطالعات صورت‌های مالی

## جمع‌بندی و ملاحظات

بر اساس آزمون سه سال قبل و پس از تصاحب نرخ رشد فروش، می‌توان نتیجه گرفت که پس از تصاحب نرخ رشد شرکت (فروش) در شرکت‌های هدف کاهش یافته و از نظر آماری معنی‌دار نیز بوده است. در آزمون‌های یک و دو ساله، تصاحب منجر به کاهش نرخ رشد فروش در شرکت هدف شده است، ولی از نظر آماری معنی‌دار نمی‌باشد. بنابراین نتیجه فرضیه نرخ رشد فروش بیانگر کاهش در نرخ رشد فروش پس از تصاحب در شرکت‌های هدف است. با توجه به نتایج به دست آمده می‌توان گفت که 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. نتایج فرضیه کنترلی نرخ رشد فروش در آزمون سه سال قبل و پس از تصاحب بیانگر این است که نرخ رشد شرکت‌های گروه کنترل از شرکت‌های هدف بالاتر بوده و از نظر آماری نیز معنی‌دار می‌باشد. نتایج فرضیه کنترلی نرخ رشد فروش دو سال قبل و پس از تصاحب نشان می‌دهد که نرخ رشد پس از تصاحب شرکت‌های گروه کنترل از شرکت‌های هدف بالاتر است ولی از نظر آماری معنی‌دار نمی‌باشد. آزمون یک سال قبل و پس از تصاحب بیانگر بالاتر بودن نرخ رشد فروش شرکت‌های هدف نسبت به شرکت‌های تصاحب نشده است ولی از نظر آماری معنی‌دار نبوده است. بنابراین نتیجه فرضیه نرخ رشد فروش شرکت‌های تصاحب نشده (گروه کنترل) نشان می‌دهد که نرخ رشد شرکت‌های تصاحب نشده بالاتر از شرکت‌های تصاحب شده بوده است.

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 معنی‌دار نمی‌باشد. بر اساس آزمون دو ساله فریدمن، نتایج نشان می‌دهد که تصاحب باعث کاهش نرخ بازدهی شده است و کاهش مذکور از نظر آماری معنی‌دار 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 معنی‌دار نمی‌باشد

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 فرضیه کنترلی نرخ بازدهی حقوق صاحبان سهام در دوره یک سال قبل و پس از تصاحب، نشانگر بالاتر بودن نرخ بازدهی شرکت های هدف از شرکت های گروه کنترل است ولی از نظر آماری معنی دار نمی باشد. در آزمون دو ساله، نتایج نشان می دهد که نرخ بازدهی شرکت هدف پایین تر از شرکت های گروه کنترل می باشد ولی آزمون مذکور از نظر آماری معنی دار نمی باشد. در آزمون دوره سه ساله نرخ بازدهی شرکت های هدف از نرخ بازدهی گروه کنترل بالاتر بوده است ولی از نظر آماری معنی دار نمی باشد. بنابراین نتایج فرضیه مقایسه ای نرخ بازدهی حقوق صاحبان سهام بیانگر عدم تفاوت بین نرخ بازدهی پس از تصاحب در شرکت های هدف و گروه کنترل است.

بر اساس نتایج آزمون دو سال قبل و پس از تصاحب، نرخ بازدهی دارایی های شرکت هدف کاهش یافته است و از نظر آماری نیز معنی دار بوده است. در آزمون های یک و سه ساله، نتایج نشان دهنده کاهش در نرخ بازدهی دارایی های پس از تصاحب شرکت های هدف است ولی از نظر آماری معنی دار نبوده است. در آزمون دو ساله فریدمن نرخ بازدهی دارایی های پس از تصاحب شرکت هدف کاهش یافته است و از نظر آماری نیز معنی دار بوده است. در آزمون سه ساله فریدمن نرخ بازدهی دارایی های پس از تصاحب در شرکت هدف کاهش داشته است ولی از نظر آماری معنی دار نمی باشد. بنابراین نتایج فرضیه نرخ بازدهی دارایی ها نشان می دهد که مدیران تصاحب کننده توانایی بهبود نرخ بازدهی دارایی های پس از تصاحب شرکت های هدف را نداشته اند.

بر اساس آزمون دو ساله، جریان نقدی عملیاتی پس از تصاحب شرکت های هدف شده افزایش یافته و این بهبود از نظر آماری معنی دار است. در آزمون یک ساله، جریان نقدی عملیاتی پس از تصاحب در شرکت های هدف بهبود داشته ولی از نظر آماری معنی دار نمی باشد بهبود جریان نقدی عملیاتی (سود عملیاتی+استهلاک) در شرکت های تصاحب شده علی رغم کاهش سایر شاخص های بازدهی آزمون شده، می تواند 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.

### جدول ۲ - خلاصه نتیجه‌گیری

تحقیقات مشابه	نتیجه‌گیری	فرضیه/ شاخص ارزیابی
<p>- نتایج پژوهش Mueller (۱۹۸۰) بیانگر کاهش سهم بازار و میزان فروش در شرکت‌های مورد بررسی است.</p> <p>- نتایج پژوهش Mueller در سال ۱۹۸۵ بیانگر این است که فروش افزایش نیافته است ولی کاهش یافته است.</p>	<p>- شرکت‌های هدف در دوره سه ساله (قبل و بعد) با کاهش نرخ رشد فروش مواجه شده‌اند و از نظر آماری معنی‌دار بوده است.</p> <p>- در دوره یک و دو ساله نیز شرکت‌های هدف توانایی حفظ و افزایش رشد فروش را نداشته‌اند ولی از نظر آماری معنی‌دار نبوده است.</p> <p>- آزمون‌های کنترلی نرخ رشد فروش بیانگر بهبود در نرخ رشد فروش شرکت‌های تصاحب نشده است ولی از نظر آماری معنی‌دار نمی‌باشد.</p>	نرخ رشد فروش
<p>- نتایج پژوهش Hoshino (۱۹۸۱) بیانگر کاهش در نرخ بازدهی حقوق صاحبان شرکت‌های ادغام شده ژاپنی بوده است.</p> <p>- نتایج Mueller (۱۹۸۰) بیانگر کاهش در شاخص نرخ بازدهی حقوق صاحبان سهام شرکت‌های خریدار است.</p>	<p>- آزمون دو ساله بیانگر ناتوانی در بهبود نرخ بازدهی حقوق صاحبان سهام است و از نظر آماری معنی‌دار بوده است.</p> <p>- آزمون یک و سه ساله بیانگر ناتوانی مدیران شرکت در بهبود نرخ بازدهی حقوق صاحبان سهام است ولی از نظر آماری معنی‌دار نمی‌باشد.</p> <p>- آزمون کنترلی بیانگر این است که نرخ بازدهی حقوق صاحبان سهام شرکت‌های تصاحب نشده بالاتر از شرکت‌های هدف بوده است.</p>	نرخ بازدهی حقوق صاحبان سهام
<p>- نتایج آزمون Mueller (۱۹۸۰)، Meeks (۱۹۷۷) و Dickerson (۱۹۹۶) بیانگر تاثیر منفی تصاحب و ادغام بر نرخ بازدهی دارایی‌ها می‌باشد.</p>	<p>- آزمون دو ساله بیانگر کاهش نرخ بازدهی دارایی‌های پس از تصاحب در شرکت‌های هدف است و از نظر آماری معنی‌دار می‌باشد.</p> <p>- نتایج آزمون یک و سه ساله بیانگر کاهش نرخ بازدهی دارایی‌های پس از تصاحب است که از نظر آماری معنی‌داری نمی‌باشد.</p> <p>- نتایج آزمون کنترلی نیز بیانگر بالاتر بودن نرخ بازدهی دارایی‌های پس از تصاحب در شرکت‌های تصاحب نشده است و از نظر آماری نیز معنی‌دار بوده است.</p>	نرخ بازدهی دارایی‌ها
<p>- نتایج Healy و دیگران (۱۹۹۰)، Rahman و Limmack (۱۹۹۶) نیز بیانگر تاثیر مثبت تصاحب بر جریان نقدی عملیاتی</p>	<p>- آزمون دو ساله بیانگر بهبود جریان نقدی عملیاتی پس از تصاحب در شرکت هدف است و از نظر آماری معنی‌دار بوده است.</p> <p>- آزمون یک ساله بیانگر تاثیر مثبت تصاحب بر جریان نقدی عملیاتی پس از تصاحب شرکت هدف است ولی از نظر آماری</p>	جریان نقدی عملیاتی

تحقیقات مشابه	نتیجه‌گیری	فرضیه/ شاخص ارزیابی
پس از تصاحب است.	معنی‌دار بوده است. - نتایج آزمون کنترلی بیانگر افزایش جریان نقدی عملیاتی پس از تصاحب در شرکت‌های گروه کنترل است و از نظر آمار نیز معنی‌دار بوده است.	

### توصیه‌های سیاستی

با توجه به نتایج به دست آمده و با ثابت در نظر گرفتن سایر عوامل (عوامل غیرمالی و سایر شاخص‌های مالی) موثر بر عملکرد شرکت‌های تصاحب شده؛ به منظور انجام موفقیت آمیز تصاحب و یا جلوگیری و کاهش زیان ناشی از انجام معاملات مذکور در پایان مقاله توصیه‌های سیاستی ذیل ارائه می‌شود.

۱- مدیران شرکت‌های تصاحب‌کننده ایرانی؛ توانایی حفظ و افزایش نرخ رشد شرکت (فروش) هدف را نداشته و هدف و انگیزه افزایش نرخ رشد شرکت و بهبود سهم بازار شرکت هدف از طریق تصاحب تحقق نیافته است. بنابراین توصیه می‌شود برای افزایش و حفظ نرخ رشد فروش و سهم بازار از استراتژی تصاحب استفاده نشود و از توسعه داخلی (راه‌اندازی و توسعه عملیات فعلی شرکت) استفاده شود.

۲- در ارزیابی ارزش شرکت‌های هدف افزایش رشد فروش سال‌های پس از تصاحب واقع بینانه ترسیم شود؛ تا در تعیین ارزش شرکت دچار خطای محاسباتی نشده و ارزش شرکت هدف بالاتر از ارزش ذاتی نشان داده نشود.

۳- مدیران شرکت‌های خریدار توانایی بهبود نرخ بازدهی حقوق صاحبان سهام و نرخ بازدهی دارایی‌های پس از تصاحب شرکت‌های هدف را نداشته‌اند. بنابراین با ثابت در نظر گرفتن سایر عوامل موثر بر عملکرد شرکت‌های تصاحب شده؛ مدیران به منظور افزایش ثروت سهامداران از استراتژی تصاحب استفاده نمایند.

۴- با توجه به کاهش عملکرد پس از تصاحب با ثابت در نظر گرفتن سایر عوامل موثر بر عملکرد شرکت‌های تصاحب شده؛ توصیه می‌شود سهامداران خرد شرکت خریدار و

هدف در نگهداری سهام شرکت‌های تصاحب شده و خریدار دقت بیشتری داشته و حتی المقدور سهام خود را قبل انجام معاملات تصاحب به فروش رسانند.

۵- 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. بنابراین توصیه می‌شود که در ارزیابی شرکت‌های هدف هزینه‌های مالی و سایر هزینه‌های غیرعملیاتی به دقت بررسی شود. عدم توجه دقیق به هزینه‌های مالی و غیرعملیاتی نظیر بازخرید نیروی انسانی مازاد و... می‌تواند سود عملیاتی (جریان نقدی) شرکت را به زیان تبدیل نماید.

۶- نتایج تحقیق نشان می‌دهد که تصاحب شرکت‌های پذیرفته در بورس اوراق بهادار تهران؛ با توجه به شاخص‌های حسابداری تحقیق و با ثابت در نظر گرفتن سایر عوامل موثر بر عملکرد شرکت‌های تصاحب شده؛ منجر به کاهش ثروت سهامداران شرکت‌های خریدار و هدف از نظر بازدهی حسابداری شده است. بنابراین با در نظر گرفتن شاخص‌های بیان شده استفاده از استراتژی تصاحب در بورس تهران؛ برای کسب سودآوری عملیاتی و حسابداری توصیه نمی‌شود.

## منابع

- Altunbas&marques,(2005); "Mergers and Acquisitions and Bank Performance in Europe",Working paper,*European Central Bank*,PP.10-25
- Bruner, Robert, (2001); *Does M & A Pay?* Batten institute.
- Bruner, Robert. F, (2004); "Applied Mergers & Acquisitions", *John Wiley & Sons*, Inc.
- Christodoulou and et al, (2006); "Exploriong the Improvement of Corporate Performance After Mergers", *International Research journal of Finance and Economics*.
- 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, PP.344-61.
- Ghosh, Alope, (2001); "Does Operating Performance Really Improve Following Corporate Acquisitions?", *Journal of Corporate Finance*, (7), PP.151-178.
- Healy P. M. & et al, (1992); "Does corporate performance improve after mergers?", *Journal of Financial Economic* ,31, PP.135-75.
- Hoshino, yasuo, (1982); "The performance of corporate mergers in Japan", *Journal of Business Finance & Accounting*, 9 (2),PP. 153- 163.
- Ikeda & Doi, (1983); "The performances of Merging Firms in Japanese Manufacturing Industry", *The Journal of Industrial Economics*. 16 (3), PP.257- 266.
- Kennedy & Limmack, (1996); "Takeover Activity, CEO Turnover, and the Market for Corporate Control", *Journal of Business Finance & Accounting*. 17 (3),PP. 267-85.
- Lubatkin, Michael, (1987); "Merger strategic and stockholder value", *Strategic Management Journal*, (8),PP. 39-53.
- Mc- dougall, Gilles, (1995); "The economic impact of mergers and acquisition on corporations ", *Micro- Economic Policy Analysis Industry Canada Working paper* 4.

- 
- Mueller C. Dennis, (1969); "A theory of conglomerate mergers", *Quarterly journal of Economics*, PP. 644-59.
- Piper T.F & S.J.Weiss, (1974); "The profitability of multibank holding company acquisitions", *Journal of Finance*, 29, PP.163-74.
- Rahman, R. Abdul & Limmack R. J. (2000); "Corporate Acquisitions and the Operating Performance of Malaysian Companies", *Social Science Research Network Electronic Paper Collection*.
- Rarvenscraft & scherer, (1987); " Life after takeover", *The journal of Industrial Economics*, 36, PP.147-156.
- Ross & Westerfield & Jaffe, (2008); Corporate Finance. Irwin.
- Thompson'.Jr. & A.J. Strickland, (1999); Strategic Management, MC Graw Hill. 11<sup>th</sup> Edition.