

Impact of Characteristics of Acquiring and Acquired Firms on the Performance of Mergers and Acquisitions

Mehdi Rasouli Ghahroudi Associate Professor of International Business Management, Institute for Management and Planning Studies (IMPS), Tehran, Iran (Corresponding Author).

Sohela Shahidi Asl M.A. Student of International Business Management, Department of International Business Management, Institute for Management and Planning Studies (IMPS), Tehran, Iran.

Received: 2021/06/22 | Accepted: 2022/03/09

Abstract

Purpose: The purpose of this study is to examine the effects of the acquiring and acquired firms in the context of governance and firm factors on the performance of mergers and acquisitions (M&A) based on the dimensions of Earnings per Share (EPS) and Cumulative Abnormal Return (CAR) growth.

Methodology: Regarding the methodology, this applied and survey research was empirical and descriptive. The statistical population included all active firms listed in Tehran Stock Exchange. The sample consisted of blocked trading data related to mergers and acquisitions in the stock exchange. As a result, the final sample included 198 listed M&A firms.

Findings: Results show that the acquiring firms' characteristics, ownership of institutional investors, rate of return on assets and rate of return on equity of shareholders positively and significantly affect M&A's performance. In addition, the total assets and trans-industrial nature of acquiring firms positively and significantly affect the performance of merged and acquired firms. Furthermore, the buyer's institutional ownership, amount of acquired ownership, size of the board and size of the non-executive board, as well as their experience at the time of deal positively and significantly affect the performance of merged and acquired firms. The age of the companies at the time of the deal is also an issue which has its own impact.

Originality: Our research has valuable contributions to the theory of stewardship, agency theory, and resource-based view, which are comprehensively presented in five panels to measure their impact on the performance of mergers and acquisitions.

Implications: According to the results, governance and firm factors of acquiring firms impact the likelihood success of M&A transaction. Moreover, the necessity of high value of transparency of companies' financial information during mergers and acquisitions has been confirmed.

Keywords: Merger and Acquisition (M&A), Stock Market, Dual-Job Management, Institutional Ownership, Acquirer and Acquired Firms.

1. m.rasouli@imps.ac.ir

عنوان مقاله: تاثیر مشخصات شرکت‌های تصاحب‌کننده و تصاحب‌شونده بر عملکرد شرکت‌های ادغام و تملیک‌شده

مهدی رسولی قهرودی^۱، سهیلا شهیدی اصل^۲

مقاله پژوهشی

دریافت: ۱۴۰۰/۰۴/۰۱

پذیرش: ۱۴۰۰/۱۲/۱۸

چکیده:

هدف: پژوهش حاضر به دنبال بررسی تاثیر مشخصات شرکت‌های تصاحب‌کننده و تصاحب‌شونده به لحاظ حاکمیت شرکتی و عوامل سازمانی بر عملکرد شرکت‌های ادغام و تملیک‌شده از دو بُعد رشد سود هر سهم و رشد بازده انباشته غیرنرمال است.

طرح پژوهش/ روش‌شناسی/ رویکرد: روش پژوهش میدانی، کاربردی، علمی و توصیفی است. جامعه آماری شامل تمامی شرکت‌های فعال در بورس اوراق بهادار تهران است. نمونه‌های پژوهش از داده‌های معاملاتی بلوکی مربوط به ادغام و تملیک شرکت‌ها در بورس اوراق بهادار است که در نهایت ۱۹۸ شرکت به عنوان نمونه انتخاب شدند.

یافته‌ها: نتایج نشان می‌دهد که مشخصات شرکت تصاحب‌کننده، مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی، نرخ برگشت‌داری‌ها، و نرخ بازده سرمایه‌سازمان‌ها بر عملکرد اثر مثبت و معنادار دارند. در کنار آن، حجم‌داری کل شرکت و فرصت‌های بودن یک شرکت نیز بر عملکرد شرکت‌های ادغام و تملیک‌شده اثر مثبت و معنادار دارند. بر اساس یافته‌ها، مالکیت نهادی و میزان مالکیت تصاحب‌شده به وسیله خریدار و اندازه هیئت‌مدیره خریداران و اندازه هیئت‌مدیره غیراجرایی خریداران، و همچنین تجربه در زمان خرید بر عملکرد شرکت‌های ادغام و تملیک‌شده اثر مثبت و معنادار دارند. جوان بودن شرکت‌ها نیز در زمان ادغام اثر مثبتی بر عملکرد پس از ادغام و تملیک آن‌ها دارد.

ارزش/ اصالت پژوهش: شاخص‌های بکار برده‌شده در پژوهش حاضر بر مبنای نظریه‌های نمایندگی، مباشرت، و دیدگاه مبتنی بر منبع است که به صورت جامع در پنل‌های پنج‌گانه برای سنجش اثرگذاری آن‌ها بر عملکرد ادغام و تملیک آورده شده است.

پیشنهاد‌های اجرایی: بر اساس نتایج، حاکمیت شرکتی و عوامل سازمانی در شرکت تصاحب‌کننده بر احتمال موفقیت ادغام و تملیک اثرگذار هستند. همچنین، ارزش بالای شفافیت اطلاعات مالی شرکت‌ها هنگام انجام ادغام و تملیک مورد تایید قرار گرفته است.

کلیدواژه‌ها: ادغام و تملیک، بورس اوراق بهادار، مدیریت دوشغله، مالکیت نهادی، شرکت‌های تصاحب‌کننده و تصاحب‌شونده.

۱. دانشیار گروه مدیریت بازرگانی موسسه عالی آموزش و پژوهش مدیریت و برنامه‌ریزی، تهران، ایران
m.rasouli@imps.ac.ir (نویسنده مسئول).

۲. دانشجوی کارشناسی ارشد مدیریت بازرگانی، گروه مدیریت بازرگانی، موسسه عالی آموزش و پژوهش مدیریت و برنامه‌ریزی، تهران، ایران.

ادغام و تملیک^۱ در دنیا ابعاد بسیار وسیعی پیدا کرده‌اند و آن را به حوزه کلان اقتصادی مرتبط دانسته‌اند. به عبارتی دیگر، وقتی دو شرکت با هم ادغام می‌شوند، نه تنها بر حوزه فعالیت خودشان، بلکه بر کل اقتصاد نیز اثرگذار است. در ادغام، دو یا چند شرکت در مذاکرات شرکت می‌کنند که در نهایت به معامله منجر می‌شود. تملیک شامل دو یا چند شرکت است، اما در خرید، شرکت بزرگ‌تر شرکت کوچک‌تر را می‌بلعد. بنابراین، ادغام و تملیک فرایند ادغام دو یا چند شرکت با ارزش‌ها، فرهنگ‌ها، و نیروهای مختلف است که به یک واحد منسجم تبدیل می‌شوند. از دید مالی، دو نوع ادغام وجود دارد: ادغام افقی و ادغام عمودی. ادغام‌های افقی شامل شرکت‌هایی با زمینه کاری مشابه است و ادغام عمودی شرکت‌هایی با کار متنوع را شامل می‌شود (Kansal & Chandani, 2014).

ادغام و تملیک (M&A) یک گزینه راهبردی مهم برای ادامه رقابت سازمان‌ها در سطح جهانی بازار است. برای مثال، بیش از ۱۰۰۰۰ ادغام و تملیک در سازمان‌های ایالات متحده آمریکا در سال ۲۰۱۵ صورت گرفته که ارزش آن‌ها از دو تریلیون دلار فراتر رفته است (Sinclair, 2015). هرچند که ۹۰-۷۰ درصد از ادغام و تملیک‌ها قادر به ایجاد ارزش برای تصاحب‌کنندگان نبوده‌اند (Christensen et al., 2015).

ادغام و تملیک نشان‌دهندهٔ نهایت تغییر در یک کسب‌وکار است. ولی این یک تجربه مرسوم است که ادغام و تملیک شکست می‌خورد و لزوماً ارزشی را برای سهامدار ایجاد نمی‌کند. ادغام و تملیک گاهی به جای یکدیگر استفاده می‌شود، اما تفاوت‌های مهمی وجود دارد که باید مورد توجه باشد. ادغام به معنای همجوشی، اتحاد دو یا چند شرکت یا نهاد از طریق خرید سهام در یک شرکت یا کسب منافع است. از سوی دیگر، تملیک معمولاً شامل خرید دارایی‌ها و سهام شرکت خریداری شده است. روش‌های ادغام و تملیک متنوع است و در عمل این تمایزها اغلب مبهم است. ادغام و تملک در موقعیت سهامدار نهفته است. سهامداران در شرکت‌های ادغام‌شده، معمولاً سهام خود را در سهام شرکت جدید مبادله می‌کنند (Koi-Akrofi, 2016). در حالی که در یک تملک، شرکت تصاحب‌شونده معمولاً به عنوان یک تجارت ادامه‌دار خریداری می‌شود و سهام آن به سهامداران در شرکت تصاحب‌شده برای پول یا بدهی، کنترل کارا بر دارایی‌های شرکت تصاحب‌شده، و تعهدات شرکت خریداری شده منتقل می‌شود. تملک یا از طریق خرید قابل ملاحظه تمام دارایی‌ها در یک تصرف کامل یا خرید بخشی از سهام در تصرف جزئی صورت می‌گیرد.

برونر^۱ (۲۰۰۴)، بیان می‌کند که دنیای واقعی M&A بر اساس تجزیه و تحلیل سخت و تحقیق، گفتگوی مداوم میان مدیران شرکت‌ها، اعضای هیئت‌مدیره، و در بسیاری موارد مشاوران خارجی بنا شده است. همچنین، یک دنیای جذاب و نوآوری، مبتنی بر تبدیل معاملات انجام شده است که تاثیر عمده‌ای بر اقتصاد داخلی و جهانی دارد. بیش‌تر شرکت‌ها جایگزین بهتری ندارند. ادغام و تملیک یکی از مهم‌ترین وسیله‌هایی است که مسئول تغییر شرایط در شرکت‌هاست. پیشرفت در کلیه صنایع مرتبط با فناوری باعث شده است که شرکت‌ها ترغیب شوند تا به دنبال اتحاد، سرمایه‌گذاری مشترک، و تملک باشند تا بدین وسیله در جریان تغییرات قرار بگیرند. روسی و ولپین^۲ (۲۰۰۷)، پیشنهاد می‌کنند که M&A وسیله‌ای است که شرکت‌ها می‌توانند از فضای ضعیف دولتی خارج شوند. شرکت‌هایی از کشورهایی که دولت ضعیف‌تری دارند، به احتمال زیاد دست به واگذاری می‌زنند و شرکت‌هایی که دولت قوی‌تری دارند، احتمال خرید بیش‌تری دارند.

پژوهش‌های پیشین موفقیت و شکست M&A را به تناسب راهبردی بین شرکت‌های ادغام‌شده (چشم‌انداز مدیریت راهبردی) یا مسائل فرهنگی - اجتماعی در هنگام ادغام (رفتار سازمانی و دیدگاه روان‌شناسی اجتماعی) بررسی کرده‌اند. مطالعات تجربی فراوانی در مورد موضوع ادغام و اکتساب انجام شده که نتیجه روشن و قطعی در موفقیت یا عدم موفقیت آن نداشته است. دو و سیم^۳ (۲۰۱۶)، بر این باورند که فرایند ادغام و تملیک در بازارهای مالی می‌تواند به افزایش کارایی و اثربخشی منجر شود، اما این موضوع فاقد استدلال کافی برای اثبات است. پژوهش‌های مختلف نشان می‌دهد که M&A پدیده‌ای چندوجهی است که در تحقیقات امور مالی، مدیریت راهبردی، جامعه‌شناسی، سازمانی، و روان‌شناختی به بینش و توصیه‌های هنجاری کمک می‌کند (Haleblian et al., 2009; Henningsson et al., 2018).

در بیان اهمیت موضوع پژوهش اولاً، از حیث نظری، شاخصه‌های مورد تحلیل در پژوهش حاضر کفایت و جامعیت لازم را در خصوص نظریه‌های مرتبط با ادغام و تملیک داراست. ثانیاً، بسیاری از ادبیات مرتبط با M&A در ایران با استفاده از روش‌های کیفی، نظرسنجی و پرسشنامه‌ای و بدون توجه به واحد تحلیل سازمانی صورت گرفته است (Abzari et al., 2009) و ملکیان و اصغری (۱۳۸۵)، در حالی که در پژوهش حاضر بر اساس داده‌های واقعی و کمی و در سطح سازمان، تحلیل انجام شده است. همچنین، شاخص‌های مهم در موفقیت ادغام و تملیک ارائه شده است و شرکت‌ها در هر شرایطی اعم از سوددهی، در حال افول یا ورشکسته می‌توانند، با

1. Bruner
2. Rossi & Volpin
3. Du & Sim

توجه به متغیرهای مطالعه‌شده در این پژوهش، از ادغام و تملیک به عنوان یک ابزار استفاده کنند و سوددهی سازمان را بالا ببرند.

مبانی نظری پژوهش

والس^۱ (۲۰۰۴)، نظریه نمایندگی را در مدل خود به عنوان یکی از عوامل توجیه ضرورت تقاضا برای حسابرسی مطرح می‌کند. زمانی که رابطه مدیر و سهامداران مطرح است، طبیعی است که مدیر برای پهنه کردن منافع خویش دست به حرکتی بزند که به منافع سهامداران لطمه وارد کند. پس سهامداران نیاز به یک سازوکار کنترلی دارند. این سازوکار کنترلی در قالب موضوع حسابرسی شکل گرفته و به یک اعتماد نسبی بین مدیر و سهامدار منجر شده است. تعارض بین مدیران اصلی (سهامداران) و نمایندگان (مدیران) اجتناب‌ناپذیر است. این موضوع ممکن است ویژگی‌های منحصر به فردی را در بازارهای در حال ظهور ایجاد کند، که در بسیاری از مطالعات به‌طور گسترده ذکر شده است. جنسن و مک‌لینگ (۱۹۷۶)، آن را به اقدامات مدیریت مربوط می‌کنند که انحراف در تصمیماتی دارند که بیش‌تر از سهامداران به آن‌ها سود می‌رسانند. به عبارت دیگر، آن‌ها قصد دارند منافع شخصی خود را به قیمت ثروت سهامداران به بیشینه برسانند. از آن‌جا که هدف اصلی هر شرکت تجاری به بیشینه رساندن ثروت سهامداران است، این اقدامات متناقض با هدف اصلی شرکت است. این امر همچنین باعث عدم تقارن در افشای اطلاعات می‌شود که مدیریت به‌جای منافع سهامداران به دنبال منافع شخصی آن‌هاست. به‌طور معمول، مدیریت برای افشای اطلاعاتی که ممکن است مطالعه منافع شخصی آن‌ها را برجسته کند، اکراه دارد. مشکلات نمایندگی در شرایطی نمایان می‌شود که نمایندگان از آن زمان سرمایه‌گذاری مالی بسیار کمی در شرکت دارند یا هیچ سرمایه‌ای ندارند، در حالی که آن‌ها تصمیم‌گیرندگان اصلی هستند. طبق نظر بوید^۲ (۱۹۹۵)، اگر نظریه نمایندگی اجرا شود، هیئت‌مدیره به منظور همسو کردن منافع سهامداران و مدیریت وجود دارد (Cherian et al., 2020).

نظریه مباشرت^۳ استدلال می‌کند که مدیرعامل رهبری قوی را با وحدت فرماندهی ایجاد می‌کند. بنابراین، رهبر ممکن است تصمیمات بهتر و سریع‌تری بگیرد. در نتیجه، شرکت عزت نفس بالاتری در نتایج قطعی خواهد داشت (Pham & Pham, 2020). بارنی و هسترلی^۴ (۲۰۰۸)، در

1. Wallace
2. Boyd
3. Stewardship Theory
4. Barney & Hesterly

مورد نظریه مباشرت بیان می‌کنند که یک دیدگاه جایگزین نظریه نمایندگی است که در آن مدیران به عمل در جهت منافع خود در هزینه سهامداران فرض شده‌اند. سازوکار خاصی که باعث کاهش از دست دادن نمایندگی است، شامل کاهش غرامت اجرایی، سطح منافع و همچنین طرح‌های تشویقی مدیران با پاداش مالی به آن‌ها یا ارائه سهام است که موجب ایجاد منافع مالی مدیران و دادن انگیزه برای عملکرد بهتر آن‌ها می‌شود. رفتارهای مباشران سازمانی تلاشی است برای ادغام یک رابطه امانتداری منحصر به فرد با سهامداران با غیرذی‌نفعان، در عین حال یک رابطه اخلاقی با سایر سهامداران. مسئولان سازمانی شجاعت اخلاقی را در پذیرش پیامدهای تصمیمات خود در زمینه اجتماعی حوزه کار از خود نشان می‌دهند (Hernandez, 2008).

بارنی و همکاران (۲۰۱۲)، در مورد دیدگاه مبتنی بر منبع^۱ بیان می‌کنند که این نظریه بر چندین فرض استوار است. برخی از این فرضیات عمدتاً به نظریه‌های عملکرد شرکت‌های برتر مرتبط هستند. به‌طور خاص، آن‌ها بر چگونگی اندازه‌گیری عملکرد برتر برای ارزیابی رقابت شرکت تمرکز دارند. برای مثال، منطق منبع‌محور این فرض را می‌پذیرد که بنگاه‌ها نهادهای سود حداکثری هستند و مدیران در شرکت‌ها به‌طور محدود منطقی هستند. فراتر از این مفروضات اساسی، منطق منبع‌محور دو مسئله دیگر ایجاد می‌کند که آن را از سایر نظریه‌های مدیریت راهبردی متمایز می‌سازد: مفهوم ناهمگونی منابع (شرکت‌های رقیب ممکن است دسته‌های مختلفی از منابع را در اختیار داشته باشند) و عدم تحرک منابع (این تفاوت منابع ممکن است مداوم باشد. این بدان معناست که برخی از شرکت‌ها ممکن است منابعی داشته باشند یا آن‌ها را کنترل کنند که می‌توانند آن‌ها را قادر سازد که به مرور زمان نسبت به سایر شرکت‌ها، راهبردهای موفق‌تری را درک و اجرا کنند). همچنین، منابع به‌جز ارزشمند بودن و تقلیدپذیر بودن، دارای دو ویژگی مهم دیگر است: نادر بودن و غیرقابل جایگزین بودن (Barney, 1991). هنگامی که تقاضای یک منبع بیش از میزان عرضه آن باشد، آن منبع نادر تلقی می‌شود. همچنین، یک منبع غیرقابل جایگزین است، وقتی هیچ منبع دیگری نتواند شرکت را قادر به درک و اجرای همان راهبردهای موثر و کارآمد منبع اصلی کند.

شرکت‌ها در اقتصادهای نوظهور به ادغام و تملیک در بازارهای داخلی و خارجی متکی بوده‌اند (Meyer & Thaijongrak, 2013). ادغام و تملیک به‌شدت به کیفیت بازارهای مالی بستگی دارند، که توسط محیط نهادی شکل گرفته‌اند (Lebedev et al., 2015). تغییرات نهادی، به‌ویژه اصلاحات در حاکمیت شرکت، بر تصمیمات شرکت در ادغام و تملیک اثر می‌گذارد. در اقتصادهای نوظهور، تغییر سیاست‌ها و موسسه‌ها مکرر است و تمرکز صنعت کم است (Xu & Meyer, 2013).

1. Resource-Based Theory

از سوی دیگر، بنگاه‌ها در اقتصادهای نوظهور مجبور به توسعه برای نجات در فضای به شدت رقابتی هستند (Yang & Hu, 2016). نتایج نهونگ و وان-آنه (۲۰۱۹)^۱، نشان می‌دهد که فعالیت‌های M&A فقط اثرهای مثبتی بر نرخ بازده دارایی در تملک بانک‌ها در ویتنام دارد، در حالی که اثر فعالیت‌های M&A بر نرخ بازگشت سرمایه صاحبان سهام و NIM مشخص نیست. ثانیاً، عملکرد تملک بانک‌ها در معاملات اجباری M&A در مقایسه با سایر بانک‌های تملک‌کننده خوب نیست. در واقع، معامله M&A فقط اثر مثبتی بر عملکرد بانک دارد، در زمانی که کاملاً بر اساس خواسته‌های واقعی بانک‌های تصاحب‌شونده و تملک‌کننده، و هم‌افزایی ایجاد شده باشد. بنابراین، برای مقابله با بانک‌های ضعیف در دوره زمانی بعدی، سیستم بانکی ویتنام علاوه بر حفظ ماهیت فعالیت‌های M&A و بهبود کارایی، باید بر سایر راه‌حل‌های بازار تمرکز کند.

نقشی را که روزنامه‌های داخلی در حاکمیت ادغام و مالکیت در چین ایفا می‌کنند، توسط بروچین و سو^۲ (۲۰۱۸) مورد بررسی قرار گرفته است. وجود بازاری برای جانب‌داری در اخبار (Gentzkow & Shapiro, 2006; 2008)، حتی در شرایط نبود فشار سیاسی به‌طور گسترده مستند شده است (Grosche & Milyo, 2005). ضعف‌های مستندشده در حاکمیت شرکت‌های فهرست‌شده (Fan et al., 2007)، دلالت بر این دارد که سرمایه‌گذاران نمی‌توانند به عدم تفکیک داخلی اطلاعات مفید در مورد پیشنهادها اعتماد کنند. اهداف خصوصی به‌طور مشابه و حتی مبهم‌تر از درخواست‌کنندگان هستند. بنابراین، سرمایه‌گذاران باید برای دستیابی به اطلاعات مفید به روشی کم‌هزینه به کانال‌های بدیل مانند رسانه وابسته باشند (Dyck et al., 2008; 2010). یافته‌های دایک و همکاران (۲۰۰۸) نشان می‌دهد که در مورد روسیه، که به‌طور بالقوه می‌تواند به سایر کشورها با حمایت سهامداران کشورهای توسعه‌نیافته تعمیم داده شود، رسانه‌های داخلی هیچ نقشی در کانال‌های جایگزین حاکمیت شرکت‌ها ندارند. این مجموعه از نتایج بیش‌تر با این یافته‌ها تایید می‌شود که پوشش رسانه‌ای معاملات M&A قدرت پیش‌بینی قابل‌توجهی را برای عملکرد غیرنرمال بلندمدت خریدار دارد که توسط نرخ بازده دارایی تنظیم‌شده اندازه‌گیری می‌شود. پوشش منفی بیش‌تر، پیش‌بینی نرخ بازده دارایی کم‌تری را نسبت به عملکرد شرکت و صنعت نشان می‌دهد، یعنی پوشش رسانه‌های داخلی مالی معاملات M&A اطلاعات مفیدی را منتقل می‌کند.

بیهگات و همکاران^۳ (۲۰۱۱)، رشد بازده غیرنرمال انباشته (CARs) مثبت را برای تملیک‌های فرامرزی در اقتصاد نوظهور گزارش می‌کنند. بیش‌تر شرکت‌های تصاحب‌شونده از اقتصاد

1. Nhung & Vân Anh
2. Borochnin & Cu
3. Bhagat et al.

توسعه یافته هستند. به علاوه، عملکرد به دست آمده یک اصلاح مثبت با کیفیت برای شرکت‌های دولتی در کشور مهمان ایجاد کرده است. آن‌ها بیان می‌کنند که این نتایج فرضیه «خود راه‌انداز»^۱ را حمایت می‌کند. هنگامی که دستاوردها کیفیت شرکت‌های دولتی را در استانداردهای شرکت‌های دولتی در هدف بالا می‌برند، درآمد مثبتی برای تصاحب‌شده‌ها در اقتصاد نوظهور گزارش شده است. **چن و یانگ**^۲ (۲۰۱۰)، درمی‌یابند که فرضیه مالکیت متمرکز به عنوان یک عامل مثبت از عملکرد دستاوردها می‌تواند با یک اخطار همراه باشد. اثر منفی از مالکیت ثابت بر عملکرد به دست آمده (سودآوری) نیز توسط **برتراند و بتشینگر**^۳ (۲۰۱۲) برای شرکت‌های روسی بیان شده است. در مقابل **چانگی و نینگلینگ**^۴ (۲۰۱۰)، یک همبستگی مثبت را بین مالکیت ثابت و عملکرد ادغام فرامرزی در چین (برای شرکت‌های تصاحب‌شده) می‌یابند. تجربیات به دست آمده پیشین می‌تواند در فعالیت‌های گذشته شرکت‌ها در جهت ادغام و تملیک حرکت کند. اگرچه تجربیات پیشین می‌تواند بر عملکرد اثر بگذارد، ولی هیچ رد پای پایداری شناسایی نشده است (Haleblian & Finkelstein, 1999). برای مدیرانی که تجربه ادغام و تملیک مهمی نداشته‌اند، یک سری از تملیک‌های متوالی، اما در مقیاس کوچک از یک مقیاس بزرگ، سود بالاتر و ایجاد یک معامله با ریسک بیش‌تر، مفیدتر خواهد بود (Xu et al., 2010).

صدری طبایی زواره و همکاران (۲۰۲۰)، بیان می‌کنند که رشد از طریق ادغام و تملیک از سریع‌ترین روش‌های رشد و توسعه سازمان‌هاست. در طول دو دهه گذشته، با وجود گزارش‌های مداوم شکست در بسیاری از فرایندهای ادغام و تملیک شرکت‌ها، توجه به این فرایند از سوی مدیران و پژوهشگران به‌طور چشمگیری در حال افزایش است. نتایج نشان می‌دهد که عوامل مالی، راهبردی، و رفتار سازمانی به‌ترتیب از مهم‌ترین عوامل علی موثر بر موفقیت ادغام و تملیک هستند و زیرساخت‌های اقتصادی، مدیریتی، حقوقی، قانونی، و مالی به‌ترتیب از مهم‌ترین عوامل زمینه‌ای موثر بر ادغام و تملیک محسوب می‌شوند. همچنین، استفاده از راهبردهای پیاده‌سازی ادغام و تملیک در سه مرحله راهبردهای حین ادغام، پیش از ادغام، و پس از ادغام پیامدهایی همچون تسهیل فرایندهای معاملاتی، کارآمدی مالی، کارآمدی راهبردی، و کارآمدی سازمانی به دنبال خواهد داشت. در این مسیر، چالش‌های راهبردی، سازمانی، مدیریتی، فرهنگی، و حقوقی و قانونی به‌ترتیب مهم‌ترین چالش‌های پیش‌روی موفقیت و عوامل شرایط شکل‌گیری، انگیزه‌های

1. Bootstrapping
2. Chen & Young
3. Bertrand & Betschinger
4. Changqi & Ningling

مشترک، منابع مشترک، اهداف و مقاصد، فرایندها و ساختار سازمانی به ترتیب مهم‌ترین عوامل تسهیل‌کننده فرایند ادغام و تملیک هستند. **صالحی و ابراهیمی (۱۳۹۹)**، به بررسی تاثیر تصاحب و ادغام شرکت‌ها بر عدم تقارن اطلاعات مالی شرکت‌ها می‌پردازند و بیان می‌کنند که تکیه بر کارایی درونی و نقاط قوت بنگاه به‌تنهایی موجب دوام و رشد آن نمی‌شود. شرکت‌ها با استفاده از ابزارهای ترکیبی از جنبه‌های مشترک یکدیگر بهره می‌برند و با هم‌افزایی گروهی در مقابل تهدیدهای محیط رقابتی ایستادگی می‌کنند. ادغام و تملیک یکی از سازوکارهای پاسخگویی به تغییرات آشوبی در جامعه امروزی است. نتایج آن‌ها نشان می‌دهد که ادغام و تملیک شرکت‌ها بر عدم تقارن اطلاعاتی مالی شرکت‌ها اثر معناداری دارد. **فرازمند و عابدینی (۱۳۹۳)**، در مورد ادغام بورس اوراق بهادار ایران بیان می‌کنند که تجربه جهانی حاکی از این است که بورس‌ها در دهه اخیر، پس از تحولات بازار سرمایه که به گشایش در ساختار و انعطاف‌پذیری بیش‌تر آن‌ها منجر شد، با هدف افزایش سهم بازار، امکان فعالیت را در فضای رقابتی و کاهش هزینه‌های اجرایی، سیاست ادغام افقی، و عمودی به عنوان یک راهبرد پیگیری می‌کنند. در حالی که در ایران، شاهد فعالیت دو بورس یکسان اوراق بهادار (بورس تهران و فرابورس) و دو بورس یکسان کالایی (بورس کالا و بورس انرژی) هستیم. جالب‌تر آن‌که، شرکت فناوری بورس تهران و شرکت سپرده‌گذاری مرکزی، به دلایلی مانند اهمیت اطلاعات در اختیار یا حساسیت فعالیت، توسط سازمان بورس اداره می‌شوند که فاقد توجیه قانونی و ساختاری است. **عارفی (۲۰۱۰)**، بیان می‌کند که مدیران شرکت‌های تصاحب‌کننده، تصاحب شرکت‌ها را سریع‌ترین راه برای کسب رشد، دستیابی به بازارهای جدید، ورود به عرصه کسب‌وکار جهانی، افزایش سودآوری، و ایجاد ارزش‌افزوده اقتصادی می‌دانند. در مقابل، دیدگاه دیگری مبنی بر اثر منفی تصاحب شرکت‌ها بر ثروت صاحبان سهام شرکت‌های خریدار و تصاحب‌شده وجود دارد. مخالفان اعتقاد دارند که رشد از طریق توسعه داخلی راه‌اندازی پروژه‌های جدید و شرکت‌های تازه‌تاسیس مطلوبیت بیش‌تری نسبت به خرید شرکت‌های در حال فعالیت دارد و با توجه به پژوهش‌های صورت‌گرفته، ادعا می‌کنند که اغلب تصاحب و ادغام شرکت‌ها پس از تصاحب از نظر شاخص‌های مالی با کاهش عملکرد مواجه شده‌اند.

جدول (۱)، خلاصه‌ای از ادبیات مرتبط با ادغام و تملیک را نمایش می‌دهد.

جدول ۱: خلاصه‌ای از ادبیات مرتبط با ادغام و تملیک (M&A)

نام نویسنده	زمینه/ جامعه آماری	خلاصه نتایج
Li & Yang (2020)	چین/ تعداد ۲۷۳۰ معامله قطعی M&A از ۱۳۰ کشور تصاحب‌شونده در بازه زمانی ۱۱۹۶ تا ۲۰۱۶.	پژوهشگران در کاوش کانال‌های بالقوه دریافتند که کالاهای فرهنگی وارداتی می‌تواند همگرایی فرهنگی را در میان کشورها ایجاد کند. همچنین، کالاهای فرهنگی وارداتی اثر نامطلوب فاصله فرهنگی را بر نتایج ادغام کاهش می‌دهد و می‌تواند به شرکت‌ها کمک کند که از موانع قراردادی در کشورهای تصاحب‌شونده عبور کنند.
Piosik & Genge (2020)	لهستان/ تعداد ۹۲ شرکت ادغام یا تملیک‌شده از بازار بورس ورشو در ۱۰ بازه زمانی ۲۰۰۸ تا ۲۰۱۷.	این پژوهش نقش مالکیت مدیریتی و حضور سرمایه‌گذاران نهادی را در کاهش میزان مدیریت سود قبل از ادغام و تملیک مشخص می‌کند.
Zhang et al. (2018)	آمریکا و چین/ ۱۴۸ شرکت داروسازی فهرست‌شده در بازارهای سهام شانگهای و شژن. صورت‌های مالی این شرکت‌های منتخب از سال ۲۰۰۸ تا ۲۰۱۶ جمع‌آوری شده است.	نتایج نشان می‌دهد که وقتی شرایط بدون تغییر باشند، زنجیره ارزش افزوده ادغام و تملیک و پویایی فناوری ادغام و تملیک با عملکرد شرکت رابطه مثبت دارد و همبستگی بین ادغام مختلط و عملکرد شرکت معنادار نیست. علاوه بر این، نتایج نشان می‌دهد که توانایی رشد، دارایی‌های انحصاری، اندازه و سن شرکت پس از ادغام و تملیک به‌طور مثبت بر عملکرد اثر می‌گذارد و حاکمیت، حق مالکیت، پرداخت بدهی شرکت اثری بر عملکرد پس از ادغام و تملیک ندارد. شرکت‌ها در اقتصادهای نوظهور به ادغام و تملیک در بازارهای داخلی و خارجی متکی بوده‌اند.
Albuquerque et al. (2019)	آمریکا/ از داده‌های سطح شرکت در مورد حاکمیت شرکتی و M&Aهای فرامرزی در ۶۴ کشور تصاحب‌شونده طی سال‌های ۲۰۰۵-۲۰۱۴ استفاده شده است، که هر دو کشورهای نوظهور و کشورهای در حال توسعه را پوشش می‌دهد. نمونه شامل ۶۶۹۱ شرکت غیرآمریکایی است که در مجموع ۳۳۴۹۸ مشاهده سالانه شرکت را شامل می‌شود.	M&A برون‌مرزی با افزایش سرمایه‌گذاری و ارزیابی شرکت‌های تصاحب‌نشده در ارتباط است. به نظر نمی‌رسد که توضیحات بدیل، مانند دسترسی به بازارهای مالی جهانی و شباهت‌های فرهنگی بتواند یافته‌ها را تبیین کند. سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی (FDI) یک عنصر مهم در جهانی سازی مالی در دهه‌های اخیر بوده است. این پژوهش از این ایده که M&A برون‌مرزی به شرکت‌های تصاحب‌شونده پیشرفت حاکمیت شرکتی به ارمغان می‌آورد، پشتیبانی می‌کند. شرکت‌هایی با محیط‌های قانونی ضعیف غالباً اهداف تملک بنگاه‌هایی در محیط‌های حقوقی محکم‌تر هستند. M&A برون‌مرزی هنگامی که کشور تصاحب‌کننده شرکت از کشور شرکت خریداری‌شده، از سرمایه‌گذاری قوی‌تری برخوردار باشد، سود قابل ملاحظه‌ای کسب می‌کند.

ادامه جدول ۱: خلاصه‌ای از ادبیات مرتبط با ادغام و تملیک (M&A)

نام نویسنده	زمینه/ جامعه آماری	خلاصه نتایج
Pham et al. (2015)	استرالیا و امارات متحده عربی/ شرکت‌های فهرست‌شده در ویتنام از آغاز دو بازار سهام ویتنامی در شهر هوشی مین به اندازه ۱۸۸ مورد از دوره ۲۰۰۴ تا ۲۰۱۳.	در این پژوهش شواهدی از شرکت‌های ویتنامی که ساختار مدیرعامل دوشغله دارند ارائه شده است، که نشان‌دهنده تأثیر مثبت بر عملکرد ادغام است. در این خصوص، شرکت‌هایی با مدیرعامل دوشغله به وسیله بازارهای بزرگ، با توجه به نظریه نمایندگی، نتیجه بهتری در تصاحب و درآمد بهتر سهامداران شرکت و به‌خصوص درآمد غیرنرمال بالاتر نشان داده‌اند، نسبت به شرکت‌هایی که مدیرعامل دوشغله ندارند. همچنین، آن‌ها شواهدی از مدیرعامل دوشغله ارائه کرده‌اند که تأثیر مثبتی بر رشد درآمد بعد از ادغام داشته‌اند.
Andriosopoulos & Yang (2015)	انگلیس/ از نمونه‌های جامع در ادغام و تملیک در سال‌های ۲۰۰۰ تا ۲۰۱۰ استفاده می‌کند که شامل یک چرخه کامل از پیشینه و کمینه موج‌های ادغام و تملیک در این زمینه است.	آن‌ها به این نتیجه می‌رسند که سرمایه‌گذاران نهادی باعث افزایش احتمال ادغام و تملیک برون‌مرزی به منظور دستیابی به یک کنترل جامع می‌گردد. علاوه بر آن، تمرکز مالکیت نهادی و مالکیت نهادی خارجی باعث افزایش احتمال ادغام و تملیک فرامرزی می‌شود. آن‌ها به بررسی تأثیر افق سرمایه‌گذاری سهامداران نهادی می‌پردازند و به این نتیجه می‌رسند که در صورتی که افق سرمایه‌گذاری در ترغیب ادغام و تملیک فرامرزی تأثیر منفی داشته باشد، حضور سرمایه‌گذاران نهادی در درآمدت موجب ترغیب ادغام و تملیک بیش‌تر می‌شود. در کل، تمرکز بالاتر سرمایه‌گذاران نهادی با افق‌های طولانی‌تر و متوسط، احتمال کلی تمرکز شرکت تصاحب‌کننده را در کنترل کامل شرکت تصاحب‌شونده افزایش می‌دهد.
Chen et al. (2015)	تایوان و آمریکا/ نمونه اولیه از تملک‌های تکمیل‌شده از شرکت داده‌های اوراق بهادار (SDC) از سال ۱۹۹۹ تا ۲۰۱۳ به‌دست آمده است.	الگوهای وابستگی مختلفی در زمان‌بندی Post-Sox پیدا شده که اهمیت تنظیم‌کننده‌های تغییرات محیطی و زمانی را که استنتاجی از تأثیر مدیریت چندگانه نشان می‌دهد، مشخص می‌کند. بر اساس تشخیص بازار، رهبری خارجی مجریان رهبری چندگانه کیفیت بالاتری نسبت به مجریان خبره دارند. این مجریان برطبق ساختن اعتبار خود در کارشناسی تصمیم‌گیری‌ها مشوق قوی در عملکرد و کارایی وظایف خود دارد، زیرا این انتخاب قدر و منزلت بیش‌تر، دیدگاه بزرگ‌تر و ارتباطات اجتماعی را ایجاد می‌کند. سند تجربی نشان می‌دهد شرکتی که رهبران خارجی دارد، عملکرد بودجه‌ای بهتر و درآمد اغراق‌آمیز کم‌تری دارد.

ادامه جدول ۱: خلاصه‌ای از ادبیات مرتبط با ادغام و تملیک (M&A)

نام نویسنده	زمینه/ جامعه آماری	خلاصه نتایج
Dutordoir et al. (2014)	انگلیس و ایسلند/ نمونه‌ای از ادغام‌ها و تملک‌ها در میان شرکت‌های دولتی ایالات متحده که بین ۱ ژانویه ۱۹۹۵ تا ۳۱ دسامبر ۲۰۰۸ از پایگاه داده ادغام‌ها و اکتساب‌های شرکت داده‌های اوراق بهادار (SDC) اعلام شد.	نتایج نشان می‌دهد که افشای همکاری و خدمت برای به‌دست آوردن و پذیرش در بازار مطلوب‌تر برای معاملات موجب بازده منفی می‌شود. پس از کنترل درون‌زا از تصمیم افشا، هم‌افزایی و پیش‌بینی در حدود ۵ درصد بازده سهام بالاتر است. عوامل بازدارنده اصلی افشای ارزش همکاری، عدم اطلاعات دقیق در دسترس مدیریت شرکت در هم‌افزایی در مناقصه، و خطر دادخواهی سهامداران است.
Lebedev et al. (2015)	چین و آمریکا/ مقالات در نشریه‌های مدیریت، اقتصاد، مالی، حسابداری، و جامعه‌شناسی.	این پژوهش بیان می‌دارد که این توافق پیشرفته ادغام و تملیک در داخل و خارج EE می‌تواند یک مفهوم مهم برای مدیران در شرکت‌های تصاحب‌شده در داخل EE و شرکت‌های تصاحب‌شونده در داخل و خارج EE داشته باشد.
Madison (2014)	آمریکا (تنسی - ناکسویل)/ نمونه‌گیری از ۲۱۶۵ شرکت خانوادگی که پس از حذف ۱۴۱ کسب‌وکار به دلیل آدرس‌های ناکافی / غیرقابل تحویل، به ۲۰۲۴ شرکت کاهش یافت. برتری است. این پژوهش اولین گام را در یکبارچه‌سازی نظریه نمایندگی و نظریه مباشرت برای توجه بیشتر تر به ساختار شرکت خانوادگی، رفتار و عملکرد برداشته است.	نتایج نشان می‌دهد که به‌طور جداگانه، ساختار نظریه نمایندگی و مباشرت در خدمت هدف درونی نظریه آن در رفتار درونی و عملکرد شرکت‌های خانوادگی است. با این حال، در سنجش باید به اثرات متفاوت ایجادشده در این ساختارها بر رفتار خانوادگی و غیرخانوادگی کارکنان شرکت خانوادگی توجه کرد. در مجموع، در شرکت‌های خانوادگی با هر دو نظریه نمایندگی و نظریه مباشرت، دارای کارایی غیرقابل تحویل، به ۲۰۲۴ شرکت کاهش یافت. برتری است. این پژوهش اولین گام را در یکبارچه‌سازی نظریه نمایندگی و نظریه مباشرت برای توجه بیشتر تر به ساختار شرکت خانوادگی، رفتار و عملکرد برداشته است.
Aybar & Fici (2009)	انگلستان و آمریکا/ شامل ۴۳۳ ادغام و تملک اعلام‌شده مرتبط با ۵۸ EMM در طول دوره نمونه ۲۰۰۴-۱۹۹۱. اطلاعات ادغام و تملک اعلام‌شده از پایگاه داده تامسون SDC Platinum است.	نتایج نشان می‌دهد که ادغام فرامرزی در پیدایش چندملیتی بودن در میانگین نتایج درآمد غیرنرمال منفی بوده است. اندازه نسبی تصاحب‌شونده، مالکیت قبلی تصاحب‌شونده، و مناقصه‌های متنوع ارتباط مثبتی با درآمد غیرنرمال داشته‌اند. دستاوردها از صنایع با فناوری بالا و تنوع در صنایع وابسته سبب تخریب ارزش شده‌اند. به علاوه، وقتی که هدف توسعه نهادی در یک کشور مخفی می‌شود، تاثیر مثبت و مهمی بر درآمد قابل تصرف می‌گذارد. این نتیجه ایجاب می‌کند که تجربیات جدیدی از اهمیت توسعه نهادی در متون داخلی و خارج اقتصاد نوظهور پدیدار شود.

شکل (۱)، چارچوب نظری پژوهش را نمایش می‌دهد.



شکل ۱: چارچوب نظری پژوهش

فرضیه‌های اصلی با توجه به پیشینه پژوهش شامل موارد زیر است:

H₁: ویژگی‌های شرکت تصاحب‌کننده (پنل ۳) بر عملکرد شرکت‌های ادغام و تملیک‌شده اثرگذار است.

H₂: ویژگی صاحبان شرکت‌ها (پنل ۴) بر عملکرد شرکت‌های ادغام و تملیک‌شده اثرگذار است.

H₃: ویژگی‌های مدیرعامل (پنل ۵) بر عملکرد شرکت‌های ادغام و تملیک‌شده اثرگذار است.

روش‌شناسی پژوهش

پژوهش حاضر از نظر اهداف کاربردی، از نظر روش کمی، و از نظر ماهیت میدانی - توصیفی است. برای جمع‌آوری داده‌ها از اطلاعات تمامی شرکت‌های تملیک‌شده (معاملات بلوکی) در بورس اوراق بهادار تهران تا سال ۱۳۹۶ از سازمان بورس اوراق بهادار تهران^۱ جمع‌آوری شده و در نهایت تعداد ۱۹۸ معامله از شرکت‌های مختلف به‌طور تصادفی مورد بررسی قرار گرفته است. جمع‌آوری داده بر اساس ۱) اخذ اطلاعات معاملات عمده^۲ بالای ۵ درصد تا سال ۱۳۹۶ شرکت‌های تصاحب‌شده (معاملات بلوکی) در بورس اوراق بهادار تهران بوده است. شرکت بورس اوراق بهادار تهران معاملات بالای ۵ درصد را به عنوان معاملات بلوک دسته‌بندی و آن‌ها را در نماد ویژه (عمده) معامله می‌کند. به منظور جلوگیری از حذف معاملاتی که در چند بلوک ۵ درصدی معامله شده‌اند و به تغییر مدیریت اکثریت منجر شده‌اند، کلیه اطلاعات معاملات بالای ۵ درصد شرکت‌های تصاحب‌شده جمع‌آوری، بررسی و انتخاب شده است. ۲) تعیین شرکت‌هایی که معاملات آن‌ها به تغییر مالکیت عمده و مدیریت اداره‌کننده شرکت منجر شده است. به منظور جمع‌آوری اطلاعات دقیق تغییر مالکیت عمده و تغییر مدیریت اداره‌کننده، از گزارش مجامع شرکت‌های تصاحب‌شده استفاده شده است. ۳) استفاده از بانک اطلاعاتی موجود در بازار سرمایه اطلاعات و ارقام مربوط به متغیرهای پژوهش.

برای تحلیل این پژوهش، که دارای متغیر مستقل و کنترل و وابسته است، از رگرسیون سلسله‌مراتبی استفاده می‌شود، با بیان این‌که پنل‌های ۱ و ۲ متغیرهای کنترلی و پنل‌های ۳ و ۴ و ۵ متغیرهای مستقل و در آخر متغیر EPS و CAR به عنوان متغیرهای وابسته در نظر گرفته شده‌اند. همچنین، از SPSS23 برای تجزیه و تحلیل آمارهای توصیفی و استنباطی استفاده شده است. در تجزیه و تحلیل، شرکت‌ها به دو دسته کوچک و بزرگ تقسیم می‌شوند و در دو دسته Full

1. www.seo.ir

Control و Partial Control به صورت جداگانه مورد بررسی قرار می‌گیرند. آزمون تشخیص همخطی (همخطی چندگانه) نیز به منظور سنجش استقلال متغیرها صورت گرفته است.

متغیرهای مستقل

این متغیرها در قالب ۵ پنل مختلف در چارچوب مفهومی پژوهش آورده شده‌اند:

پنل ۱: مشخصه‌های معامله^۱

فراصنعی^۲: یک متغیر مجازی برای شرکت تصاحب‌کننده و تصاحب‌شونده است که طبق قرارداد دستاورد و اهداف هر دو شرکت را در یک صنعت نشان می‌دهد، که در غیر این صورت صفر در نظر گرفته می‌شود.

میزان مالکیت تصاحب‌شده به وسیله خریدار^۳: درصد مالکیت شرکت تصاحب‌شونده توسط شرکت تصاحب‌کننده است.

تجربیات در ادغام و تملیک^۴: عدد مورد نظر تعداد دفعات ادغام و تملیک انجام‌شده در بورس اوراق مشارکت برای شرکت خریداری‌شده است.

پنل ۲: مشخصه‌های تصاحب‌شونده^۵

مالکیت دولتی شرکت تصاحب‌شونده^۶: متغیر مورد نظر برای ارزشگذاری شرکت تصاحب‌شونده که سهامداران دولتی دارند، در نظر گرفته می‌شود.

اندازه شرکت^۷ تصاحب‌شونده: اندازه شرکت تصاحب‌شونده عبارت است از دارایی کل شرکت خریداری‌شده.

1. Deal Characteristics
2. Crossing-Industry
3. Equity Acquired
4. Experience
5. Acquired Characteristics
6. Acquired Government Ownership
7. Firm Size

پنل ۳: مشخصات شرکت تصاحب‌کننده - اطلاعات توصیفی شرکت^۱

سن شرکت در زمان خرید^۲: سن شرکت تصاحب‌کننده در زمان انجام ادغام و تملیک است. اندازه هیئت‌مدیره خریداران^۳: تعداد اعضای هیئت‌مدیره شرکت تصاحب‌کننده است. اندازه هیئت‌مدیره غیراجرایی خریداران^۴: تعداد مدیران غیراجرایی در هیئت‌مدیره شرکت تصاحب‌کننده است.

دارایی کل^۵: میزان دارایی کل شرکت تصاحب‌کننده است.

جریان نقدینگی شرکت^۶: جریان نقدینگی شرکت تصاحب‌کننده از فعالیت‌های اجرایش در کل دارایی‌هاست که به صورت وجوه نقد در ترازنامه بر کل دارایی‌های شرکت درج شده است. درآمد قبل از کسر مالیات^۷: در عملیات مالی، سود قبل از کسر مالیات و بهره است. معیاری است از سود شرکت که هزینه‌های بهره و مالیات را مستثنا می‌کند. درآمد عملیاتی حاصل تفریق عایدی عملیاتی و هزینه عملیاتی است. درآمد عملیاتی هم‌معنا با درآمد قبل از بهره و مالیات (EBIT) و سود عملیاتی در ترازنامه بکار برده می‌شود.

درآمد خالص^۸: اگر هزینه‌های عملیاتی و مالیات یک شرکت را در طول یک دوره زمانی مشخص، برای مثال یک سال مالی، از درآمدهای آن شرکت کسر نماییم، عدد به‌دست‌آمده نشانگر سود خالص آن شرکت است.

درآمد خالص بر کل درآمد^۹: نرخ بازگشت دارایی را در شرکت تصاحب‌کننده بیان می‌کند که در ترازنامه شرکت به صورت بازده دارایی‌ها بیان می‌شود. این متغیر مستقل می‌تواند کارآمدی سودآوری یک شرکت را نشان دهد (Lian et al., 2019).

درصد بدهی بر حقوق صاحبان سهام^{۱۰}: از نسبت‌های مالی است و یکی از مقیاس‌های اندازه‌گیری اهرم مالی شرکت است. این نسبت از طریق تقسیم کل بدهی‌های شرکت به حقوق صاحبان سهام به‌دست می‌آید که نشان می‌دهد، یک شرکت برای تأمین مالی دارایی‌هایش چه

1. Acquirer Characteristics — Firm Descriptive Information
2. Age at Acquisition
3. Acquirer Board Size
4. Non-Executive
5. Total Asset
6. Operating Cash Flow (OCF/TA)
7. EBITDA
8. Net Income
9. ROA (Net Income/Total Asset)
10. Debt as % of Equity

درصدی از حقوق صاحبان سهام و بدهی استفاده می‌کند.

Tobin's Q: از تقسیم کل ارزش بازار شرکت بر کل ارزش دفتری شرکت به دست می‌آید. چنانچه ارزش بازار شرکت بیش از دارایی‌های آن باشد، این شرکت توانسته به نحوی بهینه از دارایی‌های خود استفاده نماید. در این صورت، ارزش سهام بیش از ارزش فعلی آن است. در صورتی که ارزش بازار شرکت کم‌تر از ارزش دارایی‌های شرکت باشد، شرکت نتوانسته از دارایی‌های خود به صورت بهینه استفاده کند.

بازده حقوق صاحبان سهام^۱: از تقسیم سود خالص شرکت بر حقوق صاحبان سهام به دست می‌آید که در ترازنامه شرکت به صورت درصد بازده سرمایه بیان گردیده است.

پنل ۴: مشخصات تصاحب‌کنندگان - اطلاعات صاحبان شرکت^۲

مالکیت داخلی شرکت^۳: درصد مالکیت دارایی در شرکت مورد نظر را به وسیله مدیران، مجریان، و کارمندان داخلی شرکت بیان می‌کند.

تصاحب‌شده به وسیله سرمایه‌گذاران نهادی^۴: درصد مالکیت شرکت تصاحب‌شده را به وسیله سرمایه‌گذاران نهادی بیان می‌کند.

بزرگ‌ترین سرمایه‌گذار نهادی^۵: بالاترین درصد مالکیت شرکت تصاحب‌شده را در میان سرمایه‌گذاران نهادی بیان می‌کند.

سه سرمایه‌گذار نهادی بزرگ‌تر^۶: جمع درصد مالکیت سه شرکت با بالاترین درصدهای مالکیت شرکت تصاحب‌شده را در میان سرمایه‌گذاران نهادی بیان می‌کند.

پنل ۵: مشخصات تصاحب‌کنندگان - اطلاعات مدیرعامل / رییس^۷

دوره همکاری مدیرعامل با شرکت^۸: عدد مورد نظر سال‌های همکاری مدیرعامل را از زمان استخدام در شرکت تصاحب‌شونده تا زمان ادغام و تملیک بررسی شده نشان می‌دهد.

1. ROE
2. Acquirer Characteristics — Ownership Information
3. Ownership by Insiders
4. Institutional Investors
5. Largest Institutional Investors
6. Top Three Institutional Investors
7. Acquirer Characteristics — CEO/COB Information
8. CEO Years with the Company

عضویت مدیرعامل در هیئت‌مدیره^۱: متغیر مورد نظر به صورت باینری^۲ و منصب و درجه مدیرعامل شرکت خریدار در گروه هیئت‌مدیره شرکت تصاحب‌شونده است. اگر مدیرعامل رئیس هیئت‌مدیره بود، عدد یک را در نظر می‌گیریم، و در غیر این صورت، عدد صفر. سهم مالکیتی مدیرعامل^۳: درصد مالکیت دارایی در شرکت تصاحب‌شونده که به وسیله مدیرعامل یا خانواده او خریداری گردیده است.

دوشغله بودن^۴: متغیر مجازی در نظر می‌گیریم که برای مدیرعاملانی که مسئولیت رئیس هیئت‌مدیره را نیز به عهده دارند موظف، و در غیر این صورت غیرموظف تعریف می‌شود و به علت مجازی بودن متغیر، موظف بودن عدد یک و برای غیرموظف بودن عدد صفر را در نظر می‌گیریم.

متغیرهای وابسته

رشد بازده انباشته غیرنرمال (CAR)^۵: بازده انباشته غیرنرمال تفاوت بین نرخ بازده واقعی و مورد انتظار سهام است. CAR برای تعیین اثر رویدادهایی مانند پرونده‌های حقوقی یا خرید سهام در قیمت سهام مورد نظر استفاده می‌شود. همچنین، برای تعیین دقیق مدل قیمتگذاری دارایی در محاسبه بازده مورد انتظار، مفید است.

رشد سود هر سهم (EPS): یک متغیر وابسته است که به صورت میانگین EPS در سه سال متوالی محاسبه می‌گردد.

یافته‌های پژوهش

در این بخش، به توصیف اطلاعات مربوط به شرکت‌های مورد مطالعه در قالب میانگین و انحراف معیار پرداخته می‌شود. با توجه به جدول (۲)، فراوانی تمامی متغیرهای پنل ۱۹۸ شرکت است و متغیر فراصنعتی و به صورت باینری (صفر و یک) طبق تعریف متغیرهاست. میانگین فراصنعتی ۰/۶۷ و ۱۳۳ عدد از معامله‌ها در یک شرکت با صنعت یکسان و ۶۵ عدد از معامله‌ها با صنعت‌های مختلف است.

1. CEO Degree
2. Binary
3. CEO Ownership
4. Duality
5. Cumulative Abnormal Return

جدول ۲: پنل ۱ (مشخصه‌های معامله)

متغیر	فراوانی	کمینه	بیشینه	میانگین	انحراف معیار	واریانس
فراصنعتی	۱۹۸	۰	۱	۰/۶۷	۰/۴۷۱	۰/۲۲۲
تجربیات در ادغام	۱۹۸	۱	۲۲	۶/۱۰	۴/۹۰۵	۲۴/۰۶۱
میزان مالکیت تصاحب‌شده به وسیله خریداران	۱۹۸	۰/۱۳	۱	۰/۵۹۹۶	۰/۲۳۲۶۷	۰/۰۵۴

میانگین متغیر تجربیات در ادغام ۶/۱۰ است. بیش‌ترین تعداد تجربه یک شرکت در ادغام نیز ۲۲ مورد است، اما در شرکت‌ها به صورت مکرر ادغام و تملیک صورت نمی‌گیرد. زیرا در شالوده و اساس شرکت از هم‌گسیختگی ایجاد می‌شود و تداوم کار آن بدون ثبات مالکیتی و مدیریتی غیرممکن است. فراوانی شاخص تجربیات در ادغام بررسی شده است. بیش‌ترین فراوانی‌ها در بازه (۰ تا ۵) بوده است. از ۱۹۸ مورد بررسی شده ۵۲ مورد تنها یک مورد تجربه ادغام در شرکت داشته‌اند. میانگین متغیر میزان مالکیت تصاحب‌شده به وسیله خریداران ۰/۶۰ است، یعنی در ادغام و تملیک به صورت میانگین ۶۰ درصد مالکیت شرکت‌ها خریداری شده و بیش‌ترین میزان مالکیت تصاحب‌شده ۱۰۰ درصد کل شرکت و کم‌ترین میزان در معاملات ۱۳ درصد بوده است. در این پژوهش، مطابق تعاریف بیان شده، از میان معاملات تملیکی، معاملاتی که بالای ۵ درصد و بلوکی هستند، در نظر گرفته می‌شود. فراوانی شاخص میزان مالکیت تصاحب‌شده به وسیله خریداران بررسی شده است و در بازه ۴۰ درصد تا ۶۰ درصد مالکیت کلی شرکت بیش‌ترین فراوانی را داشته است. با توجه به جدول (۲)، فراوانی تمامی متغیرهای پنل ۱۹۸ شرکت است و میانگین مالکیت دولتی ۰/۰۳۱۳ و بیش‌ترین درصد مالکیت دولتی ۵۴ درصد است. اما در مورد این متغیر مشخص است که حدوداً ۸۰ درصد از این شرکت‌ها که ادغام و تملیک انجام داده‌اند، مالکیت دولتی ندارند و در ستون صفر قرار می‌گیرند. می‌توان نتیجه گرفت که در ادغام و تملیکات صورت‌گرفته در بورس اوراق بهادار تهران، مالکیت‌های دولتی فعالیت ندارند (جدول ۳).

جدول ۳: پنل ۲ (مشخصات شرکت تصاحب‌شونده)

متغیر	تعداد	کمینه	بیشینه	میانگین	انحراف معیار	واریانس
مالکیت دولتی	۱۹۸	۱	۰/۵۴	۰/۳۱۳	۰/۸۶۶۸	۰/۰۰۸
اندازه شرکت	۱۹۸	۸۲۸۸/۰۰	۷۶۵۲۹۱۷۸	۲۳۴۹۸۳۴/۴۷۵۳	۷۵۱۹۷۵۳/۱۶۸۸۳	۵۶۵۴۶۶۸۷۷۲۰۱۴۹/۵۳۰

میزان فراوانی مالکیت دولتی بررسی شده و درصد شرکت‌های خریداری شده به وسیله دولت به بازه‌های ۱ درصدی تقسیم شده‌اند و ۸۰ درصد از ۱۹۸ شرکت بررسی شده مالکیت دولتی ندارند.

جدول ۴: پنل ۳ (مشخصات تصاحب کننده - اطلاعات توصیفی شرکت)

متغیر	کمینه	بیشینه	میانگین	انحراف معیار	واریانس
سن در زمان خرید	۴	۶۶	۳۱/۲۷	۱۶/۸۵۶	۲۸۴/۱۲۶
اندازه هیئت مدیره خریداران	۴	۹	۵/۴۲	۰/۸۵۶	۰/۷۳۲
مدیران غیراجرایی	۱	۸	۴/۳۸	۰/۹۹۴	۰/۹۸۹
دارایی کل	۱۲۲۲۰۷	۴۲۱۷۴۴۱۵۵	۱۹۵۰۳۵۹۷/۷۹	۵۹۹۰۳۴۱۲/۳۷۲	۳۵۸۸۴۱۸۸۱۳
درآمد قبل از کسر مالیات	-۳۶/۱۳	۳۷۱/۴۷	۷۴/۴۲۷۶	۵۸/۶۹۸۷۵	۳۴۴۵/۵۴۳
درآمد خالص	-۶۵/۸۱	۶۸۵/۳۲	۹۰/۰۴۶۵	۱۰۸/۱۱۹۵۳	۱۱۶۸۹/۸۳۲
نرخ بازگشت دارایی	-۲۳/۲۹	۴۹/۸۸	۱۶/۸۸۶۵	۱۵/۰۰۸۱۸	۲۲۵/۲۴۵
نرخ بازگشت سرمایه صاحبان سهام	-۹۴/۰۵	۷۱۹/۴۲	۶۵/۰۶۱۴	۸۲/۹۱۶۵۳	۶۸۷۵/۱۵۰
نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام	-۸/۷۹	۱۰۹/۲۸	۲/۳۱۸۲	۸/۵۷۳۰۳	۷۳/۴۹۷
Tobin's Q	-۶/۶۴	۴۵۶/۵۱	۲۳/۲۱۵۵	۴۹/۸۲۵۰۸	۲۴۸۲/۵۳۹
جریان نقدینگی	۰۰/۰۰	۱/۸۰	۰/۰۲۶۳	۰/۱۲۸۱۳	۰/۰۱۶

مطابق با جدول (۴)، میانگین متغیر سن شرکت در زمان خرید ۳۱/۲۷ سال است و بیشترین فراوانی در سن ۲۵ سالگی شرکت‌هاست، زیرا بسیاری از شرکت‌ها در این سن نیاز به تغییرات و سرمایه‌گذاری مجدد پیدا می‌کنند. اندازه هیئت‌مدیره از چهار نفر پایین‌تر نیست و بالاترین تعداد آن نه نفر است، اما به‌طور معمول و عرفی تعداد اعضای هیئت‌مدیره پنج نفر است و بیشترین فراوانی داده شرکت‌ها تعداد پنج نفر در هیئت‌مدیره است. برای متغیر اندازه هیئت‌مدیره غیراجرایی، تعداد هیئت‌مدیره غیراجرایی از اعضای هیئت‌مدیره کم‌تر است و چون فراوانی پنج نفره در تعداد اعضای هیئت‌مدیره بالاتر از دیگر اعداد بود، از این‌رو فراوانی تعداد چهار نفر بیشترین میزان را در متغیر اندازه هیئت‌مدیره غیراجرایی داراست. میزان فراوانی دارایی کل از ۱۹۸ شرکت با نوسان زیاد است، اما بیشترین فراوانی مربوط به ۳۲۰ میلیون ریال با بازه‌های تقسیم بر ۱۰۰ میلیون ریال است.

جدول ۵: پنل ۴ (مشخصات مالکیتی تصاحب کننده)

متغیر	کمیته	بیشینه	میانگین	انحراف معیار	واریانس
مالکیت داخلی شرکت	۰/۰۰	۰/۷۳	۰/۱۵۷۹	۰/۱۳۹۹۶	۰/۰۲۰
مالکیت نهادی	۰/۰۰	۰/۸۰	۰/۱۱۷۶	۰/۱۷۲۲۶	۰/۰۳۰
بزرگ‌ترین سرمایه‌گذار نهادی	۰/۰۰	۷۳/۴۷	۱۱/۳۸۳۸	۱۷/۱۰۰۷۷	۲۹۲/۴۳۶
سه سرمایه‌گذار نهادی بزرگ‌تر	۰/۰۰	۶۵/۷۴	۸/۲۹۶۳	۱۲/۵۲۸۵۶	۱۵۶/۹۶۵

مطابق با جدول (۵)، این شرکت‌ها که ادغام و تملیک انجام داده‌اند، مالکیت داخلی در شرکت ندارند و در ستون صفر قرار می‌گیرند. مالکیت نهادی در شرکت‌ها در حال حاضر به جایگاه قدرتمندی نرسیده است و متأسفانه بسیاری از سرمایه‌گذاران در این حوزه سرمایه‌گذاری نمی‌کنند. از این‌رو، بیش‌ترین فراوانی داده‌ها مربوط به نبود مالکیت نهادی در شرکت‌هاست.

جدول ۶: پنل ۵ (مشخصات تصاحب کننده - اطلاعات مدیرعامل / رییس)

متغیر	کمیته	بیشینه	میانگین	انحراف معیار	واریانس
دوره همکاری با شرکت	۱	۱۵	۶/۲۰	۳/۱۴۰	۹/۸۵۷
عضویت در هیئت‌مدیره	۰	۱	۰/۳۶	۰/۴۸۱	۰/۲۳۱
سهم مالکیتی	۱۲/۲۸	۱۰۰/۰۰	۵۹/۹۵۷۱	۲۳/۲۶۷۳۰	۵۴۱/۳۶۷
دوشغله بودن	۰	۱	۰/۳۳	۰/۴۷۱	۰/۲۲۲

مطابق با جدول (۶)، به نظر می‌رسد شرکت‌هایی که دوره همکاری بیش‌تری دارند، تمایل بیش‌تری به ادغام و تملیک داشته‌اند. به‌طور کلی، مدیران عامل شرکت‌ها تمایل به عضویت در هیئت‌مدیره نیز دارند تا فرصت برای بیان نظرات خود قبل از تصویب قانونی در شرکت داشته باشند. از سوی دیگر، برخی نیز به دلیل ازدحام فعالیت‌ها چنین فرصتی ندارند و صرفاً به امور اجرایی رسیدگی می‌کنند. بنابراین، مدیران عامل بیش‌تر علاقه به عدم عضویت در هیئت‌مدیره داشته‌اند. متغیر دوشغله بودن در این پژوهش برای مدیرعاملانی تعریف شده است که علاوه بر وظیفه مدیرعاملی، وظیفه ریاست هیئت‌مدیره را نیز به عهده دارند و مطابق جدول (۷)، ۱۳۳ شرکت از ۱۹۸ شرکت انتخاب‌شده فقط وظیفه مدیرعاملی را به عهده گرفته و از شغل دوم سر باز زده‌اند.

جدول ۷: فراوانی‌ها

نام متغیر	بود یا نبود	فراوانی	درصد فراوانی
فراصنعی	۰	۶۵	۳۲/۸
	۱	۱۳۳	۶۷/۲
عضویت مدیرعامل در هیئت‌مدیره	۰	۱۲۷	۶۴/۱
	۱	۷۱	۳۵/۹
دوشغله	۰	۱۳۳	۶۷/۲
	۱	۶۵	۳۲/۸

جدول ۸: خلاصه مدل برای CAR

Durbin Watson	Chang Statistics				Adjusted R Square	R Square	R	Model	
	Sig. f change	Df2	Df1	F change					
	۰/۴۹۳	۱۹۴	۳	۰/۸۰۵	۰/۰۱۲	-۰/۰۰۳	۰/۱۱۱	۱	
	۱/۵۸۱	۰/۰۰۰	۱۷۸	۱۶	۳/۴۸۴	۰/۲۳۶	۰/۲۴۸	۰/۴۹۸	۲

جدول ۹: ANOVA

Sig.	F	مربع میانگین	df	جمع مربعات	مدل
۰/۴۹۳	۰/۸۰۵	۰/۸۰۷	۳	۲/۴۲۲	رگرسیون
۰/۰۰۰	۳/۰۸	۲/۵۷۰	۱۹	۴۸/۸۲۵	رگرسیون

با توجه به اطلاعات **جدول (۸)**، همان‌طور که مشاهده می‌شود، به دلیل $\text{Sig. F change} = 0.000$ و با توجه به اطلاعات **جدول (۹)**، به دلیل $\text{Sig. F change} = 0.000$ مدل ۲ و $F = 3.087$ مدل ۱ است، بنابراین فرض آماری H_0 را می‌توان نپذیرفت. به عبارت دیگر، بین متغیر وابسته و مستقل رابطه خطی وجود دارد و پاسخ پرسش اول با در نظر گرفتن کل متغیرها به عنوان متغیر مستقل و متغیر کنترلی پنل ۱ (مشخصات معامله تملیک) بر متغیر وابسته EPS Growth اثرگذار است.

با توجه به اطلاعات **جدول (۱۰)**، همان‌طور که مشاهده می‌شود، sig. متغیرهای نرخ بازده دارایی و نرخ بازگشت سرمایه صاحبان سهام در مدل ۲ زیر 0.05 است و معنادارند.

جدول ۱۰: ضرایب برای عملکرد بر اساس CAR

همخطی چندگانه		Sig.	t	ضرایب استاندارد		مدل
VIF	Tolerance			β		
		۰/۳۸۳	-۰/۱۷۵			ثابت
۱/۰۶۲	۰/۹۴۱	۰/۴۴۰	-۰/۱۷۴	-۰/۵۷		فراصنعتی
۱/۰۵۲	۰/۹۵۰	۰/۹۳۰	۰/۰۸۸	۰/۰۰۶		تجربیات در ادغام
۱/۱۱۶	۰/۸۹۶	۰/۱۴۲	۱/۴۷۴	۰/۱۱۱		میزان مالکیت تصاحب شده به وسیله خریدار
		۰/۹۵۸	۰/۰۵۳			ثابت
۱/۳۵۲	۰/۷۴۰	۰/۵۳۷	۰/۶۱۸	۰/۰۴۷		فراصنعتی
۱/۴۲۷	۰/۷۰۱	۰/۷۹۳	۰/۲۶۳	۰/۰۲۰		تجربیات در ادغام
۲/۲۲۰	۰/۴۵۰	۰/۳۹۶	۰/۸۵۰	۰/۰۸۲		میزان مالکیت تصاحب شده به وسیله خریدار
۱/۴۱۰	۰/۷۰۹	۰/۰۵۷	-۱/۹۱۷	-۰/۱۴۸		سن در زمان خرید
۵/۸۸۲	۰/۱۷۰	۰/۷۹۳	۰/۲۶۳	۰/۰۴۱		اندازه هیئت مدیره خریداران
۵/۲۹۴	۰/۱۸۹	۰/۴۳۳	-۰/۷۸۶	-۰/۱۱۷		اندازه هیئت مدیره غیر اجرایی خریداران
۱/۳۷۲	۰/۷۲۹	۰/۹۷۹	-۰/۲۷	-۰/۰۰۲		دارایی کل
۴/۰۸۸	۰/۲۴۵	۰/۲۶۵	-۱/۱۱۸	-۰/۱۴۷		درآمد قبل از کسر مالیات
۳/۶۱۳	۰/۲۷۷	۰/۸۶۰	۰/۱۷۶	۰/۰۲۲		درآمد خالص
۲/۰۲۱	۰/۴۹۵	۰/۰۰۲	۳/۰۸۶	۰/۲۸۵		نرخ بازده دارایی
۱/۷۱۰	۰/۵۸۵	۰/۰۳۳	۲/۱۴۷	۰/۱۸۲		نرخ بازگشت سرمایه صاحبان سهام
۱/۳۰۴	۰/۷۶۷	۰/۵۷۵	-۰/۵۶۲	-۰/۰۴۲		درصد بدهی بر حقوق صاحبان سهام
۱/۱۹۱	۰/۸۴۰	۰/۸۷۸	-۰/۱۵۴	-۰/۰۱۱		Tobin's Q
۱/۴۴۷	۰/۶۹۱	۰/۵۳۴	-۰/۶۲۳	-۰/۰۴۹		مالکیت داخلی شرکت
۵/۲۹۲	۰/۱۸۹	۰/۳۰۳	۱/۰۳۴	۰/۱۵۵		مالکیت سرمایه گذاران نهادی
۱/۳۸۲	۰/۷۲۴	۰/۳۹۵	-۰/۸۵۳	-۰/۰۶۵		دوره همکاری با شرکت
۱/۱۹۴	۰/۸۳۸	۰/۳۲۷	۰/۹۸۳	۰/۰۷۰		عضویت در هیئت مدیره
۱/۱۱۲	۰/۸۹۹	۰/۸۳۳	-۰/۲۱۱	-۰/۰۱۴		جریان نقدینگی شرکت
۵/۱۳۲	۰/۱۹۵	۰/۵۵۶	-۰/۵۹۰	-۰/۰۸۷		بزرگترین سرمایه گذار نهادی

جدول ۱۱: خلاصه مدل برای رشد سود هر سهم

Durbin Watson	Chang Statistics				Adjusted R Square	R Square	R	Model
	Sig. f change	Df2	Df1	F change				
	۰/۸۳۲	۱۹۶	۱	۰/۰۴۵	۰/۰۰۰	۰/۰۰۵	۰/۰۱۵	۱
۱/۵۸	۰/۰۰۰	۱۷۸	۱۸	۳/۵۹۶	۰/۲۶۷	۰/۱۸۹	۰/۲۶۷	۲

جدول ۱۲: ANOVA

مدل	جمع مربعات	df	مربع میانگین	F	.Sig
۱ رگرسیون	۵۳۴/۰۵۵	۱	۵۳۴/۰۵۵	۰/۰۴۵	۰/۸۳۲
۲ رگرسیون	۶۱۷۶۴۲/۲۶۵	۱۹	۳۲۵۰۷/۴۸۸	۳/۴۱۰	۰/۰۰۰

با توجه به اطلاعات جدول (۱۱)، به دلیل $\text{Sig. F change} = 0.000$ و با توجه به اطلاعات جدول (۱۲)، به دلیل $\text{Sig. F change} = 0.000$ مدل ۲ و $F = 3.410$ مدل ۲ است، بنابراین فرض آماری H_0 را می‌توان نپذیرفت. به عبارت دیگر، بین متغیر وابسته و مستقل رابطه خطی وجود دارد و پاسخ پرسش دوم با در نظر گرفتن عناصری چون پنل ۳ (مشخصات شرکت تصاحب‌کننده)، پنل ۴ (اطلاعات صاحبان شرکت‌ها)، و پنل ۵ (اطلاعات مدیرعامل) به عنوان متغیر مستقل و متغیر کنترلی پنل ۲ (مشخصات شرکت تصاحب‌شونده) بر متغیر وابسته EPS Growth اثرگذار است (جدول ۱۳).

جدول ۱۳: ضرایب

Sig.	t	ضرایب استاندارد β	مدل
۰/۰۰۰	۵/۲۷۹		ثابت
۰/۸۳۲	-۰/۲۱۳	-۰/۰۱۵	اندازه شرکت
۰/۳۶۹	۰/۹۰۰		ثابت
۰/۶۱۱	۰/۵۰۹	۰/۰۳۷	اندازه شرکت
۰/۰۷۵	-۱/۷۸۹	-۰/۱۳۵	سن در زمان خرید
۰/۷۷۶	۰/۲۸۵	۰/۰۴۴	اندازه هیئت‌مدیره خریداران
۰/۴۵۶	-۰/۷۴۶	-۰/۱۱۰	اندازه هیئت‌مدیره غیراجرایی خریداران
۰/۷۸۹	-۰/۲۶۹	-۰/۰۱۹	دارایی کل
۰/۳۱۶	-۱/۰۰۷۷	-۰/۱۲۸	درآمد قبل از کسر مالیات
۰/۹۵۳	-۰/۰۶۰	-۰/۰۰۷	درآمد خالص
۰/۰۰۱	۳/۲۵۳	۰/۲۹۸	نرخ بازگشت دارایی
۰/۰۴۶	۲/۰۰۷۷	۰/۱۶۷	نرخ بازگشت سرمایه صاحبان سهام
۰/۵۰۲	-۰/۶۷۳	-۰/۰۴۸	درصد بدهی بر حقوق صاحبان سهام
۰/۹۰۴	-۰/۱۲۰	-۰/۰۰۸	Tobin's Q
۰/۳۷۷	-۰/۸۸۵	-۰/۰۶۹	مالکیت داخلی شرکت
۰/۰۴۰	۲/۰۶۸	۰/۳۲۴	مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی
۰/۳۱۶	-۱/۰۰۵	-۰/۰۷۰	دوره همکاری با شرکت
۰/۲۶۲	۱/۱۲۶	۰/۰۷۹	عضویت در هیئت‌مدیره
۰/۸۱۶	۰/۲۳۴	۰/۰۲۳	سن در زمان خرید
۰/۱۶۰	۱/۴۱۱	۰/۰۹۷	دوشغله
۰/۷۳۲	-۰/۳۴۳	-۰/۰۲۳	جریان نقدینگی
۰/۰۶۹	-۱/۸۳۰	-۰/۲۹۴	سه سرمایه‌گذار نهادی بزرگ‌تر

جدول ۱۴: خلاصه مدل

Durbin Watson	Chang Statistics					Adjusted R Square	R Square	R	Model
	Sig. f change	Df2	Df1	F change	R Square change				
	۰/۴۹۳	۱۹۴	۳	۰/۸۰۵	۰/۰۱۲	-۰/۰۰۳	۰/۰۱۲	۰/۱۱۱	۱
۱/۵	۰/۰۰۰	۱۸۳	۱۱	۴/۷۵۵	۰/۲۲۰	۰/۱۷۳	۰/۲۳۲	۰/۴۸۲	۲

جدول ۱۵: ANOVA

مدل	جمع مربعات	df	مربع میانگین	F	Sig.
۱ رگرسیون	۲۸۴۵۳/۹۷۷	۳	۹۴۸۴/۶۵۹	۰/۸۰۵	۰/۴۹۳
۲ رگرسیون	۵۳۶۶۸۱/۷۶۶	۱۴	۳۸۳۳۴/۴۱۲	۳/۹۴۵	۰/۰۰۰

با توجه به اطلاعات جدول (۱۴)، به دلیل Sig. F change = 0.000 با توجه به اطلاعات جدول (۱۵)، به دلیل Sig. F change = 0.0 و F = 3.945 مدل ۲ است، بنابراین فرض آماری H_0 را می‌توان نپذیرفت. به عبارت دیگر، بین متغیر وابسته و مستقل رابطه خطی وجود دارد و پاسخ پرسش سوم با در نظر گرفتن عناصر پنل ۳ (مشخصات شرکت تصاحب‌کننده) به عنوان متغیر مستقل و متغیر کنترلی پنل ۱ (مشخصات معامله) بر متغیر وابسته EPS Growth اثرگذار است. با توجه به اطلاعات جدول (۱۶)، sig. متغیرهای نرخ بازده دارایی و نرخ بازگشت سرمایه صاحبان سهام و سن در زمان خرید در مدل ۲ زیر ۰/۰۵ است و معنادارند.

جدول ۱۶: ضرایب

مدل	ضرایب استاندارد	t	Sig.
	β		
۱	ثابت	۰/۷۲۴	۰/۴۷۰
	فرصت‌های	-۰/۰۵۷	۰/۴۴۰
	تجربیات در ادغام	۰/۰۰۶	۰/۹۳۰
	میزان مالکیت تصاحب‌شده به وسیله خریدار	۰/۱۱۱	۰/۱۴۲
۲	ثابت	۰/۸۳۹	۰/۴۰۲
	فرصت‌های	۰/۰۴۲	۰/۵۶۹
	تجربیات در ادغام	-۰/۰۰۷	۰/۹۲۴
	میزان مالکیت تصاحب‌شده به وسیله خریدار	۰/۰۷۹	۰/۲۸۷
	سن در زمان خرید	-۰/۱۵۵	۰/۰۴۴
	اندازه هیئت‌مدیره خریداران	۰/۰۲۴	۰/۸۷۸
	اندازه هیئت‌مدیره غیراجرایی خریداران	-۰/۱۱۲	۰/۴۴۶
	دارایی کل	-۰/۰۰۱	۰/۹۸۹
درآمد قبل از کسر مالیات	-۰/۱۰۳	۰/۴۱۷	
درآمد خالص	۰/۰۰۴	۰/۹۷۱	

ادامه جدول ۱۶: ضرایب

Sig.	t	ضرایب استاندارد		مدل
		β		
۰/۰۰۲	۳/۰۷۴	۰/۲۸۱		نرخ بازده دارایی
۰/۰۲۷	۲/۲۲۵	۰/۱۸۳		نرخ بازگشت سرمایه صاحبان سهام
۰/۶۳۱	-۰/۴۸۱	-۰/۰۳۴		۲ درصد بدهی بر حقوق صاحبان سهام
۰/۸۸۲	-۰/۱۴۸	-۰/۰۱۰		Tobin's Q
۰/۹۵۳	-۰/۰۵۹	-۰/۰۰۴		جریان نقدینگی

جدول ۱۷: خلاصه مدل

Durbin Watson	Sig. f change	Chang Statistics			Adjusted R Square	R Square	R	Model
		Df2	Df1	F change				
	۰/۸۳۲	۱۹۶	۱	۰/۰۴۵	۰/۰۰۰	-۰/۰۰۵	۰/۰۱۵	۱
	۱/۵	۰/۰۰۰	۱۸۵	۱۱	۴/۸۹۶	۰/۲۲۵	۰/۱۷۵	۲

جدول ۱۸: ANOVA

مدل	جمع مربعات	df	مربع میانگین	F	Sig.
۱ رگرسیون	۵۳۴/۰۵۵	۱	۵۳۴/۰۵۵	۰/۰۴۵	۰/۸۳۲
۲ رگرسیون	۵۲۲۳۱۶/۵۹۴	۱۲	۴۳۵۲۶/۳۸۳	۴/۴۹۲	۰/۰۰۰

با توجه به اطلاعات جدول (۱۷)، به دلیل $\text{Sig. F change} = 0.000$ و با توجه به اطلاعات جدول (۱۸)، به دلیل $\text{Sig. F change} = 0.000$ مدل ۲ و $F = 4.492$ مدل ۲ است، بنابراین فرض آماری H_0 را می‌توان نپذیرفت. به عبارت دیگر، بین متغیر وابسته و مستقل رابطه خطی وجود دارد و پاسخ پرسش چهارم با در نظر گرفتن عناصر پنل ۳ (مشخصات شرکت تصاحب کننده) به عنوان متغیر مستقل و متغیر کنترلی پنل ۲ (مشخصات شرکت تصاحب شونده) بر متغیر وابسته EPS Growth اثرگذار است. با توجه به اطلاعات جدول (۱۹)، Sig. متغیرهای نرخ بازده دارایی و نرخ بازگشت سرمایه صاحبان سهام و سن در زمان خرید در مدل ۲ زیر ۰/۰۵ است و معنادارند.

جدول ۱۹: ضرایب

مدل	ضرایب استاندارد		Sig.
	t	β	
۱	ثابت	۵/۲۷۹	۰/۰۰۰
	اندازه شرکت	-۰/۲۱۳	۰/۸۳۲
	ثابت	۱/۱۷۹	۰/۲۴۰
	اندازه شرکت	۰/۷۱۵	۰/۴۷۶
	سن در زمان خرید	-۰/۱۳۱	۰/۰۸۰
	اندازه هیئت مدیره خریداران	۰/۰۱۳	۰/۹۳۱
	اندازه هیئت مدیره غیراجرایی خریداران	-۰/۰۹۴	۰/۵۲۵
	دارایی کل	-۰/۰۱۰	۰/۸۸۵
۲	درآمد قبل از کسر مالیات	-۰/۰۸۷	۰/۴۸۲
	درآمد خالص	-۰/۰۲۹	۰/۸۰۴
	نرخ بازگشت دارایی	۰/۲۹۷	۰/۰۰۱
	نرخ بازگشت سرمایه صاحبان سهام	۰/۱۷۸	۰/۰۳۲
	درصد بدهی بر حقوق صاحبان سهام	-۰/۰۳۶	۰/۶۱۴
	Tobin's Q	-۰/۰۱۰	۰/۸۸۳
	جریان نقدینگی	-۰/۰۲۱	۰/۷۴۹

جدول ۲۰: خلاصه مدل

Durbin Watson	Chang Statistics				Adjusted R Square	R Square	R Model
	Sig. f change	Df2	Df1	F change			
	۰/۶۳۸	۱۹۳	۴	۰/۶۳۵	۰/۰۱۳	-۰/۰۰۷	۰/۱۱۴
۱	۰/۰۰۰	۱۸۲	۱۱	۴/۷۵۲	۰/۲۲۰	۰/۱۷۰	۰/۴۸۳

با توجه به اطلاعات جدول (۲۰)، به دلیل $\text{Sig. F change} = 0.000$ و با توجه به اطلاعات جدول (۲۱)، به دلیل $\text{Sig. F change} = 0.000$ مدل ۲ و $F = 3.690$ مدل ۱ است، بنابراین فرض آماری H_0 را می توان نپذیرفت. به عبارت دیگر، بین متغیر وابسته و مستقل رابطه خطی وجود دارد و پاسخ پرسش پنجم با در نظر گرفتن عناصر پنل ۳ (مشخصات شرکت تصاحب کننده) به عنوان متغیر مستقل و متغیر کنترلی پنل ۱ (مشخصات معامله) و پنل ۲ (مشخصات شرکت تصاحب شونده) بر متغیر وابسته EPS Growth اثر گذار است.

جدول ۲۱: نتایج ANOVA

مدل	جمع مربعات	df	مربع میانگین	F	Sig.
۱ رگرسیون	۳۰۰۶۴/۹۳۴	۴	۷۵۱۶/۲۳۴	۰/۶۳۵	۰/۶۳۸
۲ رگرسیون	۵۳۹۸۱۲/۴۳۹	۱۵	۳۵۹۸۷/۴۹۶	۳/۶۹۰	۰/۰۰۰

جدول ۲۲: ضرایب

مدل	ضرایب استاندارد β	t	Sig.
ثابت		۰/۷۲۴	۰/۴۷۰
اندازه شرکت	-۰/۰۲۷	-۰/۳۶۹	۰/۷۱۳
فرصت‌های	-۰/۰۵۶	-۰/۷۶۰	۰/۴۴۸
تجربیات در ادغام	۰/۰۰۵	۰/۰۷۱	۰/۹۴۳
میزان مالکیت تصاحب‌شده به وسیله خریدار	۰/۱۱۴	۱/۵۰۲	۰/۱۳۵
ثابت		۰/۹۳۷	۰/۳۵۰
اندازه شرکت	۰/۰۴۱	۰/۵۶۷	۰/۵۷۲
فرصت‌های	۰/۰۴۰	۰/۵۴۲	۰/۵۸۸
تجربیات در ادغام	-۰/۰۰۵	-۰/۰۶۶	۰/۹۴۷
میزان مالکیت تصاحب‌شده به وسیله خریدار	۰/۰۷۶	۱/۰۲۷	۰/۳۰۶
سن در زمان خرید	-۰/۱۵۲	-۱/۹۷۵	۰/۰۵۰
اندازه هیئت‌مدیره خریداران	۰/۰۱۱	۰/۰۶۸	۰/۹۴۶
اندازه هیئت‌مدیره غیراجرایی خریداران	-۰/۱۰۶	-۰/۷۱۸	۰/۴۷۴
دارایی کل	-۰/۰۰۵	-۰/۰۶۸	۰/۹۴۶
درآمد قبل از کسر مالیات	-۰/۱۱۳	-۰/۸۸۵	۰/۳۷۷
درآمد خالص	-۰/۰۰۳	-۰/۰۲۵	۰/۹۸۰
نرخ بازگشت دارایی	۰/۲۸۶	۳/۱۰۵	۰/۰۰۲
نرخ بازگشت سرمایه صاحبان سهام	۰/۱۸۱	۲/۱۹۵	۰/۰۲۹
درصد بدهی بر حقوق صاحبان سهام	-۰/۰۳۶	-۰/۵۰۸	۰/۶۱۲
Tobin's Q	-۰/۰۱۵	-۰/۲۲۰	۰/۸۲۶
جریان نقدینگی	-۰/۰۰۶	-۰/۰۹۳	۰/۹۲۶

جدول ۲۳: خلاصه مدل

Durbin Watson	Chang Statistics				Adjusted R Square	R Square	R	Model
	Sig. f change	Df2	Df1	F change				
	۰/۲۸۹	۱۹۳	۴	۱/۲۵۴	۰/۰۲۵	۰/۰۲۵	۰/۱۵۹	۱
۲/۰۴۰	۰/۰۰۰	۱۷۷	۱۶	۶/۵۱۴	۰/۳۶۱	۰/۳۱۷	۰/۶۲۲	۲

جدول ۲۴: ANOVA

مدل	جمع مربعات	df	مربع میانگین	F	Sig.
۱ رگرسیون	۱۰۵۱۰۸۱/۲۰۳	۴	۲۶۲۷۷۰/۳۰۱	۱/۲۵۴	۰/۲۸۹
۲ رگرسیون	۱۶۰۳۵۷۴۲/۶۴۱	۲۰	۸۰۱۷۸۷/۱۳۲	۵/۵۷۷	۰/۰۰۰

با توجه به اطلاعات جدول (۲۳)، به دلیل $\text{Sig. F change} = 0.000$ و با توجه به اطلاعات جدول (۲۴)، به دلیل $\text{Sig. F change} = 0.000$ و $F=5.577$ مدل ۲ است، بنابراین فرض آماری H_0 را می‌توان نپذیرفت. به عبارت دیگر، بین متغیر وابسته و مستقل رابطه خطی وجود دارد و پاسخ پرسش ششم با در نظر گرفتن کل پدل‌ها به عنوان متغیر مستقل و متغیر کنترلی پدل ۱ (مشخصات معامله) و پدل ۲ (مشخصات شرکت تصاحب‌شونده) بر متغیر وابسته EPS اثرگذار است. با توجه به اطلاعات جدول (۲۵)، متغیرهای نرخ بازده دارایی و نرخ بازگشت سرمایه صاحبان سهام و فرصتی و دارایی کل در مدل ۲ زیر ۰/۰۵ است و معنادارند.

جدول ۲۵: ضرایب

مدل	ضرایب استاندارد β	t	Sig.
ثابت		۰/۸۲۹	۰/۴۰۸
فرصتی	-۰/۰۰۶	-۰/۰۸۶	۰/۹۳۲
تجربیات در ادغام	۰/۰۳۵	۰/۴۷۵	۰/۶۳۵
میزان مالکیت تصاحب‌شده به وسیله خریدار	۰/۱۶۴	۲/۱۳۷	۰/۰۳۴
مالکیت دولتی	۰/۰۷۹	۱/۰۵۷	۰/۲۹۲

ادامه جدول ۲۵: ضرایب

Sig.	t	ضرایب استاندارد		مدل
		β		
۰/۰۳۶	۲/۱۱۷			ثابت
۰/۰۲۱	۲/۳۳۱	۰/۱۶۱		فراصنعتی
۰/۰۹۳۰	۰/۰۸۸	۰/۰۰۶		تجربیات در ادغام
۰/۸۴۹	۰/۱۹۱	۰/۰۱۸		میزان مالکیت تصاحب شده به وسیله خریدار
۰/۴۱۵	-۰/۸۱۸	-۰/۰۵۶		مالکیت دولتی
۰/۰۶۴	-۱/۸۶۳	-۰/۱۳۰		سن در زمان خرید
۰/۰۵۰	-۱/۹۷۰	-۰/۲۸۰		اندازه هیئت مدیره خریداران
۰/۲۸۶	۱/۰۷۱	۰/۱۴۴		اندازه هیئت مدیره غیراجرایی خریداران
۰/۰۲۸	۲/۲۱۵	۰/۱۵۴		دارایی کل
۰/۵۱۶	۰/۶۵۲	۰/۰۴۱		جریان نقدینگی
۰/۴۰۳	۰/۸۳۸	۰/۱۰۰		درآمد قبل از کسر مالیات
۰/۶۵۱	-۰/۴۵۳	-۰/۰۵۱		درآمد خالص
۰/۰۰۰	۵/۲۷۲	۰/۴۴۶		نرخ بازگشت دارایی
۰/۲۳۵	۱/۱۹۲	۰/۰۹۰		نرخ بازگشت سرمایه صاحبان سهام
۰/۱۹۲	-۱/۳۰۹	-۰/۰۸۶		درصد بدهی بر حقوق صاحبان سهام
۰/۲۴۹	-۱/۱۵۸	-۰/۰۷۴		Tobin's Q
۰/۹۸۴	۰/۰۲۰	۰/۰۰۱		مالکیت داخلی
۰/۹۱۰	-۰/۱۱۴	-۰/۰۰۹		مالکیت نهادی
۰/۶۰۳	-۰/۵۲۱	-۰/۰۳۶		دوره همکاری با شرکت
۰/۵۲۹	-۰/۶۳۱	-۰/۰۴۱		عضویت در هیئت مدیره
۰/۵۱۲	۰/۶۵۷	۰/۰۴۲		دوشغله بودن

۲

جدول ۲۶: خلاصه مدل

Durbin Watson	Chang Statistics				Adjusted R Square	R Square	R	Model	
	Sig. f change	df2	df1	F change					R Square change
	۰/۱۳۶	۱۰۳	۴	۱/۷۹۱	۰/۰۶۵	۰/۰۲۹	۰/۰۶۵	۰/۲۵۵	۱
۱/۸۵۱	۰/۰۰۰	۸۷	۱۶	۴/۴۸۲	۰/۴۲۲	۰/۳۷۰	۰/۴۸۷	۰/۶۹۸	۲

جدول ۲۷: ANOVA

مدل	جمع مربعات	df	مربع میانگین	F	Sig.
۱ رگرسیون	۱۷/۷۹۶	۴	۴/۴۴۹	۱/۷۹۱	۰/۱۳۶
۲ رگرسیون	۱۳۳/۴۰۸	۲۰	۶/۶۷۰	۴/۱۳۷	۰/۰۰۰

با توجه به اطلاعات جدول (۲۶)، به دلیل $\text{Sig. F change} = 0.000$ و با توجه به اطلاعات جدول (۲۷)، به دلیل $\text{Sig. F change} = 0.000$ مدل ۲ و $F=4.137$ مدل ۲ است، بنابراین فرض آماری H_0 را می‌توان نپذیرفت. به عبارت دیگر، بین متغیر وابسته و مستقل رابطه خطی وجود دارد و پاسخ پرسش ششم با در نظر گرفتن کل پنل‌ها به عنوان متغیر مستقل و متغیر کنترلی پنل ۱ (مشخصات معامله) و پنل ۲ (مشخصات شرکت تصاحب‌شونده) بر متغیر وابسته EPS اثرگذار است. با توجه به اطلاعات جدول (۲۸)، متغیرهای نرخ بازده دارایی و نرخ بازده سرمایه صاحبان سهام و سن در زمان خرید و مالکیت نهادی و میزان مالکیت تصاحب‌شده به وسیله خریدار و اندازه هیئت‌مدیره خریداران و اندازه هیئت‌مدیره غیراجرایی خریداران در مدل ۲ زیر 0.05 است و معنادارند.

جدول ۲۸: ضرایب

مدل	ضرایب استاندارد	t	Sig.
	β		
ثابت		-۶/۳۳۵	۰/۰۰۰
فراصنعی	-۰/۲۳۴	-۲/۳۱۷	۰/۰۲۳
تجربیات در ادغام	۰/۰۱۱	۰/۱۱۳	۰/۹۱۰
میزان مالکیت تصاحب‌شده به وسیله خریدار	۰/۱۵۰	۱/۴۵۵	۰/۱۴۹
مالکیت دولتی	۰/۰۴۹	۰/۴۹۱	۰/۶۲۵

ادامه جدول ۲۸: ضرایب

Sig.	t	ضرایب استاندارد β	مدل
۰/۵۹۰	۰/۵۴۲		ثابت
۰/۹۰۵	۰/۱۲۰	۰/۰۱۱	فراصنعتی
۰/۱۲۳	۱/۵۵۹	۰/۱۴۳	تجربیات در ادغام
۰/۰۱۴	۲/۵۰۹	۰/۳۵۸	میزان مالکیت تصاحب شده به وسیله خریدار
۰/۲۱۴	۱/۲۵۱	۰/۱۲۱	مالکیت دولتی
۰/۰۴۵	-۲/۰۳۴	-۰/۲۲۲	سن در زمان خرید
۰/۰۰۰	-۴/۶۴۴	-۰/۷۳۱	اندازه هیئت مدیره خریداران
۰/۰۲۹	۲/۲۲۷	۰/۳۷۴	اندازه هیئت مدیره غیراجرایی خریداران
۰/۶۴۵	۰/۴۶۲	۰/۰۴۴	دارایی کل
۰/۱۸۹	۰/۱۲۸	۰/۰۱۳	جریان نقدینگی
۰/۰۵۴	-۱/۹۵۶	-۰/۶۰۴	درآمد قبل از کسر مالیات
۰/۳۳۰	۰/۹۷۹	۰/۳۰۱	درآمد خالص
۰/۰۱۴	۲/۵۱۶	۰/۳۶۳	نرخ بازگشت دارایی
۰/۱۸۱	۰/۲۴۰	۰/۰۳۲	نرخ بازگشت سرمایه صاحبان سهام
۰/۲۸۵	-۱/۰۷۵	-۰/۰۹۵	درصد بدهی بر حقوق صاحبان سهام
۰/۷۸۹	-۰/۲۶۸	-۰/۰۳۱	Tobin's Q
۰/۳۴۹	۰/۹۴۲	۰/۱۰۰	مالکیت داخلی
۰/۰۳۷	۲/۱۱۳	۰/۲۳۷	مالکیت نهادی
۰/۵۰۲	-۰/۶۷۴	-۰/۰۶۴	دوره همکاری با شرکت
۰/۶۹۷	۰/۳۹۰	۰/۰۳۳	عضویت در هیئت مدیره
۰/۹۱۴	۰/۱۰۸	۰/۰۰۹	دوشغله بودن

مدل نهایی پژوهش بر اساس نتایج تحلیل در شکل (۲) نمایش داده می شود.



شکل ۲: مدل نهایی بر اساس نتایج تحلیل

بحث و نتیجه‌گیری

نتایج نشان می‌دهد که مشخصات شرکت تصاحب‌کننده، مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی، نرخ بازگشت دارایی‌ها، و نرخ بازده سرمایه‌گذاران سهام بر رشد سود هر سهم (EPS) اثر دارد. در کنار آن، سن شرکت تصاحب‌شده در زمان خرید و همچنین حجم دارایی کل شرکت و فراصنعتی بودن یک شرکت نیز بر عملکرد شرکت‌های ادغام و تملیک شده اثر دارند.

همچنین، نتایج نشان می‌دهد که مالکیت نهادی و میزان مالکیت تصاحب‌شده به وسیله خریدار و اندازه هیئت‌مدیره خریداران و اندازه هیئت‌مدیره غیراجرایی خریداران، و همچنین سن در زمان خرید اثر معناداری بر رشد بازده انباشته غیرنرمال (CAR) به عنوان معیاری از عملکرد شرکت‌های ادغام و تملیک‌شده دارد. همچنین، ارتباط معنادار قوی بین نرخ بازگشت دارایی و نرخ بازده حقوق صاحبان سهام با عملکرد شرکت‌های ادغام و تملیک‌شده وجود دارد که نشان‌دهنده ارزش بالای اطلاعات مالی شرکت‌ها هنگام انجام ادغام و تملیک است. از این‌رو، بررسی ترازنامه‌های شرکت در زمان ادغام

و تملیک ضروری است و نسبت‌های مالی دو شرکت بازگویی توان انجام یا عدم انجام معامله است. در ضمن، سن شرکت که نماد تجربه شرکت‌هاست، در زمان اقدام به خرید یا ادغام شرکت‌ها نیز یک متغیر اثرگذار و معنادار است که توجه به آن موجب بالاتر رفتن کارکرد ادغام می‌شود. به این صورت که شرکت‌هایی که به‌طور میانگین ۲۵ سال سن داشته‌اند، موقعیت ادغام موفق‌تری را نیز تجربه کرده‌اند. اندازه هیئت‌مدیره خریداران و اندازه هیئت‌مدیره غیراجرایی خریداران نیز رابطه معناداری با عملکرد ادغام و تملیک در پژوهش دارد و اهمیت وجود یک تیم هیئت‌مدیره قدرتمند را در شرکت نشان می‌دهد. در نهایت، ویژگی‌های فراصنعتی بودن و حجم مناسب دارایی کل نیز اثر مثبتی بر عملکرد ادغام و تملیک دارد و بهبود عملکرد ادغام و تملیک شرکت‌ها مستلزم توجه به این شاخص‌ها در زمان انجام آن است. ادغام و تملیک شرکت‌ها بدون توجه و بررسی دقیق اطلاعات شرکت مورد نظر امکان‌پذیر نیست. در زمان تصمیم برای انجام ادغام در اولین مرحله باید ترازنامه شرکت‌های مورد نظر بررسی گردد. بررسی شاخص‌های عملکردی و وضعیت سرمایه‌گذاری شرکت‌ها می‌تواند تصویر روشنی از کارایی سیاست‌های ایجاد سود مدیریت شرکت در اختیار تحلیلگران و شرکت‌های داوطلب برای تصاحب قرار دهد. برای مثال، اگر نرخ بازده دارایی یک شرکت قابل قبول و سطح بدهی‌ها معقول باشد، چشمگیر بودن میزان نرخ بازگشت سرمایه صاحبان سهام نشانه‌ای خوب از این است که مدیریت از محل پولی که سهامداران برای خرید سهام پرداخته‌اند، سود مناسبی ایجاد می‌کند. از طرف دیگر، اگر نرخ بازده دارایی اندک و شرکت بدهی زیادی دارد، بالا بودن نرخ بازگشت سرمایه صاحبان سهام، ممکن است سرمایه‌گذاران را در مورد سوددهی شرکت دچار اشتباه کند. با توجه به نتایج به‌دست‌آمده، بهتر است وقتی شرکت در یک صنعت فعالیت دارد، برای ادغام و تملیک شرکتی با صنعت مشابه را انتخاب نماید، زیرا عملکرد ادغام و تملیک با متغیر فراصنعتی رابطه مستقیم دارد و نتیجه مثبت‌تری خواهد داشت. انگیزه شخصی مدیران به عنوان عامل اساسی برای ادغام‌ها، نمونه دیگری از مسئله نمایندگی است. البته این که مدیران به افزایش اندازه شرکت یا حقوق بالاتر با رشد شرکت از طریق ادغام علاقه دارند، هیچ اشکالی وجود ندارد، با این شرط که ادغام از دیدگاه سهامداران هم صرفه اقتصادی داشته باشد. برخی دعاوی حقوقی علیه مدیران به این دلیل است که مدیران قیمت زیادی را برای شرکت‌های تصاحب‌شونده پرداخته‌اند و با این کار باعث رقیق شدن ثروت سهامداران شده‌اند.

اوهلنبروک و کاسترو^۱ (۱۹۹۸؛ ۲۰۰۰)، پیشنهاد می‌کنند که به سه دلیل، خرید شرکت‌های دولتی (SOE)^۲ در جریان خصوصی‌سازی در اقتصادهای در حال گذار کاملاً متفاوت با خرید

1. Uhlenbruck & Castro
2. State-Owned Enterprises

در بازارهای پیشرفته غربی کار می‌کند. اولاً، SOEها در اقتصادهای سوسیالیستی سابق از نظر مدیریت، کنترل و مشوق‌های تشویقی اساساً متفاوت بوده‌اند (Peng, 2003; Stan et al., 2014). ثانیاً، بهره‌وری کلی این شرکت‌ها اغلب بسیار کم است و ممکن است به بازسازی و تحول رهبری در مقیاس بزرگ احتیاج داشته باشند. سرانجام، مداخله دولت در این معامله می‌تواند گسترده باشد. دولت‌ها در اقتصادهای در حال گذار می‌توانند اهداف سیاسی خود را داشته باشند که لزوماً با منافع مالکان همخوانی ندارد. از یک طرف، دولت ممکن است بخشی از مالکیت SOE خصوصی‌شده را حفظ کند یا محدودیت‌های اضافی را برای شرکت متصرف اعمال کند، مانند حفظ سطح شغلی خاص (Uhlenbruck & Castro, 2000). از طرف دیگر، دولت در واقع می‌تواند به‌طور مستقیم از این تصاحب حمایت کند و به سرمایه‌گذار خارجی درجه خاصی از رفتارهای ترجیحی، مانند تخفیف‌های مالیاتی را اعطا کند. بنابراین، شرایط مشخص‌شده توسط دولت بخش مهمی از معامله خرید است (Uhlenbruck & Castro, 1998).

ادغام می‌تواند در صنعت خودروسازی، داروسازی، و فولاد و سایر صنایع برحسب تحلیل راهبردی مربوطه به منظور رعایت کفایت سرمایه به منظور بهبود توانگری مالی و مشارکت شرکت‌های تامین سرمایه به صورت کاملاً اختصاصی و بدون ثبت نزد سازمان صورت گیرد و طرح‌های نیمه‌تمام دولتی به سازمان‌های خصوصی واگذار گردد. همچنین، پیشنهاد می‌شود که سرمایه‌گذاری نهادی خارجی می‌تواند به عنوان یک تسهیل‌کننده برای کاهش هزینه‌های معاملات و اطلاعات نامتقارن در بازار بین‌المللی عمل کند. به علاوه، تمرکز بالاتر از سهامداران نهادی خارجی احتمال کلی فرض کنترل کامل تصاحب‌کنندگان را افزایش می‌دهد و ارتباط مثبتی با اندازه معامله در ادغام و تملیک دارد (Ferreira et al., 2010).

یافته‌ها نشان می‌دهند که بزرگ‌ترین سرمایه‌گذاران نهادی مخالف مشارکت در ادغام و تملیک‌های بزرگ هستند. زیرا ادغام و تملیک‌های بزرگ‌تر بخش بیش‌تری از منابع را برای تصاحب‌کنندگان ایجاد می‌کند و می‌تواند به صورت بالقوه پویایی حاکمیت شرکت موجود را منحرف کند و بر اعمال آن‌ها اثر بگذارد. همچنین، در کنار هر سه طبقه‌بندی افق سرمایه‌گذاران نهادی (کوتاه‌مدت، میان‌مدت، بلندمدت)، یک رابطه منفی با احتمالات کلی از ادغام و تملیک فرامرزی وجود دارد.

ساختار مدیرعامل دوشغله شرکت اثر مثبتی بر عملکرد ادغام و تملیک دارد. به‌ویژه با توجه به نظریه مباشرت، شرکت‌هایی با مدیرعامل دوشغله به وسیله بازارهای بزرگ نتیجه بهتری در تصاحب به‌دست می‌آورند و سهامداران شرکت به‌طور قابل توجهی بازده غیرنرمال بالاتری نسبت

به شرکت‌های بدون مدیرعامل دوشغله به دست آورده‌اند. آن‌ها همچنین شواهدی ارائه کرده‌اند که مدیرعامل دوشغله اثر مثبتی بر رشد درآمد بعد از ادغام و تملیک داشته است.

در کشورهایی که خطر واگذاری بر اساس ضعف ساختار بسیار بالاست و مدیرعامل زیر فشار نظارت سیاسی و نهادی است، شاید مدیرعامل انگیزه کمتری برای ایجاد فرصت‌ها و ادغام و تملیک به وسیله خودش در هزینه کردن برای سهامداران داشته باشد. در واقع، دوگانگی شغلی مدیرعامل ممکن است در شرایط کمبود منابع رهبری و در طول انتقال نهادی که بسیار مستعد نفوذ سیاسی - اجتماعی در تجارت هستند، سودمند باشد (Peng, 2003). تخصص، تجربه و شبکه‌های انباشته، اعم از تجاری و سیاسی مدیرعامل، دانش تخصصی بی‌نظیری در مورد چالش‌های راهبردی و فرصت‌های پیش‌روی شرکت است (Brickley et al., 1997). هنگامی که نامزدهای مدیریت ارشد در شرایط منابع کمیاب قرار می‌گیرند، ساختار دوگانگی مدیرعامل همراه با یک رژیم نظارت دقیق به شرکت کمک می‌کند تا از مهارت‌های موجود در زمینه رهبری استفاده کند، که مزایای آن بیش از هزینه‌های بالقوه نمایندگی دوگانگی مدیرعامل است. یافته‌ها نشان می‌دهند که عوامل نهادی باید در پژوهش‌های مربوط به حاکمیت شرکتی و عملکرد ادغام و تملیک گنجانده شوند.

ادغام و تملیک یک شمشیر دولبه است (Zhang et al., 2018). هنگامی که شرکت‌ها راهبردهایی را برای ادغام و تملیک می‌سازند، آن‌ها باید منابع موجود خود را کاملاً در نظر بگیرند. شرکت‌ها پیش از انجام ادغام یا تملیک، باید شرکت تصاحب‌شونده را ارزیابی کنند. پس از ادغام یا تملیک، شرکت‌ها باید منابع خود را ترکیب و بازسازی نمایند. بر پایه دستاوردهای پژوهش حاضر، برای پژوهشگران این حوزه توصیه می‌شود که عملکرد ادغام و تملیک را در دوره‌های بلندمدت نسبت به یک سال و با توجه به سایر شاخص‌های عملکردی، به‌ویژه معیارهای کیفی، و همچنین ابعاد فرهنگی و منابع انسانی و توسعه بین‌المللی با استفاده از سایر روش‌های تحلیلی مانند رگرسیون لجستیک با روش پروبیت مورد مطالعه قرار گیرد.

منابع

الف) انگلیسی

Abzari, M., Samadiu, S., & Teimouri, H. (2009). Studying the Effective Factors on Investing in Common-Share in Stock Exchange (Case Study: Isfahan Regional Stock Exchange). *Iran's Economic Essays*, 5(10), 137-

162. http://iee.rihu.ac.ir/article_285.html
- Albuquerque, R., Brandão-Marques, L., Ferreira, M. A., & Matos, P. (2019). International Corporate Governance Spillovers: Evidence from Cross-Border Mergers and Acquisitions. *The Review of Financial Studies*, 32(2), 738-770. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhy053>
- Andriosopoulos, D., & Yang, S. (2015). The Impact of Institutional Investors on Mergers and Acquisitions in the United Kingdom. *Journal of Banking & Finance*, 50(1), 547-561. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2014.06.004>
- Arefi, A. (2010). Economic Value Added (EVA) in Target Companies of Tehran Stock Exchange (TSE). *Accounting and Auditing Review*, 17(1), 47-62. https://acctgrev.ut.ac.ir/article_21029.html
- Aybar, B., & Ficici, A. (2009). Cross-Border Acquisitions and Firm Value: An Analysis of Emerging-Market Multinationals. *Journal of International Business Studies*, 40(8), 1317-1338. <https://doi.org/10.1057/jibs.2009.15>
- Barney, J. (1991). Firm Resources and Sustained Competitive Advantage. *Journal of Management*, 17(1), 99-120. <https://doi.org/10.1177/014920639101700108>
- Barney, J. B., & Hesterly, W. S. (2008). *Strategic Management and Competitive Advantages*: Pearson Prentice Hall.
- Barney, J. B., Della Corte, V., Sciarelli, M., & Arikan, A. (2012). The Role of Resource-Based Theory in Strategic Management Studies: Managerial implications and Hints for Research. *Handbook of Research on Competitive Strategy*, 109-146. <https://doi.org/10.4337/9780857938688.00013>
- Bertrand, O., & Betschinger, M.-A. (2012). Performance of Domestic and Cross-Border Acquisitions: Empirical Evidence from Russian Acquirers. *Journal of Comparative Economics*, 40(3), 413-437. <https://doi.org/10.1016/j.jce.2011.11.003>
- Bhagat, S., Malhotra, S., & Zhu, P. (2011). Emerging Country Cross-Border Acquisitions: Characteristics, Acquirer Returns and Cross-Sectional Determinants. *Emerging Markets Review*, 12(3), 250-271. <https://doi.org/10.1016/j.ememar.2011.04.001>
- Borochin, P., & Cu, W. H. (2018). Alternative Corporate Governance: Domestic Media Coverage of Mergers and Acquisitions in China. *Journal of Banking & Finance*, 87(1), 1-25. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2017.08.020>
- Boyd, B. K. (1995). CEO Duality and Firm Performance: A Contingency Model. *Strategic Management Journal*, 16(4), 301-312. <https://doi.org/10.1002/smj.4250160404>
- Brickley, J. A., Coles, J. L., & Jarrell, G. (1997). Leadership Structure: Separating the CEO and Chairman of the Board. *Journal of Corporate Finance*, 3(3), 189-220. [https://doi.org/10.1016/S0929-1199\(96\)00013-2](https://doi.org/10.1016/S0929-1199(96)00013-2)

- Bruner, R. F. (2004). *Applied Mergers and Acquisitions* (Vol. 173): John Wiley & Sons.
- Changqi, W., & Ningling, X. (2010). Determinants of Cross-Border Merger & Acquisition Performance of Chinese Enterprises. *Procedia-Social and Behavioral Sciences*, 2(5), 6896-6905. <https://doi.org/10.1016/j.sbspro.2010.05.040>
- Chen, L.-Y., Lai, J.-H., & Chen, C. R. (2015). Multiple Directorships and the Performance of Mergers & Acquisitions. *The North American Journal of Economics and Finance*, 33(1), 178-198. <https://doi.org/10.1016/j.najef.2015.04.004>
- Chen, Y. Y., & Young, M. N. (2010). Cross-Border Mergers and Acquisitions by Chinese Listed Companies: A Principal-Principal Perspective. *Asia Pacific Journal of Management*, 27(3), 523-539. <https://doi.org/10.1007/s10490-009-9150-7>
- Cherian, J., Safdar Sial, M., Tran, D. K., Hwang, J., Khanh, T. H. T., & Ahmed, M. (2020). The Strength of CEOs' Influence on CSR in Chinese Listed Companies. New Insights from an Agency Theory Perspective. *Sustainability*, 12(6), 2190. <https://doi.org/10.3390/su12062190>
- Christensen, J., Kent, P., Routledge, J., & Stewart, J. (2015). Do Corporate Governance Recommendations Improve the Performance and Accountability of Small Listed Companies? *Accounting & Finance*, 55(1), 133-164. <https://doi.org/10.1111/acfi.12055>
- Du, K., & Sim, N. (2016). Mergers, Acquisitions, and Bank Efficiency: Cross-Country Evidence from Emerging Markets. *Research in International Business and Finance*, 36(1), 499-510. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2015.10.005>
- Dutordoir, M., Roosenboom, P., & Vasconcelos, M. (2014). Synergy Disclosures in Mergers and Acquisitions. *International Review of Financial Analysis*, 31(1), 88-100. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2013.09.005>
- Dyck, A., Morse, A., & Zingales, L. (2010). Who Blows the Whistle on Corporate Fraud? *The Journal of Finance*, 65(6), 2213-2253. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2010.01614.x>
- Dyck, A., Volchkova, N., & Zingales, L. (2008). The Corporate Governance Role of the Media: Evidence from Russia. *The Journal of Finance*, 63(3), 1093-1135. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2008.01353.x>
- Fan, J. P., Wong, T. J., & Zhang, T. (2007). Politically Connected CEOs, Corporate Governance, and Post-IPO Performance of China's Newly Partially Privatized Firms. *Journal of Financial Economics*, 84(2), 330-357. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2006.03.008>
- Ferreira, M. A., Massa, M., & Matos, P. (2010). Shareholders at the Gate? Institutional Investors and Cross-Border Mergers and Acquisitions. *The Review of Financial Studies*, 23(2), 601-644. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhp070>

- Gentzkow, M., & Shapiro, J. M. (2006). Media Bias and Reputation. *Journal of Political Economy*, 114(2), 280-316. <https://doi.org/10.1086/499414>
- Gentzkow, M., & Shapiro, J. M. (2008). Competition and Truth in the Market for News. *Journal of Economic Perspectives*, 22(2), 133-154. <https://doi.org/10.1257/jep.22.2.133>
- Groseclose, T., & Milyo, J. (2005). A Measure of Media Bias. *The Quarterly Journal of Economics*, 120(4), 1191-1237. <https://doi.org/10.1162/003355305775097542>
- Haleblian, J., & Finkelstein, S. (1999). The Influence of Organizational Acquisition Experience on Acquisition Performance: A Behavioral Learning Perspective. *Administrative Science Quarterly*, 44(1), 29-56. <https://doi.org/10.2307/2667030>
- Haleblian, J., Devers, C. E., McNamara, G., Carpenter, M. A., & Davison, R. B. (2009). Taking Stock of What We Know About Mergers and Acquisitions: A Review and Research Agenda. *Journal of Management*, 35(3), 469-502. <https://doi.org/10.1177/0149206308330554>
- Henningson, S., Yetton, P. W., & Wynne, P. J. (2018). A Review of Information System Integration in Mergers and Acquisitions. *Journal of Information Technology*, 33(4), 255-303. <https://doi.org/10.1057/s41265-017-0051-9>
- Hernandez, M. (2008). Promoting Stewardship Behavior in Organizations: A Leadership Model. *Journal of Business Ethics*, 80(1), 121-128. <https://doi.org/10.1007/s10551-007-9440-2>
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)
- Kansal, S., & Chandani, A. (2014). Effective Management of Change During Merger and Acquisition. *Procedia Economics and Finance*, 11(1), 208-217. [https://doi.org/10.1016/S2212-5671\(14\)00189-0](https://doi.org/10.1016/S2212-5671(14)00189-0)
- Koi-Akrofi, G. Y. (2016). Mergers and Acquisitions Failure Rates and Perspectives on Why They Fail. *International Journal of Innovation and Applied Studies*, 17(1), 150-158.
- Lebedev, S., Peng, M. W., Xie, E., & Stevens, C. E. (2015). Mergers and Acquisitions in and Out of Emerging Economies. *Journal of World Business*, 50(4), 651-662. <https://doi.org/10.1016/j.jwb.2014.09.003>
- Li, C., & Yang, L. (2020). Import to Invest: Impact of Cultural Goods on Cross-Border Mergers and Acquisitions. *Economic Modelling*, 93(1), 354-364. <https://doi.org/10.1016/j.econmod.2020.08.014>
- Lian, Y.-M., Wei, C.-Y., Wu, J.-B., & Tong, A.-G. (2019). Analyzing the Relationship between Corporate Social Responsibility and Financial Performance. *International Research Journal of Applied Finance*, 10(1), 43-54.

- Madison, K. J. (2014). Agency Theory and Stewardship Theory Integrated, Expanded, and Bounded by Context: An Empirical Investigation of Structure, Behavior, and Performance within Family Firms. (Doctor of Philosophy). University of Tennessee. https://trace.tennessee.edu/utk_graddiss/2711
- Meyer, K. E., & Thaijongrak, O. (2013). The Dynamics of Emerging Economy MNEs: How the Internationalization Process Model Can Guide Future Research. *Asia Pacific Journal of Management*, 30(4), 1125-1153. <https://doi.org/10.1007/s10490-012-9313-9>
- Nhung, N. T., & Vân Anh, T. T. (2019). Has Merger and Acquisition been Considered as a Method of Dealing With Weak Banks? Evidence from the Third Bank Restructuring Process in Vietnam. *Banks and Bank Systems*, 14(1), 55-64. [https://doi.org/10.21511/bbs.14\(1\).2019.17](https://doi.org/10.21511/bbs.14(1).2019.17)
- Peng, M. (2003). 'Institutional Transitions and Institutional Choices. *Academy of Management Review*, 28(2), 275-296. <https://doi.org/10.5465/amr.2003.9416341>
- Pham, D., & Pham, Q. (2020). The Impact of CEO Duality on Firm Performance: Examining the Life-Cycle Theory in Vietnam. *Accounting*, 6(5), 737-747. <https://doi.org/10.5267/j.ac.2020.6.010>
- Pham, N., Oh, K., & Pech, R. (2015). Mergers and Acquisitions: CEO Duality, Operating Performance and Stock Returns in Vietnam. *Pacific-Basin Finance Journal*, 35(1), 298-316. <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2015.01.007>
- Piosik, A., & Genge, E. (2020). Earnings Management Prior to Mergers and Acquisitions: The Role of Acquirers' Ownership Structures. Evidence from Poland. *Procedia Computer Science*, 176(1), 1299-1311. <https://doi.org/10.1016/j.procs.2020.09.139>
- Rossi, S., & Volpin, P. (2007). The Governance Motive in Cross-Border Mergers and Acquisitions. In *Corporate Governance and Regulatory Impact on Mergers and Acquisitions* (pp. 43-69): Elsevier. <https://doi.org/10.1016/B978-012374142-4.50005-1>
- Sadri Tabaei Zavareh, S., Khodamipour, A., & Bahar Moghaddam, M. (2020). Identifying and Prioritizing the Key Success Factor of Merger and Acquisition Process of Iranian Companies. *Financial Knowledge of Securities Analysis*, 13(46), 137-158. http://jfkas.srbiau.ac.ir/article_15838.html
- Sinclair, N. (2015). IPO Market Worst Since 2009, While M&A Hits Biggest Year Ever. Yahoo! Finance, December 24. <https://finance.yahoo.com/news/ipo-market-worst-since-2009--while-m-a-hits-biggest-year-ever-161944338.html>
- Stan, C. V., Peng, M. W., & Bruton, G. D. (2014). Slack and the Performance of State-Owned Enterprises. *Asia Pacific Journal of Management*, 31(2), 473-495. <https://doi.org/10.1007/s10490-013-9347-7>

- Uhlenbruck, K., & Castro, J. O. D. (2000). Foreign Acquisitions in Central and Eastern Europe: Outcomes of Privatization in Transitional Economies. *Academy of Management Journal*, 43(3), 381-402. <https://doi.org/10.5465/1556401>
- Uhlenbruck, N., & Castro, J. d. (1998). Privatization from the Acquirer's Perspective: A Mergers and Acquisitions Based Framework. *Journal of Management Studies*, 35(5), 619-640. <https://doi.org/10.1111/1467-6486.00112>
- Wallace, W. A. (2004). The Economic Role of the Audit in Free and Regulated Markets: A Look Back and a Look Forward. *Research in Accounting Regulation*, 17(1), 267-298. [https://doi.org/10.1016/S1052-0457\(04\)17012-4](https://doi.org/10.1016/S1052-0457(04)17012-4)
- Xu, D., & Meyer, K. E. (2013). Linking Theory and Context: 'Strategy Research in Emerging Economies' After Wright et al. (2005). *Journal of Management Studies*, 50(7), 1322-1346. <https://doi.org/10.1111/j.1467-6486.2012.01051.x>
- Xu, D., Zhou, C., & Phan, P. H. (2010). A Real Options Perspective on Sequential Acquisitions in China. *Journal of International Business Studies*, 41(1), 166-174. <https://doi.org/10.1057/jibs.2009.16>
- Yang, Q., & Hu, W. (2016). Motives and Effects of Government Intervention in Mergers and Acquisitions: Review and Inspiration. *Forecasting*, 35(5), 74-80.
- Zhang, W., Wang, K., Li, L., Chen, Y., & Wang, X. (2018). The Impact of Firms' Mergers and Acquisitions on Their Performance in Emerging Economies. *Technological Forecasting and Social Change*, 135(1), 208-216. <https://doi.org/10.1016/j.techfore.2018.05.015>

ب) فارسی

- صالحی، مهدی، و ابراهیمی، محمد (۱۳۹۹). بررسی تاثیر تصاحب و ادغام شرکت‌ها بر عدم تقارن اطلاعاتی مالی شرکت‌ها در بورس اوراق بهادار تهران. *نشریه پژوهش‌های جدید در مدیریت و حسابداری*، ۱(۴۱)، ۱۳۵-۱۶۳.
- فرازمند، مهدی، عابدینی، فائزه (۱۳۹۳). بررسی علل و انگیزه‌های اکتساب در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. *نشریه بورس*، ۱(۱۱۹). <https://www.magiran.com/paper/1364076>
- ملکیان، اسفندیار، و اصغری، جعفر (۱۳۸۵). مطالعه رابطه بین ارزش‌افزوده اقتصادی و نرخ بازده دارایی‌ها در راستای ارزیابی عملکرد شرکت‌های پذیرفته‌شده در سازمان بورس اوراق بهادار ایران. *نشریه بورس*، ۱(۵۴-۵۵)، ۲۴-۳۳.



پیشگاہ علوم انسانی و مطالعات فرهنگی
پرتال جامع علوم انسانی

پرتال جامع علوم انسانی