

مبانی تئوریک و کاربردی تصاحب و ادغام شرکت‌ها

علی جهانخانی^۱، علی ثقفی^۲، اصغر عارفی*^۳

^۱ دانشیار دانشگاه شهید بهشتی، ایران
^۲ دانشیار دانشگاه علامه طباطبائی، ایران
^۳ استادیار دانشگاه شهید بهشتی، ایران

(تاریخ دریافت مقاله: ۱۳۸۵/۶/۱۸، تاریخ تصویب: ۱۳۸۶/۵/۱۵)

چکیده

یکی از استراتژی‌ها و ابزارهای رشد و توسعه شرکت‌ها، تصاحب و ادغام شرکت‌ها است. انگیزه و دلایل متعددی، مدیران شرکت‌ها را به اتخاذ استراتژی مذکور تشویق می‌کند که از جمله آنها کسب هم‌افزایی در راستای افزایش ثروت صاحبان سهام است. در این مقاله سعی شده است مبانی تئوریک و تحقیقاتی تصاحب و ادغام شرکت‌ها و رویکردهای مطالعاتی و تحقیقاتی مشتمل بر مطالعه رفتار قیمتی سهام، مطالعه صورت‌های مالی، افکارسنجی مدیران و مطالعه موردی به تفصیل بیان می‌شود. یکی دیگر از بخش‌های مهم این مقاله، ارائه خلاصه تحقیقات علمی و پژوهشی محققین است. تحقیق‌های مذکور شاخص‌های متفاوت ارزیابی و نتایج علمی معاملات در کشورهای مختلف را بیان می‌کنند. با استفاده از مبانی تئوریک و شاخص‌ها و نتایج بیان شده در تحقیق‌های مذکور و با الگوبرداری و بومی‌سازی، پژوهش‌های مرتبط با تصاحب و ادغام شرکت‌ها در ایران را می‌توان انجام داد.

واژه‌های کلیدی: تصاحب، ادغام، تصاحب سهام، تصاحب‌های مالی و استرژیک، تصاحب تهاجمی و دوستانه

مقدمه

مدیریت استراتژیک، سطوح استراتژی را در سه سطح عملیاتی، تجاری و شرکت بیان می‌کند. یکی از استراتژی‌های سطح شرکت، استراتژی تصاحب و ادغام شرکت‌ها است. استراتژی مذکور در راستای تحقق مهمترین هدف شرکت‌ها مبنی بر خلق ارزش و افزایش ثروت صاحبان سهام اتخاذ می‌گردد. تصاحب و ادغام، یکی از مانورهای عمومیت یافته در دنیای رقابتی امروز است که کمتر شرکتی در موج آن در امان است. انگیزه‌ها و دلایل متعددی، مدیران عالی شرکت‌ها را به انجام معاملات تشویق می‌نماید که مهم‌ترین آنها؛ کسب هم‌افزایی، افزایش ثروت صاحبان سهام، صرفه‌جویی در مقیاس و حیطه، افزایش سهم بازار، افزایش کارایی، افزایش توان تحقیق و توسعه، رشد شرکت و کاهش ریسک است. تصاحب یک مفهوم عمومی است که به انتقال کنترل مدیریتی شرکت هدف از یک گروه از سهامداران به گروه دیگر از سهامداران اطلاق می‌شود. تصاحب شامل؛ تصاحب شرکت‌ها (ادغام، خرید سهام و خرید دارایی)، جمع‌آوری و کالته رأی برای به دست آوردن هیئت مدیره و تبدیل شرکت هدف به سهامی خاص است. ادغام یا ترکیب به جذب شرکت هدف توسط شرکت خریدار گفته می‌شود. در ادغام شخصیت حقوقی شرکت خریدار حفظ شده ولی شرکت هدف به عنوان یک واحد کسب و کار ادامه فعالیت داده و شخصیت حقوقی آن حذف می‌گردد. ترکیب مشابه ادغام است، ولی در ترکیب شخصیت حقوقی خریدار و هدف، حذف شده و یک شرکت جدید راه‌اندازی می‌گردد. در این روش سهام شرکت‌های ترکیب شده برای شریک شدن در شرکت جدید مبادله شده و معمولاً پول نقد مبادله نمی‌شود. ادغام و ترکیب براساس خواست و رضایت طرفین می‌باشد. تصاحب سهام به خرید نقدی و سهمی سهام شرکت‌های هدف گفته می‌شود و به وسیله اعلان عمومی مزایده اعلام می‌شود. در تصاحب سهام؛ خریدار مالکیت اکثریت شرکت مورد نظر را خریداری و مدیریت کنترلی آن را به دست می‌آورد. شرکت خریدار مستقیماً از طریق مذاکره با سهامداران آن (که اغلب برخلاف خواسته مدیران فعلی شرکت هدف است) و یا با آگهی و مذاکره با مدیران شرکت هدف، تصاحب را انجام می‌دهد. تصاحب ممکن است به صورت خرید دارایی باشد. این روش بیشتر به منظور غلبه بر رأی اقلیت مخالف تصاحب سهام و فرار از قوانین ضد تراست به کار گرفته می‌شود.

در مقابل طرفداران تصاحب و ادغام، دیدگاه دیگری در حال رشد است که تصاحب و ادغام شرکت‌ها را عامل نابودی ثروت صاحبان سهام می‌داند. مخالفان مدعی هستند که

نتایج تحقیقات بیانگر مطلوبیت بیشتر رشد داخلی و راه‌اندازی پروژه‌ها و شرکت‌های تازه تاسیس نسبت به تصاحب و ادغام دارد. در این راستا یکی از مهمترین موضوع‌های تحقیقی در دنیای امروزی مدیریت مالی؛ بررسی میزان موفقیت و عملکرد تصاحب و ادغام شرکت‌ها است. تحقیقات انجام شده دارای چهار رویکرد مطالعاتی مشتمل بر مطالعه رفتار قیمتی سهام؛ مطالعه صورت‌های مالی، افکار سنجی مدیران و مطالعه موردی است.

روش‌ها، رفتارهای تصاحب‌کنندگان و نحوه تامین مالی معاملات

تصاحب‌کنندگان با توجه به نوع عملیات شرکت هدف، به سه روش افقی، عمودی و نامرتب، استراتژی تصاحب و ادغام را عملی می‌کنند. تصاحب شرکت‌های رقیب، به منظور افزایش سهم بازار و کسب قدرت بازار را تصاحب افقی می‌گویند. در این روش، شرکت‌های رقیب با محصول یکسان در یک منطقه جغرافیایی، تصاحب می‌شوند. تصاحب شرکت‌هایی که گویند این در زنجیره ارزش تصاحب‌کننده، به عنوان خریدار و فروشنده حضور دارند را تصاحب عمودی استراتژی به منظور رسیدن به صرفه‌جویی در هزینه‌های خرید، فروش و توزیع اتخاذ می‌شود. در تصاحب نامرتب، شرکت‌های خریدار به همه صنایع سودآور وارد شده و شرکت‌های نامرتب را خریداری می‌نمایند [۳۲].

Segil (1996) در تصاحب و ادغام شرکت‌ها دو نوع خریدار مالی و استراتژیک را طبقه‌بندی می‌کند. خریداران مالی، شرکت‌ها را به منظور سرمایه‌گذاری مالی و استفاده از فرصت‌های سرمایه‌گذاری، تصاحب کرده و خریداران استراتژیک، شرکت هدف را برای توسعه و بقای عملیات کسب و کار خود تصاحب می‌کنند [۱۵].

Healy و Ruback و Palpa (۱۹۷۷)، رفتار تصاحب‌کنندگان را به دو دسته تهاجمی^۱ و دوستانه تقسیم کرده‌اند. هنگامی که مدیران شرکت هدف، در مقابل تصاحب مقاومت کنند، مدیران شرکت خریدار مستقیماً با سهامداران شرکت هدف وارد مذاکره شده و شرکت را به صورت تهاجمی تصاحب می‌کنند. بزرگترین معاملات سال ۱۹۹۹، به صورت تصاحب تهاجمی بوده است و عمدتاً به وسیله پول نقد تامین مالی می‌شوند و نوع کسب و کار شرکت هدف با شرکت خریدار نامرتب است. برخی از مدیران اعتقاد دارند که تصاحب تهاجمی نقش مهمی در حذف مدیران ناکارا و یا فشار به مدیران فعلی برای

^۱ Hostile takeover

افزایش سودآوری دارد. هنگامی که مدیران شرکت‌های هدف با مدیران شرکت‌های خریدار همکاری می‌کنند، تصاحب را دوستانه^۱ می‌گویند. این نوع تصاحب به وسیله تبادل سهام تامین مالی می‌گردد.

حجم و روندهای معاملات تصاحب و ادغام در دنیا

سرعت معاملات تصاحب و ادغام در سال ۱۹۹۷ میلادی، حیرت‌آور بوده است. در سال مذکور ارزش معاملات نزدیک به ۱۴۹۷ میلیارد دلار گزارش شده است. آمار معاملات سال ۱۹۹۷ میلادی نسبت به سال قبل ۵۰ درصد رشد داشته و نصف معاملات مذکور در آمریکا انجام شده است. صنعت خدمات مالی با حجم ۲۵۰ میلیارد دلار، فعال‌ترین بخش معاملات تصاحب و ادغام بوده است. سال ۲۰۰۰ میلادی اوج معاملات تصاحب و ادغام در دنیا بود. در سال مذکور ارزش معاملات بالغ بر ۳۱۸۰ میلیارد دلار گزارش شده است. پس از سال ۲۰۰۰ میلادی معاملات با کاهش شدیدی مواجه گردید و در سال ۲۰۰۲ میلادی میزان آن به ۱۲۸۵ میلیارد دلار رسیده است. در سال ۲۰۰۶ رکورد معاملات سال ۲۰۰۰ شکسته و حجم معاملات تصاحب و ادغام به رقم ۳۵۰۰ میلیارد دلار رسیده است. در سال ۲۰۰۶ اروپا ۴۰ درصد معاملات را انجام داده و این در حالی است که آمریکا ۳۶ درصد (در سال ۲۰۰۰، ۴۶ درصد معاملات دنیا) معاملات تصاحب و ادغام سال مذکور را انجام داده است. بانک‌های اطلاعاتی متعددی، حجم و مبالغ معاملات تصاحب و ادغام در کشورهای مختلف را جمع‌آوری می‌کنند. مرکز داده‌های اوراق بهادار تامسون بزرگ‌ترین پایگاه اطلاعاتی جهان در خصوص معاملات مذکور است. این مرکز میزان معاملات انجام شده، از سال ۱۹۸۵ تا ۲۰۰۰ میلادی را به صورت نگاره‌های شماره (۱ و ۲) گزارش کرده است. همان گونه که در نگاره شماره (۱) مشاهده می‌شود، ده معامله بزرگ از سال ۱۹۹۸ تا ژوئن ۲۰۰۱، بیش از ۵۰ میلیارد دلار ارزش داشته‌اند. اکثر معاملات مذکور در آمریکا انجام شده است. ششمین تصاحب توسط شرکت خریدار انگلیسی انجام شده است. پنج مورد از ده معامله در صنعت ارتباطات، دو مورد در صنعت نفت و دو مورد صنعت خدمات مالی بوده و بزرگترین معامله در صنعت ارتباطات انجام شده است.

^۱ Friendly takeover

نگاره (۱): ده تصاحب و ادغام بزرگ دنیا (منبع: مرکز داده‌های مالی تامسون)

ردیف	شرکت خریدار	شرکت هدف	تاریخ	ارزش قرارداد (میلیارد دلار)	صنعت
۱	Aol	Time warner	ژانویه ۲۰۰۰	۱۶۵/۹	اینترنت رسانه
۲	Exxon	Mobil	دسامبر ۹۸	۷۸/۹	نفت
۳	Travelers Gro.	Citicorp	آوریل ۹۸	۷۲/۶	خدمات مالی
۴	SBE	Ameritech	مه ۹۸	۶۲/۶	ارتباطات راه دور
۵	Nation Bank	Bank America	آوریل ۹۸	۶۱/۶	خدمات مالی
۶	Vodafone Gro.	Air Touch Comm	ژانویه ۹۹	۶۰/۳	ارتباطات راه دور
۷	AT & T	Mediaone Group	آوریل ۹۹	۵۶/۰	ارتباطات راه دور
۸	AT & T	Telecommuni cations	ژوئن ۹۸	۵۳/۶	ارتباطات راه دور
۹	Total Fina	Elf Acquitaine	جولای ۹۹	۵۳/۵	نفت
۱۰	BellAthantre	GTE	جولای ۹۸	۵۳/۴	ارتباطات

نگاره (۲): حجم معاملات تصاحب و ادغام (میلیارد دلار)

(منبع: مرکز داده‌های مالی تامسون)

سال	آمریکا		جهان		سایر	
	مبلغ (دلار)	درصد تغییرات	مبلغ (دلار)	درصد تغییرات	مبلغ (دلار)	درصد تغییرات
۱۹۸۵	۲۰۱	-	۲۳۷	-	۳۶	-
۱۹۸۶	۲۰۵	۲	۲۶۰	۱۰	۵۵	۵۳
۱۹۸۷	۲۱۴	۴	۳۱۲	۲۰	۹۸	۷۸
۱۹۸۸	۳۵۶	۶۶	۵۰۳	۶۱	۱۴۷	۵۰
۱۹۸۹	۳۰۶	-۱۴	۵۵۶	۱۱	۲۵۰	۷۰
۱۹۹۰	۱۷۲	-۴۴	۴۳۰	-۲۳	۲۵۸	۳۰
۱۹۹۱	۱۳۳	-۲۳	۳۳۹	-۲۱	۲۰۶	-۲۰
۱۹۹۲	۱۳۲	-۱	۳۲۲	-۵	۱۹۰	-۸
۱۹۹۳	۲۱۹	۶۶	۴۳۵	۳۵	۲۱۶	۱۴
۱۹۹۴	۳۱۰	۴۲	۵۲۷	۲۱	۲۱۷	۰
۱۹۹۵	۴۰۴	۳۰	۸۲۵	۵۷	۴۲۱	۹۴
۱۹۹۶	۵۶۴	۴۰	۱۰۰۳	۲۲	۴۳۹	۱۲
۱۹۹۷	۸۱۸	۴۴	۱۴۹۷	۴۹	۶۸۶	۵۶
۱۹۹۸	۱۴۸۰	۸۲	۲۳۰۲	۵۴	۸۲۲	۲۰

ادامه نگاره (۲): حجم معاملات تصاحب و ادغام (میلیارد دلار)
(منبع: مرکز داده‌های مالی تامسون)^۱

سال	آمریکا		جهان		سایر	
	مبلغ (دلار)	درصد تغییرات	مبلغ (دلار)	درصد تغییرات	مبلغ (دلار)	درصد تغییرات
۱۹۹۹	۱۴۳۶	-۳	۳۰۷۲	۳۳	۱۶۳۶	۹۹
۲۰۰۰	۱۶۶۱	۱۶	۳۱۸۰	۴	۱۵۱۹	-۷
۲۰۰۶	۱۲۶۰	-۲۴	۳۵۰۰	۱۰	۲۲۴۰	۴۷

موج‌ها و روند معاملات تصاحب و ادغام

با توجه به آمار و ارقام معاملات انجام شده، پنج روند یا موج عمده در معاملات تصاحب و ادغام وجود دارد. بر اساس موج‌های مذکور می‌توان رونق و رکود اقتصادی کشورها را تجزیه و تحلیل و وضعیت اقتصادی شرکت‌ها و سیکل‌های تجاری را بیان کرد. وی‌ور و وستون (۲۰۰۱) اولین موج تصاحب و ادغام شرکت‌ها در آغاز قرن بیستم و بین سال‌های ۱۸۹۳ تا ۱۹۰۴ بیان کرده‌اند. در این موج، خریداران روش افقی^۲ را به منظور ایجاد انحصار در یک صنعت خاص، اتخاذ می‌کردند. دومین موج از سال ۱۹۱۶ شروع شده و با رکود شدید سال ۱۹۲۹ به پایان رسیده است. در موج دوم مدیران شرکت‌های خریدار روش تصاحب عمودی^۳ را اتخاذ کردند. این روش در صنایع اتومبیل‌سازی کاربرد بیشتری داشته است. رکود شدید سال ۱۹۲۹، جنگ جهانی دوم و قوانین ضدتر است باعث کاهش و سکون معاملات تصاحب و ادغام گردید. در دهه چهل تا دهه پنجاه، قوانین ضدتر است و حمایتی رقابت آزاد، نگرش مخالف با معاملات را رواج دادند.

پس از دوران رکود معاملات، موج سوم در نیمه دوم دهه هفتاد شکل گرفت. موج سوم را به عنوان عصر تنوع نامرتبط^۴ نامیده شده است. ویژگی این دوره، تسهیم ریسک از طریق تنوع سرمایه‌گذاری می‌باشد. خریداران انتظار کسب هم افزایی از طریق تنوع فعالیت‌ها داشتند. با بهبود وضعیت اقتصادی در دهه نود، موج چهارم شکل گرفت. مهم‌ترین تفاوت معاملات در دهه نود با دهه‌های قبل، روش انجام معاملات است. در این

^۱ Thomson Corporation Financial Date (Thompson. Com)

^۲ Horizontal acquisition

^۳ Vertical acquisition

^۴ conglomerate

دوره تفکر استراتژی تنوع مرتبط بر تنوع نامرتبط غلبه نمود. در راستای اتخاذ استراتژی تنوع مرتبط باید کسب و کارهای نامرتبط با فعالیت اصلی شرکت مادر جمع‌آوری یا به فروش برسد.

موج پنجم از سال ۱۹۹۳ شروع شده و هنوز ادامه دارد. محققین معاملات جاری را به عنوان موج پنجم تصاحب و ادغام گزارش کرده‌اند. موج پنجم به صورت جهانی ظهور پیدا کرده است. در ابتدای قرن بیستم، تصاحب و ادغام به منظور غلبه شرکت‌های خریدار بر اقتصاد ملی انجام می‌گردید، امروزه (موج پنجم) به منظور تناسب با مقیاس جهانی صورت می‌گیرد. در اوایل قرن بیستم و یکم، تصاحب و ادغام در بین مشاورین حقوقی، شرکت‌های خدمات مالی و بانکی، صنعت تکنولوژی و فناوری اطلاعات و خودرو بیشتر مشاهده می‌شود [۳۸].

اهداف و انگیزه‌های تصاحب و ادغام شرکت‌ها

شناخت انگیزه‌ها و اهداف معاملات تصاحب و ادغام مهم‌ترین بحث در تحقیق‌های مرتبط با استراتژی مذکور است. انگیزه‌ها و اهداف مذکور، مهم‌ترین شاخص ارزیابی میزان موفقیت (شکست) معاملات است. در این قسمت از مقاله انگیزه‌ها و اهداف، با استفاده از نظرات نویسندگان مختلف مدیریت مالی و استراتژیک، به صورت خلاصه مرور می‌شود.

- صرفه‌جویی در مقیاس

یکی از انگیزه‌های تصاحب و ادغام شرکت دستیابی به صرفه‌جویی در مقیاس است. افزایش در اندازه و حجم تولید، هزینه‌ها و بهای تمام شده محصولات را کاهش می‌دهد. کاهش بهای تمام شده به علت افزایش تولید را صرفه‌جویی در مقیاس گویند. بر اساس مطالعات Clark و دیگران (۱۹۹۰) زمانی که اندازه شرکت‌های خریدار و هدف کوچک می‌باشند، صرفه‌جویی در مقیاس، پس از انجام معاملات افزایش می‌یابد [۸].

- صرفه‌جویی در حیطه^۱

بر اساس دیدگاه Porter (1991) یکی از اهداف و انگیزه‌های تصاحب و ادغام

1. Economic of Scope

شرکت‌ها، دستیابی به صرفه‌جویی در حیطه می‌باشد. هنگامی که بهای تمام شده تولید مشترک دو محصول در یک شرکت، کمتر از جمع بهای تمام شده تولید محصولات مذکور در دو شرکت مجزا است، صرفه‌جویی در حیطه به دست می‌آید. به عبارت دیگر استفاده از ظرفیت از طریق تولید دو یا چند محصول مشابه منجر به صرفه‌جویی در حیطه می‌شود. به عنوان مثال شرکتی که در تولید خودرو سواری و کامیون مزیت دارد، در تولید اتوبوس نیز مزیت هزینه دارد. شرکت مذکور دانش و ماشین‌آلات تولید محصولات متفاوت را مشترکاً قابل استفاده می‌کند [۵].

- افزایش سهم بازار و دستیابی به قدرت بازار

با استفاده از استراتژی تصاحب و ادغام شرکت‌ها، سهم بازار شرکت‌های خریدار افزایش و تعداد رقبا کاهش می‌یابند. بر اساس تحقیقات هوک (۱۹۸۷) دو راه برای افزایش سهم بازار وجود دارد. در روش اول، شرکت‌های خریدار سهم بازار خود را از طریق ایجاد خط تولید جدید یا خرید شرکت‌های فعال در مناطق جغرافیایی مختلف افزایش می‌دهند و در روش دوم خط تولید فعلی را با افزایش ظرفیت تولید بهبود دهند. در مواردی هر دو روش توأم توسط شرکت‌های خریدار به کار می‌گیرند. توانایی در تعیین قیمت، تعداد، ماهیت محصولات فروخته شده و خلق سودآوری بالاتر از سودآوری نرمال بازار، را قدرت بازار گویند. شرکت‌های خریدار سعی دارند با تصاحب رقبا، قدرت و کنترل بازار را به دست آورند و رهبری قیمت محصولات (قدرت بازار) را به عهده گیرند [۳۳].

- بین‌المللی شدن شرکت‌ها

تصاحب و ادغام، سریع‌ترین روش برای ورود به بازارهای جدید، کسب تکنولوژی جدید در عرصه کسب و کار جهانی می‌باشد. شرکت‌های بزرگ به منظور نفوذ سریع و راحت به بازار کشورهای مختلف (به ویژه کشورهای در حال رشد و توسعه)، کاهش هزینه‌های نیروی انسانی و مواد اولیه، شرکت‌های در حال فعالیت در کشور مقصد را خریداری می‌کنند [۳۳].

- غرور و تکبر^۱

یکی دیگر از عوامل انجام معاملات، غرور مدیران شرکت‌های خریدار است. بر اساس تحقیقات انجام شده در خصوص فرضیه غرور و تکبر مدیران شرکت‌ها توسط پرفسور رول (۱۹۸۶)، مدیران شرکت‌ها، خلق ارزش برای صاحبان سهام را فراموش کرده و انگیزه‌های شخصی و به ثمر رساندن استعدادها و توانایی‌های خود را پیگیری می‌کنند [۳۱].

- حذف مدیریت ناکارا

برخی از شرکت‌ها با بهبود مدیریت عملیاتی و مالی شرکت‌های هدف، درآمد شرکت را افزایش می‌دهند. شرکت‌های با مدیریت ناکارا، کاندیدای تصاحب، شرکت‌ها و اشخاص حقیقی با توان مدیریتی بالا هستند. نرخ سودآوری سال‌های قبل از تصاحب در شرکت‌های ناکارا به طور نسبی پایین‌تر از صنعت است. شرکت‌های خریدار باعث بهبود توانایی شرکت هدف در وظایفی از قبیل هماهنگی، هدایت و رهبری می‌گردند. تیم‌های جدید مدیریتی خبره با تجدید ساختار و تجهیز دارایی‌ها، ارزش جدید ایجاد می‌کنند [۲۹].

- کاهش هزینه‌های مالی و افزایش ظرفیت بدهی

با افزایش اندازه شرکت، هزینه‌های مالی شرکت‌های هدف و خریدار، کاهش می‌یابد. شرکت‌های بزرگ می‌توانند بدهی‌های با بهره بالا در شرکت‌های هدف را با نرخ بهره پایین‌تر جایگزین و تامین مالی کنند [۸]. هم‌افزایی ناشی از افزایش ظرفیت بدهی می‌تواند به دو صورت، استفاده از ظرفیت خالی و بلااستفاده بدهی هر دو شرکت و یا ایجاد ظرفیت بدهی جدید ناشی از افزایش جریان نقدی و کاهش ریسک شرکت هدف، باشد [۲۲].

- استفاده از مزیت مالیاتی

شرکت‌های زیان‌ده، انتخاب مناسبی برای تصاحب توسط شرکت‌های سودآور به منظور استفاده از معافیت مالیاتی ناشی از زیان عملیاتی می‌باشند. کاهش مالیات بر درآمد شرکت خریدار یکی از انگیزه‌های اساسی تصاحب و ادغام به شمار می‌رود. شرکتی با زیان انباشته فراوان و قابل استهلاک (که آن را از گذشته به آینده منتقل می‌سازد)، برای تصاحب توسط شرکتی که سودآوری کافی دارد بسیار مناسب و به صرفه اقتصادی می‌باشد [۲۲].

¹ Hubris hypotheses

- کاهش رقابت

از نظر رقبا، تصاحب شرکت‌ها، صرفاً باعث تغییر مالکیت می‌شود. در حالی که توسعه داخلی، منجر به افزایش ظرفیت شده و عکس‌العمل مشابه رقبا را در پی دارد. بنابراین تصاحب، رقابت را کاهش داده و قدرت انحصاری ایجاد و یا افزایش می‌دهد. با قدرت انحصاری، شرکت‌های خریدار می‌توانند قیمت محصولات را بالاتر از بهای تمام شده محصول فروش رفته و سایر هزینه‌های شرکت نگه دارند [۳۳].

- فرضیه جریان نقدی مازاد

جریان نقدی مازاد، جریانی است که بالاتر از نیاز تمام پروژه‌های با ارزش فعلی خالص مثبت است. اگر شرکت در نقطه بهینه کارایی باشد، پرداخت جریان نقدی مازاد به سهامداران باعث افزایش ثروت صاحبان سهام گشته و سرمایه‌گذاری منجر به کاهش ارزش ثروت سهامداران می‌شود. مدیران شرکت‌های خریدار اعتقاد دارند که جریان نقدی مازاد را بهتر از سهامداران، سرمایه‌گذاری می‌کنند. تئوری جریان نقدی مازاد، نقش مهمی در تصاحب‌های دهه نود داشته است. خرید شرکت‌ها یکی از راه‌های مدیران در جلوگیری از خروج جریان نقدی آزاد شرکت‌ها است. با استفاده از تئوری جریان نقدی آزاد، می‌توان خلق ارزش و یا تخریب ارزش به وسیله مدیران خریدار را پیش‌بینی کرد [۲۲].

- کاهش ریسک

کاهش ریسک از طریق ورود به بازار محصولات جدید و تنوع بخشی در فعالیت‌های شرکت خریدار به دست می‌آید. مدیران شرکت‌های خریدار ادعا دارند که تنوع بخشی به تثبیت جریان درآمدی شرکت کمک می‌کند و ریسک ورشکستگی را کاهش می‌دهد [۳۳].

- کسب هم‌افزایی

هم‌افزایی به معنای ایجاد ارزش به وسیله ترکیب عملیات دو یا چند شخصیت حقیقی یا حقوقی است. کسب هم‌افزایی مهم‌ترین انگیزه مدیران شرکت‌های خریدار می‌باشد. سه نوع هم‌افزایی عملیاتی، مالی و انسانی به وسیله تصاحب و ادغام خلق می‌گردد. هم‌افزایی عملیاتی باعث کاهش هزینه‌های شرکت از طریق صرفه‌جویی در مقیاس و صرفه‌جویی در

حیطه می‌شود. هم‌افزایی مالی به تاثیر تصاحب شرکت‌ها، بر هزینه و ساختار سرمایه شرکت هدف اشاره دارد. در این هم‌افزایی شرکت‌های بزرگ‌تر دسترسی آسان‌تری به سرمایه ارزان قیمت نسبت به شرکت‌های کوچک‌تر دارند. هنگامی که خریدار و هدف از سرمایه‌های انسانی همدیگر استفاده نمایند، هم‌افزایی انسانی به دست می‌آید [۲۲].

صرف قیمتی سهام و میزان آن

شرکت‌های خریدار به منظور کسب هم‌افزایی، مالکیت و سهام شرکت هدف را با قیمتی بالاتر از قیمت روز تابلو (با صرف قیمت)، خریداری می‌کنند. مدیریت و سهامداران شرکت هدف، با دریافت صرف قیمت، تمایل به فروش سهام پیدا می‌کنند. میزان تفاوت قیمت پیشنهادی خریدار نسبت به قیمت روز سهام شرکت هدف، به میزان هم‌افزایی محاسبه شده، وضعیت سودآوری و تمایل فروش مدیران و سهامداران هدف، بستگی دارد. متوسط صرف قیمتی پرداخت شده آمریکا در سال ۱۹۸۸، ۵۸ درصد اعلام شده که در سال ۱۹۹۷، به ۲۶ درصد کاهش یافته است. متوسط صرف قیمتی پرداخت شده اروپا در سال ۱۹۹۶، ۳۱ درصد بوده که در سال ۱۹۷۷ به ۳۷ درصد رسیده است. با توجه به اینکه بیشترین حجم معاملات در آمریکا رخ داده است، خریداران آمریکایی تجربه بالایی به دست آورده و صرف قیمتی کمتری نسبت به شرکت‌های خریدار اروپایی و سایر کشورها پرداخت می‌کنند. متوسط میزان صرف قیمت معاملات در اروپا، بالاتر از ۳۰ درصد نیز بوده و در برخی از معاملات به ۵۰ درصد رسیده است. بر اساس مطالعات Stewart (۱۹۹۰) در کتاب «در جستجوی ارزش»^۱ به علت پرداخت صرف قیمتی بالا، اغلب معاملات منجر به کاهش ارزش شرکت خریدار (کاهش قیمت سهام) پس از تصاحب می‌گردد. کاهش ارزش، به دلیل محسوس نبودن و عدم درک معیارها و علل تصاحب برای فعالان بازار سرمایه است. پرداخت صرف قیمت بالا اغلب به شکست معاملات منجر می‌شود. میزان پرداخت صرف قیمتی توسط مدیران شرکت خریدار نسبت به آن چیزی که مدیران تحقق می‌بخشند بالاتر و فاجعه‌آمیز است. تصاحب‌های گران قیمت، منجر به کاندیدا شدن شرکت خریدار برای تصاحب شدن توسط سایر شرکت‌ها می‌شود. به عبارت دیگر اگر خریدار پس از اعلام تصاحب و ادغام با کاهش قیمت سهام شرکت مواجه شود، در آینده به عنوان

^۱ The quest for value

یک شرکت هدف توجه سایر شرکت‌های خریدار را جلب می‌کند [۳۷].

دلایل شکست تصاحب و ادغام شرکت‌ها

بر اساس تحقیقات اغلب معاملات نتیجه‌ای جز کاهش ارزش و ارائه عملکردی پایین‌تر از صنعت، نداشته است. محققین دلایل کاهش عملکرد و شکست را به صورت ذیل بیان کرده‌اند.

- ارزیابی خوش‌بینانه از پتانسیل بازار

مدیران شرکت‌های خریدار دو پیش‌فرض خطرناک را در نظر می‌گیرند:

الف- توانایی بهبود عملکرد ضعیف شرکت هدف.

ب- روند رشد گذشته شرکت هدف ادامه خواهد داشت. مدیران شرکت خریدار باید

فرضیات دنیای واقعی را در خصوص رشد آتی در نظر بگیرند.

- برآورد بالا از هم‌افزایی

به منظور توجیه پرداخت صرف‌قیمت سهام بالا، مدیران شرکت‌های خریدار اغلب هم

افزایی مالی و عملیاتی غیر واقعی را فرض می‌کنند.

- جنگ قیمت^۱

در جریان رقابت برای تصاحب شرکت هدف، جنگ قیمت و پرداخت صرف‌قیمتی بالا امری عادی تلقی می‌گردد. در جنگ قیمت‌ها، مدیران عالی شرکت‌ها، اهداف دنیای عقلانی اقتصاد را رها کرده و وارد اهداف روانی و احساسی می‌شوند. جنگ قیمت، منجر به پرداخت بالا و انتقال ثروت از سهامداران شرکت خریدار به سهامداران شرکت هدف می‌گردد.

- غرور مدیران

هنگامی که مدیران شرکت‌های خریدار به وجود هم‌افزایی اعتقاد دارند، قضاوت آنها به

^۱. Bid War

وسیله تکبر و غرور، پوشیده و تورش پیدا می‌کند. غرور در اعتقاد منجر به پرداخت بالا برای خرید شرکت هدف می‌گردد. فرضیه غرور به علت تکبر و اعتماد به نفس بالای مدیران شرکت خریدار پدیدار می‌شود.

- خوش بینی در انسجام

دستیابی به انسجام و ترکیب مطلوب، یکی از دشوارترین مراحل تصاحب و ادغام شرکت‌ها است. شرکت‌های خریدار و هدف، فرهنگ متفاوت، روش‌های گوناگون و فاصله جغرافیایی دارند که مانع ترکیب مطلوب می‌شود. خوش بینی در دستیابی به انسجام پیش بینی شده، از جمله دلایل شکست معاملات است.

- خرید دارایی‌های ارزان قیمت

در دنیای واقعی، ارزش دارایی‌های قدیمی ارزان تر از ارزش جایگزینی است. این اختلاف قیمت نمی‌تواند تضمین کننده موفقیت تصاحب باشد، زیرا ارزش یک دارایی، ارزش فعلی جریان نقدی آتی دارایی مذکور است. در صورت عدم به کارگیری دارایی‌ها، ارزش زیادی نمی‌توان برای دارایی مذکور قائل شد. برخی اوقات شرکت‌های خریدار، شرکت هدف را به قیمت ارزان تر از قیمت خرید به فروش می‌رسانند [۳۷].

رویکردهای مطالعاتی و تحقیقاتی تصاحب و ادغام

یکی از مهمترین مباحث ارائه شده این مقاله بیان رویکرد های پژوهش های انجام گرفته در زمینه معاملات تصاحب و ادغام است. بر اساس مطالعات و مقالات بررسی شده، چهار رویکرد مطالعاتی و تجزیه و تحلیل در معاملات وجود دارد.

- رویکرد مطالعاتی روند قیمتی سهام

این رویکرد، با استفاده از تغییرات قیمت سهام شرکت‌های خریدار و هدف در حول و حوش تاریخ انجام معامله، بازدهی غیرنرمال سهامداران شرکت‌های مذکور را محاسبه و آزمون می‌کند. پایه گذاری متدولوژی مطالعه روند قیمتی سهام به فاما برمی‌گردد. فاما در سال ۱۹۶۹ از رویکرد روند قیمتی سهام استفاده کرده است. وی رویکرد مذکور را مبنای قضاوت در خصوص موفقیت (شکست) معاملات قرار داد. در این رویکرد، بازدهی مورد

انتظار (بازدهی نرمال) توسط مدل قیمت گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای^۱ یا شاخص‌های قیمت بازار از قبیل S & P500^۲ و... بیان و فرض می‌شود. این رویکرد نیازمند فرضیات مهمی از قبیل کارایی بازار سرمایه و عقلانیت اقتصادی فعالان بازار سرمایه است. رویکرد روند قیمتی سهام، در مقابل حوادث غیرمنتظره آسیب پذیر بوده و باعث تحریف نتایج مطالعات و انحراف در بازدهی قیمتی سهام می‌شود [۴].

- رویکرد مطالعه داده‌های حسابداری

این رویکرد مطالعاتی تغییرات متغیرهای حسابداری در صورت‌های مالی شرکت‌های خریدار و هدف را در قبل و بعد از انجام معامله مورد آزمون قرار می‌دهد. تمرکز رویکرد مطالعات حسابداری بر متغیرهایی از قبیل جریان نقدی عملیاتی^۳، بازدهی حقوق صاحبان سهام، بازدهی دارایی‌ها، میزان اهرم مالی و قدرت نقدینگی شرکت‌های خریدار و هدف است. سابقه رویکرد مطالعه حسابداری به دهه نود برمی‌گردد و محققین آن را تحت عناوین مطالعه عملکرد عملیاتی^۴ و رویکرد سازمان صنعتی^۵ نیز نامگذاری می‌کنند. اقتصاددانان مالی نسبت به رویکرد مطالعاتی روند قیمتی سهام بدبین بوده و طرفدار بررسی عملکرد با استفاده از داده‌های صورت‌های مالی هستند [۴].

در این رویکرد محققین عملکرد شرکت‌های خریدار و هدف را با عملکرد رقبای مقایسه می‌کنند و مطلوبترین مطالعه را، مطالعه‌ای می‌دانند که دارای نمونه مقایسه‌ای (گروه کنترل) با نمونه مورد مطالعه باشد. نمونه مقایسه‌ای (گروه کنترل) شامل شرکت‌هایی است که تصاحب نشده‌اند و یا تصاحبی انجام نداده‌اند و با توجه به صنعت و اندازه شرکت، انتخاب و تطبیق داده شده‌اند. مهم‌ترین مزیت رویکرد حسابداری، کاربرد در بازار سرمایه ناکار، ارزیابی مستقیم عملکرد و استفاده از صورت‌های مالی حسابرسی شده می‌باشد [۴].

- رویکرد افکارسنجی مدیران اجرایی^۶

^۱ Capital Asset pricing model

^۲ Standard & Poor's (S & P)

^۳ Operating Cash flow

^۴ Operating performance studies

^۵ The industrial organization approach

^۶ Surveys of executives

در رویکرد افکارسنجی مدیران اجرایی، محققین با استفاده از پرسشنامه در خصوص عملکرد و ارزش خلق شده به وسیله تصاحب و ادغام از مدیران شرکت‌های خریدار سؤال می‌کنند. این رویکرد از نظر علمی، روایی و اعتبار چندانی ندارد. مدیرانی که معاملات را انجام داده‌اند، عموماً بدون توجه به نتایج واقعی آن، از معاملات مذکور دفاع می‌کنند. رویکرد افکارسنجی مدیران اجرایی تحت تأثیر عقاید و تفکر مدیرانی است که کمتر به مفاهیم اقتصادی و ثروت صاحبان سهام توجه دارند [۴].

- رویکرد مطالعه‌های موردی^۱

رویکرد مطالعه‌های موردی، بررسی عمیق بر روی یک نمونه خرید و تصاحب خاص را پیگیری می‌کند. این نوع مطالعه استقرایی است و محقق نتایج به دست آمده را به کل جامعه تعمیم می‌دهد. این رویکرد نیز از نظر علمی، روایی و اعتبار چندانی ندارد [۴].

ادبیات پژوهش‌های علمی و کاربردی با رویکرد مطالعه داده‌های حسابداری

در این قسمت از مقاله خلاصه تحقیقات علمی با استفاده از رویکرد پژوهشی مطالعه داده‌های حسابداری توسط محققین خارجی به ترتیب زمانی ارائه می‌گردد.

Mueller و Zulehner و Yurtoglu و Gugler (۲۰۰۳) معاملات انجام شده در پانزده سال گذشته جهان را مورد تجزیه و تحلیل قرار دادند. محققین در پی پاسخ‌گویی به این پرسش بودند که آیا تصاحب و ادغام شرکت‌ها، نسبت سود قبل از کسر بهره و مالیات به دارایی و میزان فروش را افزایش می‌دهد. این تحقیق، میزان تأثیر تصاحب و ادغام بر قدرت بازار و میزان کارایی را مورد بررسی قرار داده است. معیارهای سنجش کارایی و موفقیت (شکست) را افزایش (کاهش) در سودآوری و میزان فروش (قدرت بازار) تعریف شده است. براساس اطلاعات جمع‌آوری شده از کشورهای آمریکا، انگلیس، اروپا، ژاپن، استرالیا، کانادا و سایر کشورها، طی سال‌های ۱۹۸۱ تا ۱۹۹۸ بالغ بر ۶۹۶۰۵ مورد معامله تصاحب و ادغام انجام داده‌اند. محققین، معاملات انجام شده را در سه گروه خرید و تصاحب افقی، عمودی و نامرتبب دسته‌بندی کرده‌اند. نتایج تحقیق نشان می‌دهد که سودآوری (کارایی) پس از تصاحب شرکت‌های آمریکایی، انگلیسی و اروپایی (در سطح

^۱ Clinical Studies

اطمینان آماری ۹۰ درصد) افزایش یافته و میزان فروش (قدرت بازار) آنها کاهش یافته است. سودآوری پس از تصاحب در شرکت‌های ژاپنی کاهش یافته و میزان فروش پس از تصاحب افزایش یافته است. نتایج سودآوری و میزان فروش در سایر کشورها همانند آمریکا، انگلیس و اروپا بوده است [۳۹].

Ghosh (۲۰۰۱)، عملکرد مالی شرکت‌های ادغام شده در سال‌های ۱۹۸۱ تا ۱۹۹۵ آمریکا را مورد بررسی قرار داد. محقق مذکور در پی آزمون وضعیت جریان نقدی عملیاتی و اجزای تشکیل‌دهنده آن در قبل و پس از تصاحب را مورد آزمون قرار داده است. جریان نقدی عملیاتی به صورت فروش منهای بهای تمام شده کالای فروش رفته و هزینه‌های اداری و فروش به علاوه هزینه‌های استهلاک و سرقفلی تعریف شده است. حجم نمونه این تحقیق ۳۱۵ شرکت خریدار و هدف است. همچنین محقق مذکور معاملات را براساس تصاحب دوستانه یا تهاجمی، تصاحب مرتبط و تصاحب نامرتبب دسته‌بندی کرده است. در نمونه مطالعاتی این پژوهش ۱۴۷ شرکت به صورت نقد، ۵۷ شرکت به صورت سهام و ۱۱۱ شرکت به صورت ترکیبی از نقد و سهام تامین مالی شده است.

براساس نتایج این پژوهش، نشانه‌ای دال بر بهبود جریان نقدی عملیاتی شرکت‌های خریدار پس از انجام معامله به دست نیامده است. همچنین نیروی انسانی در تصاحب‌های تامین مالی شده به وسیله سهام، کاهش چشمگیری داشته است. بر اساس تحقیق مذکور، شرکت‌های ادغام شده عملکرد بالاتر از متوسط عملکرد صنعت به دست آوردند. همچنین این پژوهش تفاوت بین تصاحب نقدی و سهمی را آزمون کرده است [۱۳].

Rahman و Limmack (۲۰۰۰) عملکرد مالی ۹۷ شرکت خریدار و ۱۱۷ شرکت هدف مالزیایی در سال‌های ۱۹۸۸ تا ۱۹۹۲ را مورد بررسی قرار دادند. این تحقیق در پی پاسخگویی به این سوال بود که آیا خرید و تصاحب در کشورهای در حال توسعه نظیر مالزی منجر به بهبود عملکرد طرفین معامله می‌شود. معیار موفقیت، جریان نقدی عملیاتی دو سال قبل و دو سال پس از انجام معامله بر اساس داده‌های صورت‌های مالی شرکت‌های خریدار و هدف تعریف و محاسبه شده است. در این تحقیق برای کنترل اثرات متغیرهای کلان اقتصادی و صنعت، عملکرد شرکت‌های مورد مطالعه، با شرکت‌های مشابه در صنعت مقایسه گردیده است. براساس نتایج به دست آمده، (برخلاف نتایج پژوهش آقای Ghosh)، در شرکت‌های مالزی، بهبود جریان نقدی عملیاتی به دست آمده است. بهبود عملکرد پس از تصاحب، ناشی از افزایش در حاشیه سود (جریان نقدی در هر دلار از فروش) و گردش

دارایی (فروش به ازای هر دلار دارایی) بوده است [۲۸].

Dickerson و Gibson و Tsakalotos (۱۹۹۶) در یک دوره مطالعاتی طولانی سال‌های ۱۹۴۸ تا ۱۹۷۷، ۶۱۳ مورد ادغام و تصاحب در شرکت‌های انگلیسی را مورد مطالعه و بررسی قرار دادند. محققین با اشاره به محدودیت روش تحقیق و تجزیه و تحلیل رویکرد روند تغییرات قیمت سهام، بهترین رویکرد تحقیقی را، بررسی مستقیم سودآوری شرکت‌ها و استفاده از داده‌های صورت‌های مالی (رویکرد مطالعه حسابداری) بیان کردند. در این تحقیق به منظور کنترل اثرات متغیرهای کلان اقتصادی و صنعت، عملکرد ۶۱۳ شرکت مورد مطالعه با شرکت‌های مشابه در صنعت مقایسه شده است. شاخص ارزیابی عملکرد این پژوهش نرخ بازدهی سرمایه‌گذاری‌ها می‌باشد که با تقسیم سود قبل از کسر مالیات به دارایی‌های شرکت محاسبه شده است. براساس نتایج تحقیق، سرمایه‌گذاری داخلی نسبت به خرید و تصاحب (سرمایه‌گذاری خارج از سازمان) اثر مطلوب‌تری بر عملکرد شرکت‌های خریدار دارد و تصاحب بر سودآوری کوتاه‌مدت و بلندمدت شرکت‌های خریدار تأثیر منفی می‌گذارد [۹].

Kennedy و Limmack (۱۹۹۶) ۲۴۷ شرکت هدف پذیرفته شده در بورس، طی سال‌های ۱۹۸۰ تا ۱۹۸۹ را مورد بررسی قرار داده‌اند. محققین مذکور با توجه به دیدگاه مدیران شرکت‌های خریدار، مبنی بر ایجاد ارزش به وسیله جایگزین نمودن مدیریت ناکار، به بررسی رابطه عملکرد شرکت هدف و جابجایی و تغییر مدیریت عالی آنها پرداختند. براساس اعتقاد مدیران شرکت‌های خریدار، مدیریت یکی از موانع و علل ناکارایی است که با جابجایی و تغییر آن ارزش خلق می‌شود. محققین این پژوهش بین شرکت‌های هدفی که مدیریت عالی آنها تغییر کرده و شرکت‌های هدفی که مدیریت عالی آنها تغییر نکرده است، تفاوت قائل شده‌اند. براساس اطلاعات قبل از معامله، تغییر و جایگزینی مدیران عالی شرکت‌های هدف ۶ تا ۱۰ درصد بوده است. یک سال پس از معامله، تغییرات مدیران به ۴۰ درصد رسیده است. در سال دوم، تغییرات مدیران عالی اجرایی به ۲۵ درصد رسیده و پس از آن نیز افزایش قابل توجهی داشته است. نتایج نشان می‌دهد تغییر و جایگزین کردن مدیران عالی شرکت هدف، سودآوری پس از تصاحب را حداقل تا دو سال بعد بهبود نداده است. محققین با مطالعه و خلاصه نمودن نتایج پژوهش‌های انجام شده، نشان دادند که بین عملکرد قبل از معامله شرکت هدف و میزان تغییرات مدیران عالی اجرایی پس از معامله رابطه معکوسی وجود دارد [۱۸].

McDougall (۱۹۹۵) با استفاده از رویکرد سازمان صنعتی^۱ اثرات اقتصادی خرید و تصاحب و ادغام شرکت‌های هدف کانادایی، طی سال‌های ۱۹۸۵ تا ۱۹۸۷ را بررسی کرد. حجم نمونه پژوهش، ۱۳۱ شرکت هدف بوده است که حداقل اطلاعات حسابداری یک سال پس از تصاحب را داشته‌اند. به منظور ارزیابی دو معادله برای میزان سودآوری و تحقیق و توسعه تعریف کرده است که مهمترین یافته‌های وی عبارتند از:

الف- در تصاحب‌های انجام شده توسط سرمایه‌گذاران خارجی، نسبت سود قبل از کسر مالیات به فروش و سود قبل از کسر مالیات به حقوق صاحبان سهام پس از تصاحب کاهش یافته است.

ب- عملکرد شرکت‌های هدف تصاحب شده توسط سرمایه‌گذاران خارجی با عملکرد شرکت‌های هدف تصاحب شده توسط سرمایه‌گذاران داخلی تفاوت دارد. سودآوری کوتاه مدت شرکت‌های تصاحب شده توسط سرمایه‌گذاران داخلی افزایش یافته ولی سرمایه‌گذاری فیزیکی و هزینه‌های تحقیق و توسعه آنها تغییری نداشته است [۲۲].

Healy و palpu و Ruback (۱۹۹۷)، پنجاه تصاحب آمریکایی در سال‌های ۱۹۷۹ تا ۱۹۸۳ را با استفاده از تجزیه و تحلیل صورت‌های مالی اساسی مورد بررسی قرار دادند. در این پژوهش، عملکرد پس از معامله شرکت‌های خریدار و هدف با استفاده از معیار جریان نقدی عملیاتی مورد ارزیابی قرار گرفته است. معیار جریان نقدی عملیاتی به صورت فروش منهای بهای تمام شده کالای فروش رفته و متوسط هزینه‌های عمومی و اداری، به علاوه هزینه‌های استهلاک و سر قفلی تعریف شده است. دوره مورد بررسی پنج سال قبل و پنج سال بعد از انجام معامله تعیین شده است. به منظور کنترل اثرات فاکتورهای کلان اقتصادی، جریان نقدی عملیاتی شرکت‌های هدف و خریدار را با متوسط جریان نقدی عملیاتی شرکت‌های صنعت مربوطه مورد مقایسه قرار گرفته است. نتایج نشان می‌دهد که با فرض عدم پرداخت صرف قیمتی، عملکرد شرکت خریدار پس از تصاحب بهبود داشته است. نتایج تحقیق آقایان Healy و Palpu و Ruback بیانگر مطالب زیر می‌باشد:

۱. جریان نقدی عملیاتی شرکت خریدار در مقایسه با صنعت، افزایش یافته است. این افزایش ناشی از بهبود بهره‌وری دارایی‌های شرکت‌های هدف و خریدار است و از نظر

¹ The Industrial Organization Approach

- آماري نیز معنی دار بوده است.
۲. جریان نقدی عملیاتی در معاملات دوستانه نسبت به معاملات خرید و تصاحب تهاجمی بالاتر بوده است.
 ۳. تصاحب‌هایی که به وسیله مبادله سهام و بدهی، تامین مالی شده‌اند، عملکرد بهتری نسبت به معاملات نقدی داشته‌اند.
 ۴. جریان نقدی عملیاتی در تصاحب‌های مرتبط، بهبود بیشتری نسبت به تصاحب‌های نامرتب داشته است.
 ۵. پایداری سودآوری در تصاحب‌های استراتژیک، بیشتر از تصاحب‌های مالی بوده است.
 ۶. بهبود قابل توجهی در نسبت گردش دارایی‌های شرکت‌های تصاحب شده حاصل شده است.
 ۷. هم‌افزایی در تصاحب‌های استراتژیک بالاتر بوده و صرف قیمتی کمتری نسبت به خرید و تصاحب‌های مالی پرداخت شده است.
 ۸. رابطه مستقیمی بین بهبود جریان نقدی عملیاتی و افزایش ارزش سهام شرکت هدف وجود دارد [۱۵].

Brown و Medoff (1987) اثرات تصاحب و ادغام بر نیروی کار آمریکا را بررسی کردند. تحقیق مذکور ۲۰۰/۰۰۰ شرکت در سال‌های ۱۹۷۸ تا ۱۹۸۴ را مورد بررسی قرار داده است. محققین در پی پاسخ به این سوال بودند که آیا نیروی کار پس از تصاحب و ادغام برنده است یا بازنده. به عبارت دیگر، پس از تصاحب چه اتفاقی برای دستمزد و میزان استخدام نیروی کار شرکت هدف رخ داده است. داده‌های تحقیق از اسناد بیمه بیکاری ۲۰۰/۰۰۰ شرکت که توسط کمیسیون حمایت اشتغال میشیگان^۱ تهیه و جمع‌آوری می‌گردد، استخراج شده است. اعتقاد عمومی بر آن است که تصاحب و ادغام باعث از دست دادن شغل و کاهش دستمزدها می‌شود و بیشترین گروهی که صدمه می‌بینند کارگران و اتحادیه‌های کارگری است. بر اساس بررسی‌های این پژوهش، ۵۸ درصد از کارکنان شرکت‌های هدف، اعتقاد دارند تصاحب‌های تهاجمی بیشتر از اینکه سازنده باشند، مخرب هستند. محققین مذکور به منظور بررسی دقیق اثرات تصاحب و ادغام

^۱ Michigan Employment security Commission

شرکت‌ها بر میزان استخدام و دستمزدها، تصاحب و ادغام شرکت‌ها را به سه طبقه دسته‌بندی کردند.

طبقه اول: شرکت خریدار مالکیت شرکت فروشنده را به دست می‌آورد و شرکت هدف به طور مستقل ادامه فعالیت می‌دهد.

طبقه دوم: شرکت خریدار دارایی‌های شرکت هدف را (بدون جذب نیروی انسانی آن)، خریداری می‌کند و شرکت هدف ادامه فعالیت ندارد.

طبقه سوم: شرکت خریدار، شرکت هدف را می‌خرد و نیروی انسانی شرکت هدف را جذب می‌کند و یا شرکت خریدار و فروشنده ترکیب شده و شرکتی را به وجود می‌آورند که دربرگیرنده نیروی انسانی دو شرکت قبلی است. براساس دسته‌بندی فوق، اطلاعات جمع‌آوری شده شامل ۸۵۰۰۰ نفر از شرکت‌های از طبقه اول، ۲۶۵۰۰۰ نفر از شرکت‌های طبقه دوم و ۱۱۵۰۰۰ نفر از شرکت‌های طبقه سوم هستند. محققین این پژوهش یافته‌های پژوهش مذکور را به صورت زیر خلاصه کردند:

۱. شرکت‌های تصاحب شده طبقه اول ۵ درصد افزایش در دستمزد و ۹ درصد افزایش در استخدام داشته‌اند.
۲. شرکت‌های تصاحب شده طبقه دوم ۵ درصد افزایش در دستمزد و ۵ درصد کاهش در استخدام داشته‌اند.
۳. شرکت‌های تصاحب شده طبقه سوم ۴ درصد کاهش در دستمزد و ۲ درصد افزایش در استخدام داشته‌اند. یافته‌های این تحقیق بیانگر این موضوع است که اعتقاد عمومی مبنی بر تاثیر منفی تصاحب و ادغام شرکت‌ها بر نیروی انسانی و استخدام، واقعیت عینی ندارد [۳].

Scherer و Ravenscraft (1987)، ۹۶ تصاحب تهاجمی شرکت‌ها در سال‌های ۱۹۵۰ تا ۱۹۷۷ آمریکا را مورد مطالعه قرار دادند. براساس دیدگاه محققین مذکور یکی از موانع ارزیابی دقیق عملکرد پس از تصاحب در آمریکا، کانادا و کشورهای اروپایی، فقدان صورت سود و زیان و ترازنامه مستقل پس از تصاحب برای شرکت‌های هدف است. بنابراین محققین مذکور اطلاعات شرکت‌های هدف را از طریق مکانیزم جداسازی اطلاعات مالی شرکت‌های هدف، از شرکت‌های خریدار، به دست آوردند و به تجزیه و

تحلیل عملکرد شرکت‌های هدف پرداختند. معیار ارزیابی عملکرد پژوهش مذکور نسبت سود عملیاتی^۱ (سود قبل از کسر هزینه‌های مالی، اقلام غیرمترقبه و مالیات) به دارایی‌های آخر سال مالی شرکت هدف، در نظر گرفته شده است و به منظور کنترل اثرات سیکل‌های تجاری، با کم کردن نسبت سود عملیاتی از متوسط نسبت سود عملیاتی به دارایی‌های صنعت، شاخص ارزیابی عملکرد را استاندارد نموده‌اند. نتایج تحقیق نشان می‌دهد که عملکرد قبل از تصاحب شرکت‌های هدف، به طور معنی‌داری کمتر از متوسط صنعت مربوطه می‌باشد. شرکت‌های مذکور سودآوری کمتری نسبت به شرکت‌های مشابه در صنعت مربوطه داشته‌اند. نتایج بیانگر افزایش سود عملیاتی شرکت هدف پس از تصاحب نمی‌باشد. به طور خلاصه می‌توان گفت که عملکرد پس از تصاحب شرکت‌های هدف، پایین‌تر از میانگین عملکرد صنعت بوده و مدیریت شرکت خریدار توانایی بهبود عملکرد شرکت هدف را نداشته است [۲۹].

Mueller (1985)، تأثیر تصاحب و ادغام شرکت‌ها بر سهم بازار را مورد بررسی قرار داده است. این پژوهش در پی پاسخ‌گویی به این سوال بود که آیا تصاحب و ادغام شرکت‌ها باعث افزایش سهم بازار شرکت‌های هدف می‌شود. نمونه مورد مطالعه از اطلاعات فروش ۱۰۰۰ شرکت هدف تولیدی و برتر در سال‌های ۱۹۵۰ تا ۱۹۷۲ انتخاب شده است. حجم نمونه پژوهش، ۲۰۹ شرکت هدف است که توسط ۱۰۰۰ شرکت برتر از نظر فروش، تصاحب شده‌اند. در این پژوهش به منظور کنترل متغیرهای کلان صنعت، سهم بازار شرکت‌هایی که تصاحب انجام نشده‌اند نیز بررسی شده است. نتایج تحقیق نشان می‌دهد که در دهه‌های شصت و هفتاد سهم بازار و نرخ رشد شرکت‌های هدف افزایش نیافته است. در برخی از شرکت‌های مورد بررسی کاهش قابل توجهی در سهم بازار محصولات مشاهده شده است. به طور خلاصه یافته‌های تحقیق، فرضیه افزایش سهم بازار شرکت‌های تصاحب شده را رد می‌کند. به عبارت دیگر، سهم بازار شرکت‌های هدف روند کاهشی نداشته است ولی قطعاً افزایشی نبوده است [۲۶].

آقایان Doi و Ikeda (1983)، ۴۹ شرکت ادغام شده و پذیرفته شده در بورس‌های توکیو، اوزاکا و ناگویا (ژاپن) در سال‌های ۱۹۶۴ تا ۱۹۷۵ را مورد بررسی قرار دادند. محققین مذکور عملکرد تصاحب و ادغام شرکت‌ها را به دو صورت آزمون مطلق و نسبی

^۱ Earning Before Interest and Tax (EBIT)

بررسی کرده‌اند. در آزمون مطلق، عملکرد پس از تصاحب با عملکرد قبل از تصاحب مقایسه می‌شود. با توجه به اینکه شرکت‌های تصاحب‌کننده بزرگ‌تر از شرکت‌های هدف می‌باشند، عملکرد قبل از تصاحب شرکت‌های هدف معادل عملکرد شرکت‌های تصاحب‌کننده (شرکت خریدار) در نظر گرفته شده است. در آزمون نسبی، عملکرد شرکت‌های ادغام شده با شرکت‌های رقیب در صنعت مقایسه و بررسی شده است. با استفاده از آزمون نسبی اثرات چرخه‌های تجاری و فاکتورهای کلان اقتصادی بر عملکرد شرکت‌های هدف، کاهش می‌یابد. محققین عملکرد را به وسیله چهار شاخص سودآوری، کارایی، فروش و هزینه‌های تحقیق و توسعه، مورد بررسی قرار داده‌اند. شاخص سودآوری به صورت نسبت متوسط سود قبل از کسر مالیات به حقوق صاحبان سهام و متوسط سود قبل از کسر مالیات به دارایی‌ها اندازه‌گیری شده است. شاخص کارایی براساس صرفه‌جویی در هزینه‌ها، افزایش سرانه فروش محاسبه گردیده است. نرخ رشد شرکت براساس متوسط درصد تغییرات فروش نسبت به سال گذشته در نظر گرفته شده است. همچنین شاخص هزینه تحقیق و توسعه به صورت نسبت هزینه‌های تحقیق و توسعه به کل فروش سالانه تعریف شده است. به طور خلاصه نتایج تحقیق مذکور نشان داده است که عملکرد پس از تصاحب و ادغام در شرکت‌های ژاپنی بهبود داشته است [۱۷].

Hoshino (1981) با هدف تجزیه و تحلیل سیستمی، عملکرد ادغام‌های انجام شده در سال ۱۹۷۰ ژاپن، را مورد بررسی قرار داده است. بر اساس اطلاعات جمع‌آوری شده، تصاحب تهاجمی در ژاپن عمومیت زیادی ندارد. فشار عوامل بیرونی نظیر قانون و هنجارهای فرهنگی باعث جلوگیری از تصاحب تهاجمی می‌شود. سهامداران ژاپنی از فروش سهام شرکت‌های خود به سرمایه‌گذاران خارجی خودداری می‌کنند. حجم نمونه مورد مطالعه این پژوهش، پانزده شرکت ادغام شده سال ۱۹۷۰ است. در این پژوهش دو آزمون در خصوص عملکرد ادغام‌ها صورت گرفته است: الف- مقایسه نسبت‌های مالی قبل و پس از ادغام شرکت‌ها ب- مقایسه عملکرد شرکت‌های ادغام شده با شرکت‌های ادغام نشده در صنعت مشابه (گروه کنترل).

در آزمون مقایسه نسبت‌ها، عملکرد شرکت‌های ادغام شده با استفاده از پنج نسبت مالی (نسبت حقوق صاحبان سهام به دارایی‌ها، نسبت جاری، نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام، نسبت گردش دارایی و نسبت خالص سود به کل دارایی‌ها) محاسبه شده است. نتایج نشان می‌دهد که نسبت‌های مذکور پایین‌تر از قبل از ادغام است. همچنین در آزمون

مقایسه نسبت‌های مالی، شرکت‌های ادغام شده با شرکت‌های ادغام نشده (گروه کنترل) نشانگر عملکرد منفی شرکت‌های ادغام شده مخصوصاً در نسبت گردش دارایی‌ها و خالص سود به کل دارایی‌ها است [۱۶].

Meeks (1977) تاثیر ادغام و تصاحب شرکت‌های انگلیسی بر ثروت صاحبان سهام شرکت خریدار در سال‌های ۱۹۵۰ تا ۱۹۷۱ مورد بررسی قرار داده است. رویکرد تحقیقاتی این پژوهش براساس داده‌های حسابداری است. محقق مذکور به علت عدم دسترسی به اطلاعات صورت‌های مالی پس از ادغام شرکت هدف، معیار موفقیت (شکست) را براساس نسبت نرخ بازدهی دارایی‌های (سود قبل از مالیات بر دارایی‌ها) در شرکت خریدار تعیین کرده است. حجم نمونه مورد مطالعه مذکور ۱۰۰۰ مورد تصاحب و ادغام است. در این پژوهش نرخ بازدهی دارایی‌ها پس از تصاحب نسبت به قبل از معامله آزمون شده است. در تحقیق مذکور به منظور کنترل تأثیر متغیرهای کلان اقتصادی، متوسط نرخ بازدهی دارایی‌های شرکت‌های فعال در صنعت شرکت خریدار (گروه کنترل) با نمونه بررسی و مقایسه شده است. یافته‌های تحقیق بیانگر کاهش در نرخ بازدهی دارایی‌های شرکت خریدار پس از معامله است. شرکت‌های خریدار در پنج سال پس از معامله کاهش عملکرد شدیدی را تجربه کرده‌اند. نتایج بیانگر این است که پس از انجام معامله نزدیک به ۲/۳ شرکت‌های خریدار، بازدهی دارایی کمتر از متوسط بازدهی دارایی شرکت‌های مشابه در صنعت مربوطه داشته‌اند [۴].

متغیرهای مالی قبل از ادغام در شرکت‌های خریدار نامرتب و شرکت‌های تصاحب شده را مورد آزمون قرار داده و با نتایج پس از ادغام مقایسه کرده‌اند. حجم نمونه پژوهش ۱۳۲ شرکت است که از لیست خرید و تصاحب کمیسیون تجارت فدرال و بورس سهام نیویورک انتخاب شده‌اند. دوره مطالعاتی تحقیق سال‌های ۱۹۶۰ تا ۱۹۶۹ است. ۶۱ شرکت از نمونه مورد مطالعه نامرتب بوده و ۷۱ شرکت بقیه مرتبط^۱ می‌باشند. به منظور بررسی معاملات با استفاده از داده‌های صورت‌های مالی سه نوع شاخص اندازه، عملکرد درآمدی و فاکتورهای اثرگذار بر عملکرد درآمدی تعریف شده است. نتایج تحقیق نشان می‌دهد که میزان فروش و دارایی‌های قبل از تصاحب و ادغام در شرکت‌های نامرتب بالاتر از شرکت‌های مرتبط بوده است. تفاوت چندانی در سودآوری

¹ Non- Conglomerate

شرکت‌های نامرتب‌نسبت به شرکت‌های مرتب‌نسبت مشاهده نشده است. فروش، دارایی و سودآوری شرکت‌های تصاحب شده به وسیله شرکت‌های نامرتب‌نسبت، وضعیت بهتری از شرکت‌های هدف تصاحب شده توسط شرکت‌های مرتب‌نسبت داشته است. معیارهای سودآوری قبل از ادغام در شرکت‌های نامرتب‌نسبت، پایین‌تر از شرکت‌های مرتب‌نسبت بوده است. همچنین شرکت‌های نامرتب‌نسبت به دنبال تصاحب شرکت‌های هدف با سودآوری بالا می‌باشند. میزان اهرم مالی شرکت‌های نامرتب‌نسبت به شرکت‌های مرتب‌نسبت بالاتر بوده و نسبت P/E قبل از ادغام در شرکت‌های نامرتب‌نسبت کمتر از شرکت‌های مرتب‌نسبت بوده است [۴].

Piper و Weiss (1974) به منظور بررسی وضعیت سودآوری تصاحب و ادغام بانک‌های هلدینگ در سال‌های ۱۹۴۷ تا ۱۹۶۷، نمونه ۱۰۲ شرکتی از بانک‌های تصاحب شده را مورد بررسی قرار دادند. محققین مذکور بر اساس رویکرد حسابداری و تجزیه و تحلیل اطلاعات صورت‌های مالی، بانک‌های هدف را مورد بررسی قرار دادند. در این پژوهش سود عملیاتی پس از مالیات هر سهم شرکت‌های هلدینگ بانکی نسبت به دوره قبل از تصاحب را به عنوان شاخص موفقیت (شکست) تعریف شده است. پنجاه و سه درصد تصاحب بانک‌ها، سودآوری کمتری نسبت به دوره قبل از تصاحب داشته است. همین امر باعث کاهش سود عملیاتی خالص هر سهم پس از تصاحب در بانک‌های هلدینگ شده است. مهم‌ترین دلایل سودآور نبودن بانک‌های تصاحب شده، پرداخت صرف قیمتی بالا و ناتوانی مدیران بانک‌های هلدینگ در افزایش سودآوری بانک‌های هدف بیان شده است. از نظر محققین این پژوهش، شکست تصاحب و ادغام بانک‌ها، با توجه به شاخص‌های موفقیت (شکست) تعریف شده در پژوهش، تعجب‌آور نیست. زیرا بانک‌های هلدینگ برای غلبه بر محدودیت‌های قانونی فعالیت در مناطق جغرافیایی متنوع، ناچار به تصاحب بانک‌های هدف سایر مناطق جغرافیایی هستند. همچنین انگیزه رشد به وسیله خرید و ادغام بانک‌ها یکی از انگیزه‌های بانک‌های هلدینگ است که به خاطر آن حاضر به پرداخت صرف قیمتی بالا هستند [۲۷].

نتیجه‌گیری

یکی از مهمترین مباحث مدیران عالی شرکت‌ها و محققین مدیریت مالی در دنیای امروزی، تصاحب و ادغام شرکت‌ها است که در این مقاله به آن پرداخته شد. رقابت جهانی به حدی رسیده است که تکیه بر کارایی درونی و نقاط قوت یک بنگاه، به تنهایی موجب دوام و رشد

آن نمی‌شود. شرکت‌ها با استفاده از ابزارهای ترکیب از جنبه‌های مشترک یکدیگر، استفاده می‌کنند و با هم‌افزایی گروهی در مقابل تهدیدهای محیط رقابتی ایستادگی می‌کنند. تصاحب و ادغام شرکت‌ها یکی از ساز و کار پاسخ‌گویی به تغییرات آشوبی دنیای امروزی است. این استراتژی سریع‌ترین راه شرکت‌ها برای دستیابی به بازارهای جدید، توانایی و تکنولوژی جدید در عرصه کسب و کار داخلی و جهانی است. ادبیات تصاحب و ادغام شرکت‌ها در کشورهای مختلف نتایج عملکردی متفاوت دارد و دارای قدمتی بالغ بر یک قرن است که در این مقاله بخشی اعظمی از تحقیقات عملکردی موضوع مذکور ارائه گردید. علی‌رغم استفاده روز افزون از استراتژی تصاحب و ادغام شرکت‌ها، اتفاق آرا در خصوص اثرات استراتژی مذکور بر ثروت صاحبان سهام شرکت‌های خریدار و هدف وجود ندارد. تحقیق‌های انجام شده نتایج متفاوتی را به دست آورده‌اند که اقتصاددانان و مدیران مالی کشورهای مختلف باید آنها را با کشور خود تطبیق و تنظیم کنند. نتایج اکثریت تحقیق‌ها نشانگر تاثیر منفی استراتژی تصاحب و ادغام شرکت‌ها بر ثروت صاحبان سهام شرکت خریدار است. معاملات انجام شده در هر کشوری باید براساس انگیزه و دلایل خریدار بررسی و ارزیابی شود. براساس بررسی‌های انجام شده محققین بر روی شاخص‌های ارزیابی نرخ رشد فروش، نرخ بازدهی حقوق صاحبان سهام، نرخ بازدهی دارایی‌ها، جریان نقدی عملیاتی و نرخ بازدهی سهام اجماع دارند. اغلب دوره تحقیق‌ها (با استفاده از رویکرد حسابداری) بین ۲ تا ۵ سال است. به منظور کنترل اثرات کلان اقتصادی و صنعتی، استفاده از گروه مقایسه‌ای (کنترل) قابلیت تعمیم‌پذیری نتایج تحقیق را افزایش می‌دهد. با استفاده از مبانی تئوریک و پژوهش‌های بررسی شده می‌توان ادبیات تصاحب شرکت‌ها در ایران را تدوین و تنظیم کرده و تحقیقات گوناگون توسط محققین و دانشجویان مدیریت مالی در خصوص نتایج عملکردی معاملات تصاحب و ادغام در ایران را انجام داد. این مقاله کوششی آغازین در خصوص جمع‌آوری و ارائه نظریه‌ها و تحقیقات میدانی معاملات مذکور می‌باشد.

منابع

1. Anslinger & Copeland. (1996). Growth through Acquisition: A fresh look. Harvard Business Review, January- February 1996. pp: 126- 135.
2. Barrow, Colin. (1998). the creation of value for shareholders: Do Merger and Acquisitions Deliver? Cranfield School of management. pp: 1- 13.
3. Brown Ch. & J. L. Medoff. (1987). The impact of the firm acquisitions on labor. NBER Working paper 2273. pp: 1- 22.
4. Bruner, Robert. (2001). Does M & A pay? Batten institute. pp: 2- 13.
5. Bruner, Robert. F. (2004). Applied mergers & acquisitions. John Wiley & Sons, Inc.
6. Capron, Laurence. (1999). The long-term performance of Horizontal acquisition. Strategic management journal 20. pp: 987- 1018.
7. Chang. S. (1998). Takeovers of privately held targets. Methods of payment, and Bidder Returns. The journal of finance 53. pp :773-783.
8. Clark K. & Eli Ofek. (1994). Mergers as a means of restructuring distressed firms: An empirical investigation. Journal of finance and qualitative analysis, 29(4). pp: 541-565.
9. Dickerson P. Andrew and et al. (1997). The impact of Acquisitions on company performance: Evidence from A large panel of UK firms. Oxford Economics papers 49. pp: 344- 61.
10. Dodds & Quek. (1983). Effect of mergers on the share price movement of the acquiring firms: A U.K study. Journal of business finance & accounting 12. pp: 285-96.
11. Frankel, Michael. (2005). Mergers and acquisitions Basics. John Wiley & sons, Inc.
12. Franks and et al. (1977). An Industry study of the profitability of mergers in the United Kingdom. The journal of finance 32. pp: 1513- 25.
13. Ghosh, Alok. (2001). Does operating performance really improve following corporate acquisitions? Journal of corporate finance (7). pp: 151- 178.
14. Gunther, Tichy & Vienna. (2003). what do we know about success and failure of mergers? . pp: 1- 22.

15. Healy and et al. (1997). Which takeovers are profitable? Strategic or financial? Sloan management Review, summer. pp: 45-57.
16. Hoshino, yasuo. (1982). the performance of corporate mergers in Japan. Journal of business finance & accounting. 9 (2). pp: 153- 163.
17. Ikeda & Doi. (1983). the performances of Merging firms in Japanese Manufacturing Industry. The journal of industrial Economics. 16 (3). pp: 257- 266.
18. Kennedy & Limmack. (1996). Takeover activity, CEO turnover, And the Market for corporate control. Journal of business finance & accounting. 17 (3). pp: 267-85.
19. Loderer & Martin. (1992). Post acquisition performance of a acquiring firms. Financial management. pp: 69-79.
20. Lubatkin, Michael. (1987). Merger strategic and stockholder value. Strategic management Journal (8). pp: 39-53.
21. Marks, Mitchell & mirvis, Philip. (1998). Joining forces. Hossey- bass publishers. (2). pp: 1- 49.
22. Mauboussin & Hiller. (1990). Let's Make a deal. First Boston. PP: 113-160.
23. Mc- dougall, Gilles. (1995). the economic impact of mergers and acquisition on corporations. Micro- Economic policy analysis Industry Canada Working paper 4. pp: 1- 45.
24. Mc-afee & Williams. (1992). Horizontal Mergers and Antitrust policy. The journal of industrial Economics 40 (2), pp: 181-187.
25. Meeks, G. (1977). Disappointing marriage: A Study of the Gains from merger. Combridge: Cambridge: Cambridge University press.
26. Mueller C. Dennis. (1969). A theory of conglomerate mergers. Quarterly journal of Economics, pp: 644-59.
27. Mueller, Dennis. (1985). Mergers and market share. The Review of Economics and statistics. 67 (2), pp: 259- 267.
28. Piper T.F & S.J.Weiss. (1974). The profitability of multibank holding company acquisitions. Journal of finance 29. pp: 163-74.

29. Rahman, R. Abdul & Limmack R. J. (2000). Corporate Acquisitions and the operating performance of Malaysian companies. Social science Research network Electronic paper collection. pp: 46- 75.
30. Rarvenscraft & scherer. (1987). Life after takeover. The journal of industrial Economics 36, pp: 147-156.
31. Roger G. Clarke and et al. (1990). Strategic financial management. Irwin toppan press. pp: 60- 80.
32. Roll. R. (1986). The Hubris Hypothesis of Corporate takeovers. Journal of business. 59, pp: 197- 216.
33. Ross & Westerfield & Jaffe. (1991). Corporate finance. Irwin. . pp: 220-250.
34. Seth. A. (1990). Value creation in acquisitions: A Re-examination of performance issues. Strategic management Journal 11. pp: 99-115.
35. Singh & Montgomery. (1987). Corporate acquisition strategic and Economic performance. Strategic management journal 8 (4), pp: 377-386.
36. Stephen A. Rhoades. (1994). A summary of merger performance studies in Banking 1980- 93. Board of Governors of the federal Reserve system Washington, DC. pp: 1- 66.
37. Stern, Joel M & Chew. J R. (1992). The revolution in corporate finance. Black weel finance. pp: 63- 125.
38. Stewart. J. Bennett. (1990). The quest for value. Harper business. 35-138.
39. Weston, Fred & weaver, Samuel. (2001). Merger & Acquisition. Mc Graw Hill.
40. Zulehner & et al. (2003). The effect of mergers: An Intrnational comparison. International journal of Industrial Orgamization. pp: 625-657.