

بررسی تأثیر صرف قیمتی سهام بر بازدهی خریداران عمده سهام در بورس اوراق بهادار تهران

اصغر عارفی

چکیده: این پژوهش به بررسی تأثیر صرف قیمتی سهام بر بازدهی تصاحب‌کنندگان شرکت‌ها می‌پردازد و جبران صرف قیمتی پرداخت‌شده برای خریداران از طریق بازدهی سهام، در سال‌های پس از انجام معامله را بررسی می‌کند. بدین منظور معاملات عمده‌ی منجر به تغییر مدیریت شرکت‌ها طی سال‌های ۱۳۸۰ تا ۱۳۸۵ در بورس اوراق بهادار تهران انتخاب شده و برای دوره‌ی سه سال بعد مورد بررسی قرار گرفته است. با استفاده از آزمون تی - تک‌نمونه‌ای بازدهی سهام برای جبران صرف قیمتی بررسی شده است. شرکت‌های هدف بر اساس میزان صرف قیمتی پرداختی در سه گروه شرکت‌های بالایی، میانی و پایینی تفکیک شده‌اند. نتایج پژوهش بیانگر اینست که در گروه بالایی، صرف قیمتی سهام سه سال پس از انجام معامله، ولی در شرکت‌های گروه میانی و پایینی، تنها یک سال پس از انجام معامله با بازدهی سهام جبران می‌شود. بازدهی تعدیل‌شده با شاخص صنعت نیز، صرف قیمتی را برای گروه‌های پایینی، میانی و بالایی به‌ترتیب در سال‌های اول، دوم و سوم جبران می‌کند.

پژوهشگاه علوم انسانی و مطالعات فرهنگی
رتال جامع علوم انسانی

واژه‌های کلیدی: تصاحب، خریدار عمده‌ی سهام، شرکت هدف، صرف قیمتی سهام.

۱. استادیار دانشگاه شهید بهشتی، تهران، ایران

تاریخ دریافت مقاله: ۱۳۹۱/۰۲/۱۶

تاریخ پذیرش نهایی مقاله: ۱۳۹۱/۰۶/۲۲

نویسنده مسئول مقاله: اصغر عارفی

E-mail: A_Arefi@sbu.ac.ir

مقدمه

یکی از موضوعات قابل توجه در ادبیات مالی، معاملات عمده‌ی سهام و مسائل مرتبط با آنها در بازارهای مالی است. اشخاص حقیقی و حقوقی، پیوسته با اهداف مختلفی به خرید عمده‌ی سهام شرکت موردنظر خود می‌پردازند. مهم‌ترین هدف خریداران در این معاملات، کسب بازدهی مثبت و افزایش ثروت است. خریداران برای دستیابی به هدف خود، مالکیت و سهام شرکت مورد نظر را به قیمتی بالاتر از قیمت بازار خریداری می‌کنند، با این امید که صرف قیمتی پرداخت شده توسط منافع آتی ناشی از تصاحب سهام جبران شود (Stout, 1990).

تصاحب سهام، به خرید نقدی سهام شرکت‌های هدف گفته می‌شود که به‌وسیله‌ی مزایده اعلام می‌شود. در تصاحب سهام، خریدار، مالکیت اکثریت شرکت مورد نظر را خریداری و مدیریت کنترلی آن را به‌دست می‌آورد. شرکت خریدار از طریق مذاکره با سهامداران آن - که اغلب برخلاف خواسته‌ی مدیران فعلی شرکت هدف است - یا از طریق مزایده و مذاکره با مدیران شرکت هدف، تصاحب را انجام می‌دهند.

در مقابل طرفداران ادغام و تصاحب، دیدگاه دیگری در حال رشد است که ادغام و تصاحب را عامل نابودی ثروت سهامداران شرکت تصاحب‌کننده می‌دانند. مخالفان مدعی هستند که نتایج مطالعات بیانگر مطلوبیت بیشتر رشد داخلی و راه‌اندازی پروژه‌ها و شرکت‌های تازه تأسیس نسبت به تصاحب و ادغام است (جهانخانی، تقفی و عارفی، ۱۳۸۵).

بیان مسئله

صرف قیمتی پرداخت شده در معاملات عمده و بازدهی خریداران پس از تصاحب سهام شرکت مورد نظر (شرکت هدف)، در اکثر بازارهای مالی، موضوعی است که مورد بررسی پژوهشگران قرار گرفته است. نتایج حاصل از بررسی‌ها در بازارهای مختلف متفاوت است، برخی محققان به این نتیجه رسیده‌اند که خریداران پس از تصاحب سهام شرکت هدف، بازدهی بیشتر از آنچه سایرین در بازار کسب کرده‌اند، به‌دست آورده و برخی دیگر به این نتیجه رسیده‌اند که تصاحب سهام شرکت هدف، بازدهی اضافی به‌همراه نداشته و منجر به زیان شده است. با توجه به اهمیت موضوع ذکر شده، این پژوهش به بررسی وضعیت بازدهی خریداران عمده‌ی سهام در بورس اوراق بهادار تهران، در مورد معاملاتی می‌پردازد که صرف قیمتی پرداخت شده است. هدف، یافتن پاسخ این سؤال است که آیا خریداران عمده‌ی سهام توانسته‌اند صرف قیمتی پرداخت شده را از طریق بازدهی سهام در سال‌های پس از معامله عمده جبران کنند.

در این پژوهش فرضیه‌های زیرمورد بررسی قرار می‌گیرد:

۱. بازدهی پس از تصاحب شرکت‌های هدف، صرف قیمتی پرداخت شده توسط خریداران را جبران نکرده است.
۲. بازدهی تعدیل شده با شاخص صنعت، پس از تصاحب شرکت‌های هدف صرف پرداخت شده توسط خریداران را جبران نکرده است.

پیشینه‌ی پژوهش

هنگامی که اوراق بهادار (سهام، اوراق قرضه و ...) به قیمتی بیش از قیمت جاری تابلو به فروش می‌رسد، اوراق بهادار مذکور به صرف قیمت فروخته شده است و میزان صرف قیمت آن را با درصد نشان می‌دهند (جهانخانی، پارسائیان، ۱۳۷۵). این تفاوت قیمت، ناشی از عواملی چون وضعیت سودآوری شرکت هدف، میزان تمایل مدیران و سهامداران شرکت هدف به فروش عمده‌ی سهام، میزان ارزش برآورد شده‌ی خریداران از منافع آتی حاصل از تصاحب سهام شرکت هدف، خوش‌بینی یا غرور و تکبر خریداران و... است (Antoniou & Arbour & Zhao, 2008).

استوارت پرداخت صرف قیمتی بالا را عامل کاهش قیمت سهام معرفی کرده است. پرداخت صرف قیمت بالا اغلب منجر به شکست معاملات عمده می‌شود؛ زیرا میزان صرف قیمتی پرداخت شده توسط خریدار نسبت به بازدهی آتی سهام در سال‌های پس از انجام معامله، بسیار بالاتر است (Stewart, 1990).

الکساندریدیس، پتمزاس و تراولس، بازدهی پس از تصاحب خریداران عمده‌ی سهام ۳۹ کشور جهان را طی سال‌های ۱۹۹۰ تا ۲۰۰۷ بررسی کردند. میانگین صرف قیمتی سهام پرداخت شده در سه کشور آمریکا، انگلستان و کانادا بالاتر از کشورهای دیگر و به ترتیب برابر ۴۵/۷۹ درصد، ۴۲/۰۲ درصد و ۳۷/۰۱ درصد و میانگین صرف قیمتی سهام در سایر کشورها ۳۱/۹۱ درصد بوده است. بازدهی غیر عادی خریداران در این سه کشور منفی گزارش شده است، اما در سایر کشورها، متوسط بازدهی پس از تصاحب خریداران مثبت بوده است (Alexandridis, Petmezas & Travlos, 2010).

آنتونیو، آربور و ژائو، تأثیر صرف قیمتی سهام پرداخت شده بر بازدهی کوتاه‌مدت و بلندمدت خریداران عمده‌ی سهام در انگلستان را بررسی کرده‌اند. هدف آنها بررسی این موضوع بود که آیا پرداخت صرف قیمتی بالا برای کسب سهام یک شرکت، دلیل کاهش ثروت خریداران عمده پس از تصاحب است؟ در پژوهش آنها، خریداران بر اساس صرف قیمتی سهام پرداختی به سه دسته تقسیم شده‌اند: خریدارانی که صرف قیمتی بالا پرداخت کرده‌اند (خریدارانی که ۳۰ درصد بالایی

صرف قیمتی‌های پرداخت شده توسط آنها بوده است)، خریدارانی که صرف قیمت متوسط پرداخت کرده‌اند و خریدارانی که صرف قیمتی پایین پرداخت کرده‌اند (خریدارانی که ۳۰ درصد پایینی صرف قیمتی پرداخت شده توسط آنها بوده است). نتایج پژوهش در مورد بازدهی کوتاه‌مدت و بلندمدت خریداران، نشان می‌دهد که هر سه دسته خریداران مذکور بازدهی منفی داشته‌اند، اما اختلاف میان بازدهی آنها قابل توجه و معنادار نبوده است و میزان صرف قیمتی سهام پرداخت‌شده بر بازدهی منفی و کاهش ثروت خریداران پس از تصاحب تأثیری ندارد (Antoniou, Arbou r& Zhao, 2008).

مولر، اشلینگمان و استولز، در پژوهشی دلایل کاهش ارزش و زیان خریداران پس از تصاحب را بررسی کردند که نتایج بیانگر آن بود که شرکت‌های خریدار طی سال‌های ۱۹۹۸ تا ۲۰۰۱ پس از تصاحب سهام شرکت هدف، ۲۴۰ میلیارد دلار ضرر کرده بودند. آنها معتقد بودند که نمی‌توان این پدیده را نادیده گرفت و آن را انتقال ثروت از خریداران به سهامداران شرکت‌های هدف دانست. نتایج حاکی از آن بود که بخش عمده‌ی معاملات مذکور، مربوط به تصاحب سهام شرکت‌های دولتی بوده است و تمامی این معاملات با معاوضه‌ی سهام انجام شده است. تأمین مالی معاملات تصاحب به‌روشنی معاوضه‌ی سهام علامت منفی به بازار نشان داده و از مهم‌ترین عوامل مؤثر بر کاهش ارزش خریداران بوده است (Moeller & Schlingemann & Stulz, 2005).

هو، اولسون و رایبسون، تأثیر تصاحب شرکت‌ها و خلق ارزش برای سهامداران را در بورس اوراق بهادار نیویورک و آمکس مورد بررسی قرار داده و بازدهی غیر عادی خریداران و شرکت‌های هدف در بازه‌ی زمانی یک‌ماهه، پیش از اعلام تصاحب تا ۳ سال پس از تصاحب در دوره‌های ۴، ۷، ۱۲، ۲۴ و ۳۶ ماهه را محاسبه کردند که نتایج پژوهش بیانگر بازدهی منفی شرکت‌های خریدار بود (Hou & Olsson & Robinson, 2002).

ریحانه عابد تأثیر تصاحب شرکت‌ها بر بازدهی سهام آنها را طی سال‌های ۱۳۷۹ تا ۱۳۸۴ در بورس اوراق بهادار تهران بررسی کرد و از شاخص بازدهی سهام برای بررسی عملکرد تصاحب شرکت‌ها بهره گرفت. او اختلاف معناداری میان میانگین بازدهی سهام قبل و بعد از تصاحب در شرکت‌های هدف را با استفاده از روش آماری تی - استیودنت و تی - استیودنت جفتی مورد آزمون قرار داد. همچنین گروه آزمایش و کنترل نیز برای شناخت اثرات کلان اقتصادی و صنعتی، عملکرد شرکت‌های هدف با عملکرد شرکت‌های تصاحب نشده‌ی مشابه از نظر صنعت، آزمون شد. نتایج پژوهش بیانگر آن بود که عملکرد پس از تصاحب با توجه به شاخص بازدهی سهام بهبود نیافته است (عابد، ۱۳۸۸).

روش پژوهش

پژوهش‌های تصاحب و ادغام شرکت‌ها، دارای چهار رویکرد شامل، مطالعه‌ی رفتار قیمتی سهام، مطالعه‌ی صورت‌های مالی، افکارسنجی مدیران و مطالعه‌ی موردی است (Bruner, 2002). رویکرد مطالعاتی این پژوهش، مطالعه‌ی رفتار قیمتی سهام است. در این رویکرد با استفاده از تغییرات قیمت سهام شرکت‌های هدف و خریدار، بازدهی سهامداران در حول و حوش تاریخ انجام معامله محاسبه می‌شود. هدف این رویکرد بررسی میزان افزایش ثروت صاحبان سهام پس از انجام معامله‌ی عمده است (Brown & Warner, 1985).

روش پژوهش با توجه به استفاده از اطلاعات واقعی گذشته، پس‌رویدادی است. انتخاب شرکت‌های هدف پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، در بازه‌ی زمانی ۱۳۸۰ تا ۱۳۸۵ بوده است. منظور از شرکت‌های هدف، شرکت‌هایی هستند که با انجام معامله‌ی عمده‌ی سهام، حداقل نسبت دوسوم از اعضای هیأت مدیره آنها تغییر کرده است و خریدار توانایی ابقا و جایگزینی اکثریت هیأت مدیره را کسب کرده است. به علت عدم دسترسی کامل به اطلاعات معاملات عمده و صورت‌های مالی شرکت‌های هدف پیش از سال ۱۳۸۰، دوره‌ی آغاز پژوهش از سال ۱۳۸۰ در نظر گرفته شده است. همچنین با توجه به تمرکز پژوهش بر بازدهی خریداران سهام شرکت‌های هدف تا سه سال پس از انجام معامله، پایان دوره‌ی پژوهش سال ۱۳۸۸ در نظر گرفته شده است.

محاسبه‌ی صرف قیمتی سهام نیز با استفاده از رابطه‌ی شماره‌ی ۱ انجام شده است (جهانخانی و پارسائیان، ۱۳۷۵).

$$\text{رابطه‌ی ۱)} \quad \text{قیمت تابلو} - \text{قیمت معامله} = \text{صرف قیمتی سهام}$$

میانگین بازدهی شرکت‌های هدف طی دوره‌های یک‌ساله، دوساله و سه‌ساله‌ی سهام پس از تصاحب نیز با استفاده از رابطه‌ی شماره‌ی ۲ انجام گرفته است.

$$\text{رابطه‌ی ۲)} \quad R = \frac{D + P_1(1 + \alpha + \beta)}{P_0 + c\alpha} - 1$$

متوسط بازدهی تعدیل شده با اثر رشد شاخص صنعت (Rad_j) با استفاده از رابطه‌ی شماره‌ی ۳ محاسبه شده است:

$$\text{رابطه‌ی ۳)} \quad Rad_j = R - Ri$$

که در آن؛

R : بازده شرکت هدف؛

R_i : بازدهی شاخص صنعت؛

Rad_j : بازدهی تعدیل شده با شاخص صنعت؛

D : سود تقسیمی؛

P_1 : قیمت ثانویه؛

P_0 : قیمت اولیه؛

α : درصد افزایش سرمایه از محل مطالبات و آورده نقدی؛

B : درصد افزایش سرمایه از محل اندوخته و سود انباشته؛

C : قیمت اسمی سهام است.

نمونه گیری

برای جمع‌آوری اطلاعات و داده‌های آماری مورد نیاز پژوهش، ابتدا اطلاعات معاملات عمده‌ی بالای ۵ درصد در بورس اوراق بهادار تهران، طی سال‌های ۱۳۸۰ تا ۱۳۸۵ دریافت شده است. برای جلوگیری از حذف معاملاتی که در چند بلوک ۵ درصدی معامله و منجر به تغییر مدیریت اداره‌کننده‌ی شرکت شده‌اند، اطلاعات معاملات بالای ۵ درصد جمع‌آوری شده است. با این سازوکار، از حذف معاملات خرد شده در درصد‌های کوچکتر جلوگیری شده است. پس از جمع‌آوری اطلاعات معاملات عمده، شرکت‌هایی انتخاب شده‌اند که طی معامله مدیریت اداره‌کننده‌ی آنها عوض شده است. معیار در نظر گرفته شده برای تغییر مدیریت شرکت، تغییر دست‌کم دوسوم از اعضای هیأت مدیره هستند. برای به‌دست آوردن اطلاعات دقیق در مورد تغییر مدیریت شرکت، از گزارش مجامع شرکت‌های هدف تا سال مالی ۱۳۸۹ استفاده شده است. با در نظر گرفتن این عوامل، تعداد ۵۴ معامله‌ی عمده انتخاب شده‌اند. پس از تعیین شرکت‌های هدف، تاریخ معامله و قیمت معامله مشخص و صرف قیمتی سهام محاسبه شد. مدل تقسیم‌بندی به‌کارگرفته شده در این پژوهش، مشابه مدل استفاده شده‌ی آنتونیو و همکاران است (Antoniou & Arbour & Zhao, 2008). بدین گونه که ۳۰ درصد از شرکت‌ها در گروه بالایی (صرف قیمتی بیشتر از ۸۶ درصد)، ۳۰ درصد شرکت‌ها در گروه پایینی (صرف قیمتی کمتر از ۲۳ درصد) و در نهایت ۴۰ درصد باقیمانده شرکت‌ها در گروه میانی (صرف قیمتی بین ۲۳ تا ۸۶ درصد) قرار گرفتند. شرح کوتاهی از اطلاعات شرکت‌های هدف در جدول شماره ۱ آورده شده است:

جدول ۱. اطلاعات معاملات عمده به ترتیب سه گروه

ارزش معامله	درصد صرف قیمت	تفاوت قیمت	تفاوت تابلو	قیمت خرید	درصد معامله	تاریخ معامله	شرکت هدف	نگاره ۱
۳۳۰۰۰۷۹۱۷۱۳	۷۲۰/۹	۷۲۰/۹	۱۰۰۰	۸۲۰/۹	۵۵/۶۹	۸۶/۱۲/۲۶	ویتانا	۱
۳۳۹۰۹۴۸۶۶۱۲	۳۰/۲	۳۰/۲	۱۰۰۰	۴۰/۲	۸۴/۶۸	۸۲/۱۲/۰۴	ملی سرب و روی ایران	۲
۲۲۰۰۵۷۸۴۲۰۰	۲۸۸/۲۷	۳۷۵۵	۱۶۴۵	۵۴۰۰	۶۳/۶۷	۰۶/۰۲/۱۳۸۳	تولیدی لاستیک البرز	۳
۱۸۴۳۸۱۶۴۵۰	۱۸۶/۲	۲۸۰/۶	۲۰۴۴	۵۵۵۰	۵۲/۵۳	۸۲/۱۱/۰۱	کارتن پارس	۴
۳۷۳۳۲۱۲۸۱۰۰	۱۶۴/۱۱	۴۵۳۶	۲۷۶۴	۷۳۰۰	۴۱/۶۱	۸۲/۰۳/۰۴	صنعتی مهر آباد	۵
۱۱۰۰۳۳۸۱۰۰۰۰	۱۶۲/۵۴	۶۱۹۱	۲۸۰/۹	۱۰۰۰۰	۹۱/۶۹	۸۳/۰۷/۲۸	آونگان	۶
۱۷۱۳۳۶۰۰۰۰۰	۱۴۵/۵۲	۴۱۹۳	۱۵۰/۷	۳۷۰۰	۵۱/۴۲	۸۳/۰۵/۰۳	کارخانجات کابل سازی تک	۷
۱۰۶۹۱۹۰۰۰۰۰۰	۱۳۰/۷۷	۱۲۶۰	۱۰۴۰	۱۴۰۰	۵۱/۲۱	۸۱/۱۰/۱۶	کارخانه‌های صنعتی آزمایش	۸
۵۱۱۵۰۰۰۰۰۰۰	۱۳۰/۱۴	۱۷۵۳	۱۳۴۷	۳۱۰۰	۳۷/۵۱	۸۱/۰۶/۲۷	کارتن مشهد	۹
۳۳۸۰۳۳۳۷۹۵۰	۱۱۹/۵۳	۱۳۸۶۶	۱۱۶۰۰	۲۵۴۶۶	۹۶/۶	۸۴/۰۱/۳۱	پایساز	۱۰
۶۶۹۹۸۴۹۹۰۰	۱۱۸/۳۲	۱۰۲۳۳	۸۶۵۷	۱۸۹۰۰	۷۴/۳۲	۸۶/۱۲/۰۸	بنیان دیزل	۱۱
۷۵۹۹۶۸۷۰۰۰۰	۱۱۲/۰۷	۴۷۷۶	۴۲۲۴	۹۰۰۰	۵۸/۶	۸۳/۱۲/۱۹	پارس سرام	۱۲
۷۰۴۵۳۶۰۰۰۰۰	۱۰۹/۳۳	۱۸۲۸	۱۶۷۲	۳۵۰۰	۶۰/۷۲	۸۵/۱۱/۳۰	تولید تجهیزات سنگین هیکو	۱۳
۳۴۲۰۸۵۰۱۶۶۷۷	۱۰۳/۷۶	۵۷۶۹	۵۵۶۰	۱۱۳۲۹	۷۱/۳۳	۸۴/۱۲/۱۰	دشت مرغاب	۱۴
۶۶۳۳۷۰۰۰۰۰۰	۱۰۱/۵۸	۱۲۵۹۸	۱۳۴۰۲	۲۵۰۰۰	۶۶/۳۴	۸۲/۰۲/۲۸	سالمین	۱۵
۱۳۶۸۰۵۰۰۰۰۰۰	۹۷/۵	۳۹۰۰	۴۰۰۰	۷۹۰۰	۵۷/۷۲	۸۰/۱۲/۲۵	هنکل پاک و ش	۱۶
۴۷۹۱۷۰۶۶۲۴۰	۹۱/۲۳	۳۱۲۲	۳۴۲۲	۶۵۳۴	۷۳/۳۴	۸۵/۱۲/۰۷	فولاد کاپران	۱۷
۸۵۸۳۴۰۰۰۰۰۰	۸۸/۲۸	۴۵۰۴	۵۰۹۶	۹۶۰۰	۶۶/۰۱	۸۵/۱۰/۱۱	گسترش ماشین آلات عمرانی و زراعی ایران	۱۸
۳۱۷۹۵۴۷۶۰۰	۸۶/۹۹	۱۰۷۰	۱۲۲۰	۳۳۰۰	۴۶/۰۸	۸۰/۰۷/۲۵	کارخانه‌های تولیدی سوپوریک	۱۹
۹۹۳۰۴۸۱۹۲۸	۸۵/۴	۸۵۴	۱۰۰۰	۱۸۵۴	۷۸/۷۶	۸۲/۰۸/۱۲	صنایع تولیدی اشناد ایران	۲۰
۶۶۵۰۰۰۰۰۰۰۰	۸۲/۵۲	۸۵۹	۱۰۴۱	۱۹۰۰	۴۸/۶۱	۸۳/۱۱/۱۷	پرمیت	۲۱
۴۴۳۳۳۱۴۱۲۸۰	۶۹/۳۴	۱۵۲۴	۲۱۹۸	۳۷۲۲	۶۶/۵۷	۸۲/۱۱/۱۸	فترسازی خاور	۲۲
۲۸۹۰۰۰۰۰۰۰۰۰	۵۳/۴۳	۶۹۶۵	۱۳۰۳۵	۲۰۰۰۰	۴۸/۸	۸۰/۰۵/۲۷	پلبریک ایران	۲۳
۳۳۰۳۶۸۱۵۰۰	۵۲/۹۷	۱۲۱۲	۲۲۸۸	۳۵۰۰	۶۶/۵۹	۸۲/۱۱/۲۸	بسته‌بندی پارس	۲۴
۳۱۹۴۸۹۵۳۱۴۲	۵۱/۰۶	۱۲۳۰	۲۴۰۹	۳۶۳۹	۵۸/۶	۸۶/۰۸/۲۷	صنایع سیمان دانشستان	۲۵
۳۸۴۴۹۴۰۹۶۱۴	۴۶/۸۱	۱۴۷۴	۳۱۴۹	۴۶۲۳	۶۷/۰۶	۸۱/۱۲/۲۴	شرکت داده‌پردازی ایران	۲۶

گروه بالا

گروه میانی

ادامی جدول ۱.۱ اطلاعات عمده معاملات عمده به ترتیب سه گروه

نوع ۱	شیرکت هدف	تاریخ معامله	درصد معامله	قیمت خرید	قیمت تابلو	تفاوت قیمت	درصد صرف قیمت	ارزش معامله
گروه غذایی	۲۷	صنایع آذر آب	۲۵	۹۸۰۰	۷۱۶۰	۲۶۴۰	۲۶/۸۷	۲۳۳۰۰۰۰۰۰۰۰
	۲۸	سینا دارو	۵۲/۷۴	۸۰۶۴	۵۴۰۸	۲۶۵۴	۲۶/۴۶	۱۶۵۸۰۸۶۵۰۹۰
	۲۹	صنایع کاروانزاده فخر سپاهان	۶۶/۳۵	۱۷۵۰	۱۳۰۱	۴۴۹	۳۶/۵۱	۳۹۸۱۳۱۰۸۶۱۵۰
	۳۰	صنایع مختارانی راه دور ایران	۴۶/۲۵	۲۳۰۰	۱۷۲۷	۵۷۳	۳۳/۱۸	۶۷۶۲۰۰۰۰۰۰۰۰
	۳۱	سرمایه گذاری ملت	۲۷/۲۴	۱۸۲۰	۱۳۷۲	۴۴۸	۳۳/۶۵	۲۳۰۰۰۰۰۰۰۰۰۰۰
	۳۲	پریمت	۲۷/۲۵	۱۷۶۰	۱۳۷۸	۳۸۲	۳۳/۵۳	۲۳۶۶۲۰۹۳۴۰
	۳۳	سیمان هرمزگان	۵۱	۳۳۰۰۰	۲۵۱۷۸	۱۲۲۳	۳۰/۰۳	۲۲۸۰۳۶۵۰۰۰۰۰۰۰
	۳۴	کمیابن سازی ایران	۵۱	۵۱۵۰	۴۰۰۳	۱۱۳۷	۲۸/۶۵	۹۳۵۵۴۰۰۰۰۰۰۰۰
	۳۵	روغن نباتی ناب	۳۳/۹۱	۲۳۰۰	۱۷۱۶	۴۸۴	۲۸/۲۱	۱۳۹۲۱۵۱۵۴۰۰
	۳۶	سیمان اردبیل نما	۵۱	۳۰۰۰۰	۱۲۶۳۵	۶۳۶۵	۲۶/۹۳	۱۰۷۱۰۰۰۰۰۰۰۰۰۰
گروه خدماتی	۳۷	جام جهان نما	۴۹/۳۹	۱۵۰۰	۱۲۰۰	۳۰۰	۲۵	۷۲۴۰۳۷۱۰۰۰۰
	۳۸	کابل های مختارانی هیدید قندی	۵۱	۱۱۸۵۰	۹۴۸۹	۲۳۶۱	۲۳/۸۸	۶۰۳۳۵۰۰۰۰۰۰۰۰
	۳۹	کارخانه های کاشی و سرامیک سعدی	۷۹/۸۳	۷۴۰۰	۶۰۰۱	۱۳۹۹	۲۳/۳۱	۱۰۰۳۱۰۱۳۳۰۰۰
	۴۰	آزمایش	۶۰	۱۳۰۰	۱۰۵۷	۲۴۳	۲۳/۹۹	۱۶۹۶۳۷۹۲۰۰۰۰۰
	۴۱	شیمیایی پارس پالچوال	۴۴/۶۸	۲۷۵۰	۲۲۵۰	۵۰۰	۲۳/۲۲	۱۳۹۰۱۸۳۶۷۵۰
	۴۲	کمبروسازی تبریز	۵۲/۳۳	۱۳۴۰	۱۱۰۳	۲۳۷	۲۱/۴۹	۸۴۱۴۵۳۰۰۰۰۰۰۰
	۴۳	چینی سازی البرز	۵۱/۲۷	۱۱۴۰۰	۹۷۰۳	۱۸۶۷	۱۹/۵۵	۱۷۸۳۲۰۸۷۴۰۰
	۴۴	نیرو کار	۳۱/۸۲	۱۴۲۴	۱۲۰۳	۲۲۱	۱۸/۳۷	۲۲۲۸۳۳۷۸۸۰
	۴۵	سموم علف کش	۵۱	۶۶۴۰	۵۶۲۱	۱۰۰۹	۱۷/۹۲	۳۳۷۶۴۰۰۰۰۰۰۰۰
	۴۶	کارخانجات لوازم خانگی پارس	۶۱/۳۵	۳۵۰۰	۳۰۰۷	۴۹۳	۱۶/۴	۳۳۲۰۸۰۵۰۰۰۰۰۰
گروه بازرگانی	۴۷	تهران دارو	۷۰	۲۰۰۰۰	۱۷۵۰۰	۲۳۱۰	۱۳/۷	۴۳۰۰۰۰۰۰۰۰۰۰۰
	۴۸	تولیدی پلاستیک شاهین	۲۹/۵۴	۱۷۵۰	۱۵۴۰	۲۱۰	۱۲/۶۴	۷۹۱۹۱۰۰۰۰۰۰۰
	۴۹	کابل البرز	۴۵/۳۴	۱۵۲۰۰	۱۲۸۰۰	۲۴۰۰	۱۰/۱۴	۱۰۳۷۱۶۰۰۰۰۰۰۰
	۵۰	قهوه پارس	۲۸/۹۷	۸۷۰	۷۹۲	۷۸	۹/۸۵	۱۰۰۹۱۶۳۳۷۰
	۵۱	فرتساری زر	۴۰/۹۱	۱۲۰۸	۱۱۵۰	۵۸	۵/۰۴	۱۹۷۶۹۶۷۳۵۸۴
	۵۲	صنعتی دریایی ایران	۳۰	۲۳۳۰۰	۲۲۳۵۷	۸۷۵	۲/۶۷	۳۳۹۵۰۰۰۰۰۰۰۰۰۰
۵۳	تامین ماسه ریخته گری	۶۵/۱۳	۴۵۳۴	۴۳۳۸	۱۰۵	۲/۳۷	۲۶۶۷۸۶۴۰۰۲۸	
۵۴	مجموعه های توریستی و رفاهی آندران ایران	۳۹/۱	۶۶۰۰	۷۵۶۳	۲۷	۱/۲۴	۱۱۳۲۶۰۰۰۰۰۰۰۰۰	

صرف قیمتی سهام در ایران

میانگین موزون صرف قیمتی سهام پرداخت شده در تصاحب‌های انجام‌گرفته طی سال‌های ۱۳۸۰ تا ۱۳۸۵ در بورس اوراق بهادار تهران، ۴۳/۹۳ درصد است. بالاترین میزان صرف قیمتی پرداخت شده طی دوره‌ی مورد بررسی، ۳۰۹ درصد و کمترین مقدار آن ۰/۱ درصد بوده است. گفتنی است که وزن صرف قیمتی محاسبه شده، ارزش معاملات عمده‌ی انجام شده در نظر گرفته شده است. میانگین موزون صرف قیمتی سهام در ایران، کمابیش هم‌تراز با میانگین صرف قیمتی سایر کشورها در مطالعات مشابه بوده است. برای مثال، میانگین صرف قیمتی سهام پرداخت شده در معاملات عمده‌ی انگلستان در یک دوره‌ی ده‌ساله، ۴۵ درصد بوده است. البته قابل توجه است که صرف قیمتی محاسبه شده در انگلستان، میانگین موزون صرف قیمتی ۳۹۶ معامله‌ی عمده با میانگین ارزش معامله ۳۹۸ میلیون پوند بوده است (Antoniou & Arbour, 2008). در حالی که صرف قیمتی محاسبه شده در این پژوهش، میانگین موزون صرف قیمتی ۵۴ معامله‌ی عمده با میانگین ارزش معامله ۲۲۸ میلیارد ریال بوده است.

آزمون فرضیه‌های پژوهش

برای آزمون فرضیه‌های پژوهش از آزمون تی - تک‌نمونه‌ای^۱ استفاده شده است و میانگین نظری، صفر در نظر گرفته شده است. بدین معنا که اگر میانگین نرخ بازدهی سهام یا میانگین نرخ بازدهی سهام تعدیل شده با شاخص صنعت (به‌منظور حذف رشد عمومی بازار) خریداران صفر یا بزرگتر از صفر باشد ($H_0: \text{mean} \geq 0$)، صرف قیمتی سهام پرداخت شده جبران شده است و اگر میانگین نرخ بازدهی سهام یا میانگین نرخ بازدهی سهام تعدیل شده با شاخص صنعت خریداران منفی باشد ($H_1: \text{mean} < 0$)، صرف قیمتی سهام جبران نشده است. برای خریداران سهام سه گروه شرکت‌های هدف بالایی، متوسط و پایینی، جبران صرف قیمتی سهام با بازدهی سالانه‌ی سهام تا سه سال پس از انجام معامله بررسی شده است.

فرضیه‌ی اول:

H_0 : بازدهی پس از تصاحب شرکت‌های هدف، صرف قیمت پرداخت شده توسط خریداران را جبران کرده است.

H_1 : بازدهی پس از تصاحب شرکت‌های هدف، صرف قیمت پرداخت شده توسط خریداران را جبران نکرده است.

فرضیه‌ی دوم:

H_0 : بازدهی سهام تعدیل شده با شاخص صنعت پس از تصاحب شرکت‌های هدف، صرف قیمت پرداخت شده توسط خریداران را جبران کرده است.

H_1 : بازدهی سهام تعدیل شده با شاخص صنعت پس از تصاحب شرکت‌های هدف، صرف قیمت پرداخت شده توسط خریداران را جبران نکرده است.

الف. آزمون فرضیه‌ی اول بر اساس بازدهی خریداران سهام شرکت‌های هدف یک سال پس از انجام معامله

جدول شماره‌ی ۲ مقایسه‌ی میانگین تک‌گروهی بر اساس نرخ بازدهی سهام خریداران را یک سال پس از انجام معامله برای شرکت‌های گروه بالایی نشان می‌دهد.

جدول ۲. مقایسه‌ی میانگین تک‌گروهی بر اساس نرخ بازدهی سهام خریداران یک سال پس از انجام معامله (R_1) برای شرکت‌های گروه بالایی

مقایسه با میانگین نظری							متغیر پژوهش
تفاوت میانگین	سطح معناداری	درجه آزادی	آماره t	میانگین نظری	میانگین تجربی	تعداد	
-۰.۲۳/۸۶۵	۰.۰۱۴۲	۵۳	۲/۴۲۱	۰.۰۰	-۰.۲۳/۸۶۵	۵۴	R_1

همان‌گونه که در جدول شماره‌ی ۲ مشاهده می‌شود، در مورد شرکت‌های گروه بالایی، سطح معناداری محاسبه شده از ۰/۰۵ کوچکتر است، بنابراین فرض H_0 رد می‌شود. در سطح اطمینان ۹۵ درصد می‌توان بیان کرد که میانگین بازدهی سهام، یک سال پس از تصاحب سهام این گروه شرکت‌های هدف، صرف قیمتی سهام پرداخت شده توسط خریداران را جبران نکرده است.

در مورد گروه میانی، همان‌گونه که در جدول شماره‌ی ۳ مشاهده می‌شود با توجه به سطح معناداری محاسبه شده، فرض H_0 در سطح اطمینان ۹۵ درصد رد نمی‌شود. بنابراین می‌توان ادعا کرد که خریداران عمده‌ای که بابت تصاحب سهام شرکت‌های هدف، صرف قیمتی متوسط پرداخت کرده‌اند، یک سال پس از انجام معامله توانسته‌اند با بازدهی سهام صرف قیمتی پرداخت شده را جبران کنند.

جدول ۳. مقایسه‌ی میانگین تک‌گروهی بر اساس نرخ بازدهی سهام خریداران یک سال پس از انجام معامله (R₁) برای شرکت‌های گروه میانی

مقایسه با میانگین نظری							متغیر پژوهش
تفاوت میانگین	سطح معناداری	درجه آزادی	آماره t	میانگین نظری	میانگین تجربی	تعداد	
-%۵/۸۵۶	۰/۲۸۱۶	۵۳	-۰/۵۸۷	۰/۰۰	-%۵/۸۵۶	۵۴	R ₁

جدول ۴. مقایسه‌ی میانگین تک‌گروهی بر اساس نرخ بازدهی سهام خریداران یک سال پس از انجام معامله (R₁) برای شرکت‌های گروه پایینی

مقایسه با میانگین نظری							متغیر پژوهش
تفاوت میانگین	سطح معناداری	درجه آزادی	آماره t	میانگین نظری	میانگین تجربی	تعداد	
%۷/۹۸۵	۰/۷۵۶۹	۵۳	۰/۷۱۴۲	۰/۰۰	%۷/۹۸۵	۵۴	R ₁

همان‌گونه که در جدول شماره‌ی ۴ مشاهده می‌شود، در مورد شرکت‌های گروه پایینی سطح معناداری محاسبه شده بزرگتر از سطح خطای ۵ درصد است. بنابراین فرض H_0 رد نمی‌شود و می‌توان بیان کرد که بازدهی پس از تصاحب سهام شرکت‌های هدفی که خریداران بابت تصاحب سهام آنها صرف قیمتی پایین پرداخت کرده‌اند، یک سال پس از انجام معامله به‌اندازه‌ای بوده است که صرف قیمتی پرداخت شده توسط خریداران را جبران کرده است.

ب. آزمون فرضیه‌ی اول بر اساس بازدهی خریداران سهام شرکت‌های هدف دو سال پس از انجام معامله

با توجه به این که بازدهی سهام شرکت‌های گروه بالایی، یک سال پس از انجام معامله آن مقدار نبوده است که صرف قیمتی پرداخت شده را جبران کند، جبران صرف قیمتی با بازدهی سهام دو سال پس از انجام معامله برای این گروه شرکت‌ها آزمون شده است. همان‌طوری که در جدول شماره‌ی ۵ مشاهده می‌شود، سطح معناداری محاسبه شده کوچکتر از سطح خطا ۵ درصد است. بنابراین فرض H_0 رد می‌شود و در سطح اطمینان ۹۵ درصد می‌توان گفت که بازدهی سهام شرکت‌های هدفی که بابت تصاحب سهام آنها صرف قیمتی بالا پرداخت شده بود، دو سال پس

از انجام معامله به اندازه‌ای نبوده است که صرف قیمتی پرداخت شده توسط خریداران را جبران کند.

جدول ۵. مقایسه‌ی میانگین تک‌گروهی بر اساس نرخ بازدهی سهام خریداران دو سال پس از انجام معامله (R_2) برای شرکت‌های گروه بالایی

مقایسه با میانگین نظری							متغیر پژوهش
تفاوت میانگین	سطح معناداری	درجه آزادی	آماره t	میانگین نظری	میانگین تجربی	تعداد	
-۰.۲۲/۸۳۰	۰/۰۳۷۹	۵۳	۱/۹۰۶	۰/۰۰	-۰.۲۲/۸۳۰	۵۴	R_2

ج. آزمون فرضیه‌ی اول بر اساس بازدهی خریداران سهام شرکت‌های هدف سه سال پس از انجام معامله

همان‌طوری که در جدول شماره‌ی ۶ مشاهده می‌شود، سطح معناداری محاسبه شده بزرگتر از سطح خطای ۵ درصد است. بنابراین فرض H_0 رد نمی‌شود و در سطح اطمینان ۹۵ درصد می‌توان بیان کرد که در مورد شرکت‌های گروه بالایی، بازدهی سهام سه سال پس از انجام معامله، صرف قیمتی سهام پرداخت شده توسط خریداران را پوشش داده است.

جدول ۶. مقایسه‌ی میانگین تک‌گروهی بر اساس نرخ بازدهی سهام خریداران سه سال پس از انجام معامله (R_3) برای شرکت‌های گروه بالایی

مقایسه با میانگین نظری							متغیر پژوهش
تفاوت میانگین	سطح معناداری	درجه آزادی	آماره t	میانگین نظری	میانگین تجربی	تعداد	
-۰.۰۷/۴۳۵	۰/۳۲۳۴	۵۳	-۰/۴۶۷۴	۰/۰۰	-۰.۰۷/۴۳۵	۵۴	R_3

آزمون فرضیه‌ی دوم

در جدول شماره‌ی ۷ بازدهی شاخص‌های صنایع شرکت‌های هدف برای سال‌های اول، دوم و سوم پس از تاریخ معامله آورده شده است. با کم کردن بازدهی شاخص صنعت در سال‌های پس از کسب شرکت، بازده سهام تعدیل شده شرکت به دست می‌آید که با استفاده از آزمون تی - تک‌نمونه‌ای آن را بررسی می‌کنیم.

جدول ۷. بازدهی شاخص صنایع شرکت‌های هدف طی سه سال پس از انجام معامله

صنعت	بازدهی شاخص ۳	بازدهی شاخص ۲	بازدهی شاخص ۱	بازدهی پرداختی	درصد صرف قیمت پرداختی	تاریخ معامله	نام شرکت
محصولات شیمیایی	-۹۱/۳۳	-۰/۰۴	۱/۴۲	۲۲/۲۲	۱۳۸۰/۰۹/۲۱	شیمیایی پارس پامچال	
	-۹۱/۳۳	-۰/۰۴	۱/۴۲	۸۶/۹۹	۱۳۸۰/۰۷/۲۵	کارخانجات تولیدی سوپرزنگ	
	-۹۱/۳۳	-۰/۰۴	۱/۴۲	۹۷/۵۰	۱۳۸۰/۱۲/۲۵	هنگل پاکوش	
	۱۵/۵۰	-۰/۱۵	-۹۱/۳۳	۰/۰۰	۱۳۸۲/۱۲/۲۸	تولید مواد اولیه الیاف مصنوعی	
	-۱۹/۱۴	۱۵/۵۰	-۰/۱۵	۱۷/۹۲	۱۳۸۲/۱۲/۲۶	سوم علفکش	
	-۴۶/۱۸	-۱۹/۱۳	۱۵/۵۰	۱۸/۳۷	۱۳۸۴/۰۶/۱۶	نیرو کلر	
	-۲۰/۳۹	۲/۵۴	۰/۱۷	۵۴/۴۳	۱۳۸۰/۰۵/۲۷	پلبرینگ ایران	
	-۲۰/۳۹	۲/۵۴	۰/۱۷	۰/۵۹	۱۳۸۰/۱۲/۲۵	فترسازی خاور	
	-۲۰/۳۹	۲/۵۴	۰/۱۷	۰/۱۰	۱۳۸۰/۰۸/۰۲	ایران دوچرخ	
	-۱۳/۶۹	۰/۴۰	-۲۰/۳۹	۵/۰۴	۱۳۸۲/۰۱/۳۰	فترسازی زر	
محصولات کاغذی	-۱۳/۶۹	۰/۴۰	-۲۰/۳۹	۶۹/۳۴	۱۳۸۲/۱۱/۱۸	فترسازی خاور	
	-۱۶/۷۵	-۳/۶۹	۰/۴۰	-۱۰/۰۲	۱۳۸۲/۰۱/۰۷	قطعات اومینیل ایران	
	۰/۹۲	۴۶/۷۷	۲/۳۳	۱۴/۱۳۰	۱۳۸۱/۰۶/۲۷	کارتن مشهد	
	۱۷/۶۰	۰/۹۲	۴۶/۷۷	۵۲/۹۷	۱۳۸۲/۱۱/۲۸	بسته‌بندی پارس	
	۱۷/۶۰	۰/۹۴	۴۶/۷۷	۱۸۶/۲۰	۱۳۸۲/۱۱/۰۱	کارتن پارس	
	۴۴/۹۸	۰/۰۵	۰/۰۰	۱۳/۷۰	۱۳۸۱/۱۱/۳۰	تهران دارو	
	۵۱/۷۹	-۱۷/۷۵	۱۳/۷۸	۳۶/۴۶	۱۳۸۵/۱۳۸۰۲	سینا دارو	
	۰/۰۰	۳۰/۴۳	-۷۵/۱۵	۱۳/۶۴	۱۳۸۱/۱۲/۲۰	تولیدی پلاستیک شاهین	
	-۲۲/۱۶	-۱۴/۳۸	۰/۰۰	۳۲۸/۲۷	۱۳۸۲/۰۲/۰۶	تولیدی لاستیک البرز	
	۰/۰۴	۱۹۴/۲۳	۰/۰۰	۲/۳۷	۱۳۸۱/۰۵/۱۲	تامین ماسه ریخته‌گری	

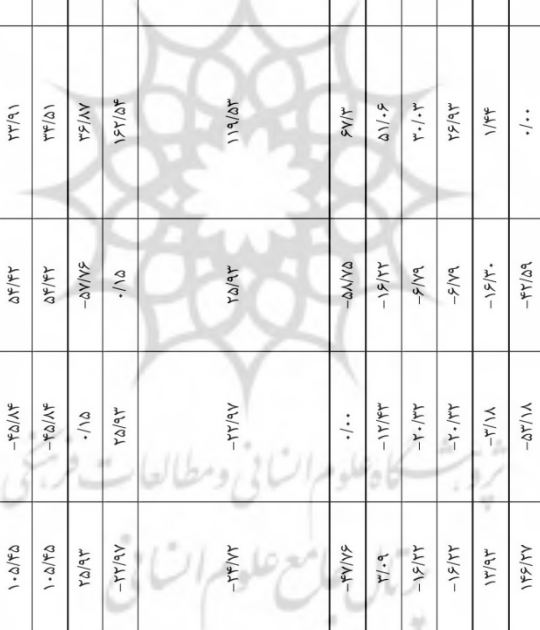
ادامه‌ی جدول ۷: بازدهی صنایع شرکت‌های هدف طی سه سال پس از انجام معامله

نام شرکت	تاریخ معامله	درصد صرف قیمت برداشتی	بازدهی شاخص صنایع شرکت‌های هدف طی سه سال پس از انجام معامله		
			بازدهی شاخص ۱	بازدهی شاخص ۲	بازدهی شاخص ۳
چینی‌سازی البرز	۱۳۸۱/۰۳/۲۸	۱۹/۵۵	۰/۹۷	-۹۹/۳۱	-۱/۶۴
پارس سرام	۱۳۸۲/۱۲/۱۹	۱۳/۰۷	-۰/۶۴	-۷/۹۸	-۶/۲۶
پریمیت	۱۳۸۲/۱۱/۱۷	۸۷/۵۲	-۰/۶۴	-۷/۹۸	-۶/۲۶
ایرانیت	۱۳۸۲/۰۹/۱۶	-۱/۰	-۰/۶۴	-۷/۹۸	-۶/۲۶
پریمیت	۱۳۸۲/۰۵/۱۷	۳۵/۵۳	-۷/۹۸	-۶/۲۶	-۸/۱۰
کارخانه‌های صنعتی آزمایش	۱۳۸۱/۰۱/۱۶	۱۳/۰۷	۰/۹۷	-۹۹/۳۱	-۱/۶۴
کمیور، سازی تبریز	۱۳۸۲/۰۴/۳۱	۳۱/۴۹	-۹۹/۳۱	-۰/۶۴	-۷/۹۸
صنایع تولیدی اشتاد ایران	۱۳۸۲/۰۸/۱۲	۵۵/۴۰	-۹۹/۳۱	-۰/۶۴	-۷/۹۸
کارخانه‌های لوازم خانگی پارس	۱۳۸۲/۱۰/۰۳	۱۶/۴۰	-۹۹/۳۱	-۰/۶۴	-۷/۹۸
صنایع پتروشیمی سازی لرستان	۱۳۸۲/۱۰/۱۰	۰/۰	-۹۹/۳۱	-۰/۶۴	-۷/۹۸
آزمایش	۱۳۸۲/۰۷/۲۳	۳۲/۹۹	-۰/۶۴	-۷/۹۸	-۶/۲۶
کمیاب‌سازی ایران	۱۳۸۲/۱۲/۲۶	۲۸/۶۵	-۰/۶۴	-۷/۹۸	-۶/۲۶
نوبله تجهیزات سنگین هیکو	۱۳۸۵/۱۱/۳۰	۱۰/۹/۳۳	-۶/۲۶	-۸/۱۰	-۶/۲۶
گسترش ماشین‌آلات عمرانی و زراعی ایران	۱۳۸۵/۱۰/۱۱	۸۸/۳۸	-۶/۲۶	-۸/۱۰	-۶/۲۶
چیان دول	۱۳۸۶/۱۲/۰۸	۱۱/۸/۳۳	-۶/۲۶	-۸/۱۰	-۶/۲۶
شرکت دامپوزاری ایران	۱۳۸۱/۱۲/۲۴	۴۶/۸۱	۰/۰	-۰/۰	۰/۰
کابل البرز	۱۳۸۱/۰۴/۳۰	۱۰/۲۴	۰/۳۱	-۰/۸	-۱/۰۸
صنعتی مهر آراد	۱۳۸۲/۰۲/۰۴	۱۶/۴/۱۱	۲۹/۸۳	-۰/۸	-۱۷/۴۰
کابل‌های مختارانی شهید قندی	۱۳۸۲/۱۰/۲۳	۳۴/۸۸	-۰/۸	-۱۷/۴۰	-۴/۶۷
کارخانه‌های کابل‌سازی تک	۱۳۸۲/۰۵/۰۳	۱۶/۵/۵۳	-۰/۸	-۱۷/۴۰	-۴/۶۷
قوه پارس	۱۳۸۲/۱۰/۲۶	۹/۸۵	-۱۷/۴۰	-۴/۶۷	۵/۸۳
سرمایه‌گذاری ملت	۱۳۸۱/۰۱/۱۸	۳۳/۶۵	۰/۶۴	-۹۸/۳۳	-۳/۴۹
روغن تالیی ناب	۱۳۸۲/۰۹/۱۹	۲۸/۲۱	-۹۷/۸۷	-۷/۹۸	-۶/۸۵
سالمین	۱۳۸۲/۰۲/۲۸	۱۰/۷/۵۸	-۹۷/۸۷	-۷/۹۸	-۶/۸۵
دشت موقاب	۱۳۸۲/۱۲/۱۰	۱۰/۳/۷۶	-۶/۸۵	-۷/۰۱	۱/۹۸

پژوهشگاه علوم انسانی و مطالعات فرهنگی
پرتال جامع علوم انسانی

ادامه‌ی جدول ۷. بازدهی شاخص صنایع شرکت‌های هدف طی سه سال پس از انجام معامله

نام شرکت	تاریخ معامله	درصد صرف قیمت پرداختی	بازدهی شاخص ۱	بازدهی شاخص ۲	بازدهی شاخص ۳
ویتانا	۱۳۸۶/۱۲/۲۶	۷۲/۹۰	-۷/۰۱	۱/۹۸	۶۹/۲۶
کارخانه‌های کاشی و سرامیک سمدی	۱۳۸۲/۰۵/۱۵	۳۳/۳۱	-۰/۰۱	-۳۷/۲۱	-۱/۲۰
ملی سرب و روی ایران	۱۳۸۲/۱۲/۰۴	۳۰/۲۰	۳۳/۵۲	-۰/۵۷	۹۷/۳۱
فولاد کابویان	۱۳۸۵/۱۲/۰۷	۳۳/۹۱	۵۴/۴۲	-۴۵/۸۴	۱۰۰/۴۵
صنایع گالوانیزه فجر سپاهان	۱۳۸۶/۰۹/۲۱	۳۴/۵۱	۵۴/۴۲	-۴۵/۸۴	۱۰۰/۴۵
صنایع آذر آب	۱۳۸۲/۰۹/۰۱	۳۶/۸۷	-۵/۷۶	۰/۸۵	۲۵/۹۳
آرنگان	۱۳۸۳/۰۷/۲۸	۱۶۲/۵۴	-۰/۸۵	۲۵/۹۳	-۲۲/۹۷
پایساز همان‌طوری که در جدول ۶ مشاهده می‌شود، سلج سلج معناری محاسبه شده بزرگتر از سطح خطای ۵ درصد است. بنابراین فرض H0 رد نمی‌شود و در سطح اطمینان ۹۵ درصد می‌توان ادعا کرد که در مورد شرکت‌های گروه بالایی بازدهی سهام سه سال پس از انجام معامله صرف قیمتی سهام پرداخت شده توسط خریداران را پوشش داده است.	۱۳۸۴/۰۱/۳۱	۱۱۹/۵۳	۲۵/۹۳	-۲۲/۹۷	-۲۴/۸۲
صنعتی دریایی ایران	۱۳۸۲/۱۱/۰۶	۶۸/۳	-۵۸/۷۵	-۰/۰۰	-۴۷/۷۶
صنایع سیمان دشتستان	۱۳۸۶/۰۸/۲۷	۵۱/۰۶	-۱۶/۲۲	-۱۲/۳۳	۳۲/۰۹
سیمان هرمزگان	۱۳۸۳/۰۹/۱۵	۳۰/۰۳	-۶/۷۹	-۲۰/۳۲	-۱۶/۲۲
سیمان اردبیل	۱۳۸۳/۰۹/۰۸	۲۶/۹۳	-۶/۷۹	-۲۰/۳۲	-۱۶/۲۲
مجمع های توریستی و رفاهی آبادگران ایران	۱۳۸۵/۰۶/۲۹	۱/۴۴	-۱۶/۳۰	-۳/۱۸	۱۳/۹۳
آریا الکترونیک ایران	۱۳۸۵/۰۸/۰۶	۰/۰۰	-۴۲/۵۹	-۵۲/۱۸	۱۲۶/۲۷
جام جهان‌نما	۱۳۸۳/۱۲/۱۸	۲۵/۰۰	۰/۲۹	۳/۷۳	-۴۲/۵۹
صنایع مخارنمی راه دور ایران	۱۳۸۴/۰۳/۱۷	۳۳/۱۸	۳/۷۳	-۴۲/۵۹	-۵۲/۱۸
نساجی خوی	۱۳۸۲/۰۸/۰۴	-۰/۱۰	-۲۷/۶۳	-۰/۰۰	-۰/۵۷
نساجی پاکان	۱۳۸۲/۰۴/۱۵	۱/۲۴	-۰/۵۷	۸۲/۱۶	-۱۶/۹۶
وطن اصفهان	۱۳۸۵/۱۰/۲۵	۰/۰۰	۸۲/۱۶	-۱۶/۹۶	-۱۶/۱۷



الف. آزمون فرضیه‌ی دوم بر اساس بازدهی تعدیل شده با شاخص صنعت شرکت‌های هدف، یک سال پس از انجام معامله

همان‌گونه که در جدول شماره‌ی ۸ مشاهده می‌شود، در مورد شرکت‌های گروه بالایی سطح معناداری محاسبه شده از ۰/۰۵ کوچکتر است، بنابراین فرض H_0 رد می‌شود. در سطح اطمینان ۹۵ درصد می‌توان گفت که میانگین بازدهی سهام تعدیل شده با شاخص صنعت یک سال پس از تصاحب سهام این گروه شرکت‌های هدف، صرف قیمتی سهام پرداخت شده توسط خریداران را جبران نکرده است.

جدول ۸. مقایسه‌ی میانگین تک‌گروهی بر اساس نرخ بازدهی سهام تعدیل شده با شاخص صنعت خریداران یک سال پس از انجام معامله (R_4) برای شرکت‌های گروه بالایی

مقایسه با میانگین نظری							متغیر پژوهش
تفاوت میانگین	سطح معناداری	درجه آزادی	t آماره	میانگین نظری	میانگین تجربی	تعداد	
-۱۹/۳۴۶٪	۰/۰۱۳۸	۵۳	-۲/۶۹۴	۰/۰۰	-۱۹/۳۴۶٪	۵۴	R_4

در مورد گروه میانی، همان‌گونه که در جدول شماره‌ی ۹ مشاهده می‌شود با توجه به سطح معناداری محاسبه شده، فرض H_0 در سطح اطمینان ۹۵ درصد رد می‌شود. بنابراین می‌توان ادعا کرد که خریداران عمده‌ای که بابت تصاحب سهام شرکت‌های هدف، صرف قیمتی متوسط پرداخت کرده‌اند، یک سال پس از انجام معامله نتوانسته‌اند با بازدهی سهام تعدیل شده با شاخص صنعت، صرف قیمتی پرداخت شده را جبران کنند.

جدول ۹. مقایسه‌ی میانگین تک‌گروهی بر اساس نرخ بازدهی سهام تعدیل شده با شاخص صنعت خریداران یک سال پس از انجام معامله (R_4) برای شرکت‌های گروه میانی

مقایسه با میانگین نظری							متغیر پژوهش
تفاوت میانگین	سطح معناداری	درجه آزادی	t آماره	میانگین نظری	میانگین تجربی	تعداد	
۳/۴۱۵٪	۰/۰۳۴۷	۵۳	۱/۸۸۴	۰/۰۰	-۳/۴۱۵٪	۵۴	R_4

جدول ۱۰. مقایسه‌ی میانگین تک‌گروهی بر اساس نرخ بازدهی سهام تعدیل شده با شاخص صنعت خریداران یک سال پس از انجام معامله (R₄) برای شرکت‌های گروه پایینی

مقایسه با میانگین نظری							متغیر پژوهش
تفاوت میانگین	سطح معناداری	درجه آزادی	آماره t	میانگین نظری	میانگین تجربی	تعداد	
%۵/۲۱۲	۰/۷۸۴۲	۵۳	-۰/۶۵۸	۰/۰۰	%۵/۲۱۲	۵۴	R ₄

همان‌گونه که در جدول شماره‌ی ۱۰ مشاهده می‌شود، در مورد شرکت‌های گروه پایینی سطح معناداری محاسبه شده بزرگتر از سطح خطا ۵ درصد است. بنابراین فرض H₀ رد نمی‌شود و می‌توان گفت که بازدهی تعدیل شده با شاخص صنعت پس از تصاحب سهام شرکت‌های هدفی که خریداران بابت تصاحب سهام آنها صرف قیمتی پایین پرداخت کرده‌اند، یک سال پس از انجام معامله، صرف قیمتی پرداخت شده توسط خریداران را جبران کرده است.

ب. آزمون فرضیه‌ی دوم بر اساس بازدهی تعدیل شده با شاخص صنعت شرکت‌های هدف دو سال پس از انجام معامله

با توجه به این که بازدهی سهام تعدیل شده با شاخص صنعت شرکت‌های گروه بالایی و میانی یک سال پس از انجام معامله آن مقدار نبوده است که صرف قیمتی پرداخت شده را جبران کند، جبران صرف قیمتی با بازدهی سهام دو سال پس از انجام معامله برای این دو گروه شرکت‌ها آزمون شده است. برای شرکت‌های گروه بالایی همان‌طوری که در جدول شماره‌ی ۱۱ مشاهده می‌شود، سطح معناداری محاسبه شده کوچکتر از سطح خطا ۵ درصد است. بنابراین فرض H₀ رد می‌شود و در سطح اطمینان ۹۵ درصد می‌توان ادعا کرد که بازدهی سهام تعدیل شده با شاخص صنعت شرکت‌های هدفی که بابت تصاحب سهام آنها صرف قیمتی بالا پرداخت شده بود، دو سال پس از انجام معامله به‌اندازه‌ای نبوده است که صرف قیمتی پرداخت شده توسط خریداران را جبران کند.

جدول ۱۱. مقایسه‌ی میانگین تک‌گروهی بر اساس نرخ بازدهی سهام تعدیل شده با شاخص صنعت خریداران دو سال پس از انجام معامله (R₅) برای شرکت‌های گروه بالایی

مقایسه با میانگین نظری							متغیر پژوهش
تفاوت میانگین	سطح معناداری	درجه آزادی	آماره t	میانگین نظری	میانگین تجربی	تعداد	
۲۰/۴۷۱٪	۰/۳۷۹۰	۵۳	۱/۹۰۶	۰/۰۰	-۲۰/۴۷۱٪	۵۴	R ₅

همان طوری که در جدول شماره‌ی ۱۲ مشاهده می‌شود، در گروه میانی سطح معناداری محاسبه شده بزرگتر از سطح خطا ۵ درصد است. بنابراین فرض H₀ رد نمی‌شود و در سطح اطمینان ۹۵ درصد، می‌توان ادعا کرد که بازدهی سهام تعدیل شده با شاخص صنعت شرکت‌های هدفی که بابت تصاحب سهام آنها صرف قیمتی متوسط پرداخت شده بود، دو سال پس از انجام معامله، صرف قیمتی پرداخت شده توسط خریداران را جبران کرده است.

جدول ۱۲. مقایسه‌ی میانگین تک‌گروهی بر اساس نرخ بازدهی سهام تعدیل شده با شاخص صنعت خریداران دو سال پس از انجام معامله (R₅) برای شرکت‌های گروه میانی

مقایسه با میانگین نظری							متغیر پژوهش
تفاوت میانگین	سطح معناداری	درجه آزادی	آماره t	میانگین نظری	میانگین تجربی	تعداد	
۴/۳۴۶٪	۰/۰۲۵۱۳	۵۳	-۰/۵۴	۰/۰۰	-۴/۳۴۶٪	۵۴	R ₅

ج. آزمون فرضیه‌ی دوم بر اساس بازدهی تعدیل شده با شاخص صنعت شرکت‌های هدف سه سال پس از انجام معامله

با توجه به این که بازدهی سهام تعدیل شده با شاخص صنعت شرکت‌های گروه بالایی، دو سال پس از انجام معامله مقداری نبوده است که صرف قیمتی پرداخت شده را جبران کند، جبران صرف قیمتی با بازدهی سهام سه سال پس از انجام معامله برای این گروه شرکت‌ها آزمون شده است. همان طوری که در جدول شماره‌ی ۱۳ مشاهده می‌شود، سطح معناداری محاسبه شده بزرگتر از سطح خطای ۵ درصد است. بنابراین فرض H₀ رد نمی‌شود و در سطح اطمینان ۹۵

درصد می‌توان بیان کرد که در مورد شرکت‌های گروه بالایی، بازدهی سهام سه سال پس از انجام معامله، صرف قیمتی سهام پرداخت شده توسط خریداران را پوشش داده است.

جدول ۱۳. مقایسه‌ی میانگین تک‌گروهی بر اساس نرخ بازدهی سهام تعدیل شده با شاخص صنعت خریداران سه سال پس از انجام معامله (R6) برای شرکت‌های گروه بالایی

مقایسه با میانگین نظری						متغیر پژوهش
تفاوت میانگین	سطح معناداری	درجه آزادی	t آماره	میانگین نظری	میانگین تجربی	
%۵/۶۸۱	۰/۳۰۶۸	۵۳	-۰/۳۹۴۲	۰/۰۰	-%۵/۶۸۱	R ₆

نتیجه‌گیری و پیشنهادها

از آزمون فرضیه‌ی اول پژوهش، می‌توان نتیجه گرفت که بازدهی تصاحب‌کنندگانی که بابت تصاحب سهام شرکت‌های هدف صرف قیمتی بالا پرداخت نکرده‌اند (گروه میانی و گروه پایینی)، یک سال پس از انجام معامله به‌اندازه‌ای بوده است که صرف قیمتی سهام پرداخت شده را پوشش دهد. بنابراین تصاحب‌کنندگانی که صرف قیمتی بالا پرداخت نکرده بودند، توانسته‌اند یک سال پس از انجام معامله مبلغ پرداختی بابت تصاحب سهام شرکت هدف را جبران کنند، اما تصاحب‌کنندگانی که بابت تصاحب سهام شرکت هدف صرف قیمتی بالا پرداخت کرده‌اند (در این پژوهش درصد صرف قیمتی پرداختی آنها بالاتر از ۸۶ درصد بوده است)، بازدهی سهام یک سال پس از انجام معامله به‌اندازه‌ای نبوده است که صرف قیمتی سهام پرداخت شده را پوشش دهد.

نتایج آزمون دوساله در مورد تصاحب‌کنندگانی که بابت تصاحب سهام صرف قیمتی بالا پرداخت کرده‌اند، حاکی از آن است که بازدهی سهام شرکت هدف در اختیار آنها تا دو سال پس از انجام معامله نیز، به‌اندازه‌ای نبوده است که بتواند صرف قیمتی سهام پرداخت شده را پوشش دهد. بنابراین تصاحب سهام شرکت هدف به قیمتی بسیار بالاتر از قیمت تابلو تا دو سال پس از انجام معامله برای خریداران سهام در ایران ایجاد ارزش نکرده است. اما نتایج آزمون سه‌ساله نشان داده است که سه سال پس از انجام معامله، این دسته از تصاحب‌کنندگان قادر به جبران صرف قیمتی پرداخت شده با بازدهی سهام بوده‌اند. نتایج آزمون فرضیه‌ی دوم نیز ثابت کرد که بازدهی سهام تعدیل شده با شاخص صنعت تصاحب‌کنندگان در گروه پایینی در سال اول پس از تصاحب، صرف پرداختی را جبران کرده، ولی در گروه میانی در سال دوم و در گروه بالایی در

سال سوم پس از تصاحب صرف پرداختی را جبران کرده‌اند. نتیجه‌ی به‌دست‌آمده با نتیجه‌ی مطالعه‌ی آنتونیو و همکاران مغایر است. آنتونیو و همکاران بیان کرده‌اند که در مورد هر سه گروه شرکت‌ها، تصاحب سهام شرکت هدف تا سه سال پس از انجام معامله برای تصاحب‌کنندگان ایجاد ارزش نکرده است. آنها بر این باورند که پرداخت صرف قیمتی سهام، زمان تصاحب سهام شرکت هدف، تنها باعث گران خریدن سهام شده است (Antoniou & Arbour, 2008).

پیشنادهای مبتنی بر نتایج پژوهش

با توجه به نتایج به‌دست آمده برای کاهش زیان ناشی از انجام معاملات عمده، به خریداران و تصاحب‌کنندگان سهام شرکت‌های هدف پیشنهاد می‌شود، چنانچه انگیزه‌ی آنها از تصاحب سهام شرکت هدف، تنها کسب بازدهی مثبت در کوتاه‌مدت است، از پرداخت صرف قیمتی سهام بالا خودداری کنند؛ زیرا نتایج پژوهش نشان داده است، بازدهی سهام شرکت‌های هدف در دوره‌ی مورد بررسی (حداقل تا دو سال پس از انجام معامله) به‌اندازه‌ای نیست که با نگهداری سهام مزبور تصاحب‌کنندگان سهام بتوانند صرف قیمتی سهام پرداخت شده را جبران کنند؛ اما در صورت پرداخت صرف قیمتی متوسط یا کم بابت تصاحب سهام، خریداران خواهند توانست یک سال پس از انجام معامله، صرف قیمتی پرداخت شده را جبران کرده و بازدهی مثبت کسب کنند.

پیشنادهایی برای پژوهش‌های آینده

۱. بررسی تأثیر تصاحب سهام شرکت‌های هدف بر بازدهی سهام شرکت‌های خریدار.
۲. بررسی علل پرداخت صرف قیمتی سهام در تصاحب شرکت‌های هدف در ایران.
۳. بررسی و مقایسه صرف قیمتی سهام پرداخت شده در تصاحب سهام شرکت‌ها در صنایع مختلف ایرانی.

منابع

۱. جهانخانی، ع. و پارسائیان، ع. (۱۳۷۵). فرهنگ اصطلاحات مالی. تهران: انتشارات مؤسسه‌ی مطالعات و پژوهش‌های بازرگانی.
۲. جهانخانی، ع. و تقفی، ع. و عارفی، ا. (۱۳۸۵). مبانی تئوریک و کاربردی تصاحب و ادغام شرکت‌ها. تحقیقات مالی، (۲۱): ۷۴-۴۷.
۳. عابد، ر. (۱۳۸۸). تأثیر تصاحب شرکت‌ها بر بازدهی سهام آنها. پایان‌نامه‌ی کارشناسی ارشد، دانشگاه علامه طباطبایی. تهران.
۴. فتح‌اللهی، ف. (۱۳۸۵). بررسی کسب بازده غیر عادی (اضافی) توسط صاحبان سهام شرکت‌های خریدار در اثر اکتساب جزئی یا افزایش مالکیت در شرکت‌های هدف در بورس اوراق بهادار تهران. پایان‌نامه‌ی کارشناسی ارشد، دانشگاه شهید بهشتی، تهران.
5. Alexandridis, G. & Petmezas, D. & Travlos, N. G. (2010). Gains from Mergers and Acquisitions around the World: New Evidence. *Financial Management*, 39 (4): 1671-1695.
6. Antoniou, A. & Arbour, P. & Zhao, H. (2008). How much is too much: Are Merger Premiums too high. *European Financial Management*, 14 (2): 268-287.
7. Berkovitch, E. & Narayanan, M. P. (1993). Motives for takeovers: An Empirical Investigatin. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 28: 347-362.
8. Brown, S.J. & Warner, J. B. (1985). Using Daily Stock Returns The Case of Event Studie. *Journal of Financial Economics*, 14: 3-31.
9. Bruner, R. F. (2002). Does M&A Pay? A survey of evidence for the decision-maker. *Journal of Applied Finance*, 12 (1): 48-68.
10. Hou, K. & Olsson, P. & Robinson, D. (2002). *Does Takeover Increase Stockholder Value*. Working paper, Duke University.
11. Moeller, S. B. & Schlingemann, F. P. & Stulz, R. M. (2005). Wealth Destruction on a Massive Scale? A Study of Acquiring-firm Returns in the Recent Merger Wave. *The Journal of Finance*, 60 (2): 757-782.
12. Stewart. G. B. (1990). *The Quest for Value*. New York: Harper Collins Publishers.

13. Stout, L. (1990). Are takeover premiums really premiums? Market price, Fair value and corporate law. *The Yale Law Journal*, 99 (6): 1235-1296.

