

## ارزش افزوده اقتصادی در شرکت های تصاحب شده در بورس اوراق بهادار تهران

اصغر عارفی

استادیار دانشکده مدیریت و حسابداری دانشگاه شهید بهشتی، ایران

(تاریخ دریافت: ۱۳۸۸/۸/۱۶، تاریخ تصویب: ۱۳۸۸/۱۲/۲۴)

### چکیده

این پژوهش عملکرد شرکت های تصاحب شده پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را برای سال های ۱۳۷۸ تا ۱۳۸۳ با استفاده از شاخص ارزش افزوده اقتصادی مورد بررسی قرار داده است. با استفاده از رویکرد صورت های مالی اساسی، اطلاعات شرکت های تصاحب شده در دوره پژوهشی جمع آوری و با استفاده از t استیودنت معنادار بودن نتایج فرضیه ها را آزمون کرده است. به منظور شناخت اثرات کلان اقتصادی، عملکرد شرکت های تصاحب شده را با عملکرد شرکت های تصاحب نشده از نظر صنعت، مقایسه و آزمون کرده است. نتایج پژوهش بیانگر این است که ارزش افزوده اقتصادی پس از تصاحب در شرکت های تصاحب شده بهبود نیافته است و از نظر آماری نیز معنادار بوده است. نتایج پژوهش در خصوص شرکت های تصاحب نشده نشان می دهد که ارزش افزوده اقتصادی پس از تصاحب در شرکت های مذکور نسبت به شرکت های تصاحب شده کمتر کاهش یافته است ولی از نظر آماری معنادار نیست. بنابراین مدیران شرکت های خریدار با استفاده از راهبرد تصاحب؛ توانایی بهبود عملکرد و خلق ارزش افزوده اقتصادی در شرکت های تصاحب شده را نداشته اند و تصاحب شرکت ها در ایران از نظر شاخص مذکور با کاهش عملکرد مواجه شده است.

واژه های کلیدی: ارزش افزوده اقتصادی، سرمایه، شرکت تصاحب شده و شرکت خریدار (تصاحب کننده)، ادغام و تصاحب

**مقدمه**

مدیران شرکت‌های تصاحب‌کننده، تصاحب شرکت‌ها را سریع‌ترین راه برای کسب رشد، دستیابی به بازارهای جدید، ورود به عرصه کسب و کار جهانی، افزایش سودآوری و ایجاد ارزش افزوده اقتصادی می‌دانند. در مقابل دیدگاه دیگری مبنی بر تأثیر منفی تصاحب شرکت‌ها بر ثروت صاحبان سهام شرکت‌های خریدار و تصاحب‌شده وجود دارد. مخالفان اعتقاد دارند که رشد از طریق توسعه‌ی داخلی (راه‌اندازی پروژه‌های جدید و شرکت‌های تازه تأسیس) مطلوبیت بیشتری نسبت به خرید شرکت‌های در حال فعالیت دارد و با توجه به پژوهش‌های صورت گرفته، ادعا می‌کنند که اغلب تصاحب و ادغام شرکت‌ها پس از تصاحب از نظر شاخص‌های مالی با کاهش عملکرد مواجه شده‌اند. یکی از انگیزه‌ها و دلایلی که مدیران عالی شرکت‌ها را به اتخاذ راهبرد تصاحب و ادغام شرکت‌ها تشویق می‌نماید کسب ارزش افزوده اقتصادی است [۸].

**۱. مبانی نظری**

ادغام زمانی رخ می‌دهد که سازمانی در سازمان دیگر ترکیب شده و دربرگیرنده‌ی دو یا چند شخصیت حقوقی با اندازه‌ی کم و بیش مشابه است که برای مشارکت در شرکتی جدید ترکیب می‌شوند. در معاملات ادغام، معمولاً پول نقد مبادله نمی‌شود. خرید و تصاحب سهام<sup>۱</sup> به وسیله اعلان عمومی بیان می‌شود و بیان‌کننده‌ی این است که یک شرکت، مالکیت اکثریت شرکت دیگر را خریداری و مدیریت کنترلی آن را به دست می‌آورد [۱۱].

شرکت‌های خریدار با توجه به نوع عملیات شرکت هدف، به سه روش افقی؛ عمودی و نامرتب تصاحب را انجام می‌دهند. تصاحب شرکت‌های رقیب به منظور افزایش سهم بازار و کسب قدرت بازار را تصاحب افقی می‌گویند. در این روش رقابلی که محصول یکسان و مشابه در یک منطقه‌ی جغرافیایی تولید و یا به فروش می‌رسانند، خریداری و تصاحب می‌شوند. تصاحب شرکت‌هایی که در زنجیره‌ی ارزش خریدار، به عنوان خریدار و فروشنده حضور دارند را تصاحب عمودی گویند. روش مذکور به منظور رسیدن به صرفه‌جویی در خرید، فروش و توزیع اتخاذ می‌شود و به دو زیر شاخه‌ی ترکیب به جلو و

---

1. Acquisition of stock

ترکیب به عقب تقسیم می‌شود. در تصاحب نامرتب، شرکت‌های خریدار به صنایع سودآور وارد شده و شرکت‌هایی با فعالیت نامرتب را خریداری می‌نمایند. تصاحب نامرتب به سه زیر شاخه‌ی توسعه‌ی محصول، توسعه‌ی بازار و تصاحب نامرتب خالص دسته‌بندی می‌شود [۱۰].

اقتصاددانان معتقد هستند برای این که شرکتی ایجاد ارزش نماید و ثروت خود را افزایش دهد، باید بازدهی‌اش بیشتر از هزینه‌ی بدهی و حقوق صاحبان سهام آن باشد. در این راستا در دهه ۱۹۹۰ مؤسسه‌ی استرن استوارت به جای عبارت سود علامتی تجاری به نام ارزش افزوده اقتصادی ابداع کرد و این معیار را جایگزین سود و جریان‌های نقدی عملیاتی را یک معیار داخلی و خارجی بررسی عملکرد معرفی نمود. معیار ارزش افزوده اقتصادی هزینه‌ی فرصت همه منابع به کار گرفته شده در شرکت را مد نظر قرار می‌دهد. اگر سود خالص شرکتی برابر با هزینه‌ی فرصت سرمایه به کار گرفته شده باشد، شرکت هیچ ارزشی ایجاد نکرده است، حتی اگر مبلغ سود خالص در سطح بالایی باشد؛ زیرا سهامداران با سرمایه‌گذاری در پروژه‌های دیگر با ریسک مشابه، بازدهی معادل هزینه فرصت کسب خواهند کرد. بنابراین زمانی که سود خالص شرکت از هزینه فرصت سرمایه به کار گرفته شده در شرکت بالاتر باشد ارزش سهم شرکت افزایش یافته و به تبع آن ثروت سهامداران افزایش می‌یابد [۱۲].

## ۲. مروری بر پژوهش‌های انجام شده

**لیانگ و ژیانگ** تصاحب و ادغام شرکت‌های پذیرفته شده بورس چین در سال ۲۰۰۲ را مورد بررسی قرار دادند. این پژوهش براساس شاخص ارزش افزوده اقتصادی عملکرد قبل و پس از تصاحب و ادغام شرکت‌های چینی را بررسی کرده است. در این پژوهش ارزش افزوده اقتصادی سه سال قبل از تصاحب و ادغام و چهار سال پس از تصاحب و ادغام بررسی شده و بر اساس عملکرد کوتاه‌مدت و بلندمدت ارزش افزوده اقتصادی نتایج پژوهش ارائه شده است. نتایج مذکور نشان می‌دهد که عملکرد کوتاه مدت شرکت‌های تصاحب و ادغام شده‌ی چینی بهبود یافته است و از نظر آماری معنادار بوده است ولی در بلندمدت بهبود عملکرد قابل توجه و معنادار نبوده است [۱۳].

**کریستودولو و همکاران** عملکرد پس از تصاحب پنجاه 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 معنادار بوده است. نسبت‌های نقدشوندگی و بدهی نیز کاهش قابل ملاحظه‌ای نداشته است [۵].

**مارکوس والتیون باس** بانک‌های تصاحب شده در سال‌های ۱۹۹۲ تا ۲۰۰۱ اروپا را بررسی کرده‌اند. پژوهشگران در پی بررسی تأثیر تشابه فعالیت در ادغام و تصاحب بانک‌ها بوده و تصاحب کنندگان را به دو بخش اروپایی و غیر اروپایی تقسیم نموده‌اند. مهم‌ترین فاکتور مورد بررسی نرخ بازدهی سرمایه بوده است. نتایج نشان می‌دهد که نرخ بازدهی سرمایه در تصاحب‌های مرتبط بهبود یافته است و افزایش نرخ بازدهی سرمایه توسط خریداران غیر اروپایی بالاتر بوده و از نظر آماری نیز معنادار بوده است [۴].

**یوک** برای اولین بار به جای استفاده از معیارهای سودآوری و نرخ بازده حسابداری و روند قیمت سهام؛ از معیار ارزش افزوده اقتصادی در بررسی عملکرد تصاحب و ادغام استفاده کرده است. پژوهش مذکور عملکرد قبل و بعد از تصاحب شرکت‌های خریدار را با استفاده از معیار ارزش افزوده اقتصادی بررسی نموده و اهداف زیر را پیگیری کرده است:

الف- تأثیر تصاحب بر عملکرد شرکت خریدار از طریق مقایسه‌ی ارزش افزوده اقتصادی قبل و پس از تصاحب، چگونه بوده است (دوره‌ی زمانی برای محاسبه‌ی ارزش افزوده اقتصادی تعدیل شده با صنعت، پنج سال قبل و بعد از تصاحب در نظر گرفته شده است).

ب- تغییرات قابل ملاحظه در عملکرد شرکت‌های خریدار بر اساس خصوصیت معامله از قبیل: نوع تصاحب (ادغام یا خرید)؛ نحوه‌ی پرداخت (نقدی یا سهام)؛ میزان تشابه کسب و کار بین شرکت خریدار و هدف چگونه بوده است.

ج- میزان ارتباط صرف قیمتی پرداخت شده به شرکت‌های تصاحب شده و عملکرد پس از تصاحب شرکت‌های مذکور چگونه بوده است.

نمونه‌ی مورد مطالعه‌ی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس‌های نیویورک و آمکس در دوره‌ی زمانی ۱۹۸۹ تا ۱۹۹۴ انتخاب شده است. حجم نمونه‌ی انتخاب شده شامل ۵۶ مورد

ادغام و ۱۹ مورد تصاحب است. نتایج پژوهش نشان داده است که شرکت‌های تصاحب‌کننده پس از خرید، کاهش چشمگیری در عملکرد عملیاتی داشته‌اند. شرکت‌های خریدار پس از انجام تصاحب متناسب با همتایان خود در صنعت اندکی بهبود عملکرد را تجربه کرده‌اند اما این بهبود عملکرد با پرداخت صرف قیمت‌های بالا به سهامداران شرکت‌های تصاحب شده از بین رفته و در نتیجه بازده اقتصادی واقعی برای سهامداران شرکت خریدار ایجاد نشده است. به‌طور کلی یافته‌ها نشان داد که ارزش خالص فعلی تصاحب‌های انجام شده توسط شرکت خریدار مساوی صفر بوده است [۷].

**گیوگلو و همکاران** اثرات تصاحب و ادغام شرکت‌ها، در پانزده سال گذشته‌ی جهان را مورد تجزیه و تحلیل قرار دادند. در پژوهش 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 [۱۴]. گوش، عملکرد مالی شرکت‌های ادغام شده در سال‌های ۱۹۸۱ تا ۱۹۹۵ آمریکا را مورد بررسی قرار داد. او در پی آزمون وضعیت جریان نقدی عملیاتی، اجزای تشکیل دهنده‌ی 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 در شرکت‌های خریدار به‌دست نیامده است [۶].

**لیماک و رحمان** عملکرد مالی ۹۷ شرکت خریدار و ۱۱۷ شرکت تصاحب شده مالزیایی در سال‌های ۱۹۸۸ تا ۱۹۹۲ را مورد بررسی قرار دادند. این پژوهش در پی پاسخ‌گویی به این سؤال بود که آیا تصاحب در کشورهای درحال 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 براساس داده‌های اطلاعات صورت‌های مالی شرکت‌های خریدار و تصاحب شده، تعریف و محاسبه شده است. بر اساس نتایج به‌دست آمده، تصاحب در شرکت‌های مالزی، باعث بهبود جریان نقدی عملیاتی بلندمدت شده است [۹].

**اصغرعارفی** عملکرد تصاحب شرکت‌ها در ایران با استفاده از شاخص‌های حسابداری از قبیل نرخ بازدهی حقوق صاحبان سهام؛ نرخ بازدهی دارایی‌ها؛ جریان نقدی عملیاتی و نرخ رشد فروش را مورد بررسی قرار داده است. این پژوهش اطلاعات معاملات انجام شده در دوره‌ی پژوهشی ۱۳۷۶ تا ۱۳۸۱ از سازمان بورس اوراق بهادار جمع‌آوری و با استفاده از

آزمون t استیودنت و فریدمن (ناپارامتریک) تجزیه و تحلیل و نتایج فرضیه‌ها را بررسی کرده است. در پژوهش مذکور به منظور شناسایی آثار کلان اقتصادی، نتایج آزمون شرکت‌های تصاحب شده با نتایج شرکت‌های مشابه تصاحب نشده، مقایسه شده است. نتایج پژوهش بیانگر این است که مدیران شرکت‌های خریدار توانایی بهبود عملکرد و خلق ارزش برای صاحبان سهام شرکت نداشته‌اند و شاخص‌های مورد بررسی پس از تصاحب در شرکت تصاحب شده روند کاهشی داشته است. همچنین اغلب معاملات تصاحب شرکت در ایران با شکست مواجه شده و منجر به انتقال ثروت به سهامداران قبلی شرکت تصاحب شده از سهامداران شرکت خریدار، شده است [۱].

### ۳. روش پژوهش و الگوی تحلیلی پژوهش

پژوهش‌های تصاحب و ادغام شرکت‌ها، دارای چهار رویکرد مطالعه‌ی رفتار قیمتی سهام، مطالعه‌ی صورت‌های مالی، افکار سنجی مدیران و مطالعه‌ی موردی است. رویکرد مطالعاتی این پژوهش مطالعه‌ی صورت‌های مالی است. در این رویکرد، تغییرات صورت‌های مالی شرکت‌های خریدار و هدف را در قبل و بعد از انجام معامله مورد بررسی قرار می‌دهد. تمرکز این رویکرد بر متغیرهایی از قبیل جریان نقدی عملیاتی بازدهی حقوق صاحبان سهام، بازدهی دارایی‌ها، ارزش افزوده اقتصادی و میزان اهرم مالی و قدرت نقدینگی شرکت‌های خریدار و تصاحب شده است. نوع پژوهش با توجه به استفاده از اطلاعات واقعی گذشته، پس رویدادی است و رابطه‌ی علی بین متغیرها را بدون مداخله مستقیم بررسی می‌کند. در ادامه الگوی تحلیلی مفهومی پژوهش به صورت فشرده ارائه می‌شود:

۳-۱. جمع‌آوری و تدوین ادبیات تصاحب شرکت‌ها و ارزش افزوده اقتصادی با استفاده از مقالات، کتب و پژوهش‌های داخلی و خارجی.

۳-۲. شناسایی شرکت‌های تصاحب شده‌ی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در محدوده‌ی زمانی ۱۳۷۸ تا ۱۳۸۳ که مالکیت و کنترل مدیریت شرکت‌ها تغییر کرده‌اند، به علت عدم دسترسی به اطلاعات معاملات عمده و دسترسی کامل به صورت‌های مالی سال‌های قبل از سال ۱۳۷۸، دوره‌ی شروع پژوهش حاضر از سال ۱۳۷۸ در نظر گرفته شده است. همچنین با توجه به تمرکز بررسی بر سه سال

قبل و بعد از تصاحب و به منظور دستیابی به اطلاعات حداقل سه سال قبل و بعد از تصاحب، پایان دوره‌ی پژوهش حاضر سال ۱۳۸۳ 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 محدوده‌ی زمانی ۱۳۷۸ تا ۱۳۸۳ که از نظر تولید و صنعت مشابه شرکت‌های تصاحب شده است. به علت کمبود در تعداد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس، فاکتور اندازه در انتخاب شرکت‌های گروه کنترل در نظر گرفته نشده است.

۳-۴. محاسبه‌ی ارزش افزوده اقتصادی در شرکت‌های تصاحب شده و شرکت‌های گروه کنترل. در این پژوهش بر اساس مدل ارایه شده توسط استوارت (۱۹۹۰) ارزش افزوده اقتصادی در شرکت‌ها به صورت زیر محاسبه می‌شود [۱۱]:

سرمایه به کار گرفته شده  $\times$  (نرخ هزینه سرمایه - نرخ بازدهی شرکت) = ارزش افزوده اقتصادی

$$(c * \text{capital}) - (r * \text{capital}) = \text{ارزش افزوده اقتصادی}$$

$$\text{NOPAT} - (c * \text{capital}) = \text{ارزش افزوده اقتصادی}$$

که در آن: Capital = سرمایه به کار گرفته شده

$$\text{NOPAT} = \text{سود خالص عملیاتی بعد از مالیات}$$

$$C = \text{نرخ هزینه سرمایه}$$

$$r = \text{نرخ بازده سرمایه}$$

۳-۴-۱. نرخ هزینه سرمایه

برای محاسبه‌ی نرخ هزینه سرمایه از روش میانگین موزون هزینه سرمایه<sup>۱</sup> استفاده شده است.

۳-۴-۲. سرمایه به کار گرفته شده

سرمایه به کار گرفته شده عبارت است از مجموع وجه نقدی که در طول عمر شرکتی بدون توجه به نوع تأمین مالی و نام حسابداری سرمایه گذاری شده باشد. در این حالت شرکت یک حساب پس انداز است و مهم نیست که سرمایه گذاری از طریق بدهی یا حقوق صاحبان سهام تأمین مالی شده باشد [۱۲].

1. Weighted Average cost of capital (WACC)

### ۳-۴-۳. سود خالص عملیاتی بعد از مالیات<sup>۱</sup>

سود خالص عملیاتی بعد از مالیات عبارت است از سود بعد از مالیات حاصل از عملیات شرکت که در محاسبه‌ی آن اثر مثبت‌های غیر نقدی حسابداری حذف و صرفه‌جویی مالیاتی ناشی از هزینه‌های تأمین مالی از سود کسر شده است.

### ۳-۴-۴. نرخ بازده سرمایه

برای محاسبه‌ی نرخ بازده، سود خالص عملیاتی بعد از مالیات را بر کل سرمایه به کار گرفته شده تقسیم می‌کنیم [۱۲].

$$r = \text{NOPAT} / \text{Capital}$$

۳-۵. آزمون آماری شاخص تعیین شده موفقیت، از نظر معنادار بودن آماری، با استفاده از آماره  $t$  استیودنت.

۳-۶. رایه گزارش در خصوص رد یا تأیید فرضیه‌های پژوهش.

۳-۷. رایه گزارش نتیجه‌گیری.

## ۴. فرضیه‌های پژوهش

فرضیه‌های این پژوهش به صورت زیر است:

میانگین ارزش افزوده اقتصادی پس از تصاحب در شرکت‌های تصاحب شده، بالاتر از میانگین قبل از تصاحب شرکت‌های مذکور است.

میانگین ارزش افزوده اقتصادی پس از تصاحب در شرکت‌های تصاحب شده، بالاتر از میانگین ارزش افزوده اقتصادی پس از تصاحب شرکت‌های تصاحب نشده است.

## ۵. معیار انتخاب نمونه و روش گردآوری اطلاعات

اطلاعات و داده‌های آماری مورد نیاز پژوهش به شرح زیر جمع‌آوری شده است:

۵-۱. اخذ اطلاعات معاملات عمده‌ی بالای ۵ درصد در سال‌های ۱۳۷۸ تا ۱۳۸۳

شرکت‌های تصاحب شده در بورس اوراق بهادار تهران. شرکت بورس اوراق

بهادار تهران معاملات بالای ۵ درصد را به عنوان معاملات بلوک دسته‌بندی کرده

و آن‌ها را در نماد ویژه (عمده) معامله می‌کند. در این پژوهش به منظور

1. NOPAT



جلوگیری از حذف معاملاتی که در چند بلوک ۵ درصدی معامله شده‌اند و منجر به تغییر مدیریت اکثریت شده‌اند، کلیه اطلاعات معاملات بالای ۵ درصد شرکت‌های تصاحب شده جمع‌آوری، بررسی و انتخاب شده است. به عبارت دیگر با استفاده از مکانیزم بالای ۵ درصد، از حذف معاملات تصاحب خرد شده در بلوک‌های ۵ درصدی جلوگیری شده است.

۲-۵. تعیین شرکت‌هایی که معاملات آن‌ها منجر به تغییر مالکیت عمده و مدیریت اداره کننده شرکت شده است. به منظور جمع‌آوری اطلاعات دقیق تغییر مالکیت عمده و تغییر مدیریت اداره کننده، از گزارش مجامع شرکت‌های تصاحب شده استفاده شده است.

۳-۵. با استفاده از بانک اطلاعاتی موجود در بازار سرمایه اطلاعات و ارقام مربوط به متغیرهای مورد نیاز شاخص ارزش افزوده اقتصادی از سال ۱۳۷۶ تا ۱۳۸۶ جمع‌آوری و استخراج شده است.

#### ۶. عملکرد مالی شرکت‌های تصاحب شده

روند متوسط هزینه‌های مالی شرکت‌های تصاحب شده، بیانگر آن است که هزینه‌های مالی شرکت‌های مذکور از سال تصاحب به بعد با شتاب بیشتری رشد و افزایش داشته است. این امر به علت تغییر مالکیت و تلاش سهامدار جدید برای بهبود وضعیت مالی شرکت‌های تصاحب شده رخ داده است. سود عملیاتی شرکت‌ها در سال‌های پس از تصاحب با روند ملایم در حال رشد بوده است. یک سال پس از تصاحب میزان سود عملیاتی با جهشی همراه بوده و در ادامه از ثبات نسبی برخوردار بوده است. تصاحب شرکت‌ها باعث افزایش میزان بدهی شرکت‌ها پس از تصاحب شده است و این متغیر در حال افزایش بوده است. روند حقوق صاحبان سهام تا قبل از تصاحب در شرکت‌های تصاحب شده تقریباً ثابت بوده اما از سال بعد از تصاحب این روند حرکتی رو به رشد داشته است و تصاحب کنندگان به منظور بهبود وضعیت مالی شرکت اقدام به افزایش سرمایه و تزریق سرمایه نموده‌اند.

روند سود خالص عملیاتی پس از کسر مالیات نشان می‌دهد که میزان سود خالص عملیاتی پس از مالیات یک سال بعد از تصاحب از رشد مناسبی برخوردار بوده است ولی از سال‌های بعد رشد مذکور متوقف شده است. متوسط سرمایه‌ی شرکت‌های مورد

پژوهش، متشکل از میانگین تسهیلات جاری بهره‌دار، بدهی‌های بلندمدت بهره‌دار و حقوق صاحبان سهام هر سال این شرکت‌ها است. سرمایه‌ی شرکت‌های تصاحب شده تا سال قبل از تصاحب از روند رشد کمی برخوردار بوده اما از سال تصاحب به بعد این روند افزایش قابل ملاحظه‌ای داشته است. میانگین موزون هزینه‌ی سرمایه‌ی شرکت‌های تصاحب شده، پس از تصاحب روند کاهشی به خود گرفته و شرکت‌ها توانسته‌اند میزان هزینه‌ی سرمایه‌ی خود را با توجه به افزایش میزان وام بهبود دهند. روند میانگین نرخ بازده سرمایه‌ی شرکت‌های تصاحب شده مورد پژوهش بیانگر آن است که نرخ بازدهی سرمایه‌ی شرکت‌های تصاحب شده پس از تصاحب با افت مواجه شده است. این درحالی است که شاخص مذکور در سال‌های قبل از تصاحب با افزایش روبرو بوده و بالاتر از نرخ بازدهی پس از تصاحب بوده است، در ادامه ارقام وضعیت داده‌های مالی شرکت‌های تصاحب شده ارائه می‌شود.

شرح	۳ سال قبل از تصاحب	۲ سال قبل از تصاحب	۱ سال قبل از تصاحب	سال تصاحب	۱ سال پس از تصاحب	۲ سال پس از تصاحب	۳ سال پس از تصاحب
<b>هزینه‌های مالی</b>							
میانگین (میلیون ریال)	۳۶۹۴	۵۰۸۰	۵۶۳۱	۸۲۲۲	۱۱۱۸۳	۱۲۰۴۹	۱۳۷۰۵
انحراف معیار (میلیون ریال)	۱۵۰۰	۱۳۸۰	۱۳۲۹	۴۴۱۰	۳۶۶۶	۳۲۸۳	۴۵۲۰
رشد میانگین - درصد	-	۳۷.۵۲	۱۰.۸۷	۴۶	۳۶.۰۲	۷.۷۴	۱۳.۷۴
<b>سود عملیاتی</b>							
میانگین (میلیون ریال)	۱۳۴۳۱	۲۱۶۵۸	۲۱۸۲۰	۲۴۲۱۲	۳۱۳۸۴	۳۱۸۰۴	۳۱۸۱۷
انحراف معیار (میلیون ریال)	۱۴۴۵۲	۸۹۲۳	۸۴۶۵	۱۶۲۴۱	۲۳۶۷۹	۲۰۸۵۱	۲۰۸۶۴
رشد میانگین - درصد	-	۶۱.۲۵	۰.۷۵	۱۰.۹۶	۲۹.۶۲	۱.۳۴	۰.۰۴
<b>کل بدهی‌ها</b>							
میانگین (میلیون ریال)	۲۷۳۲۷	۲۷۳۵۹	۳۱۲۶۵	۴۹۵۶۱	۶۸۷۸۶	۷۵۷۸۱	۸۲۳۶۹
انحراف معیار (میلیون ریال)	۱۳۸۶۸	۱۶۷۹۲	۱۸۸۱۷	۲۵۷۰۲	۳۴۶۰۰	۳۹۰۳۵	۳۹۲۵۰
رشد میانگین - درصد	-	۰.۱۲	۱۴.۲۷	۵۸.۵۲	۳۸.۷۲	۱۰.۱۷	۸.۶۹
<b>حقوق صاحبان سهام</b>							
میانگین (میلیون ریال)	۳۱۹۰۱	۳۷۳۳۵	۳۶۹۴۳	۳۸۳۵۲	۴۴۳۹۵	۵۱۴۵۰	۶۱۵۳۱
انحراف معیار (میلیون ریال)	۱۶۸۹۱	۱۷۲۷۱	۱۵۳۶۰	۱۶۸۷۸	۲۴۷۷۶	۳۳۲۸۷	۴۲۶۵۷
رشد میانگین - درصد	-	۱۷.۰۳	-۱.۰۵	۳.۸۱	۱۵.۷۶	۱۵.۸۹	۱۹.۶۰
<b>سود خالص عملیاتی پس از کسر مالیات</b>							
میانگین (میلیون ریال)	۱۸۱۲۵	۱۸۱۶۱	۱۸۶۹۶	۲۱۳۰۱	۲۸۱۱۱	۲۹۰۲۲	۲۸۷۷۶
انحراف معیار (میلیون ریال)	۷۸۰۲	۸۶۳۳	۸۸۱۷	۱۵۹۶۱	۲۳۳۲۱	۱۹۹۲۳	۱۹۴۰۷
رشد میانگین - درصد	-	۰	۰.۰۳	۰.۱۴	۰.۳۲	۰.۰۳	-۰.۰۱

شرح	۳ سال قبل از تصاحب	۲ سال قبل از تصاحب	۱ سال قبل از تصاحب	سال تصاحب	۱ سال قبل از تصاحب	۲ سال قبل از تصاحب	۳ سال قبل از تصاحب
<b>سرمایه</b>							
میانگین (میلیون ریال)	۶۵۶۰۸	۶۴۶۹۴	۶۸۲۰۷	۸۷۹۱۳	۱۱۳۱۸۱	۱۲۷۲۳۱	۱۴۳۹۰۰
انحراف معیار (میلیون ریال)	۲۹۳۵۱	۳۲۱۹۶	۳۰۴۰۸	۳۷۷۳۲	۵۵۱۸۲	۶۹۲۶۳	۷۸۱۲۲
رشد میانگین - درصد	—	-۰.۰۱	۰.۰۵	۰.۲۹	۰.۲۹	۰.۱۲	۰.۱۳
<b>میانگین موزون هزینه سرمایه</b>							
میانگین (میلیون ریال)	۰.۲۰	۰.۲۱	۰.۲۱	۰.۲۱	۰.۱۹	۰.۱۸	۰.۱۸
انحراف معیار (میلیون ریال)	۰.۰۳	۰.۰۴	۰.۰۴	۰.۰۴	۰.۰۲	۰.۰۳	۰.۰۲
رشد میانگین - درصد	—	۰.۰۵	۰.۰۳	-۰.۰۴	-۰.۰۸	-۰.۰۴	-۰.۰۳
<b>نرخ بازده سرمایه</b>							
میانگین (میلیون ریال)	۰.۳۲	۰.۳۲	۰.۳۵	۰.۲۹	۰.۳۰	۰.۱۴	۰.۱۱
انحراف معیار (میلیون ریال)	۰.۰۷	۰.۰۷	۰.۱۲	۰.۱۵	۰.۲۷	۰.۱۹	۰.۱۶
رشد میانگین - درصد	—	-۰.۰۱	۰.۱۲	-۰.۱۷	۰.۰۳	-۰.۵۳	-۰.۱۹

## ۷. آزمون فرضیه‌های پژوهش

فرضیه اول: بین میانگین ارزش افزوده اقتصادی شرکت‌های تصاحب شده در قبل و بعد از تصاحب تفاوت معناداری وجود دارد.

بین میانگین ارزش افزوده اقتصادی قبل و بعد از تصاحب شرکت‌های هدف تفاوت معناداری وجود ندارد:  $H_0$

بین میانگین ارزش افزوده اقتصادی قبل و بعد از تصاحب شرکت‌های هدف تفاوت معناداری وجود دارد:  $H_1$

دوره‌ی آزمون	قبل از تصاحب		بعد از تصاحب	
	تعداد	میانگین	تعداد	انحراف استاندارد
سه سال	۷۴	۴۱۴۷	۷۴	۶۹۷۱۵

دوره‌ی آزمون	محاسبه شده	درجه آزادی	سطح معناداری	سطح خطا	نتیجه آزمون
سه سال	۰/۰۴۷	۷۳	۰/۹۵	۰/۰۵	پذیرش $H_1$

همان‌طوری که مشاهده می‌شود متوسط ارزش افزوده اقتصادی در دوره‌ی سه سال مورد بررسی و  $t$  محاسبه شده کوچک‌تر از سطح خطاست، بنابراین فرض  $H_0$  رد می‌شود و در سطح اطمینان ۹۵ درصد می‌توان ادعا کرد که بین میانگین ارزش افزوده اقتصادی شرکت هدف قبل و بعد از تصاحب تفاوت معناداری وجود دارد و با توجه به این که میانگین ارزش

افزوده اقتصادی محاسبه شده بعد از تصاحب منفی است می‌توان گفت ارزش افزوده اقتصادی بعد از تصاحب از ارزش افزوده اقتصادی قبل از تصاحب کمتر بوده است، به عبارت دیگر تصاحب منجر به کاهش ارزش افزوده اقتصادی پس از تصاحب شده است.

فرضیه دوم: بین میانگین ارزش افزوده اقتصادی قبل و بعد از تصاحب در شرکت‌های تصاحب شده و شرکت‌های تصاحب نشده (گروه کنترل) تفاوت معناداری وجود دارد.

بین میانگین ارزش افزوده اقتصادی قبل و بعد از تصاحب در شرکت‌های تصاحب شده و  $H_0$ : تصاحب نشده تفاوت معناداری وجود ندارد

بین میانگین ارزش افزوده اقتصادی قبل و بعد از تصاحب در شرکت‌های تصاحب شده و  $H_1$ : تصاحب نشده تفاوت معناداری وجود دارد.

همان‌طوری که قبلاً اشاره شده در این پژوهش به منظور کنترل اثرات کلان صنعتی بر روی روند ارزش افزوده اقتصادی در شرکت‌های تصاحب شده فرضیه کنترلی ارزش افزوده اقتصادی فوق تعریف و آزمون شده است. برای سنجش فرضیه کنترلی از آزمون  $t$  استفاده شده است. در این آزمون میانگین ارزش افزوده اقتصادی شرکت‌های تصاحب شده و شرکت‌های تصاحب نشده (گروه کنترل) دوره‌ی قبل و بعد از تصاحب اندازه‌گیری شده است.

دوره‌ی آزمون	شرکت‌های تصاحب شده (گروه نمونه)			شرکت‌های تصاحب نشده (گروه کنترل)		
	تعداد	میانگین	انحراف استاندارد	تعداد	میانگین	انحراف استاندارد
سه سال	۷۴	-۱۱۳۵۹	۶۹۷۱۵	۱۱۲	-۵۹۶۳	۶۸۰۹۱

شرح	دوره‌ی آزمون	محاسبه شده	درجه آزادی	سطح معناداری	سطح خطا	نتیجه‌ی آزمون
برابری واریانس	سه سال	/۵۲۴	۱۸۴	/۹۵	۰/۰۵	پذیرش $H_0$
نابرابری واریانس	سه سال	/۵۲۱	۱۵۳	/۹۵	۰/۰۵	پذیرش $H_0$

همان‌طوری که مشاهده می‌شود در دو حالت برابری و نابرابری واریانس هر دو گروه،  $t$  محاسبه شده بزرگ‌تر از سطح خطا است. بنابراین فرض  $H_0$  پذیرفته می‌شود و در سطح اطمینان ۹۵ درصد می‌توان ادعا کرد که بین تغییرات میانگین ارزش افزوده اقتصادی قبل و بعد از تصاحب در شرکت‌های تصاحب شده و شرکت‌های تصاحب نشده تفاوت معناداری وجود ندارد. با توجه به این که آماره‌های محاسبه شده  $t$  در شرکت‌های تصاحب

نشده، کمتر منفی بوده و می‌توان ادعا کرد که متوسط ارزش افزوده اقتصادی در شرکت‌های تصاحب نشده از شرکت‌های تصاحب شده بیشتر بوده است ولی از نظر آماری معنادار نبوده است.

#### ۸. نتیجه‌گیری پژوهش

با توجه به روند داده‌های صورت‌های مالی شرکت‌های تصاحب شده می‌توان نتیجه گرفت که: روند ارزش افزوده اقتصادی شرکت‌های تصاحب شده قبل از تصاحب وضعیت بهتری نسبت به پس از تصاحب داشته است. به عبارت دیگر می‌توان گفت مدیران شرکت‌های خریدار نتوانسته‌اند ارزش افزوده اقتصادی پس از تصاحب شرکت‌های تصاحب شده را بهبود ببخشند و روند متوسط رشد ارزش افزوده پس از تصاحب منفی بوده است. وضعیت هزینه‌های مالی بیانگر این است که متوسط رشد هزینه‌های مالی پس از تصاحب شتاب بیشتری داشته و صعودی بوده است و تغییر مالکیت باعث افزایش توانایی شرکت‌های تصاحب شده در اخذ تسهیلات مالی شده است و همین امر باعث کاهش متوسط هزینه سرمایه شرکت‌های تصاحب شده نیز شده است. روند سود عملیاتی شرکت‌های تصاحب شده در قبل و بعد از تصاحب نشان می‌دهد که سود عملیاتی در شرکت‌های تصاحب شده با شیبی خیلی ملایم، رشدی مثبت داشته است. روند رشد مثبت سود عملیاتی پس از تصاحب نسبت به سال‌های قبل از تصاحب خیلی پایین‌تر بوده است و رشد مذکور به سمت صفر میل کرده است؛ بنابراین مدیران شرکت‌های خریدار توانایی افزایش سود عملیاتی پس از تصاحب در شرکت‌های تصاحب نشده را نداشته‌اند.

روند حقوق صاحبان سهام بیانگر این موضوع است که رشد حقوق صاحبان سهام قبل از تصاحب تقریباً ثابت بوده است ولی پس از تصاحب رشد بالایی داشته است. بنابراین می‌توان انتظار داشت که پس از تصاحب، شرکت‌های خریدار منابع مالی جدید به شرکت‌های تصاحب شده تزریق می‌کنند. نتایج متوسط کل بدهی در قبل و پس از تصاحب بیانگر این است که شرکت‌های تصاحب شده با توجه به تغییر مالکیت و توان شرکت‌های خریدار، نتوانسته‌اند از تسهیلات مالی بیشتری استفاده کنند. افزایش هزینه‌های مالی پس از تصاحب تأیید کننده توان افزایش بدهی‌ها توسط خریداران، است. روند سود خالص عملیاتی پس از مالیات پس از تصاحب بیانگر این موضوع است که سود خالص

عملیاتی پس از مالیات رشد مناسبی نداشته است و در طی سه سال پس از تصاحب رشد آن منفی بوده است. همین امر باعث شده است که ارزش افزوده اقتصادی پس از تصاحب بهبود نیابد. روند متوسط هزینه سرمایه قبل و پس از تصاحب نشان می‌دهد که پس از تصاحب به علت افزایش توان شرکت در استفاده از منابع ارزان قیمت (استفاده از بدهی به جای حقوق صاحبان سهام) هزینه سرمایه شرکت‌های مذکور کاهش یافته است. نتایج مذکور نشان می‌دهد که تصاحب منجر به بهبود هزینه سرمایه و کاهش هزینه‌ی مذکور شده است. نرخ بازده سرمایه بیانگر این موضوع است که مدیریت شرکت‌های خریدار نتوانسته است نرخ بازدهی سرمایه را بهبود ببخشد. روند متوسط بازدهی سرمایه نشان می‌دهد که پس از تصاحب رشد متغیر مذکور نسبت به قبل از تصاحب کاهش یافته است. ناتوانی در افزایش نرخ بازدهی سرمایه باعث شده است که ارزش افزوده اقتصادی شرکت تصاحب شده پس از تصاحب بهبود نیابد.

ردیف	شاخص	وضعیت شاخص مورد بررسی پس از تصاحب
۱	ارزش افزوده اقتصادی	پس از تصاحب ارزش افزوده اقتصادی کاهش یافته است
۲	هزینه‌های مالی	پس از تصاحب هزینه‌های مالی افزایش یافته است
۳	سود عملیاتی	پس از تصاحب سود عملیاتی شرکت‌های هدف کاهش یافته است
۴	حقوق صاحبان سهام	پس از تصاحب میزان حقوق صاحبان سهام افزایش یافته است
۵	بدهی	پس از تصاحب جمع کل بدهی‌ها افزایش یافته است
۶	سود خالص عملیاتی پس از مالیات	سود خالص عملیاتی پس از تصاحب کاهش یافته است
۷	نرخ هزینه سرمایه	پس از تصاحب نرخ هزینه سرمایه کاهش یافته است
۸	نرخ بازدهی سرمایه	نرخ بازدهی سرمایه پس از تصاحب کاهش یافته است

بر اساس آزمون فرضیه ارزش افزوده اقتصادی در شرکت‌های تصاحب شده، می‌توان نتیجه گرفت که پس از تصاحب ارزش افزوده اقتصادی شرکت در شرکت‌های مذکور به عنوان یک شاخص اقتصادی ارزیابی عملکرد کاهش یافته و از نظر آماری نیز معنادار بوده است. نتیجه‌ی فرضیه مذکور بیانگر کاهش در ارزش افزوده اقتصادی پس از تصاحب در شرکت‌های تصاحب شده است. با توجه به نتایج می‌توان گفت که مدیران شرکت‌های خریدار ایرانی، پس از تصاحب؛ توانایی حفظ و افزایش ارزش افزوده اقتصادی در شرکت‌های تصاحب شده را نداشته و انگیزه‌ی تصاحب شرکت‌ها برای کسب ارزش افزوده اقتصادی در شرکت مذکور از طریق راهبرد تصاحب شرکت‌ها تحقق نیافته است.

نتایج فرضیه کنترلی ارزش افزوده اقتصادی قبل و پس از تصاحب بیانگر این است که ارزش افزوده اقتصادی شرکت‌های تصاحب نشده (گروه کنترل) از شرکت‌های تصاحب شده (گروه نمونه) بالاتر بوده ولی از نظر آماری معنادار نبوده است. بنابراین نتیجه‌ی فرضیه ارزش افزوده اقتصادی شرکت‌های تصاحب نشده بالاتر از شرکت‌های تصاحب شده بوده است و شرکت‌های مذکور عملکرد بالاتری از شرکت‌های تصاحب شده داشته‌اند ولی از نظر آماری معنادار نبوده است.

ردیف	فرضیه	نتایج
۱	ارزش افزوده اقتصادی پس از تصاحب نسبت به قبل از تصاحب	ارزش افزوده اقتصادی پس از تصاحب در شرکت‌های تصاحب شده کاهش یافته است و از نظر آماری معنادار نیز بوده است.
۲	ارزش افزوده اقتصادی شرکت‌های تصاحب شده نسبت به شرکت‌های تصاحب نشده	ارزش افزوده اقتصادی شرکت‌های تصاحب نشده نسبت به شرکت‌های تصاحب شده کمتر کاهش یافته است ولی از نظر آماری معنادار نبوده است.

## ۹. پیشنهادها

با توجه به نتایج و با ثابت در نظر گرفتن سایر عوامل و انگیزه‌های مالی و غیرمالی مؤثر بر عملکرد تصاحب شرکت‌ها، توصیه‌های سیاستی ذیل ارائه می‌شود:

۹-۱. بر اساس نتایج می‌توان ادعا کرد مدیران شرکت‌های خریدار ایرانی توانایی افزایش یا حفظ ارزش افزوده اقتصادی شرکت‌های تصاحب شده را ندارند. بنابراین پیشنهاد می‌شود که مدیران شرکت‌های خریدار به منظور افزایش ارزش افزوده اقتصادی شرکت تصاحب شده، راهبرد تصاحب را اتخاذ نکنند و در ارزیابی تصاحب ارزش افزوده اقتصادی واقعی و قابل دست‌یابی پس از تصاحب را قبل از انجام معامله پیش‌بینی و در نظر بگیرند.

۹-۲. با توجه به کاهش عملکرد پس از تصاحب و با ثابت در نظر گرفتن سایر عوامل مؤثر بر عملکرد شرکت‌های تصاحب شده، توصیه می‌شود سهامداران جزء شرکت‌های تصاحب شده در نگهداری سهام دقت بیشتری داشته باشند؛ زیرا اغلب اهداف سهامدار عمده با سهامدار جزء متفاوت است. توصیه می‌شود

سهامداران مذکور سهام شرکت تصاحب شده را قبل از انجام معامله، سهام خود به فروش رسانند.

#### ۱۰. محدودیت پژوهش

مهم‌ترین محدودیت‌های پژوهش حاضر تاریخی بودن اقلام مندرج در صورت‌های مالی و عدم تعدیل آثار تورم بر متغیرهای حسابداری است بنابراین تأثیر تورم بر نتایج محدودیت ذاتی پژوهش حاضر است.

#### منابع

۱. عارفی اصغر. «بررسی عملکرد تصاحب شرکت‌ها در ایران». فصلنامه پژوهشنامه بازرگانی ۱۳۸۸؛ ۵۰.
2. Altunbas & marques. Mergers and acquisitions and bank performance in Europe. Working paper. European Central Bank 2005.
3. Christodoulou and et al. Exploring the improvement of corporate performance after mergers. International research journal of finance and economics 2006.
4. Ghosh Alok. Does operating performance really improve following corporate acquisitions? Journal of corporate finance 2001;(7):151-178.
5. Ken c. Yook the measurement of post acquisition performance using EVA. Journal of business and economic 2004.
6. Mauboussin & Hiler. let's make a deal. First Boston 1998.
7. Rahman, R. Abdul & Limmack R. J. Corporate Acquisitions and the operating performance of Malaysian companies. Social science Research network Electronic paper collection 2000.
8. Rarvenscraft & scherer. Life after takeover. The journal of industrial Economics ;1978:36, 147-156.
9. Ross & Westerfield & Jaffe. Corporate finance. Irwin 1991.
10. Stewart G. Bennett. the quest for value. Harper Collins publishers, inc.p ;1991:179-220.
11. Xiang & Liyang research on M&A performance of listed companies in China based on EVA. International conference electronic commerce and business intelligence 2009.
12. Zulehner ,Christin and et al. The Effects of Mergers: An International Comparison. International Journal of Industrial Organization; 2003. 625-657.