

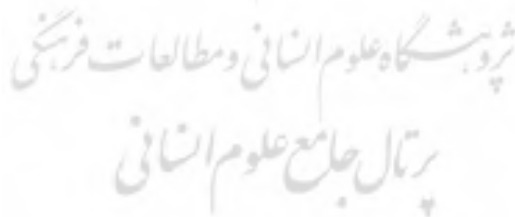
## بررسی انگیزه‌های خرید و ادغام (M&A) در بازار سرمایه ایران

محمد حسن نژاد\*، محمداسماعیل فدائی نژاد\*\*

### چکیده

تحقیق حاضر با هدف شناسایی انگیزه شرکت‌های خریدار و مسائل مالی و بنیادی مرتبط با آن از مبانی نظری غنی این حوزه و پژوهش‌های معتبر بهره برده و با استفاده از ابزار پرسشنامه اقدام به گردآوری داده نموده است. داده‌های گردآوری شده از چند بعد بررسی شده و در نهایت یافته‌های مرتبط با مبانی نظری حاصل شده است. تحلیل نتایج و مقایسه آن با یافته‌های پژوهش‌های معتبر خارجی، بیانگر این نکته است که ضمن تبعیت کلی نتایج پژوهش حاضر از مبانی نظری، در برخی حوزه‌ها از جمله خرید شرکت‌های دیگر به خاطر بهره‌بردن از قیمت زیر ارزش ذاتی آن در بازار با مبانی نظری اختلاف دارد که می‌تواند ناشی از عدم کارایی بازار سرمایه ایران باشد.

کلیدواژه‌ها: خرید؛ ادغام؛ متنوع‌سازی؛ هم‌افزایی؛ واگذاری و ارزش‌گذاری.



پژوهشگاه علوم انسانی و مطالعات فرهنگی  
پرتال جامع علوم انسانی

تاریخ دریافت مقاله: ۱۳۹۵/۱۲/۲۱ تاریخ پذیرش مقاله: ۱۳۹۶/۰۶/۰۵

\* استادیار، دکتری تخصصی مدیریت مالی، دانشگاه شهید بهشتی (نویسنده مسئول).

E-mail: hasannejad@gmail.com

\*\* دانشیار، دکتری تخصصی مدیریت مالی، دانشگاه شهید بهشتی.

## ۱. مقدمه

خرید و ادغام عبارت است از شرایطی که دو شرکت در قالب یک شرکت یا کسب‌وکار جدید اقدام به فعالیت می‌کنند. حال اگر دو شرکت در یک بدنه جدید ترکیب شده و بر اساس خواسته و رضایت طرفین اقدام به فعالیت کنند، این ترکیب و فرایند لفظ ادغام<sup>۱</sup> تلقی شده و اگر ترکیب ناشی از خرید سهام یا موجودیت یک شرکت از طرف شرکت دیگر و اعمال حاکمیت باشد مشمول تعریف خرید یا تصاحب<sup>۲</sup> می‌شود. فارغ از تغییرات شکلی این دو فرایند، نکته قابل توجه و تامل، هدف و انگیزه رخ‌دادن چنین ترکیبی است. خرید و ادغام یکی از استراتژی‌های سطح شرکت هر سازمانی است و در اغلب نقاط دنیا این فرایند با درجه شدت مختلف با توجه به شرایط مربوطه اتفاق می‌افتد. استراتژی‌های خرید و ادغام اغلب از سوی پژوهشگران حوزه استراتژیک و عملکرد آن از سوی پژوهشگران مالی و اقتصادی بررسی شده است. به‌گونه‌ای که استیوارت و همکاران (۱۹۸۴) انبوه تحقیقات صورت‌گرفته در این زمینه را به دو حوزه عمده: (۱) بررسی عملکرد شرکت‌ها قبل و بعد از خرید و ادغام و (۲) بررسی تفاوت‌های بین شرکت‌های درگیر و غیر درگیر در فرایند خرید و ادغام تقسیم‌بندی نموده‌اند. بررسی استراتژی‌ها و ویژگی‌های شرکت‌های درگیر در امر خرید و ادغام نگاه غیرمالی و کیفی در اختیار محققان قرار داده و بررسی عملکرد قبل و بعد ادغام تنها بر اساس صورت‌های مالی نگاه محدود و کمی در اختیار قرار می‌دهد. به‌گونه‌ای که هیچ کدام از موارد فوق نمی‌تواند دلیل کامل و تکنیک‌های مورد استفاده در این فرایند را در اختیار محققان قرار دهد؛ همچنین نکته قابل توجه در تحقیقات حوزه خرید و ادغام به‌ویژه ارزیابی عملکرد خرید و ادغام این است که باید عملکرد بر اساس میزان دستیابی به هدف ارزیابی شود؛ درحالی‌که اغلب تحقیقات حوزه خرید و ادغام بر اساس اعداد و ارقام بدون استخراج انگیزه خرید و ادغام اقدام به ارزیابی عملکرد و میزان موفقیت این فرایند می‌کنند؛ البته لازم به ذکر است که تحقیقات فراوانی جهت شناسایی دلایل درگیر شدن شرکت‌ها در این فعالیت انجام شده است که هر کدام از زاویه‌ای این امر را مورد کاوش قرار داده است؛ ولی شاید بزرگ‌ترین خلاء تحقیقات فوق، عدم بهره‌برداری همزمان از دید مالی و کلان استراتژیک در این حوزه بوده است. تحقیقات متعددی انگیزه خریداران و یا شرکت‌های درگیر در فرایند خرید و ادغام را شناسایی کرده‌اند که مهمترین این انگیزه‌ها عبارت‌اند از ایجاد هم‌افزایی و متنوع‌سازی فعالیت که البته با توجه به شرایط زمانی و اقتصادی و همچنین فعالیت شرکت می‌تواند متفاوت باشد؛ همچنین تحقیقات فراوانی نحوه ارزش‌گذاری قیمت سهام یا تاثیر عوامل موثر بر ارزش شرکت‌ها را بررسی نموده‌اند؛ اما کمتر تحقیقی به‌طور همزمان اقدام به آزمون انگیزه‌ها و مبانی پایه‌ای فرایند خرید و ادغام (حوزه استراتژیک) و مدل‌های ارزش‌گذاری و

1. Merge  
2. Acquisition

قیمت‌گذاری و عوامل موثر بر ارزش شرکت (حوزه مالی) نموده است. با توجه به خلاء موجود و اتفاق افتادن ادغام‌های بزرگ در طی سال‌های ۱۹۹۲ لغایت ۲۰۰۰ کیماز و همکاران (۲۰۰۴) با انجام تحقیقی با عنوان «بررسی انگیزه‌های خریداران و ارزش‌گذاری شرکت‌های هدف» به‌طور همزمان ادغام‌های صورت‌گرفته را از ابعاد اقتصادی و استراتژیک مورد ارزیابی قرار داده‌اند [۷]. با توجه به جدید و کامل بودن و دید سیستماتیک تحقیق فوق از یک سو و عدم انجام تحقیقات خرید و ادغام محور در ایران، تحقیق حاضر با الگوبرداری از تحقیق فوق اقدام به شناسایی انگیزه‌ها و اهداف شرکت‌های خریدار و همچنین نحوه قیمت‌گذاری شرکت‌های هدف و مباحث مرتبط با ارزش شرکت با استفاده از دیدگاه‌های مدیران ارشد تصمیم‌گیرنده و تاثیرگذار این حوزه (مدیرعامل و بالاترین مقام مالی) می‌نماید.

تحقیق حاضر با بهره‌گیری از مبانی نظری غنی موجود در این حوزه و ابزار تحقیق مناسب در دسترس، در صدد دستیابی به اهداف مختلفی است که مهم‌ترین آنها عبارت‌ند از:

- شناسایی انگیزه‌های خرید و ادغام از دیدگاه مدیران ارشد شرکت‌های خریدار؛
- شناسایی انگیزه و نحوه واگذاری شرکت‌های تابعه از دیدگاه مدیران ارشد شرکت‌های خریدار؛
- شناسایی مدل‌های مالی مناسب برای ارزش‌گذاری شرکت‌های هدف به هنگام فرایند خرید و ادغام؛

- شناسایی تاثیر متنوع‌سازی بر فرایند خرید و ادغام و ارتباط آن با خلق ارزش شرکت؛
- بررسی و شناسایی دیدگاه مدیران ارشد شرکت‌های خریدار در خصوص مبانی پایه‌ای خرید و ادغام.

بررسی مبانی نظری و تحقیقات صورت‌گرفته بیانگر این امر است که استراتژی خرید و ادغام از استراتژی‌های کلان شرکت‌ها بوده و به کرات توسط شرکت‌ها استفاده می‌شود. در بازار سرمایه ایران نیز بارها فرایند خرید و ادغام مشاهده می‌شود؛ اما با وجود تحقیقات و مقالات فراوان در سطح دنیا در خصوص انگیزه‌های خرید و ادغام، این مبحث در ایران محدود به کتب دانشگاهی بوده و تحقیقاتی در این زمینه هر چند برای پوشش مبانی نظری صورت نگرفته است؛ بنابراین تحقیق حاضر با درک نیاز بازار سرمایه به نتایج تحقیقات از این دست به دنبال آزمون و آزمایش تحقیقات معتبر خارجی در بازار سرمایه ایران است.

## ۲. مبانی نظری و پیشینه پژوهش

در این بخش مفاهیم و مبانی نظری مرتبط با انگیزه‌های خرید و ادغام، واگذاری، ارتباط بین تنوع‌سازی و ارزش شرکت و تکنیک‌های ارزش‌گذاری مورد استفاده برای ارزیابی شرکت‌های هدف مورد بررسی و تحلیل قرار می‌گیرد.

**انگیزه‌های خرید و ادغام.** انگیزه‌های مختلف و فراوانی برای خرید و ادغام هم از جانب خریداران و هم از جانب شرکت‌های هدف وجود دارد. با توجه به اینکه هنوز تقسیم‌بندی واحد و جهان‌شمولی از انگیزه‌های خرید و ادغام ارائه نشده است، بررسی تحقیقات مختلف درخصوص انگیزه‌های خرید و ادغام می‌تواند در شناسایی انگیزه‌های مختلف از ابعاد مختلف کمک کند. ترایتون در سال ۱۹۹۰ نظریه‌های مختلف: نظریه کارایی، انحصارگرایی، ایجاد امپراطوری، بهبود فرایند و نظریه آشوب را به‌عنوان نظریه‌های مربوط به انگیزه‌های خرید و ادغام بیان کرده است. برکوویچ و نارایانان نیز در سال ۱۹۹۳ سه انگیزه هم‌افزایی، نمایندگی و بلندپروازی مدیران را به‌عنوان انگیزه‌های اصلی خرید و ادغام معرفی کرده است و انگیزه‌هایی مانند متنوع‌سازی، صرفه‌جویی مالیاتی، مشوق‌های مدیریتی و خرید دارایی‌های با ارزش پائین‌تر از ارزش جایگزینی و انحلال را به‌عنوان انگیزه‌های فرعی یا جانبی خرید و ادغام شناسایی کرده‌اند [۸].

با وجود تفاوت‌های بنیادی در خریده‌ها و ادغام‌ها نسبت به یکدیگر؛ معیار عمومی و اصلی موفقیت خرید و ادغام افزایش ارزش شرکت ترکیبی بعد از فرایند خرید و ادغام است؛ بنابراین بر اساس این معیار کلی شاید بتوان ادعا نمود که ایجاد هم‌افزایی قابل‌توجه‌ترین انگیزه خرید و ادغام است. سیورور در سال ۱۹۹۷ هم‌افزایی را به‌عنوان کسب مزیت رقابتی و جریان‌ات نقدی مازاد شرکت ترکیبی در مقایسه با مجموع مزیت رقابتی و جریان‌ات نقدی شرکت‌ها در صورت استقلال عملکرد می‌داند. ویلسون و همکاران (۱۹۹۹) صرفه‌جویی در هزینه‌ها، افزایش فروش و درآمد، بهبود فرایندها، مهندسی مالی و مزایای مالیاتی را به‌عنوان منابع هم‌افزایی یا عامل ایجاد هم‌افزایی شناسایی و تعریف نموده‌اند.

گلد و کمپبل در سال ۱۹۹۸ شش شکل ایجاد هم‌افزایی را ارائه نموده‌اند که عبارت‌اند از: تشریح دانش و تجربیات، تشریح منابع مشهود، تجمیع قدرت چانه‌زنی در مذاکرات و معاملات، اتخاذ استراتژی‌های هماهنگ و یک‌دست، یکپارچه‌سازی (ادغام) عمودی و ایجاد واحدهای کسب‌وکار ترکیبی [۴].

تحقیقات تجربی متعددی اهمیت هم‌افزایی را به‌عنوان انگیزه اصلی خرید و ادغام مورد تایید قرار داده است. برای مثال، برادلی و همکاران (۱۹۸۸) طبق یک تحقیق عملی ارزش‌افزوده شرکت ترکیبی در مقایسه با استقلال عملکرد شرکت هدف و خریدار را در صورت خرید موفق به‌طور متوسط ۷/۴ درصد محاسبه نموده‌اند.

برکوویچ و نارایانان نیز در سال ۱۹۹۳ نشان داده‌اند که ایجاد هم‌افزایی اولین و مقدم‌ترین انگیزه خرید و ادغام در خریده‌های با بازده مثبت است.

مگینسون و همکاران (۱۹۹۸) با بررسی ۲۶۰ خرید و ادغام که طی سال‌های ۱۹۶۳ تا ۱۹۹۶ تنها از طریق معاوضه سهام صورت گرفته است، به این نتیجه رسیده‌اند که بیشترین منافع

هم‌افزایی در ادغام‌های مرتبط و کمترین هم‌افزایی در ادغام‌های چند رشته‌ای ایجاد شده است. مالهرین و بوون (۲۰۰) نیز برای شناسایی انگیزه‌های خرید و ادغام و واگذاری<sup>۱</sup>، ۱۳۰۵ شرکت را از ۵۹ صنعت مختلف که در فاصله سال‌های ۱۹۹۰ تا ۱۹۹۹ اقدام به خرید و ادغام یا واگذاری نموده‌اند، بررسی کرده و ایجاد هم‌افزایی را معتبرترین و قوی‌ترین دلیل برای خرید و ادغام و واگذاری موفق شناسایی نموده‌اند.

هوستون و رایان گیت (۱۹۹۶) کاهش هزینه‌ها، افزایش درآمد و کاهش ریسک را به‌عنوان عوامل توضیح‌دهنده خرید و ادغام موفق مطرح نموده‌اند. آنها همچنین خرید و ادغام در صنعت بانکی را نیز بررسی کرده و نتیجه «عدم ایجاد ارزش‌افزده اقتصادی خرید و ادغام برای بانک‌های خریدار» را حاصل نموده‌اند.

کلودنی و همکاران (۱۹۹۶) جهت آزمون فرضیه «ایجاد هم‌افزایی به‌عنوان هدف خرید و ادغام» خریدهای خارجی شرکت‌های آمریکایی در سال‌های ۱۹۷۹ تا ۱۹۹۰ را مورد آزمون قرار داده‌اند که نتایج تحقیق فوق موید این نکته است که ادغام‌های چندوجهی عموماً یک فعالیت موجد هم‌افزایی است.

بنابراین نتایج تحقیقات فوق و تحقیقات دیگر بیانگر این نکته است که انگیزه اصلی، اولیه و مهم اغلب فعالیت‌های خرید و ادغام ایجاد هم‌افزایی است.

**انگیزه‌های واگذاری.** واگذاری عبارت است از واگذاری یا استقلال مدیریت یکی از واحدهای تابعه یا بخش‌های شرکت مادر از مدیریت شرکت مادر. تحقیقات متعددی حاکی از این امر است که اغلب شرکت‌ها در نهایت واحدهای خریداری یا ادغام‌شده در زمان‌های گذشته را در آینده واگذار نموده یا مستقل می‌کنند. برای مثال، تحقیق کاپلن و ویسپیچ در سال ۱۹۹۲ نشان‌دهنده این امر است که ۴۴ درصد خریدهای بزرگ و گسترده صورت‌گرفته در طی سال‌های ۱۹۷۱ تا ۱۹۸۲ تا پایان سال ۱۹۹۹ واگذار شده‌اند [۶].

همچنین نتیجه تحقیق فوق بیانگر ناموفق بودن ۳۴ الی ۵۰ درصد عملیات واگذاری است. با وجود چهار برابر بودن احتمال واگذاری در خرید و ادغام‌های صورت‌گرفته با هدف متنوع‌سازی نسبت به خرید و ادغام با صنایع و شرکت‌های مرتبط؛ تحقیق کاپلن و ویسپیچ شواهد معتبر و مستدلی برای احتمال اندک موفقیت خرید و ادغام با هدف متنوع‌سازی نسبت به خرید و ادغام با صنایع و شرکت‌های مرتبط ارائه نمی‌کند. شرکت‌ها دلایل و انگیزه‌های متنوع و گسترده‌ای برای واگذاری شرکت‌ها یا واحدهای تابعه دارند که متداول‌ترین آن افزایش تمرکز شرکت است. از جمله تحقیقاتی که به‌صورت تجربی افزایش تمرکز را به‌عنوان دلیل عمومی واگذاری تأیید

نموده است، تحقیق کامت و ژارل در سال ۱۹۹۵ می‌باشد. جان و اوفک نیز در سال ۱۹۹۵ بهبود عملکرد عملیاتی دارائی‌های باقیمانده شرکت مادر (واگذارنده) را مورد تأیید قرار داده‌اند. آنها دلیل اصلی افزایش عملکرد دارائی‌ها یا واحدهای باقیمانده شرکت مادر را ناشی از افزایش تمرکز مدیریت شرکت شناسایی نموده‌اند. از دیگر دلایل و انگیزه‌های واگذاری حذف واحدهایی با عملکرد پایین است. شرکت‌ها با واگذاری واحدهای غیر کارا به‌ویژه در خریدهای غیرمرتبط و چند رشته‌ای، می‌توانند ارزش ضایع شده از محل خرید و ادغام را دوباره احیا کنند. سومین دلیل برای واگذاری، افزایش کارایی مدیریتی است. با استفاده از واگذاری به‌ویژه در قالب spin-off با کم‌شدن تنوع و گستره فعالیتی شرکت مادر از یک‌سو کارایی مدیریتی شرکت مادر افزایش یافته و از سوی دیگر کارایی واحد واگذارشده به خاطر مدیریت مستقل افزایش می‌یابد که نتایج تحقیق جانسون و همکاران نیز در سال ۱۹۹۶ موید این امر است.

چهارمین دلیلی که برای واگذاری می‌توان بیان کرد، دستیابی به ساختار خاص سازمانی از طریق نحوه واگذاری واحدهای تابعه است. بازار یا سرمایه‌گذاران به هنگام ارزش‌گذاری؛ واحدها و بخش‌های جدا از هم و شفاف را در مقایسه با واحدها و شرکت‌های متداخل، بهتر و واقعی‌تر می‌توانند ارزش‌گذاری نمایند؛ بنابراین اگر شرکتی به خاطر پیچیدگی یا عدم قابلیت تشخیص فعالیت‌های خود کمتر از ارزش ذاتی در بازار اوراق بهادار ارزش‌گذاری شود، مناسب است که با واگذاری و استقلال واحدها و در ادامه بالابردن قابلیت درک ارزش واقعی شرکت و واحدهای واگذارشده، ارزش بازار شرکت و واحد تابعه را افزایش دهد. تحقیقات ناندا و نارینا نیز در سال ۱۹۹۹ موید این دلیل برای واگذاری بوده است.

**متنوع‌سازی و ارزش شرکت.** متنوع‌سازی عبارت است از افزایش حوزه‌ها و صنایع فعالیتی شرکت. مدیران شرکت‌ها اغلب با ایجاد تنوع در حوزه‌های فعالیت خود سعی در کاهش ریسک سودآوری شرکت و درنهایت ایجاد ثروت برای سهامداران را دارند؛ اما بنا به نتایج تحقیقات گرینبلات و تیتمن در سال ۲۰۰۲ خریدهای صرفاً با انگیزه تنوع‌بخشی به‌طور همزمان مزیت و معایب بالقوه به همراه دارد [۵]. اعتقاد کلی که متنوع‌سازی را تأیید می‌نماید این است که متنوع‌سازی موجب کاهش ریسک سهام شرکت و بالطبع افزایش جذابیت آن برای سهامدار و در نهایت کاهش هزینه تامین مالی شرکت می‌شود. متنوع‌سازی همچنین می‌تواند موجب افزایش انعطاف‌پذیری شرکت، استفاده اثربخش‌تر از سازمان، کاهش احتمال ورشکستگی، رفع مشکل کسب اطلاعات از وضعیت بازار شرکت و افزایش موانع برای رقبا جهت دستیابی به اطلاعات محرمانه و خاص صنعت و شرکت، شود؛ ولی از بعد دیگر ادغام دو واحد می‌تواند موجب تخصیص نامطلوب منابع به خاطر حمایت از خطوط کسب‌وکار غیر سودآور باشد. معایب دیگر

متنوع‌سازی ادغام‌هایی است که بار اطلاعاتی منفی بر قیمت سهام دارد. از آنجاکه موفقیت یا شکست ادغام‌ها بر اساس تغییرات ارزش شرکت اندازه‌گیری می‌شود، تحقیقات تجربی متعددی با تمرکز بر تاثیر متنوع‌سازی شرکت بر ارزش حقوق صاحبان سهام آنها انجام پذیرفته است. برای عنوان، سرواس در سال ۱۹۹۶ با انجام تحقیقاتی بیان می‌کند که نگرش بازار به امر متنوع‌سازی دوره‌ای بوده و با وجود نگرش منفی بازار به امر متنوع‌سازی در دهه ۱۹۶۰ و ۱۹۸۰ این نگرش در دهه ۱۹۷۰ مثبت بوده است؛ همچنین برخی از تحقیقات تجربی نیز حکایت از افت ارزش شرکت‌ها به خاطر متنوع‌سازی دارد که از آن جمله تحقیق مرک و همکاران در سال ۱۹۹۰، لانگ و استالز در سال ۱۹۹۴، برگر و اوفک در سال ۱۹۹۵، واکر در سال ۲۰۰۰ و لامنت و پالک در سال ۲۰۰۲ است که همگی حکایت از تاثیر منفی ادغام‌های در جهت متنوع‌سازی بر ارزش شرکت دارد. اقتصاددانان مالی دلایل گسترده‌ای را برای تاثیر منفی متنوع‌سازی بر ارزش شرکت بیان می‌دارند که مهم‌ترین آنها عدم کارایی سرمایه داخلی است.

**بررسی روش‌های ارزش‌گذاری.** ارزش‌گذاری شرکت‌های خریداری‌شده در فعالیت خرید و ادغام یکی از مهم‌ترین و در عین حال مشکل‌ترین مراحل و یکی از کلیدی‌ترین عناصر موثر در موفقیت یا شکست فرایند خرید و ادغام است. جهت ارزش‌گذاری شرکت‌های هدف در فرایند خرید و ادغام با وجود روش‌ها و مدل‌های گوناگون جهت تخمین ارزش شرکت هدف، مدل تنزیل جریانات نقدی، چهارچوب عقلانی‌تر و قابل‌درک‌تری در اختیار افراد قرار می‌دهد. در اهمیت این مدل لازم است بیان شود که مارن در سال ۱۹۹۳ از مدل تنزیل جریانات نقدی به‌عنوان مهم‌ترین تکنیک ارزش‌گذاری برای تخمین ارزش کسب‌وکار برای خریداران استفاده کرده است [۲].

تحقیقات نیز موید این امر است که استفاده از این مدل در انواع تصمیم‌گیری‌های شرکت‌ها روند فزاینده‌ای در سال‌های اخیر داشته است. از تحقیقاتی که افزایش استفاده از مدل تنزیل جریانات نقدی در سال‌های اخیر توسط شرکت‌ها را تأیید می‌کنند عبارت‌اند از: تراهان و گیتمن در سال ۱۹۹۵، برانر در سال ۱۹۹۸ و گراهام و هاروی در سال ۲۰۰۱.

کاربرد مدل تنزیل جریانات نقدی در فرایند خرید و ادغام مستلزم پیش‌بینی و تخمین جریانات نقدی شرکت و نرخ تنزیل بعد از فرایند خرید و ادغام است. نکته قابل‌تامل در کاربرد مدل تنزیل جریانات نقدی، نرخ تنزیل مناسب است که تا حدودی مبهم بوده و جای مباحثه دارد، هر چند تقریباً یک توافق عمومی بر استفاده از هزینه حقوق صاحبان سهام شرکت هدف به‌عنوان نرخ تنزیل در صورت محاسبه جریانات نقدی شرکت هدف به‌عنوان جریان نقدی حقوق صاحبان سهام شرکت مادر وجود دارد. مدل‌هایی که جهت محاسبه هزینه حقوق صاحبان سهام به‌صورت

گسترده مورد استفاده قرار می‌گیرند عبارت‌اند از مدل قیمت‌گذاری دارائی‌های سرمایه‌ای و مدل قیمت‌گذاری آربیتراژ. علاوه بر مدل تنزیل جریان نقدی، یکی از پرکاربردترین تکنیک‌های ارزش‌گذاری شرکت‌های هدف مدل ضریب قیمتی بازار است. در این مدل ارزش شرکت هدف با ضرب نمودن ضریب تعیین شده توسط بازار در درآمد خالص، سود قبل از کسر بهره، مالیات و استهلاک، درآمد هر سهم، فروش، ارزش دفتری یا معیارهای دیگر حاصل می‌شود. با وجود مفید بودن این مدل برای حالات خاص در فرایند خرید و ادغام، ولی از پشتوانه نظری اندکی در مقایسه با مدل تنزیل جریانات نقدی برخوردار است و تحقیقات اندکی کاربرد این مدل را پیشنهاد می‌کند. با وجود اهمیت فراوان فرایند خرید و ادغام و جنبه‌های مختلف آن و بر خلاف کشورهای پیشرفته به‌ویژه ایالات متحده که تحقیقات فراوانی در این زمینه صورت پذیرفته است، موضوع خرید و ادغام در ایران به‌ویژه از دیدگاه مالی مورد توجه پژوهشگران نیست و تنها تحقیقاتی که در این زمینه صورت گرفته است عبارت‌اند از:

- رساله دکتری عارفی با موضوع «بررسی عملکرد تصاحب شرکت‌ها در ایران - ۱۳۸۵». رساله مذکور تنها به بررسی عملکرد شرکت‌های هدف بعد از فرایند ادغام و مقایسه آن با قبل از ادغام پرداخته و موفق یا ناموفق بودن فرایند ادغام یا خرید را بررسی کرده است. نتایج تحقیق فوق حکایت از ضعف عملکردی شرکت هدف در مرحله ادغام در مقایسه با مرحله قبل از ادغام است و شاخص‌های عملکردی شرکت مانند نرخ رشد فروش، نرخ بازده دارایی‌ها، نرخ بازده حقوق صاحبان سهام و نرخ رشد قیمت سهام با کاهش مواجه شده است [۱].

- رساله کارشناسی ارشد فتح‌اللهی با موضوع «بررسی کسب بازده اضافی توسط صاحبان سهام شرکت‌های خریدار در فرایند اکتساب یا افزایش مالکیت در شرکت‌های هدف در بورس اوراق بهادار تهران - سال ۱۳۸۵». رساله مزبور به بررسی بازده غیرعادی یا مازاد شرکت‌های خریدار یا اکتساب‌کننده در دوره زمانی ۲۲ روزه قبل و بعد از فرایند خرید پرداخته و به این نتیجه رسیده است که بازده سهام شرکت خریدار در دوره بعد از ادغام بیشتر بوده است [۳].

### ۳. روش‌شناسی پژوهش

هر پژوهشی جهت دستیابی به اهداف خود از روش تحقیق خاص و مناسب خود بهره می‌برد. در این بخش روش تحقیق و ابزار مورد استفاده که الگوبرداری از مقاله کایماز، کنت و موخرجی با عنوان «بررسی انگیزه‌های خریداران و نحوه ارزش‌گذاری شرکت‌های هدف» چاپ شده در Journal of Applied Finance زمستان سال ۲۰۰۴، است؛ معرفی می‌شود. در این تحقیق جهت گردآوری داده‌ها از روش مطالعات کتابخانه‌ای جهت تدوین مبانی نظری و از روش میدانی جهت گردآوری داده‌ها استفاده شده است. ابزار گردآوری داده در تحقیق حاضر پرسشنامه بوده



ولی جهت تکمیل پرسشنامه مصاحبه حضوری و مکالمه تلفنی نیز مورد استفاده قرار گرفته است. همان‌گونه که بیان شد روش تحقیق حاضر الگوبرداری از تحقیق کایماز، کنت و موخرجی با عنوان «بررسی انگیزه‌های خریداران و نحوه ارزش‌گذاری شرکت‌های هدف» است که پرسشنامه مورد استفاده در این تحقیق با استفاده از پرسشنامه تحقیق فوق ولی با اعمال تغییراتی در جهت بومی‌سازی پرسشنامه تهیه شده است؛ همچنین جهت بالابردن اعتبار ابزار تحقیق علاوه بر دریافت نظرات خبرگان امر، پرسشنامه در مقیاس محدود (۱۰ پرسشنامه) بین مدیران شرکت‌های سرمایه‌گذاری و کارگزاری توزیع و با توجه به بازخورد پاسخ‌دهندگان اصلاح و بهبود یافته است. پرسشنامه تحقیق جهت پوشش ابعاد مختلف موضوعی تحقیق در چهار بخش به شرح زیر تدوین شده است:

بخش اول: بررسی انگیزه شرکت‌های خریدار از فرایند خرید و ادغام

این بخش که در برگرنده سوال ۱ تا ۸ پرسشنامه است علاوه بر شناسایی حجم ریالی و تعداد شرکت‌های خریداری‌شده توسط پاسخ‌دهندگان انگیزه آنها را از انجام عمل خرید و ادغام با تمرکز بر انگیزه ایجاد هم‌افزایی و متنوع‌سازی که از لحاظ نظری دارای پشتوانه معتبرتری هستند؛ مورد بررسی قرار داده است.

بخش دوم: شناسایی مدل مورد استفاده برای ارزش‌گذاری شرکت‌های هدف

یکی از مهم‌ترین مباحث حوزه خرید و ادغام و موفقیت یا شکست آن نحوه ارزش‌گذاری شرکت‌های هدف است. در این بخش از پرسشنامه با استفاده از ۳ سوال نیمه باز (سوالات ۹ تا ۱۱) مدل‌های مالی ارزش‌گذاری مورد استفاده برای فرایند خرید و ادغام و نحوه محاسبه نرخ تنزیل مورد پرسش و بررسی قرار گرفته است.

بخش سوم: شناسایی انگیزه‌های واگذاری شرکت‌های تابعه

بررسی مبانی نظری حکایت از آن دارد که اغلب شرکت‌ها با گذشت چند سال از فرایند خرید و ادغام اقدام به واگذاری یا استقلال مدیریت شرکت‌های قبلا خریداری‌شده از راه‌های مختلف می‌نمایند؛ بنابراین در این قسمت از پرسشنامه سوالات نیمه باز ۱۲ تا ۱۴ انگیزه‌های واگذاری و نحوه واگذاری از سوی شرکت‌های مادر مورد بررسی قرار گرفته است.

بخش چهارم: بررسی دیدگاه‌های پاسخ‌دهندگان در خصوص مبانی پایه‌ای خرید و ادغام

یکی از مباحث عمده در مبانی نظری فرایند خرید و ادغام بحث صرف قیمت پرداخت‌شده در خریدهای مدیریتی نسبت به خریدهای عادی و تاثیرپذیری آن از نحوه خرید و ادغام است. در این قسمت با استفاده از طیف لیکرت سوالات ۱۵ تا ۲۰ دیدگاه پاسخ‌دهندگان را درخصوص صرف قیمت پرداختی بابت خرید و ادغام، منافع خرید و ادغام و ... مورد ارزیابی و بررسی قرار می‌گیرد.

همان‌گونه که در ابتدای مقاله و تحت تعریف عملیاتی واژه‌ها بیان شد منظور از خرید و ادغام در این تحقیق عبارت است از خرید حداقل تعدادی از سهام شرکت هدف که قدرت تعیین حداقل یک عضو از اعضای هیات‌مدیره را به خریدار اعطا کند. تعریف فوق در بازار سرمایه ایران مترادف است با خرید سهام مدیریتی؛ بنابراین جامعه آماری تحقیق حاضر عبارت است از هرگونه خرید سهام مدیریتی بین سال‌های ۱۳۷۸ لغایت ۱۳۸۴. از آنجاکه بر خلاف اغلب بورس‌های پیشرفته دنیا در بازار سرمایه ایران لیست خریدهای منجر به خرید و ادغام منتشر نمی‌شود، جهت شناسایی جامعه آماری کلیه معاملات بلوکی در فاصله سال‌های ۱۳۷۸ تا ۱۳۸۴ از طریق شرکت خدمات بورس استخراج و جهت شناسایی معاملاتی با قدرت تعیین حداقل یک عضو هیات‌مدیره بررسی شد. نتیجه بررسی شناسایی ۶۸۴ معامله بالای ۵ کل سهام شرکت هدف بوده است. از آنجاکه خرید ۵ سهام یک شرکت، مشمول تعریف خرید و ادغام نیست و قسمت عمده معاملات نیز توسط اشخاص حقیقی یا شرکت‌های غیر بورسی صورت پذیرفته بود و دسترسی به اطلاعات خریداران مقدور نیست؛ لذا نمونه آماری تحقیق حاضر به صورت «شرکت‌های بورسی خریدار سهام مدیریتی یا خرید و ادغام در فاصله سال‌های ۱۳۷۸ تا ۱۳۸۴» تعریف شده و ۱۰۹ معامله منطبق با تعریف خرید و ادغام از سوی ۴۰ خریدار شناسایی شد؛ بنابراین نمونه موردبررسی این تحقیق ۴۰ شرکت بورسی خریدار شرکت‌های دیگر با ویژگی خرید و ادغام بوده و از آنجاکه هدف تحقیق بررسی انگیزه‌های خرید و ادغام بود؛ پرسشنامه بین مدیران ارشد تصمیم‌گیرنده در این حوزه (مدیرعامل و بالاترین مقام مالی شرکت خریدار) توزیع شد.

#### ۴. تحلیل داده‌ها و یافته‌های پژوهش

داده‌های تحقیق حاضر از طریق ابزار پرسشنامه و با استفاده از مراجعه حضوری محقق به بعضی از شرکت‌های نمونه و یا ارسال پرسشنامه از طریق فاکس و پست الکترونیکی و تشریح آن از طریق مکالمه تلفنی به برخی دیگر گردآوری شده است. با توجه به حجم ۴۰تایی شرکت‌های خریدار و هدف پژوهشگران مبنی بر بررسی انگیزه‌های خریداران از مدیران ارشد تصمیم‌گیرنده در این حوزه (مدیرعامل و بالاترین مقام مالی) باید ۸۰ پرسشنامه مورد تحلیل قرار می‌گرفت که به علت برخی محدودیت‌ها (از قبیل قرارگرفتن دفتر مرکزی شرکت خریدار در شهرستان و عدم دسترسی به آن و ...) حدود ۷۲ پرسشنامه از طرق مختلف در اختیار اعضای نمونه قرار گرفت. از ۷۲ پرسشنامه توزیع‌شده تنها ۳۷ پرسشنامه به علت برخی محدودیت‌ها (عدم پاسخگویی برخی از اعضای نمونه یا پاسخ واحد مدیرعامل و بالاترین مقام مالی و ...) قابلیت تحلیل داشته است که نتایج آن به دلیل عدم پاسخگویی اغلب پاسخ‌دهندگان به دو سوال اول مبنی بر تعداد و ارزش شرکت‌های خریداری‌شده در محدوده زمانی سال‌های ۱۳۷۸ تا ۱۳۸۴؛

در ۵ حوزه: انگیزه‌های خرید و ادغام، روش‌های واگذاری و انگیزه آن، متنوع‌سازی و رابطه آن با ارزش شرکت، روش‌های ارزش‌گذاری و نظرات شخصی پاسخ‌دهندگان در خصوص مبانی پایه‌ای خرید و ادغام مورد بررسی قرار می‌گیرد:

**انگیزه‌های خرید و ادغام.** انگیزه‌های خرید از دید خریداران با سوال ۳ پرسشنامه مورد بررسی قرار گرفته بود. ۵ انگیزه مهم برای خرید و ادغام استخراج‌شده از مبانی نظری و یک گزینه با عنوان سایر انگیزه‌ها برای سنجش دیدگاه‌های پاسخ‌دهندگان طراحی شده بود که نتایج تحقیق در این خصوص به شرح جدول ۱ است:

جدول ۱. انگیزه‌های مهم برای خرید و ادغام

انگیزه	تعداد	درصد
۱- قیمت پایین‌تر شرکت خریداری‌شده در مقایسه با ارزش جایگزینی دارایی‌های شرکت	۱۶	۴۲
۲- استفاده از نقدینگی مازاد شرکت خریداری‌شده	۰	۰
۳- تنوع‌بخشی به حوزه‌های فعالیت شرکت	۱۲	۳۳
۴- به‌دست‌آوردن مزیت هم‌افزایی (سینرژی)	۹	۲۴
۵- کسب سود از محل انحلال شرکت خریداری‌شده	۰	۰
۶- سایر	۰	۰
جمع کل	۳۷	۱۰۰

همان‌گونه که ملاحظه می‌شود موارد مورد توجه در بازارهای کارای دنیا یعنی ایجاد هم‌افزایی و متنوع‌سازی در کانون توجه خریداران بوده است؛ ولی برخلاف سایر تحقیقات خارجی انگیزه خرید شرکت‌هایی با ارزش کمتر از ارزش ذاتی در اولویت بالاتری از دو انگیزه ذکرشده قرار گرفته است که شاید ناشی از عدم کارایی بازار سرمایه ایران باشد.

در این بخش به دلیل پشتوانه نظری بالای انگیزه ایجاد هم‌افزایی طبق یافته‌های تحقیقات قبلی خارجی این انگیزه جداگانه مورد بررسی قرار گرفته است که مطابق سوال دو گزینه‌ای (سوال هفت پرسشنامه) ابتدا انگیزه پاسخ‌دهندگان از فرایند خرید و ادغام در خصوص تطابق انگیزه آنها با انگیزه هم‌افزایی بررسی شده و در صورت تطابق با سوال جداگانه‌ای (سوال هشت) دلایل ایجاد هم‌افزایی از دید پاسخ‌دهندگان مورد سنجش واقع شده است.

جدول ۲. عوامل ایجاد هم‌افزایی

درصد	تعداد	عامل ایجاد هم‌افزایی
۱۸	۴	صرفه‌جویی عملیاتی (ناشی از صرفه‌جویی در مقیاس)
۴۱	۹	صرفه‌جویی مالی (ناشی از هزینه تامین سرمایه پایین‌تر)
۰	۰	کارایی متمایز (مدیران شرکت‌های خریداری شده کارا تر عمل می‌کنند)
۴۱	۹	افزایش قدرت بازاری (کاهش شدت رقابت)
		سایر
۱۰۰	۲۲	جمع کل

همان‌گونه که جدول ۲ نیز نشان می‌دهد ۲۲ نفر از پاسخ‌دهندگان (۶۰ درصد) ایجاد هم‌افزایی را عامل موثر بر فرایند خرید و ادغام دانسته و مهمترین عوامل ایجادکننده هم‌افزایی را افزایش قدرت بازاری، صرفه‌جویی مالی و صرفه‌جویی عملیاتی دانسته‌اند.

**روش‌ها و انگیزه‌های واگذاری.** سوال ۱۲ پرسشنامه نشان‌دهنده اقدام یا عدم اقدام پاسخ‌دهنده به فعالیت واگذاری است که نتیجه تحقیق نشانگر واگذاری واحدهای تابعه از سوی ۱۹ پاسخ‌دهنده (۵۱ درصد حجم نمونه) بوده است. سوال ۱۳ نحوه واگذاری را مورد بررسی قرار داده است که جدول ۳ بیانگر نتیجه این بخش است:

جدول ۳. روش‌های واگذاری

درصد	تعداد	نحوه واگذاری
۸۴	۱۶	فروش (تبدیل به نقد کردن) یکباره شرکت تابعه
۰	۰	فروش یک واحد تابعه به مدیران و کارکنان آن
۰	۰	فروش شرکت تابعه به سهامداران شرکت
۱۶	۳	سایر
۱۰۰	۱۹	جمع کل

همچنین در این بخش انگیزه واگذاری با استفاده از سوال ۱۴ مورد پرسش واقع شده است که نتیجه آن مطابق جدول ۴ است:

جدول ۴. اهداف مورد انتظار از واگذاری

درصد	تعداد	هدف واگذاری
۲۱	۴	افزایش تمرکز شرکت مادر بر فعالیت‌های خاص واگذاری واحدهایی که عملکرد ضعیفی داشته‌اند
۶۳	۱۲	افزایش کارایی مدیریتی
۱۶	۳	تامین سرمایه ارزان‌تر در مقایسه با هزینه منابع مالی خارج از شرکت
۰	۰	تجدید ساختار مالی شرکت
۰	۰	ایجاد انگیزه بهبود عملکرد مدیران واحدهایی که قرار است مستقل شوند
۰	۰	سایر
۱۰۰	۱۹	جمع کل

**متنوع‌سازی و رابطه آن با ارزش شرکت.** تحقیقات متعددی با تمرکز بر ادغام‌های با انگیزه متنوع‌سازی صورت پذیرفته و نتایج متناقضی از بعد خلق ارزش یا افت ارزش حاصل شده است. سوال ۴ پرسشنامه تحقیق دیدگاه پاسخ‌دهندگان را درخصوص تاثیر متنوع‌سازی بر ارزش شرکت بررسی کرده است. سوال ۵ پرسشنامه نظر موافقان خلق ارزش متنوع‌سازی را که ۳۱ نفر (۸۴ درصد نمونه) پاسخ‌دهندگان بوده است را مطابق جدول ۵ ارزیابی نموده است.

جدول ۵. دلایل خلق ارزش متنوع‌سازی

درصد	تعداد	دلایل
۰	۰	با استفاده از منابع مالی داخلی شرکت نیاز به منابع سرمایه بیرون از شرکت کاهش می‌یابد
۳۹	۱۲	شرکت در دوره‌های تولید فصلی کسب مزیت می‌نماید
۶۱	۱۹	نتایج ناگوار رکودهای اقتصادی را کاهش می‌دهد
۰	۰	سایر
۱۰۰	۳۱	جمع کل

سوال شش پرسشنامه نیز نظر مخالفان خلق ارزش توسط متنوع‌سازی را مطابق جدول ۶ بیان می‌دارد:

جدول ۶. دلایل عدم خلق ارزش از طریق متنوع‌سازی

درصد	تعداد	دلایل
۳۳	۲	از آنجاکه سهامداران خود قادر به متنوع‌سازی هستند، نیازی به متنوع‌سازی توسط شرکت نیست.
۰	۰	تنوع‌سازی موجب کاهش تمرکز شرکت مادر می‌شود.
۱۷	۱	شرکت باید در کسب‌وکاری بماند که در آن بهترین عملکرد را دارد.
۵۰	۳	سایر
۱۰۰	۶	جمع کل

روش‌های ارزش‌گذاری شرکت‌های هدف. یکی از مهم‌ترین و موثرترین عوامل در فرایند خرید و ادغام ارزش‌گذاری شرکت‌های هدف است. سوال ۹ پرسشنامه مدل‌های ارزش‌گذاری شرکت‌های هدف در ایران را مطابق جدول ۷ نشان می‌دهد.

جدول ۷. مدل‌های ارزش‌گذاری شرکت‌های هدف در ایران

درصد	تعداد	مدل مورد استفاده برای ارزش‌گذاری شرکت‌های هدف
۴۹	۱۸	مدل ضریب $\left( V = \frac{P}{e} (eps) \right) \frac{P}{e}$
۵۱	۱۹	مدل تنزیل جریان‌ات نقدی آتی (DCF)
.	.	ترکیبی از مدل تنزیل جریان‌ات نقدی آتی و مدل ....
.	.	تحلیل چند جانبه بازار (market multiple analysis)
.	.	سایر
۱۰۰	۳۷	جمع کل

به دلیل استفاده گسترده مدل تنزیل جریان‌ات نقدی در دنیا جهت ارزش‌گذاری شرکت‌های هدف و اهمیت نرخ تنزیل در این مدل سوال ۱۰ پرسشنامه حاضر به صورت جداگانه اقدام به بررسی نحوه استخراج نرخ تنزیل در این مدل می‌شود که نتایج آن به شرح جدول ۸ است.

جدول ۸. نحوه محاسبه نرخ تنزیل در مدل تنزیل جریان‌ات نقدی

درصد	تعداد	نحوه محاسبه
۴۵	۱۰	میانگین موزون هزینه سرمایه شرکت مادر
۱۴	۳	میانگین موزون هزینه سرمایه شرکت خریداری‌شده
.	.	هزینه تامین سرمایه از محل حقوق صاحبان سهام شرکت مادر
۴۱	۹	هزینه تامین سرمایه از محل حقوق صاحبان سهام شرکت خریداری‌شده
.	.	سایر
۱۰۰	۲۲	جمع کل

خرید شرکت‌های غیر بورسی بر خلاف شرکت‌های فعال در بورس به خاطر عدم شفافیت و محک قیمتی در فرایند ارزش‌گذاری می‌تواند مشکل‌ساز باشند.

سوال ۱۱ پرسشنامه تحقیق حاضر نحوه ارزش‌گذاری شرکت‌های سهامی خاص را به هنگام خرید از سوی خریداران به شرح جدول ۹ نشان می‌دهد.

جدول ۹. نحوه ارزش‌گذاری شرکت هدف در صورت خرید شرکت سهامی خاص

درصد	تعداد	نحوه ارزش‌گذاری
۱۰	۳	تا کنون اقدام به خرید شرکت غیر بورسی ننموده‌ایم
۶	۱۹	ارزش جایگزینی دارایی‌ها
۰	۰	با استفاده از مدل $P/e$
۰	۰	مدل تنزیل جریان‌های نقدی آتی
۲۹	۹	سایر
۱۰۰	۳۱	جمع کل

بررسی نظرات پاسخ‌دهندگان در خصوص مبانی پایه‌ای خرید و ادغام. همان‌گونه که در بیان شد، سوالات ۱۵-۲۰ پرسشنامه نظرات شخصی پاسخ‌دهندگان را در خصوص مبانی پایه‌ای خرید و ادغام جويا شده بود که جواب‌های دریافت‌شده در قالب طیف لیکرت از بسیار مخالفم (۲-) تا بسیار موافقم (۲+) با استفاده از مدل دوجمله‌ای تحلیل و نتایج آن به شرح جدول ۱۰ است.

جدول ۱۰. نظرات پاسخ‌دهندگان در خصوص مبانی پایه‌ای خرید و ادغام

فرضیه‌ها	شرح	طبقه	تعداد	احتمال مشاهده شده	احتمال آزمون	سطح معنی‌داری	تصمیم‌گیری
سوال ۱۵	مخالف	$\leq ۰$	۷	۰/۲	۰/۶	۰	موافق پرداخت صرف قیمت برای خرید و ادغام
	موافق	$> ۰$	۳۰	۰/۸			
سوال ۱۶	مخالف	$\leq ۰$	۳۱	۰/۸	۰/۶	۰/۰۰۲	مخالف پرداخت صرف قیمت برای خرید و ادغام به خاطر صرفه جویی مالیاتی
	موافق	$> ۰$	۶	۰/۲			
سوال ۱۷	مخالف	$\leq ۰$	۱۰	۰/۳	۰/۶	۰	موافق پرداخت صرف قیمت بیشتر برای خرید و ادغام قهری
	موافق	$> ۰$	۲۷	۰/۷			
سوال ۱۸	مخالف	$\leq ۰$	۷	۰/۲	۰/۶	۰	موافق پرداخت صرف قیمت بیشتر برای خرید و ادغام شرکت فعال در صنعت شرکت خریدار
	موافق	$> ۰$	۳۰	۰/۸			
سوال ۱۹	مخالف	$\leq ۰$	۳۴	۰/۹	۰/۶	۰	مخالفت با ایده انتفاع بیشتر سهامداران شرکت هدف از سهامداران شرکت خریدار
	موافق	$> ۰$	۳	۰/۱			
سوال ۲۰	مخالف	$\leq ۰$	۲۵	۰/۷	۰/۶	۰/۲۳۲	مخالفت با ایده کاهش ثروت طلبکاران شرکت خریدار در مقابل افزایش سهامداران شرکت خریدار
	موافق	$> ۰$	۱۲	۰/۳			
	مخالف	$\leq ۰$	۳۷	۱			

### ۵. بحث و نتیجه‌گیری

فعالیت خرید و ادغام یک فعالیت متداول و مهم در هر صنعت و اقتصادی است و اغلب تصمیمات آن به علت بار تصمیماتی و نتایج مهم آن توسط مدیران ارشد اتخاذ شده است و جزء استراتژی‌های سطح شرکت به حساب می‌آید. پژوهش حاضر ضمن درک اهمیت فراوان موضوع با استفاده از انواع ابزار به بررسی کامل مبانی نظری پژوهش پرداخته و موارد مستخرج از مبانی نظری را به صورت عملی آزمون نموده است. نتیجه جالب توجه در خصوص این تحقیق هم‌خوانی نتایج تحقیق با نتایج تحقیقات بازارهای سرمایه پیشرفته ولی با کمی تفاوت است که به نظر متاثر از عدم کارایی بازار سرمایه ایران باشد.





## منابع

1. Arefi, Asghar (2006). Investigating the performance of Companies Acquisition in Iran" Doctoral dissertation of Shahid Beheshti University.
2. Eccles, Robert G., Kersten L. Lanes, and Thomas C. Wilson, (1999). Are You Paying Too Much for That Acquisition?, *Harvard Business Review* 77, 4: 136-146.
3. Fatollahi, Foad (2006). Investigating the Process of Purchasing and Merging in Iran, Thesis of Master of Financial Management of Shahid Beheshti University.
4. Goold, Michael and Andrew Campbell, (1998). Desperately Seeking Synergy, *Harvard Business Review* 76, 5: 130-143.
5. Grinblatt, Mark and Sheridan Titman, (2002). Financial Markets and Corporate Strategy.
6. Kaplan, Stephen N. and Michael S. Weisbach, (1992). The Success of Acquisitions: Evidence from Divestitures, *Journal of Finance*, 47(1): 107-138.
7. Tarun K. Mukherjee, Halil Kiymsz, and H. Kenet Baker (2004). Merger motives and target valuation: a survey of evidence from CFOs, *Journal of Applied Finance*. 14: 7-25.
8. Trautwein, Friedrich, (1990). Merger Motives and Merger Prescriptions, *Strategic Management Journal*, 11(4): 283-295.

