

رتبه بندی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران قبل و بعد از انجام تصاحب با استفاده از معیارهای مالی

علی دارابی

کارشناسی ارشد حسابداری، واحد تهران مرکز، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران. (نویسنده مسئول).
alidarabi1981@gmail.com

دکتر فاطمه دادبه

دکتری مدیریت مالی، واحد علوم تحقیقات، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران.
f.dadbeh65@gmail.com

شماره ۳۸ بهار ۱۴۰۰ (جلد اول) / صص ۶۶-۸۷
چشم انداز حسابداری و مدیریت (دوره چهارم)

چکیده

امروزه رقابت جهانی به حدی افزایش یافته است که تکیه بر کارایی درونی و نکات قوت بنگاه به تنهایی موجب دوام و رشد آن نمی شود. شرکت ها با استفاده از ابزارهای ترکیب از جنبه های مشترک قابل بهره برداری یکدیگر، استفاده می کنند. علم اقتصاد پویایی ابزارهای ترکیب منابع و انجام معاملات خرید و تصاحب شرکت ها را مفید می داند. در واقع یکی از استراتژی های شرکت ها، استراتژی ادغام و تصاحب آن ها است. مهم ترین دلایل اتخاذ استراتژی مذکور کسب هم افزایی، افزایش ثروت صاحبان سهام، صرفه جویی های مقیاس و محیطی، افزایش سهم بازار، افزایش توان تحقیق و توسعه، رشد شرکت و کاهش ریسک در راستای تحقق مهم ترین هدف شرکت ها مبنی بر خلق ارزش و افزایش ثروت صاحبان سهام است. این پژوهش به دنبال ارزیابی عملکرد مالی و رتبه بندی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران قبل و بعد از تصاحب از ابتدای سال ۱۳۹۰ تا پایان سال ۱۳۹۸ است. این پژوهش از نظر هدف کاربردی و از نظر شیوه جمع آوری داده ها پس رویدادی می باشد. متغیرهای مورد بررسی در این پژوهش عبارتند از: بازده مجموع دارایی ها، بازده حقوق صاحبان سهام از اهمیت بالاتر و وزن بیشتری برخوردار است و شاخص بازده جریان نقدی سرمایه گذاری دارای کمترین وزن می باشد. سپس به رتبه بندی ۱۰ شرکت از صنایع فرآورده های نفتی، دارویی و سیمان پرداخته شده است. رتبه بندی انجام شده نشان می دهد که رتبه شرکت ها قبل و بعد از انجام تصاحب متفاوت بوده و دو تکنیک TOPSIS و SAW نیز نتایج متفاوتی را ارائه می دهند.

واژه های کلیدی: تصاحب، حقوق صاحبان سهام، ارزش افزوده اقتصادی، سود هر سهم.

مقدمه

امروزه به دلیل گسترش فعالیت های اقتصادی، توسعه بازارهای مالی و رونق سرمایه گذاری در بازارهای سرمایه به خصوص بورس اوراق بهادار توسط اشخاص حقیقی و حقوقی، مهم ترین ابزار جهت اتخاذ تصمیمات درست و کسب منفعت مورد انتظار و استفاده بهینه و مطلوب از امکانات مالی، دسترسی به اطلاعات درست و به موقع و تحلیل دقیق و واقع بینانه آن می باشد.

بورس اوراق بهادار امکانات مالی جامعه را برای تحقق اهداف توسعه اقتصادی سوق می دهد. لذا تشویق عموم به خرید سهام شرکت ها و انجام سرمایه گذاری مناسب مستلزم ارائه اطلاعات شفاف و درست راجع به شرکت ها، جهت ارزیابی وضعیت مالی آنها به خصوص وضعیت نقدینگی، ارزیابی جریانهای نقدی آتی و کیفیت سود می باشد. چرا که بقا هر شرکتی در گرو وجود جریانهای نقدی آتی مناسب و دسترسی به وجوه نقد کافی جهت تحقق اهداف رشد و توسعه است. از طرفی وجود بورس یکی از علائم توسعه اقتصادی است و فعال بودن آن موجب سهولت تامین مالی شرکت ها، هدایت سرمایه های کوچک سرمایه داران در مسیر تولید و جلوگیری از راکد ماندن احتمالی سرمایه های کوچک و کسب درآمد برای عموم و سایر مزایای مربوط به بازار بورس خواهد بود. از جمله دلایلی که باعث گرایش مردم به سرمایه گذاری می گردد افزایش ثروت می باشد که یکی از راه های این افزایش، کسب بازده مناسب از محل سرمایه گذاری قبلی است (زادمهر، ۱۳۹۲).

یکی از استراتژی های سطح شرکت، استراتژیک تصاحب و ادغام شرکت ها است که از سال ۱۹۹۰ شدت بیشتری یافته است. این استراتژی به منظور خلق ارزش و افزایش ثروت صاحبان سهام اتخاذ می گردد. انگیزه ها و دلایل متعددی، مدیران عالی شرکت ها را به اتخاذ استراتژی مذکور تشویق می نماید که مهم ترین آن ها کسب هم افزایی است. امروزه رقابت جهانی به حدی افزایش یافته است که تکیه بر کارایی درونی و نقاط قوت بنگاه، به تنهایی موجب دوام و رشد آن نمی شود. شرکت ها با استفاده از ابزارهای ترکیب از جنبه های مشترک قابل بهره برداری یکدیگر، استفاده می کنند. شرکت ها با هم افزایی گروهی در مقابل تهدیدهای محیط رقابتی، ایستادگی می کنند. زیرا این امر، نشانگر جریان آزاد سرمایه است که به صورت کارا و با بهره وری بالا در سرمایه گذاری های توجیه پذیر تخصیص می یابد.

بیان مساله

امروزه رقابت جهانی به حدی افزایش یافته است که تکیه بر کارایی درونی و نکات قوت بنگاه به تنهایی موجب دوام و رشد آن نمی شود. شرکت ها با استفاده از ابزارهای ترکیب از جنبه های مشترک قابل بهره برداری یکدیگر، استفاده می کنند. شرکت ها با هم افزایی گروهی در مقابل تهدیدهای محیط رقابتی ایستادگی می کنند. علم اقتصاد پویایی ابزارهای ترکیب منابع و انجام معاملات خرید و تصاحب و ادغام شرکت ها را مفید می داند. زیرا این امر، نشان گر جریان آزاد سرمایه است که به صورت کارا و با بهره وری بالا در سرمایه گذاری های توجیه پذیر تخصیص می یابد (زو و شوین، ۲۰۱۳). در واقع یکی از استراتژی های شرکت ها، استراتژی تصاحب آن هاست. مهم ترین دلایل اتخاذ استراتژی مذکور کسب هم افزایی، افزایش ثروت صاحبان سهام، صرفه جویی های مقیاس و محیطی، افزایش سهم بازار، افزایش توان تحقیق و توسعه، رشد شرکت و کاهش ریسک در راستای تحقق مهم ترین هدف شرکتهای مبنی بر خلق ارزش و افزایش ثروت صاحبان سهام است. در مقابل طرفداران تصاحب و ادغام شرکت ها، در دیدگاه دیگری، معاملات مذکور را عامل نابودی ثروت صاحبان سهام شرکت خریدار می دانند. مدیران شرکت های تصاحب کننده، تصاحب شرکت ها را برای کسب رشد، دستیابی به بازارهای جدید، ورود به عرصه کسب و کار جهانی، افزایش سودآوری، و ایجاد ارزش افزوده اقتصادی می دانند (تامپسون و استیریکلند، ۲۰۱۰).

مخالفان مبنی بر تاثیر منفی تصاحب شرکت ها اعتقاد دارند که رشد از طریق توسعه داخلی (راه اندازی پروژه های جدید و شرکت های تازه تاسیس) مطلوبیت بیشتری نسبت به خرید شرکت های در حال فعالیت دارد و با توجه به پژوهش های صورت گرفته ادعا می کنند که اغلب تصاحب و ادغام شرکت ها پس از تصاحب از نظر شاخص های مالی با کاهش عملکرد مواجه شده اند. ادغام زمانی رخ می دهد که سازمانی در سازمان دیگر ترکیب شده و در برگیرنده دو یا چند شخصیت حقوقی با

اندازه کم و بیش مشابه است که برای مشارکت در شرکتی جدید ترکیب می شوند. در معاملات ادغام، معمولاً پول نقد مبادله نمی شود. خرید و تصاحب سهام به وسیله اعلان عمومی بیان می شود و بیان کننده این است که یک شرکت، مالیکت اکثریت شرکت دیگر را خریداری و مدیریت کنترلی آن را به دست می آورد. در بسیاری از ادغام هایی که در سال های اخیر صورت گرفته، شرکت خریدار بیشتر بر دارایی های شرکت خریداری شده توجه کرده است تا درآمد سهام آن شرکت ها (روس، وسترفیلد و جردن، ۲۰۱۲).

در سال های اخیر بیشتر ادغام های انجام شده از طریق پرداخت وجه نقد صورت گرفته است که غالباً این وجه نقد از طریق وام گرفتن تامین شده است. در حالیکه در ادغام های پیشین از طریق استفاده از اوراق بهادار شرکت خریدار صورت می گرفته است. در نهایت اینکه در سال های اخیر بیشتر ادغام های صورت گرفته از نوع ادغام های غیر دوستانه بوده است که این نوع ادغام بلیعه شدن نام گرفته است (آلتاباش و مارکیوز، ۲۰۱۴). از طرفی نقش بورس اوراق بهادار امروزه از چنان اهمیتی برخوردار گردیده که گفته می شود توسعه یک کشور با رونق بورس اوراق بهادار و تعداد سهامداران آن رابطه مستقیم دارد (زادمهر، ۱۳۹۲). نسبت های مالی یکی از ابزارهای سنجش میزان عملکرد شرکت ها می باشند و با استفاده از این ابزار می توان به عملکرد شرکت ها پی برد و مبنایی برای مقایسه آنها با یکدیگر فراهم کرد. این پژوهش به دنبال بررسی تاثیر تصاحب بر عملکرد شرکت ها از طریق نسبت های مالی و در نهایت به دنبال رتبه بندی شرکت های مورد مطالعه با استفاده از تکنیک تصمیم گیری چند معیاره AHP فازی است.

اهمیت پژوهش

در مدیریت استراتژیک، سطوح استراتژی در سه سطح واحد تجاری، شرکت و عملیات مد نظر قرار می گیرند. یکی از استراتژی های مربوط به سطح شرکت استراتژی ادغام و تصاحب شرکت هاست که جهت گیری این استراتژی از نوع توسعه انبساطی است. عمل تصاحب و ادغام شرکت به منظور خلق ارزش و افزایش ثروت سهامداران شرکت تحصیل کننده (خریدار) صورت می گیرد (تامسون و دیگران، ۱۹۹۹). در استراتژی تصاحب یک شرکت با خرید درصدی از مالیکت شرکت دیگر، کنترل موثر آن را عهده دار می شود. تصاحب یک شرکت به وسیله شرکت دیگر یک نوع سرمایه گذاری در وضعیت نااطمینانی و مبتنی بر اصول اساسی ارزش گذاری است. یک شرکت زمانی شرکت دیگر را تصاحب می کند که ارزش فعلی خالص مثبت برای صاحبان سهام شرکت خریدار ایجاد کند (راس و دیگران، ۱۹۹۷). در قانون تجارت ایران مصوب ۱۳۴۷ الزاماتی که صراحت بر انجام معامله بر مبنای تصاحب و ادغام داشته باشد، وجود ندارد. در یکی از موارد تصویب شده قانون فوق، می توان از خرید سهم شرکت به عنوان انجام معامله بر مبنای خرید و تصاحب برداشت و تفسیر نمود. البته در اصلاحیه سال ۱۳۸۴ (لایحه تجارت) مواردی مبنی بر انجام معامله خرید و تصاحب و ادغام وجود دارد (عارفی، ۱۳۸۵). هم افزایی از مهم ترین دلایل و انگیزه هایی است که مدیران عالی شرکت ها را ترغیب و تشویق می کند تا با تصاحب شرکت ها به آن دست پیدا کنند (عارفی، ۱۳۸۵). تحقیقات تصاحب شرکت ها، دارای چهار رویکرد مطالعه رفتار قیمتی سهام؛ مطالعه صورت های مالی؛ افکار سنجی مدیران و مطالعه موردی است. در رویکرد مطالعه صورت های مالی، تغییرات صورت های مالی خریدار را در قبل و بعد از انجام تصاحب مورد بررسی قرار می دهد. تمرکز این رویکرد بر متغیرهایی از قبیل جریان نقدی عملیاتی، بازدهی حقوق صاحبان سهام، بازدهی دارایی ها، میزان اهرم مالی و قدرت نقدینگی شرکت های خریدار و هدف است. مهم ترین سوال محقق در رویکرد مذکور، بررسی عملکرد حسابداری شرکت های خریدار و هدف از انجام تصاحب است. در این تحقیق برای

بررسی عملکرد مالی شرکت، از رویکرد صورت های مالی استفاده شده است. به دلیل اهمیت موضوع مورد بحث در بازار سرمایه ایران محقق بر آن شد تا به بررسی اثر تصاحب شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بر عملکرد آنها بپردازد و از این جهت حائز نوآوری می باشد. از طرفی در سال های اخیر علی رغم استفاده روز افزون از استراتژی تصاحب و ادغام شرکت ها، اتفاق آرا در خصوص اثرات استراتژی مذکور بر شرکت های خریدار و هدف وجود ندارد. اما همیشه بررسی این تاثیرات چندان آسان نمی باشد. لذا نتایج این تحقیق می تواند راه کارهای کاربردی برای توسعه تصاحب شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در جهت بهبود عملکرد آنها ارائه دهد و همچنین راه های عملی در این حوزه را در اختیار مدیران شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران قرار دهد و در نهایت باعث می شود تا به آن اهداف از پیش تعیین شده دست یابند.

هدف پژوهش

هدف اصلی این پژوهش عبارت است از:

رتبه بندی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران قبل و بعد از انجام تصاحب.

اهداف فرعی این پژوهش عبارتند از:

تعیین نسبت ها و متغیرهای مالی موثر در ارزیابی عملکرد و رتبه بندی شرکت های تصاحب شده.

تعیین وزن هر یک از نسبت ها و متغیرهای مالی موثر در ارزیابی عملکرد و رتبه بندی شرکت های تصاحب شده.

تاریخچه، مروری بر پیشینه پژوهش و چارچوب نظری

مفهوم تصاحب

مفهوم کلان تصاحب یک مفهوم غیردقیق است که به انتقال کنترلی شرکت هدف از گروهی از سهامداران به گروه دیگر از سهامداران گفته می شود و شامل تصاحب شرکت ها، جمع آوری رأی برای کسب تایید هیئت مدیره و تبدیل کردن شرکت به شرکت با مالکیت خصوصی می باشد. تصاحب در ابتدا بوسیله مذاکره مدیران دو یا چند شرکت آغاز می گردد. شرکت خواهان تصاحب، جنبه های مختلفی از شرکت های هدف را ارزیابی می کنند. شرایط تصاحب در جلسات برگزار شده در این خصوص مطرح شده و سپس به وسیله سهامداران شرکت ها با اکثریت آرا معمولاً ۳/۲ آرا، (طبق اساسنامه شرکت ها) پذیرفته می شود. پس از این مرحله، تصاحب می تواند پس از طی روند اداری و دولتی لازم انجام شود.

تفاوت ادغام و تصاحب

واژه ادغام و تصاحب اغلب به جای هم استفاده می شوند اما هم معنی نیستند. شرکتی که وارد فعالیت تصاحب می شود، شرکت دومی را می خرد. نوع این خرید می تواند متفاوت باشد. برای مثال شرکت تصاحب کننده می تواند از وجوه نقدی حاصل از کسب و کار خود برای خرید شرکت هدف استفاده کند، می تواند از بدهی برای خرید شرکت هدف استفاده کند، می تواند از سرمایه خود برای خرید شرکت هدف استفاده کند، یا می تواند از ترکیبی از مکانیسم های مختلف برای خرید شرکت هدف استفاده کند. شرکت تصاحب کننده می تواند همه دارایی های شرکت هدف را خریداری کند، می تواند بخش زیادی از این دارایی ها را خریداری کند (بیش از ۵۱ درصد) یا می تواند سهم کنترل کننده این دارایی ها را خریداری کند (به اندازه ای که شرکت تصاحب کننده بتواند همه تصمیمات مدیریتی و استراتژیک را در شرکت هدف اجرا کند).

تصاحب ها از ابعاد مختلف متفاوت هستند. برای مثال تصاحب های دوستانه زمانی رخ می دهند که مدیریت شرکت هدف به دنبال تصاحب شرکت توسط شرکتهای دیگر است. تصاحب های غیردوستانه زمانی رخ می دهند که مدیریت شرکت هدف تمایلی به تصاحب ندارد. برخی تصاحب های غیردوستانه به عنوان تصاحبهای خصمانه مطرح می شوند. برخی تصاحب ها از طریق مذاکرات مستقیم بین مدیران شرکت تصاحب کننده و مدیران شرکت هدف اجرا می شوند. این مساله زمانی متداول است که شرکت هدف سهامی خاص باشد (وقتی سهام خود را در بازار سهام مبادله نکند) یا خصوصی باشد (وقتی سهام زیادی را در بازار سهام عمومی نفروشد). تصاحب های دیگر توسط شرکتهای تصاحب کننده ای ایجاد می شوند که به صورت عمومی اعلام می کنند که به دنبال خرید سهام شرکت هدف بالقوه با قیمت خاص هستند. قیمت اغلب بیشتر از قیمت کنونی بازار سهام شرکت هدف است. تفاوت بین قیمت کنونی بازار سهام شرکت هدف و قیمت تصاحب کننده احتمالی در برابر این سهام، به عنوان صرف تصاحب شناخته می شود. این رویکرد در خرید شرکت، مناقصه نیز نامیده می شود. مناقصات بدون حمایت مدیریت شرکت یا با حمایت آنها انجام می شوند. البته مناقصات با حمایت مدیریت شرکت هدف اغلب دوستانه هستند و مناقصاتی که بدون حمایت مدیریت شرکت هدف اجرا می شوند، اغلب غیر دوستانه محسوب می شوند.

پیشینه پژوهش

سن وو و همکاران (۲۰۲۰) در پژوهشی به بررسی اثر خارجی اطلاعات مالی بر معاملات تملیک پرداختند. آن ها در این پژوهش بررسی کردند که آیا فعالیتهای سرمایه گذاری شرکت ها از طریق اطلاعات مالی شرکت های همتا در تملیک تحت تاثیر قرار می گیرد و این که چگونه تحت تاثیر قرار می گیرد. آن با استفاده از تغییرات در عملکرد تملیک برای اندازه گیری کارایی، به این نتیجه رسیدند که رابطه مثبت بین عملکرد حسابداری بعد از تملیک وجود دارد. آن ها همچنین یافتند که اثر خارجی متفاوت با ویژگی های هر دو مورد تملیک و شرکت های همتا است. اثر قوی تر زمانی است که شرکت های همتا بزرگتر هستند نه کوچکتر و عملکرد حسابداری ضعیف تری نسبت به قبل از تملیک دارند.

ناوین و همکاران (۲۰۲۰) در پژوهشی با عنوان ارزیابی عملکرد مالی بانک های ادغام شده در هند با استفاده از مدل دوپونت به بررسی عملکرد مالی سه بانک قبل و بعد از ادغام بر مبنای معیارهای حاشیه سود خالص، گردش دارایی ها، اهرم مالی، بازده دارایی ها و بازده حقوق صاحبان سهام پرداختند. آن ها برای مشخص کردن این که آیا عملکرد آن ها بعد از ادغام بهبود داشته است یا خیر از آزمون t-test استفاده کردند. مطالعات آن ها نشان داد که هر چند ادغام سبب ایجاد هم افزایی و صرفه اقتصادی می شود، اما شرکت ها نباید انتظار داشته باشند که بهبود فوری در تمام جنبه های شاخص های عملکرد خود داشته باشند.

عشرت رسول و همکاران (۲۰۱۹) در پژوهشی به بررسی تاثیر تملیک بین المللی بر عملکرد مالی و نتایج استراتژیک شرکت های تملیک شده در صنعت دارویی هند پرداختند. تملیک بین المللی و محلی به معنای یکی از راه های رشد سریع و برون رفت از بحران در نظر گرفته می شود. در این پژوهش، بر اساس نسبت های مالی کلیدی، عملکرد مالی قبل و بعد از تملیک شرکت ها با یکدیگر مقایسه شدند تا مشخص شود که آیا تملیک عملکرد آن ها را تحت تاثیر قرار داده است یا خیر. بر اساس نسبت های مالی چند گانه مشخص شد که هیچ بهبودی در سودآوری بعد از تملیک رخ نداده است. انگیزه های اصلی تملیک مانند کاهش هزینه، تقسیم ریسک و سایر موارد مشابه، با نتایج مالی که بیانگر انگیزه های اصلی بیشتر یا کمتر از طریق عوامل داخلی که شرکت های تملیک شده در دستیابی به اهدافشان به صورت ثابت دارند، مقایسه شده است.

گوپتا و همکاران (۲۰۱۷) به بررسی تاثیر تملیک بر عملکرد مالی در شرکت های منتخب در هند پرداختند. در این پژوهش عملکرد مالی سه سال قبل و بعد از تملیک شرکت ها مورد بررسی قرار گرفت. اندازه نمونه این پژوهش شامل هفت صنعت مختلف انتخاب شده تحت تاثیر تملیک در طول سال های ۲۰۰۶ تا ۲۰۱۲ می باشد. با توجه به این که به داده های سه سال قبل و بعد از تملیک در این پژوهش نیاز است لذا داده های سال ۲۰۰۰ تا ۲۰۱۵ نیز جمع آوری گردید. نسبت های مالی مختلف برای ارزیابی سودآوری و وضعیت نقد شوندگی در نظر گرفته شد. نتایج این پژوهش نشان می دهد که هیچ بهبودی در عملکرد مالی شرکت های تملیک شده بعد از تملیک وجود ندارد. سود آوری و شاخص های نقدشوندگی شرکت های نمونه وضعیت بدتری را در پیش گرفته بودند.

لیانگ و زینگ (۲۰۱۵)، تملیک های انجام شده شرکت های پذیرفته شده بورس در سال ۲۰۱۴ چین را مورد بررسی قرار دادند. این تحقیق براساس شاخص ارزش افزوده اقتصادی عملکرد قبل و پس از تملیک شرکت های چینی را بررسی کرده است. پژوهش این دو ارزش افزوده اقتصادی سه سال قبل از تملیک و چهار سال پس از تملیک را بررسی کرده است و براساس عملکرد کوتاه مدت و بلندمدت ارزش افزوده اقتصادی، نتایج تحقیق را ارائه کرده است. نتایج تحقیق نشان می دهد که عملکرد کوتاه مدت شرکت های تملیک شده چینی بهبود یافته و از نظر آماری معنی دار بوده است ولی در بلندمدت عملکرد قابل توجه و معنی دار نبوده است.

کنسی و یووک (۲۰۱۴) برای اولین بار به جای استفاده از معیارهای سودآوری و نرخ بازده حسابداری و یا روند از سهام استفاده کرده زیرا این دو معیار در راستای حداکثر کردن ثروت سهامداران نیستند و بعلاوه معیارهای حسابداری قابل دستکاری هستند، از معیار ارزش افزوده اقتصادی در بررسی عملکرد تملیک استفاده کرده است، این تحقیق عملکرد قبل و بعد از تملیک شرکت های خریدار را با استفاده از معیار ارزش افزوده اقتصادی بررسی نموده و اهداف زیر را پیگیری کرده است:

تأثیر تملیک بر عملکرد شرکت خریدار از طریق مقایسه ارزش افزوده اقتصادی تعدیل شده با صنعت، قبل و پس از تملیک، چگونه بوده است. دو دوره زمانی برای محاسبه ارزش افزوده اقتصادی تعدیل شده با صنعت و پنج سال قبل و بعد از تملیک در نظر گرفته شده است.

- تغییرات قابل ملاحظه در عملکرد شرکت های خریدار براساس خصوصیت معامله از قبیل:

نوع تملیک یا ادغام یا خرید، نحو پرداخت به صورت نقدی یا سهام، میزان تشابه کسب و کار بین شرکت خریدار و هدف چگونه بوده است.

میزان ارتباط بین صرف قیمتی پرداخت شده به شرکت های هدف و عملکرد پس از تملیک شرکت های مذکور چگونه بوده است.

نمونه مورد مطالعه از شرکت های پذیرفته در بورس های نیویورک و آمکس در بازه زمانی ۲۰۰۰ تا ۲۰۱۲ انتخاب شده است. حجم نمونه انتخاب شده است. حجم نمونه انتخاب شده شامل ۵۶ مورد ادغام و ۱۹ مورد تملیک است. روش پرداخت ۴۲ مورد نقدی، ۲۷ مورد سهامی و ۶ مورد ترکیب نقدی و سهامی است. از نظر تشابه کسب و کار ۵۲ مورد از تملیک های انجام شده تشابه بسیار زیاد و ۲۳ مورد دیگر تشابه اندک دارند. شرکت های خریدار از ۳۴ صنعت و شرکت های هدف از ۳۰ صنعت انتخاب شده اند تمامی شرکت های هدف که میزان دارایی آن ها از ۱۰۰ میلیون دلار کمتر بوده است از تحقیق مذکور حذف شده اند.

برای محاسبه متوسط ارزش افزوده اقتصادی از پایگاه اطلاعاتی عملکرد ۱۰۰ شرکت برتر متعلق به شرکت استرن استوارت استفاده شده است. معنی دار بودن نتایج و تفاوت بین میانگین ارزش افزوده اقتصادی پنج سال قبل از تملیک، بدلیل کوچک بودن حجم نمونه، از طریق تست ویلکاکسون در سطح ۵ درصد بررسی شده است.

نتایج تحقیق نشان داده است که شرکت های تملیک کننده پس از خرید کاهش چشمگیری در عملکرد عملیاتی داشته اند. زمانی که ارزش افزوده اقتصادی خام محاسبه شده تفاوت بین دو دوره قبل و بعد از تملیک بسیار زیاد بود، درحالی که این تفاوت پس از محاسبه ارزش افزوده اقتصادی تعدیل شده با صنعت بسیار کوچک تر شد. نتایج نشان داد که کاهش چشمگیر در ارزش افزوده اقتصادی تعدیل نشده با صنعت از اثرات صنعت ناشی می شود و این دیدگاه را تقویت می کند که صنایعی که عملکرد عملیاتی نسبتاً ضعیف دارند بیشتر هدف تملیک و خرید قرار می گیرد.

از طرف دیگر اگر صرف قیمتی پرداخت شده در سرمایه شرکت خریدار لحاظ شده باشد، ارزش افزوده اقتصادی پس از تملیک هیچ گونه بهبودی در عملکرد عملیاتی نشان نمی دهد، به همین دلیل صرف قیمتی پرداخت شده به شرکت هدف از سرمایه شرکت خریدار از دوره پس از تملیک حذف شده تا بتوان عملکرد عملیاتی قبل و پس از تملیک را بدون در نظر گرفتن تأثیر تملیک، با هم مقایسه کرد. با این روش ارزش افزوده اقتصادی خام باز هم کاهش نشان داد، اما ارزش افزوده اقتصادی تعدیل شده کمی افزایش پیدا کرد. نتایج نشان داد که شرکتهای خریدار پس از انجام تملیک متناسب با هم تایان خود در صنعت اندکی بهبود عملکرد را تجربه کرده اند اما این بهبود عملکرد با پرداخت صرف قیمت های بالا به سهامداران شرکتهای هدف از بین رفته و در نتیجه بازده اقتصادی واقعی برای سهامداران شرکت خریدار ایجاد نشده است. به طور کلی یافته ها نشان داد که ارزش خالص فعل تملیک های انجام شده توسط شرکت خریدار مساوی صفر بوده است.

پژوهش مولر و گوگلر (۲۰۱۳) اثرات تملیک شرکت ها، در پانزده سال گذشته دنیا را مورد تجزیه و تحلیل قرار دادند. محققین تلاش می کردند به این سوال پاسخ دهند که آیا تملیک شرکت، نسبت سود قبل از کسر بهره و مالیات به دارایی و میزان فروش را افزایش داده است؟ تحقیق مذکور، میزان تأثیر تملیک شرکت ها بر قدرت بازار و میزان کارایی را مورد بررسی قرار داده است و معیارهای سنجش کارایی و موفقیت یا شکست را افزایش (کاهش) در سودآوری (سود قبل از کسر بهره و مالیات) و میزان فروش (قدرت بازار) تعریف کرده است. داده های تحقیق از صورت های مالی بایگانی شده در پایگاه اطلاعاتی اوراق بهادار مال تامپسون به دست آمده است. براساس اطلاعات جمع آوری شده از کشورهای آمریکا، انگلیس، اروپا، ژاپن، استرالیا، کانادا و سایر کشورها، طی سال های ۲۰۰۰ تا ۲۰۱۲ بالغ بر ۶۹۶۰۵ مورد معامله انجام شده است که اطلاعات کامل ۴۴۶۰۰ معامله در این پایگاه در دسترس است. محققین، معاملات را در سه گروه به صورت تملیک افقی، عمودی و نامرتب دسته بندی کرده اند. ۴۲ درصد از معاملات تملیک افقی، ۴ درصد تملیک عمودی و ۵۴ درصد تملیک نامرتب گزارش شده است. متوسط ارزش معاملات ۲۲۰ میلیون دلار و متوسط اندازه شرکت های هدف ۱۶ درصد اندازه شرکت های خریدار بوده است. بیشترین نوع به صورت افقی، در آمریکا گزارش شده و شرکت های هدف در آمریکا، انگلیس و اروپا سودآوری کمتری نسبت به شرکتهای خریدار داشته اند. شرکت های هدف در کشورهای ژاپن، استرالیا و کانادا سودآوری بالاتری نسبت به شرکت های خریدار داشته اند. نتایج تحقیق مذکور نشان می دهد که سودآوری و کارایی پس از تملیک شرکت های آمریکایی، انگلیسی و اروپایی در سطح اطمینان آماری ۹۰٪ افزایش یافته و میزان فروش و قدرت بازار آنها کاهش یافته است. سودآوری پس از تملیک در شرکت های ژاپنی کاهش یافته ولی فروش پس از تملیک افزایش یافته است نتایج سودآوری و میزان فروش در سایر کشورها همانند نتایج به دست آمده در آمریکا، انگلیس و اروپا بوده است. نتایج این تحقیق نشان می دهد که تملیک در

شرکت های تولیدی، سودآوری کمتری نسبت به شرکت های خدماتی، داشته است. تملیک افقی در شرکت های تولیدی، سودآوری بالاتری داشته است ولی تملیک عمومی در شرکت های خدماتی موفقیت بیشتری داشته است. محققین نتیجه گرفتند که تملیک در شرکت های خدماتی، موفقیت بیشتری نسبت به شرکت های تولیدی داشته و تملیک افقی تأثیر بیشتری بر رشد و میزان فروش نسبت به تملیک نامرتب و عمومی در هر دو بخش خدمات و تولید دارد. معنی دار بودن نتایج تحقیق مذکور با استفاده از آماره t آزمون و بیان شده است.

گوش (۲۰۱۱) عملکرد مالی شرکت های تملیک شده در سال های ۲۰۰۰ تا ۲۰۱۰ آمریکا را مورد بررسی قرار داد. وی وضعیت جریان نقدی عملیاتی و اجزای تشکیل دهنده آن در قبل و پس از تملیک را مورد آزمون قرار داده است. در پژوهش افزایش در جریان نقدی عملیاتی پس از تملیک به عنوان شاخص موفقیت تعریف شده است. جریان نقدی عملیاتی به صورت فروش بهای تمام شده کالای فروش رفته و هزینه های اداری و فروش بعلاوه هزینه های استهلاک و سرقفلی تعریف شده است. حجم نمونه تحقیق مذکور ۳۱۵ شرکت خریدار و هدف است که متغیرهای جریان نقدی عملیاتی، بهای تمام شده کالای فروش رفته و هزینه های عمومی، اداری و فروش در شرکتهای خریدار را مورد بررسی قرار می دهند. این پژوهش، معاملات را براساس تملیک دوستانه یا تهاجمی، تملیک مرتبط دسته بندی کرده است. در پژوهش مذکور ۱۴۷ شرکت نقدی، ۵۷ شرکت سهامی و ۱۱۱ شرکت به صورت ترکیبی از نقد و سهم تأمین مالی شده است.

براساس نتایج پژوهش، نشانه ای دال بر بهبود جریان نقدی عملیاتی پس از تملیک به دست نیامده است. تملیک های سهامی از لحاظ حاشیه جریان نقدی رشد فروش و هزینه های عمومی، اداری و فروش بهبود بیشتری داشته اند. نیروی انسانی در تملیک های سهامی کاهش چشمگیری داشته است و شرکت های تملیک شده عملکرد بالاتری نسبت به متوسط عملکرد صنعت کسب کرده اند. این پژوهش تفاوت بین تملیک نقدی و سهامی را آزمون کرده است و پژوهش مذکور نشان می دهد که جریان نقدی عملیاتی شرکت های خریدار نسبت به متوسط جریان نقدی عملیاتی صنعت بالاتر بوده است.

پژوهش لیماک و راهمن (۲۰۱۰) عملکرد مالی ۹۷ شرکت خریدار و ۱۱۷ شرکت هدف در سال های ۲۰۰۰ تا ۲۰۰۹ در مالزی را مورد بررسی قرار دادند. این پژوهش اثرات تملیک شرکتهای را در کشورهای درحال توسعه مانند مالزی را مورد بررسی قرار داده است. در این پژوهش معیار موفقیت را مقایسه میزان جریان نقدی عملیاتی دو سال قبل از تملیک و ترکیب اطلاعات مالی دو سال پس از تملیک براساس داده های اطلاعات صورت های مالی شرکتهای خریدار و هدف تعیین کرده است. محققین با استفاده از الگوی مطالعاتی هیلی و دیگران (۱۹۹۲)، جریان نقدی عملیاتی شرکت های خریدار و هدف را آزمون کرده اند و بهبود جریان نقدی عملیاتی شرکت خریدار و هدف را به عنوان شاخص موفقیت تعریف کرده اند. به منظور شناسایی و کنترل اثرات متغیرهای کلان اقتصادی و صنعت، عملکرد شرکت های مورد مطالعه، با شرکت های مشابه در صنعت مقایسه گردیده است. بهبود عملکرد پس از تملیک، ناشی از افزایش در حاشیه سود جریان نقدی در هر دلار از فروش و گردش دارایی، فروش به ازای هر دلار دارایی بوده است شرکت های ادغام شده نسبت به شرکت های گروه کنترل نرخ رشد بالاتری در جریان نقدی عملیاتی داشته و نرخ رشد دارایی های پس از تملیک مثبت بوده است. نتایج نشان می دهد که شرکت های درگیر استراتژی تملیک و ادغام شرکت ها در بالاترین نقطه رشد قرار داشته اند. معاملات مذکور در کشورهای درحال توسعه نظیر مالزی منجر به بهبود منافع سهامداران شرکت خریدار و متغیرهای کلان اقتصادی کشور می گردد. در بخش پایانی پژوهش، محققین تأثیر تغییر در مدیریت عالی شرکت های هدف پس از تملیک را نیز مورد بررسی قرار دادند ولی ارتباط معنی داری در نمونه مورد مطالعه مشاهده نکرده اند. تحقیق مذکور نشان داد که قبل از تملیک، شرکت های هدف

جریان نقدی عملیاتی بالاتری نسبت به شرکت های صنعت مشابه گروه کنترل داشته اند. جریان نقدی عملیاتی شرکت های خریدار نسبت به شرکت های فعال در صنعت مشابه و شرکت های هدف کمتر بوده است.

پژوهش دیکرسون و گیسون و تاکالتوس (۲۰۰۸) در یک دوره مطالعاتی نسبتاً طولانی بین سالهای ۲۰۰ تا ۲۰۰۶، ۶۱۳ معامله تملیک را به منظور بررسی اثرات تملیک بر عملکرد بلندمدت شرکت های انگلیسی را مورد بررسی قرار دادند. محققین با اشاره به محدودیت رویکرد روند تغییرات قیمت سهام، بهترین رویکرد تحقیقی را، بررسی مستقیم سودآوری شرکتها و استفاده از داده های صورت های مالی (رویکرد مطالعه حسابداری) بیان کردند. در تحقیق مذکور به منظور کنترل اثرات متغیرهای کلان اقتصادی و صنعتی، عملکرد ۶۱۳ شرکت خریدار با شرکت های تملیک نشده مقایسه شده است. شاخص ارزیابی عملکرد پژوهش مذکور نرخ بازدهی سرمایه گذاری ها می باشد، که با تقسیم سود قبل از کسر مالیات به داراییهای شرکت محاسبه شده است. براساس نتایج تحقیق مذکور، محققین ادعا کرده اند که سرمایه گذاری داخلی نسبت به تملیک سرمایه گذاری خارج از سازمان اثر مطلوب تری بر عملکرد شرکت های خریدار دارد. تملیک شرکت ها بر سودآوری کوتاه مدت و بلندمدت شرکتهای خریدار تأثیر منفی می گذارد. تملیک و ادغام شرکت های مرتبط تأثیر منفی کمتری بر روی سود قبل از کسر مالیات شرکت های خریدار دارد. همچنین محققین مذکور دریافتند که ۴۷٪ از شرکت های هدف، پس از کاهش شدید سودآوری، به قیمت پایین تری از قیمت خرید، فروخته شده اند. در این پژوهش به منظور آزمون معنی دار بودن نتایج، از آماره تی استیودنت و معادلات رگرسیونی استفاده شده است.

پژوهش لیماک و کندی (۲۰۰۵)، ۲۴۷ شرکت هدف پذیرفته شده در بورس، در سالهای ۱۹۸۰ تا ۱۹۸۹ را مورد بررسی قرار داده اند. محققین مذکور با توجه به فرضیه مدیران شرکتهای خریدار، مبنی بر خلق ارزش به وسیله تغییر مدیران ناکارا به بررسی رابطه عملکرد شرکت هدف و تغییر مدیران پرداختند. براساس فرضیه تغییر مدیران، یکی از موانع کارایی مدیریت ناکارا است که با جابه جایی و تغییر آن می توان کارایی و ارزش خلق کرد. همچنین در این تحقیق رابطه بین نرخ بازدهی سهام و میزان تغییرات مدیران عالی اجرایی در شرکت های هدف نیز بررسی شده است. محققین پژوهش مذکور بین شرکت های هدفی که مدیران آنها تغییر کرده اند و شرکت های هدفی که مدیران آنها تغییر نکرده است، تفاوت قائل شده اند. در شرکت های مورد بررسی این پژوهش، میزان تغییرات مدیران عالی شرکت های هدف در قبل از تملیک ۶ تا ۱۰ درصد بوده است. درحالی که یک سال پس از معامله، تغییرات مدیران به ۴۰ درصد رسیده و در سال دوم ۲۵٪ گزارش شده و پس از آن نیز افزایش قابل توجهی داشته است. نتایج تحقیق نشان می دهد که تغییر و جایگزین کردن مدیران عالی شرکت هدف، سودآوری پس از تملیک را حداقل تا دو سال بعد بهبود نداده است. نتایج پژوهش نشان داده که بین عملکرد قبل از تملیک شرکت هدف و میزان تغییرات مدیران عالی اجرایی پس از تملیک رابطه معکوسی وجود دارد. در این پژوهش به منظور آزمون معنی دار بودن نتایج، از آماره تی استیودنت استفاده شده است.

عارفی (۱۳۹۵) در رساله دکترای خود تحت عنوان بررسی عملکرد تملیک شرکت ها در ایران، از پنج شاخص: نرخ رشد فروش، نرخ بازدهی حقوق سهامداران، نرخ بازدهی دارایی، جریان نقد عملیاتی و نرخ بازدهی سهام، به منظور مطالعه عملکرد تملیک و ادغام شرکت های خریدار و هدف استفاده کرده اند. دوره زمانی که ایشان برای بررسی شاخص های فوق مدنظر قرار دادند، سه سال قبل و پس از تملیک شرکت ها بود. نتایج تحقیق ایشان بیانگر آن است که از پنج شاخص فوق، تنها جریان نقدی عملیاتی پس از تملیک شرکت های هدف بهبود یافته و چهار شاخص دیگر در این شرکت ها بهبود نیافتند. نتایج تحقیق ایشان در خصوص شاخص های فوق با یافته های محققینی نظیر لی مک و رحمان (۲۰۰۵) در مالزی؛ هیلی و دیگران

(۲۰۰۸)؛ مولر (۲۰۱۰) هوشی نو (۲۰۱۲) و میکز (۲۰۱۴) انطباق دارد. وی در تحقیق خود از آزمون تی استیودنت و آزمون ناپارامتری فریدمن (Freedman) استفاده کرد.

عابد (۱۳۹۴) در پایان نامه کارشناسی ارشد خود تحت عنوان تاثیر تملیک شرکت ها بر بازدهی سهام آن ها، بازدهی شرکت های هدف را یک سال و سپس دو سال قبل و بعد از تملیک شرکت های هدف مورد بررسی قرار داد. بررسی ایشان با مقایسه میانگین بازدهی و همچنین واریانس بازدهی شرکتها، جداگانه یک سال قبل و بعد از تملیک و همچنین دو سال قبل و بعد از تملیک شرکت ها با استفاده از آماره های تی استیودنت و اف فیشر صورت گرفت و نتایج تحقیق ایشان نشان می دهد در مجموع، تملیک شرکت ها تاثیر بر بازدهی آن ها ندارد؛ به طوری که در اولین سال بعد از تملیک اندکی افزایش و در سال دوم و پس از تملیک، کاهش بازدهی سهام شرکت ها را نشان می دهد و به طور کلی نرخ بازدهی پس از تملیک شرکت ها کاهش یافت.

سوالات پژوهش

کدام یک از نسبت ها و متغیرهای مالی در ارزیابی عملکرد و رتبه بندی شرکت های تصاحب شده بورس اوراق بهادار مناسب است؟

وزن هر یک از نسبت ها و متغیرهای مالی چقدر است؟

رتبه بندی شرکت های تصاحب شده در بورس اوراق بهادار بر اساس نسبت ها و متغیرهای مالی قبل و بعد از تصاحب چگونه خواهد بود؟

فرضیه های پژوهش

شاخص بازده مجموع دارایی ها (ROA) در ارزیابی عملکرد مالی و رتبه بندی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران قبل و بعد از تصاحب تاثیر معنی داری دارد.

شاخص بازده حقوق صاحبان سهام (ROE) در ارزیابی عملکرد مالی و رتبه بندی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران قبل و بعد از تصاحب تاثیر معنی داری دارد.

شاخص سود هر سهم (EPS) در ارزیابی عملکرد مالی و رتبه بندی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران قبل و بعد از تصاحب تاثیر معنی داری دارد.

شاخص ارزش افزوده اقتصادی (EVA) در ارزیابی عملکرد مالی و رتبه بندی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران قبل و بعد از تصاحب تاثیر معنی داری دارد.

شاخص ارزش افزوده بازار (MVA) در ارزیابی عملکرد مالی و رتبه بندی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران قبل و بعد از تصاحب تاثیر معنی داری دارد.

شاخص بازده جریان نقدی سرمایه گذار (CFROI) در ارزیابی عملکرد مالی و رتبه بندی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران قبل و بعد از تصاحب تاثیر معنی داری دارد.

شاخص ارزش افزوده نقدی (CVA) در ارزیابی عملکرد مالی و رتبه بندی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران قبل و بعد از تصاحب تاثیر معنی داری دارد.

روش پژوهش

این پژوهش از لحاظ هدف کاربردی است و از رویکرد پس رویدادی استفاده می کند. داده ها و اطلاعات مورد نیاز عمدتاً از طریق صورت های مالی حسابرسی شده، نرم افزار تدبیر پرداز جمع آوری می شود.

ابزار گردآوری اطلاعات

در این پژوهش ابتدا با رجوع به منابع کتابخانه ای و استفاده از موتورهای جستجوگر در پایگاه های داده اینترنتی مرتبط و فیش برداری از اسناد و مدارک مرتبط، مبانی نظری و پیشینه پژوهش تدوین می گردد همچنین اطلاعات مورد نیاز برای محاسبه نسبت های مالی، شامل اقلام مندرج در صورتهای مالی شرکتها یعنی ترازنامه و صورت سود و زیان است. جهت به دست آوردن اطلاعات مندرج در ترازنامه و صورت سود و زیان شرکتها از صورت های مالی حسابرسی شده دوازده ماهه منتشر شده توسط شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، از طریق وب سایت (www.codal.ir) به دست آمده است.

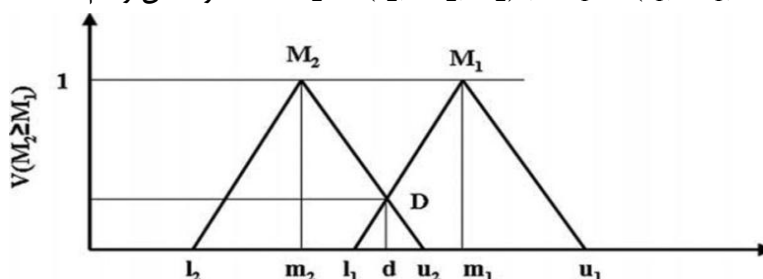
فنون تجزیه و تحلیل اطلاعات

در این پژوهش داده ها از طریق تکنیک FAHP و TOPSIS مورد تجزیه و تحلیل قرار می گیرد. روش کار به این صورت است که معیارهای ارزیابی مدنظر از طریق پرسشنامه ای که با کمک خبرگان پر می شود و با استفاده از ادبیات و تجربیات کارشناسان، شناسایی می شود سپس با استفاده از روش FAHP به این معیارها وزن داده می شود و در نهایت با استفاده از روش TOPSIS و SAW به رتبه بندی شرکت های تصاحب شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته می شود.

تکنیک فازی AHP

در سال ۱۹۸۳ دو محقق هلندی به نام های لارهورن و پدریک روشی را برای فرآیند تحلیل سلسله مراتبی فازی پیشنهاد کردند که بر اساس روش حداقل مجذورات لگاریتمی بنا نهاده شده بود. میزان محاسبات و پیچیدگی مراحل روش آن ها باعث شد مورد اقبال قرار نگیرد. در سال ۱۹۹۶ روش دیگری تحت عنوان روش تحلیل توسعه ای توسط محقق چینی به نام چانگ ارایه گردید. اعداد به کار رفته در این روش، اعداد مثلثی فازی هستند. مفاهیم و تعاریف AHP فازی بر اساس روش تحلیل توسعه ای در زیر ارائه می گردد.

دو عدد مثلثی دو عدد مثلثی $M_1 = (l_1, m_1, u_1)$, $M_2 = (l_2, m_2, u_2)$ که در شکل رسم شده اند را در نظر بگیرید.



شکل (۱): اعداد مثلثی M_2 و M_1

عملگرهای ریاضی آن ها به گونه ای زیر تعریف می شود:

$$M_1 + M_2 = (l_1 + l_2, m_1 + m_2, u_1 + u_2)$$

$$M_1 \times M_2 = (l_1 \times l_2, m_1 \times m_2, u_1 \times u_2)$$

$$M_1^{-1} = \left(\frac{1}{u_1}, \frac{1}{m_1}, \frac{1}{l_1} \right)$$

$$M_2^{-1} = \left(\frac{1}{u_2}, \frac{1}{m_2}, \frac{1}{l_2} \right)$$

باید توجه داشت که حاصل ضرب دو عدد فازی مثلثی، یا معکوس یک عدد فازی مثلثی، دیگر یک عدد فازی مثلثی نیست. این روابط، فقط تقریبی از حاصل ضرب واقعی دو عدد فازی مثلثی و معکوس یک عدد فازی مثلثی را بیان می کند. برای هر یک از سطرهای ماتریس مقایسات زوجی، مقدار S_k ، که خود به عدد مثلثی است، به صورت زیر محاسبه می شود:

$$S_k = \sum_{j=1}^n M_{kj} \times \left[\sum_{i=1}^m \sum_{j=1}^n M_{ij} \right]^{-1}$$

پس از محاسبه S_k ها، باید درجه ی بزرگی آن ها را نسبت به هم به دست آورد. به طور کلی اگر M_1 و M_2 دو عدد فازی مثلثی باشند، درجه ی بزرگی M_1 بر M_2 ، که با $V(M_1 \geq M_2)$ نشان می دهیم، به صورت زیر تعریف می شود:

$$\begin{cases} V(M_1 \geq M_2) = 1 & \text{اگر } m_1 \geq m_2 \\ V(M_1 \geq M_2) = \text{hgt}(M_1 \cap M_2) & \text{وگرنه} \end{cases}$$

و همچنین داریم:

$$\text{hgt}(M_1 \cap M_2) = \frac{u_1 - l_2}{(u_1 - l_2) + (m_2 - m_1)}$$

میزان بزرگی یک عدد فازی مثلثی از k عدد فازی مثلثی دیگر نیز از رابطه ی زیر به دست می آید:

$$V(m_1 \geq M_2, \dots, M_k) = \text{Min}[V(M_1 \geq M_2), \dots, V(M_1 \geq M_k)]$$

برای محاسبه ی وزن شاخص ها در ماتریس مقایسه ی زوجی به صورت زیر عمل می کنیم:

$$W'(x_i) = \text{Min}\{V(S_i \geq S_k)\}, \quad k = 1, 2, \dots, n, \quad k \neq i$$

بنابراین، بردار وزن شاخص ها به صورت زیر خواهد بود:

$$W' = [W'(c_1), W'(c_2), \dots, W'(c_n)]^T$$

تکنیک TOPSIS

گام اول- تشکیل ماتریس داده ها بر اساس m گزینه و n شاخص:

$$A_{ij} = \begin{bmatrix} a_{11} & a_{12} & \dots & a_{1n} \\ a_{21} & a_{22} & \dots & a_{2n} \\ \cdot & & & \cdot \\ \cdot & & & \cdot \\ \cdot & & & \cdot \\ a_{m1} & a_{m2} & \dots & a_{mn} \end{bmatrix}$$

گام دوم- استاندارد نمودن داده ها و تشکیل ماتریس استاندارد از طریق رابطه زیر:

$$r_{ij} = \frac{a_{ij}}{\sqrt{\sum_{k=1}^m a_{kj}^2}}$$

گام سوم- تعیین وزن هر یک از شاخص ها (W_i) بر اساس $\sum_{i=1}^n w_i = 1$. در این راستا شاخص های دارای اهمیت بیشتر از وزن بالاتری برخوردارند. در واقع ماتریس (V) حاصل ضرب مقادیر استاندارد هر شاخص در اوزان مربوط به خود می باشد.

$$V_{ij} = \begin{bmatrix} w_1 r_{11} & w_2 r_{12} & \dots & w_n r_{1n} \\ w_1 r_{21} & w_2 r_{22} & \dots & w_n r_{2n} \\ \cdot & & & \cdot \\ \cdot & & & \cdot \\ \cdot & & & \cdot \\ w_1 r_{m1} & w_2 r_{m2} & \dots & w_n r_{mn} \end{bmatrix}$$

گام چهارم- تعیین فاصله i امین آترناتیو از آترناتیو ایده آل (بالاترین عملکرد هر شاخص) که آن را با (A^*) نشان می دهند.

$$A^* = \left\{ (\max_i v_{ij} | j \in J), (\min_i v_{ij} | j \in J') \right\}$$

$$A^* = \{v_1^*, v_2^*, \dots, v_n^*\}$$

گام پنجم- تعیین فاصله i امین آترناتیو حداقل (پایین ترین عملکرد هر شاخص) که آن را با (A^-) نشان می دهند.

$$A^- = \left\{ (\min_i v_{ij} | j \in J), (\max_i v_{ij} | j \in J') \right\}$$

$$A^- = \{v_1^-, v_2^-, \dots, v_n^-\}$$

گام ششم- تعیین معیار فاصله ای برای آترناتیو (S_i^*) ایده آل و آترناتیو حداقل (S_i^-):

$$S_i^* = \sqrt{\sum_{j=1}^n (v_{ij} - v_j^*)^2}$$

$$S_i^- = \sqrt{\sum_{j=1}^n (v_{ij} - v_j^-)^2}$$

گام هفتم- تعیین ضریبی که برابر است با فاصله آترناتیو حداقل، تقسیم بر مجموع فاصله ی آترناتیو حداقل S_i^- و فاصله آترناتیو ایده آل S_i^+ که آن را با C_i^* نشان داده و از رابطه ی زیر محاسبه می شود.

$$C_i^* = \frac{S_i^-}{S_i^- + S_i^*}$$

رتبه بندی آترناتیوها بر اساس میزان C_i^* .

تکنیک SAW

انتخاب بهترین گزینه از میان m گزینه براساس n معیار با استفاده از روش وزن دهی ساده مراحل به شرح زیر می باشد:
گام اول- تشکیل ماتریس تصمیم: ماتریس تصمیم این روش شامل جدول است که ستون های آن را معیارها یا زیرمعیارها و سطرهای آن را گزینه ها تشکیل می دهند.
گام دوم- بی مقیاس کردن ماتریس تصمیم: برای بی مقیاس کردن ماتریس تصمیم در روش Saw به طریق زیر عمل می کنیم.

اگر معیار مثبت باشد: تک تک اعداد آن ستون را بر بزرگترین عدد تقسیم می کنیم.
اگر معیار منفی باشد: مینیمم آن ستون تقسیم بر تک تک اعداد می شود.
گام سوم- تشکیل ماتریس موزون: در این گام براساس وزن معیارها، ماتریس موزون را بدست می آوریم.
گام چهارم- انتخاب گزینه برتر: با جمع سطری ماتریس وزن ها امتیاز هر گزینه محاسبه می شود و بر اساس آن گزینه ها رتبه بندی می شوند.

تعریف متغیرهای مورد مطالعه و تعریف عملیاتی آن ها

بازده مجموع دارایی ها (ROA): سود خالص تقسیم بر کل دارایی ها.
بازده حقوق صاحبان سهام (ROE): سود خالص تقسیم بر ارزش ویژه.
سود هر سهم (EPS): سود خالص / تعداد سهام موجود.
ارزش افزوده اقتصادی (EVA): از حاصل ضرب سرمایه به کار گرفته شده در اختلاف نرخ بازده از هزینه سرمایه به دست می آید. می توان ارزش افزوده اقتصادی را از تفاضل سود عملیاتی بعد از مالیات از حاصل ضرب سرمایه دوره قبل در متوسط موزون هزینه سرمایه به دست آورد.

$$EVA = (y - C) * Capital$$

$$EVA = NOPAT - (WACC * Capital - 1)$$

ارزش افزوده بازار (MVA)

$$MVA = \text{میانگین ارزش دفتری حقوق صاحبان سرمایه} - \text{میانگین ارزش بازار حقوق صاحبان سهام}$$

میانگین ارزش دفتری حقوق صاحبان سرمایه نیز از مجموع حقوق صاحبان سرمایه در ابتدا و انتهای دوره تقسیم بر دو قابل محاسبه خواهد بود.

بازده جریان نقدی سرمایه گذاری (CFROI): از طریق نسبت جریان نقدی تقسیم بر ارزش بازاری سرمایه به کار گرفته شده.

ارزش افزوده نقدی (CVA): به دو روش تفریق و روش جمع قابل محاسبه است.

$$\text{روش تفریق } CVA = CSR + IR - MP$$

$$\text{روش جمع } CVA = SP + IP + DP + TP + OCF$$

CVA: ارزش افزوده نقدی

CSR: در آمد فروش نقدی محصولات و خدمات

IR: درآمد نقدی حاصل از سرمایه گذاری ها (بهره نقدی)

MP: وجوه پرداختی بابت خرید مواد و خدمات خارج از شرکت

SP: حقوق و دستمزد پرداخت شده به کارکنان

IP: بهره پرداخت شده به وام دهندگان

DP: سود سهام پرداخت شده به سهامداران

TP: مالیات پرداخت شده به دولت

OCF: وجوه نقد حاصل از عملیات

جامعه آماری

جامعه آماری این پژوهش شامل کلیه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار می باشد که در آن ها تصاحب انجام شده است.

حجم نمونه و روش نمونه گیری

در این پژوهش از روش نمونه گیری حذف سیستماتیک استفاده شده است، بدین ترتیب که کلیه شرکت های عضو جامعه آماری که دارای شرایط و معیارهای ذیل باشند جز نمونه آماری قرار گرفته و آن دسته از شرکت هایی که واجد شرایط فوق نمی باشند از نمونه حذف می شوند. این شرکتها باید دارای ویژگی های ذیل باشند:
سال مالی آن ها منتهی به ۲۹ اسفند ماه باشد.
تصاحب در آن ها انجام شده باشد و اطلاعات قبل و بعد از تصاحب آنها وجود داشته باشد.

صرفاً شرکت های تولیدی انتخاب می شوند و شرکت های خدماتی، سرمایه گذاری، بانک ها و ساختمانی و پیمانکاری مد نظر نمی باشد. زیرا این شرکت ها به دلیل ویژگی شان و نداشتن مقادیر متغیرها و نسبت های مالی که در شرکت های تولیدی قابل محاسبه هستند، از جامعه حذف می شوند.

اطلاعات مالی مورد نظر جهت انجام پژوهش و صورت های مالی حسابرسی شده در طی سال های مورد نظر ارایه کرده باشد.

یافته های پژوهش

تحلیل استنباطی

جهت انتخاب موثر ترین شاخص ها در رتبه بندی شرکت ها، بر اساس مواردی که با استفاده از پژوهش های انجام شده پیشین و مطالعات کتابخانه ای انجام شد، ۷ معیار به عنوان معیارهای پیشنهادی مورد توجه قرار گرفتند. برای تعیین موارد موثر از بین ۷ معیار شناسایی شده از آزمون علامت استفاده شده است که نتایج حاصل از آزمون معنی داری متغیرهای پژوهش بر اساس ۷ فرضیه مطرح شده، در جدول زیر آمده است:

نتیجه فرضیه	آزمون اول	متغیر
رد می شود	از نتایج آزمون علامت مقدار sig برابر با ۰,۴۲۴ و بزرگتر از ۰,۵ می باشد. یعنی تفاوت معناداری بین متغیر بازده مجموع دارایی ها قبل و بعد از تصاحب وجود ندارد.	بازده مجموع دارایی ها (ROA)
تایید می شود	از نتایج آزمون علامت مقدار sig برابر با ۰,۰۱۰ و کوچکتر از ۰,۵ می باشد. یعنی تفاوت معناداری بین متغیر بازده حقوق صاحبان سهام قبل و بعد از تصاحب وجود دارد.	شاخص بازده حقوق صاحبان سهام (ROE)
رد می شود.	از نتایج آزمون علامت مقدار sig برابر با ۰,۲۶۳ و بزرگتر از ۰,۵ می باشد. یعنی تفاوت معناداری بین متغیر سود هر سهم قبل و بعد از تصاحب وجود ندارد.	شاخص سود هر سهم (EPS)
تایید می شود.	از نتایج آزمون علامت مقدار sig برابر با ۰,۰۰۰ و کوچکتر از ۰,۵ می باشد. یعنی تفاوت معناداری بین متغیر شاخص ارزش افزوده اقتصادی قبل و بعد از تصاحب وجود دارد.	شاخص ارزش افزوده اقتصادی (EVA)
تایید می شود.	از نتایج آزمون علامت مقدار sig برابر با ۰,۰۰۲ و کوچکتر از ۰,۵ می باشد. یعنی تفاوت معناداری بین متغیر شاخص ارزش افزوده بازار قبل و بعد از تصاحب وجود دارد.	شاخص ارزش افزوده بازار (MVA)
تایید می شود.	از نتایج آزمون علامت مقدار sig برابر با ۰,۰۰۰ و کوچکتر از ۰,۵ می باشد. یعنی تفاوت معناداری بین متغیر شاخص بازده جریان نقدی سرمایه گذار قبل و بعد از	شاخص بازده جریان نقدی سرمایه گذار (CFROI)

	تصاحب وجود دارد.	
تایید می شود.	از نتایج آزمون علامت مقدار sig برابر با ۰,۰۰۰ و کوچکتر از ۰,۰۵ می باشد. یعنی تفاوت معناداری بین متغیر شاخص ارزش افزوده نقدی قبل و بعد از تصاحب وجود دارد.	شاخص ارزش افزوده نقدی (CVA)

نتایج آزمون آماری فوق نشان می دهد که ۲ متغیر ۱ و ۳ در سطح ۹۵ درصد اطمینان معنی داری نمی باشد. بنابراین متغیرهای ۲، ۴، ۵، ۶، ۷ به عنوان متغیرهای معنی دار و تاثیر گذار به عنوان شاخص های تصمیم گیری برای تکنیک تصمیم گیری چند معیاره به کار برده می شود. این شاخص ها عبارتند از:

۱. شاخص بازده حقوق صاحبان سهام (ROE)
۲. شاخص ارزش افزوده اقتصادی (EVA)
۳. شاخص ارزش افزوده بازار (MVA)
۴. شاخص بازده جریان نقدی سرمایه گذار (CFROI)
۵. شاخص ارزش افزوده نقدی (CVA)

تکنیک AHP فازی

هر یک از ۵ شاخص بدست آمده از تحلیل استنباطی در مرحله، لزوماً از اهمیت یکسانی برخوردار نیستند و می توان از روش فرآیند تحلیل سلسله مراتبی فازی (FAHP) و با توجه به فرآیند قضاوتی کارشناسان و جدول مقایسات زوجی، وزن هر شاخص را از مدل ایجاد شده استخراج نمود و برای ورود به تکنیک TOPSIS استفاده نمود. پرسشنامه به منظور تحلیل AHP فازی نیز بر اساس ۵ متغیر فوق طراحی و در اختیار خبرگان (۵ خبره) قرار گرفت تا جدول مقایسات زوجی بین شاخص های حاصل شود. در نهایت رتبه هر شاخص و وزن هر شاخص به صورت زیر تعریف شده است:

شاخص	(ROE)	(EVA)	(MVA)	(CFROI)	(CVA)
رتبه شاخص	۱	۴	۲	۵	۳
وزن شاخص	۰,۲۸۶	۰,۱۵۲	۰,۲۰۵	۰,۱۵۴	۰,۱۸۲

تکنیک TOPSIS

۷ گام تکنیک TOPSIS برای کلیه شرکت هایی که در صنایع فراورده های نفتی، صنعت مواد و محصولات دارویی و صنعت سیمان، آهک و گچ، قبل و بعد از تصاحب انجام شد. جداول زیر رتبه نهایی شرکتها در هر صنعت را قبل و بعد از تصاحب با استفاده از تکنیک TOPSIS نشان می دهد:

صنعت فرآورده های نفتی، کک و سوخت هسته ای				
بعد از تصاحب		قبل از تصاحب		نام شرکت
رتبه	مقدار ضریب نزدیکی (TOPSIS)	رتبه	مقدار ضریب نزدیکی (TOPSIS)	
۴	۰,۴۹	۳	۰,۷۴	شرکت ۱
۸	۰,۴۰	۱	۰,۸۶	شرکت ۲
۶	۰,۴۸	۸	۰,۵۷	شرکت ۳
۳	۰,۵۲	۲	۰,۸۵	شرکت ۴
۷	۰,۴۶	۱۰	۰,۰۶	شرکت ۵
۹	۰,۰۸	۵	۰,۶۸	شرکت ۶
۱	۰,۸۸	۷	۰,۶۲	شرکت ۷
۲	۰,۵۷	۶	۰,۶۶	شرکت ۸
۱۰	۰,۰۴	۹	۰,۵۰	شرکت ۹
۵	۰,۴۹	۴	۰,۷۳	شرکت ۱۰

صنعت مواد و محصولات دارویی				
بعد از تصاحب		قبل از تصاحب		نام شرکت
رتبه	مقدار ضریب نزدیکی (TOPSIS)	رتبه	مقدار ضریب نزدیکی (TOPSIS)	
۶	۰,۱۵	۷	۰,۵۳	شرکت ۱
۸	۰,۱۲	۶	۰,۵۸	شرکت ۲
۲	۰,۳۸	۸	۰,۵۰	شرکت ۳
۳	۰,۳۰	۹	۰,۴۴	شرکت ۴
۴	۰,۱۷	۱	۱	شرکت ۵
۹	۰,۱۰	۳	۰,۷۰	شرکت ۶
۵	۰,۱۷	۵	۰,۶۲	شرکت ۷
۱	۰,۸۹	۴	۰,۶۷	شرکت ۸
۱۰	۰,۰۶	۲	۰,۷۴	شرکت ۹
۷	۰,۱۴	۱۰	۰,۱۴	شرکت ۱۰

صنعت سیمان				
بعد از تصاحب		قبل از تصاحب		نام شرکت
رتبه	مقدار ضریب نزدیکی (TOPSIS)	رتبه	مقدار ضریب نزدیکی (TOPSIS)	
۷	۰,۵۶	۴	۰,۴۱	شرکت ۱

شرکت ۲	۰,۸۰	۲	۰,۷۵
شرکت ۳	۰,۸۶	۱	۰
شرکت ۴	۰,۰۸۵۴	۱۰	۰,۴۹
شرکت ۵	۰,۴۰۶۸	۵	۰,۷۷
شرکت ۶	۰,۰۸۵۶	۹	۰,۵۵
شرکت ۷	۰,۴۰۵۶	۶	۰,۷۲
شرکت ۸	۰,۴۵	۳	۰,۶۹
شرکت ۹	۰,۲۳	۸	۰,۶۹
شرکت ۱۰	۰,۲۴	۷	۰,۶۱

تکنیک SAW

۴ گام تکنیک SAW برای کلیه شرکت هایی که در صنایع فرآورده های نفتی، صنعت مواد و محصولات دارویی و صنعت سیمان، آهک و گچ، قبل و بعد از تصاحب انجام شد. جداول زیر رتبه نهایی شرکتها در هر صنعت را قبل و بعد از تصاحب با استفاده از تکنیک SAW نشان می دهد:

صنعت فرآورده های نفتی، کک و سوخت هسته ای				
نام شرکت	قبل از تصاحب		بعد از تصاحب	
	رتبه	مقادیر SAW	رتبه	مقادیر SAW
شرکت ۱	۳	۰,۵۸	۳	۰,۵۸
شرکت ۲	۱	۰,۸۴	۸	۰,۳۲
شرکت ۳	۸	۰,۲۵	۷	۰,۴۶
شرکت ۴	۲	۰,۷۹	۴	۰,۵۴
شرکت ۵	۱۰	۰,۰۵۳	۶	۰,۴۶
شرکت ۶	۵	۰,۵۳	۹	۰,۱۲-
شرکت ۷	۷	۰,۳۷	۱	۰,۸۹
شرکت ۸	۶	۰,۴۵	۲	۰,۵۹
شرکت ۹	۹	۰,۰۷	۱۰	۰,۱۳-
شرکت ۱۰	۴	۰,۵۷	۵	۰,۵۱

صنعت مواد و محصولات دارویی				
نام شرکت	قبل از تصاحب		بعد از تصاحب	
	رتبه	مقادیر SAW	رتبه	مقادیر SAW
شرکت ۱	۷	۰,۱۹	۶	۰,۴۰
شرکت ۲	۶	۰,۲۸	۷	۰,۳۹
شرکت ۳	۸	۰,۱۴	۲	۰,۵۹
شرکت ۴	۹	۰,۰۸-	۳	۰,۵۸
شرکت ۵	۱	۰,۹۹	۴	۰,۴۳

شرکت ۶	۰,۵۴	۳	۰,۳۶	۹
شرکت ۷	۰,۳۵	۵	۰,۴۲	۵
شرکت ۸	۰,۵۰	۴	۰,۹۰	۱
شرکت ۹	۰,۶۳	۲	۰,۳۳	۱۰
شرکت ۱۰	۰,۸۲-	۱۰	۰,۳۹	۸

صنعت سیمان				
نام شرکت	قبل از تصاحب		بعد از تصاحب	
	رتبه	مقادیر SAW	رتبه	مقادیر SAW
شرکت ۱	۶	۰,۵۶	۷	۰,۶۸
شرکت ۲	۲	۰,۸۴	۳	۰,۸۴
شرکت ۳	۱	۰,۹۰	۱۰	۰,۲۳
شرکت ۴	۱۰	۰,۲۹	۹	۰,۶۲
شرکت ۵	۳	۰,۶۲	۱	۰,۹۰
شرکت ۶	۹	۰,۲۹	۸	۰,۶۶
شرکت ۷	۴	۰,۵۹	۲	۰,۸۵
شرکت ۸	۵	۰,۵۷	۵	۰,۷۶
شرکت ۹	۷	۰,۴۲۸	۴	۰,۸۲
شرکت ۱۰	۸	۰,۴۲۶	۶	۰,۷۴

نتیجه گیری

به منظور شناسایی و استخراج شاخص های مناسب جهت رتبه بندی شرکت ها، نتایج آزمون علامت نشان می دهد که ۵ شاخص از ۷ شاخص مورد بررسی در سطح اطمینان ۹۵ درصد معنی دار می باشد. بنابراین ۵ شاخص شامل شاخص بازده حقوق صاحبان سهام (ROE)، شاخص ارزش افزوده اقتصادی (EVA)، شاخص ارزش افزوده بازار (MVA)، شاخص بازده جریان نقدی سرمایه گذار (CFROI)، شاخص ارزش افزوده نقدی (CVA) به عنوان متغیرهای معنی دار و تاثیر گذار به عنوان شاخص های تصمیم گیری برای رتبه بندی شرکت ها توسط تکنیک TOPSIS مناسب بوده و به کار گرفته می شوند. نتیجه به کارگیری تکنیک AHP فازی نشان می دهد که شاخص بازده حقوق صاحبان سهام از اهمیت بالاتر و وزن بیشتری برخوردار است و شاخص بازده جریان نقدی سرمایه گذار دارای کمترین وزن است. براساس نتایج به دست آمده از روش TOPSIS و SAW، رتبه ۱ تا ۳ شرکت ها در صنایع فرآورده های نفتی، دارویی و سیمانی، به شرح زیر است:

رتبه	نفتی				دارویی				سیمانی	
	قبل تصاحب		بعد تصاحب		قبل تصاحب		بعد تصاحب		قبل تصاحب	
	SAW	TOPSIS	SAW	TOPSIS	SAW	TOPSIS	SAW	TOPSIS	SAW	TOPSIS
۱	شرکت ۲	شرکت ۲	شرکت ۷	شرکت ۷	شرکت ۵	شرکت ۵	شرکت ۸	شرکت ۸	شرکت ۳	شرکت ۳
۲	شرکت ۴	شرکت ۴	شرکت ۸	شرکت ۸	شرکت ۹	شرکت ۹	شرکت ۳	شرکت ۳	شرکت ۲	شرکت ۲
۳	شرکت ۱	شرکت ۱	شرکت ۴	شرکت ۴	شرکت ۶	شرکت ۶	شرکت ۴	شرکت ۴	شرکت ۵	شرکت ۷

منابع

- ✓ اکبری، فضل الله، تجزیه و تحلیل صورتهای مالی، مرکز تحقیقات تخصصی حسابداری و حسابرسی سازمان حسابرسی، چاپ هشتم، ۱۳۸۵.
- ✓ تقوی، مهدی، مدیریت مالی ۱، انتشارات دانشگاه پیام نور، چاپ اول، آبان ۱۳۸۱، ص ۳۰.
- ✓ جهانخانی، علی، پارسائیان، علی، مدیریت سرمایه گذاری و ارزیابی اوراق بهادار، انتشارات دانشکده مدیریت دانشگاه تهران، چاپ اول، دی ۱۳۷۶.
- ✓ حافظ نیا، محمدرضا (۱۳۷۸)، مقدمه ای بر روی تحقیق در علوم انسانی، سازمان مطالعه و تدوین کتب علوم انسانی.
- ✓ عارفی، اصغر، (۱۳۸۶)، بررسی عملکرد تصاحب شرکتهای در ایران، رساله دکتری دانشکده مدیریت و حسابداری شهید بهشتی.
- ✓ عزتی، مرتضوی، (۱۳۷۶)، روش تحقیق در علوم اجتماعی (چاپ اول)، تهران، چاپ انتشارات یاران.
- ✓ قالیباف اصل، حسن، (۱۳۸۴)، مدیریت مالی، انتشارات پوران پژوهش.
- ✓ Boateng, K. (2020). Assessing Financial Performance of Merged Banks in India Using the Dupont Model.
- ✓ Bleeke, Joel, James Isono, David Ernst and Douglas Weinberg, (1990) cScceening at cooss-Brr de' M'A' , M'' i'se y uua rterly, 3, 1990, ... 4 5-55.
- ✓ Clark K. & Eli Ofek. (1994). Mergers as a means of restructuring distressed firms: An empirical investigation. Journal of finance and qualitative analysis, 29(4), 541-565.
- ✓ Dickerson P. Andrew and et al. (1997). The impact of Acquisitions on company performance: Evidence from A large panel of UK firms. Oxford Economies papers 49, 344-61.
- ✓ Eccles, Robert G., Kersten L. Lanes and Thomas C. Wilson, (1999) 'Are Yuu Paying Too Mhhh rrr tcat Acccisi ti??? H Harvard Bnsiness Review, July-August 1999, pp.136-46.
- ✓ Finlay, Panil. (2000). Strategic Management. Prentice Hall.
- ✓ Frankel, Michael. (2005), Mergers and acquisitions Basics. John Wiley & sons, Inc.
- ✓ Ghosh, Alope. (2001). Does operating performance really improve following corporate acquisition? Journal of corporate finance (7), 151-178.
- ✓ Gray C. Biddle, Robert M. Bowen, James S. Wallace. (1997). "Does EVA beat earning? Evidence on associations with stock returns and firm value "Journal of accounting and economics. P301-136.
- ✓ Ghemewat, Pankaj and Fariborz Ghadar, (2000) 'The uuuius logic ff glbbal Mabage'e't' , Harvard Business Review, July – August 2000, pp.6472.
- ✓ Healy and et al. (1997). Which takeovers are profitable? Strategic or financial? Sloan management Review, summer, 45 -57.
- ✓ Healy P. M. & et al (1992) . Does Corporate performance improve after mergers? Journal of financial Economic 31, 75-135.
- ✓ Hubbard Nancy. (1999). Acquisition: strategy and implementation. Uacmillan business.
- ✓ Ikeda & Doi. (1983). The performance of Merging firms in Japanese Manufacturing Industry. The Journal of Industrial Economics. 16 (3), 257-266.

- ✓ Kenc-Yook. (2004) the measurement of post acquisition performance using EVA. Journal of business and economic.
- ✓ Kennedy & Limmack. (1996) Takeover activity, CEO turnover, and the Market for corporate control. Journal of business finance & accounting. 17 (3), 85-26.
- ✓ Langhe & Oghe. (2001). Are acquisition worthwhile? Working paper.
- ✓ Mauboussin & Hiler. (1998). Let's make a deal. First Boston.
- ✓ Naveen S., Kwadwo Boateng and Y. Nagaraju (2020). Assessing Financial Performance of Merged Banks in India Using the DuPont Model. Shodh Sanchar Bulleting Journal of Arts, Humanities and Social Sciences, 10(38), 157-166.
- ✓ Rasool, I., & Raychaudhuri, P. S. (2019). Impact of Cross-Border Acquisition on Financial Performance and Strategic Outcome of Acquiring Companies: Case Examples from Indian Pharmaceutical Industry. Journal of Management (JOM), 6(2), 91-104.
- ✓ Ricky Lam,(2017), Taking stock of portfolio assessment scholarship: From research to practice, Assessing Writing, Volume 31, January 2017, P. 84-97
- ✓ Mueller C. Dennis. (1996). A theory of conglomerate mergers. Quarterly Journal of Economics, 59-644.
- ✓ Mueller, Dennis. (1985). Mergers and market share. The review of economics and statistics. 67(2), 259-267.
- ✓ Rahman, R.Abdul & Limmack R.J. (2000). Corporate Acquisition and the operating performance of Malaysia companies. Social Science Research network Electronic paper collection.
- ✓ Rarvenscraft & Scherer. (1987). Life after takeover. The Journal of industrial Economics 36, 147-156.
- ✓ Ross & Westerfield & Jaffe. (1991). Coporate finance . Irwin. Ross Stephen and et al. (1990). Corporate finance. Irwin & Toppan.
- ✓ Seth. A. (1990). Value creation in acquisition: A Re-examination of performance issues. Strategic management Journal 11, 99-115.
- ✓ Singh & Montgomery. (1987). Corporate acquisition strategic and economic performance. Strategic management journal 8 (4), 377-386.
- ✓ Stewart G. Bennett. (1991). The quest for value. Harper Collins publishers, inc. p 179-220.
- ✓ Smith, Kenneth, 'A Bradd New Cultrre rrr the Merged Fi'' , Mergers & Acuuisitinnns, mne 2000, pp. 45-50.
- ✓ Thampson'. jr. & A.J. Strickland. (1999). Strategic Management. MC Grow Hill. 11th Edition.
- ✓ Zulehner, Christin and et al. (2003). The Effects of mergers: an international comparison. International Journal of Industrial Organization. 625_657.
- ✓ Zabihollah, Rezaee. (2001). Financial institutions valuations , mergers and acquisition: The fair value approach John Wiley & sond , Inc.
- ✓ Xiang & Liyang. (2009). Research on M&A performance of listed companies in China based on EVA. International conference electronic commerce and business intelligence.