



فصلنامه علمی پژوهشی دانش سرمایه‌گذاری
دوره ۱۶ / شماره ۱ (پیاپی ۶۱) / بهار ۱۴۰۶
صفحه ۲۴۷ تا ۲۶۵

تأثیر عدم اطمینان اطلاعات و ویژگی‌های شرکت بر ارزش‌گذاری شرکت هدف در ادغام و اکتساب

نیکو محمدشریفی

دانشجوی دوره دکترای مهندسی مالی، واحد بابل، دانشگاه آزاد اسلامی، بابل، ایران.
nikoo.sharifi2011@gmail.com

سید علی نبوی چاشمی

دانشیار، گروه مالی، واحد بابل، دانشگاه آزاد اسلامی، بابل، ایران (نویسنده مسئول).
anabavichashmi2003@gmail.com

ناصر یداله زاده طبری

استادیار، گروه اقتصاد، واحد بابل، دانشگاه آزاد اسلامی، بابل، ایران.
nasertabari@yahoo.com

تاریخ دریافت: ۱۴۰۲/۰۲/۱۶ تاریخ پذیرش: ۱۴۰۲/۰۹/۰۵

چکیده

ادغام و اکتساب یک فعالیت متداول و مهم در هر صنعت و اقتصادی است که اغلب تصمیمات آن به علت بار تصمیماتی و نتایج مهم آن توسط مدیران ارشد اتخاذ می‌شود. تعیین ارزش شرکت در این فرآیند توسط مدیران امری مهم است. از این رو این پژوهش به بررسی تأثیر سطح عدم اطمینان اطلاعات و ویژگی‌های شرکت هدف در ارزش‌گذاری آن پرداخته است. برای این منظور از بین شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران که از سال ۱۳۹۵-۱۴۰۰ توسط سایر شرکت‌ها تصاحب شده‌اند، ۵۴ شرکت به عنوان نمونه انتخاب شده است. این پژوهش شامل سه فرضیه می‌باشد که به منظور آزمون فرضیه‌های پژوهش از آزمون همبستگی در نرم‌افزار SPSS استفاده شده است. نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌ها نشان داد که متغیر عدم اطمینان اطلاعات و نسبت نقدینگی شرکت بر تصمیم‌گیری مدیران جهت تعیین ارزش شرکت هدف در فرآیند ادغام و اکتساب تأثیرگذار می‌باشند. **واژه‌های کلیدی:** ادغام، اکتساب، ارزش‌گذاری، شرکت هدف، عدم اطمینان اطلاعات.

۱- مقدمه

جهانی شدن بازارهای تجاری و به تبع آن برقراری اصول نظام اقتصاد رقابتی جوامع، سازمان‌ها و شرکت‌ها را بر آن داشته تا به منظور کاهش زیان‌های ناشی از این جریان و ادامه حیات خویش در شرایط جدید و محیط رقابتی از ابزارها و سازوکارهای مختلف استفاده کنند (جعفری صامت، ۱۳۹۵). امروزه رقابت در سطح جهانی چنان افزایش یافته که تکیه بر کارایی درونی و نقاط قوت بنگاه به تنهایی موجب دوام و رشد نمی‌شود، شرکت‌ها با اتخاذ روش‌های ترکیب از منابع قابل بهره برداری یکدیگر به صورت مشترک استفاده می‌کنند و با هم‌افزایی گروهی در مقابل تهدیدهای محیط رقابتی ایستادگی می‌کنند (پاسبان و همکاران، ۱۳۹۷). بسیاری از سازمان‌ها ادغام و اکتساب^۱ را به عنوان بخشی از استراتژی شرکت، برای رسیدن به اهداف تجاری خود پی‌می‌گیرند (چوی، ۲۰۱۱). علم اقتصاد، مدیریت مالی و استراتژی، استراتژی ادغام و اکتساب شرکت‌ها را مطلوب می‌دانند؛ زیرا ادغام و اکتساب شرکت‌ها، جریان آزاد سرمایه است که در راستای اهداف مدیران عالی مبنی بر استفاده بهینه از منابع و دارایی‌ها به کار گرفته می‌شود (هوبارد، ۱۹۹۹). انگیزه‌های مختلف و فراوانی برای ادغام و اکتساب هم از جانب خریداران و هم از جانب شرکت‌های هدف وجود دارد. برکوویچ و نارایانان نیز در سال ۱۹۹۳ سه انگیزه هم‌افزایی، نمایندگی و بلندپروازی مدیران را به عنوان انگیزه‌های اصلی ادغام و اکتساب معرفی کرده‌اند و انگیزه‌هایی مانند متنوع سازی، صرفه‌جویی مالیاتی، مشوق‌های مدیریتی و خرید دارایی‌های با ارزش پائین‌تر از ارزش جایگزینی و انحلال را به عنوان انگیزه‌های فرعی یا جانبی ادغام و اکتساب شناسایی کرده‌اند. با وجود تفاوت‌های بنیادی در ادغام‌ها و اکتساب‌ها نسبت به یکدیگر؛ معیار عمومی و اصلی موفقیت ادغام و اکتساب افزایش ارزش شرکت ترکیبی بعد از فرآیند ادغام و اکتساب است؛ بنابراین بر اساس این معیار کلی شاید بتوان ادعا نمود که ایجاد هم‌افزایی قابل توجه‌ترین انگیزه ادغام و اکتساب است (حسن نژاد و فدائی نژاد، ۱۳۹۶).

ادغام و اکتساب به محبوب‌ترین روش‌های رشد استفاده شده برای شرکت تبدیل شده است و یکی از بهترین راه‌های ایجاد میان‌بر برای موفقیت است. ادغام هنگامی اتفاق می‌افتد که یک شرکت با شرکت دیگر ترکیب شده و از بین می‌رود. هم‌افزایی به عنوان یکی از انگیزه‌های اصلی در ادغام و اکتساب برتری رقابتی در برابر رقبا را افزایش می‌دهد. همچنین این امکان را به بنگاه‌ها می‌دهد تا کارآمدتر عمل کنند و از مزایای رقابت و مصرف کنندگان بهره‌مند شوند. با این حال، بسیاری از موارد نیز وجود دارد که هم‌افزایی بین شرکت خریدار و شرکت خریداری شده با شکست مواجه شده است (تام، ۲۰۲۰). مدیران و مالکان بنگاه‌های اقتصادی به دلیل افزایش فشارهای اقتصادی بر کسب‌وکارها و مشکلات شدید نقدینگی، غالباً درگیر معاملات و پیشنهادهای ادغام و اکتساب می‌شوند. در فرآیند ادغام و اکتساب تعیین ارزش شرکت امری مهم و ضروری است. از سوی دیگر با افزایش عدم اطمینان اطلاعات هزینه تحصیل و کسب اطلاعات افزایش می‌یابد، از این رو این پژوهش در نظر دارد تأثیر عدم اطمینان اطلاعات و ویژگی‌های شرکت هدف بر ارزش‌گذاری آن در فرآیند ادغام و اکتساب را بررسی نماید. سوال پژوهشی که از هدف نشأت می‌گیرد این است که «آیا عدم اطمینان اطلاعات^۲ و ویژگی‌های شرکت هدف بر ارزش‌گذاری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در فرآیند ادغام و اکتساب تأثیرگذار می‌باشند؟» در این پژوهش به هر نوع معامله عمده سهام، که توانایی انتخاب یا ابقای حداقل یک عضو هیأت مدیره با هر میزان

درصد مالکیت (۵ درصد به بالا) را به شرکت خریدار یا شرکتهای تحت کنترل آن می‌دهد، تصاحب شرکت گفته می‌شود (بولو و عنابستانی، ۱۳۹۰). منظور از شرکت هدف، شرکتی است که شرکت تصاحب کننده یا شرکت تحت کنترل آن توانسته‌اند با خرید سهام آن به صورت نقدی یا مبادله‌ی سهام به صورت دوستانه یا خصمانه با هر درصد مالکیت به ورود حداقل یک عضو هیأت مدیره در آن منجر شده باشد (گودرزی و تهرانی، ۱۳۹۵). با توجه به مطالب بیان شده و از آنجایی که در چند سال اخیر بحث ادغام و اکتساب مورد توجه دانشگاهیان و فعالان اقتصادی قرار گرفته است و حفظ ارزش شرکت و ایجاد هم‌افزایی مالی یکی از مهمترین مزیت‌های این فرآیند می‌باشد از این رو در پژوهش حاضر، به دنبال بررسی و پاسخ به این سوال‌ها هستیم:

- ۱) چگونه سطح عدم اطمینان اطلاعات در شرکتهای هدف بر ارزش‌گذاری آن‌ها در فرآیند ادغام و اکتساب تأثیرگذار است؟
- ۲) چگونه ترکیب هیأت مدیره شرکتهای هدف بر ارزش‌گذاری آن‌ها در فرآیند ادغام و اکتساب تأثیرگذار است؟
- ۳) چگونه نسبت نقدینگی شرکتهای هدف بر ارزش‌گذاری آن‌ها در فرآیند ادغام و اکتساب تأثیرگذار است؟

مبانی نظری

ارزش‌گذاری شرکت هدف

ارزش‌گذاری به معنی تعیین ارزش ذاتی یک دارایی مالی براساس مدل‌های ارزش‌گذاری و بر مبنای ماهیت فعالیت تجاری است. ارزش‌گذاری برابر معادل ریالی در زمان حال بوده و شامل فرآیند جمع‌آوری اطلاعات مالی و عملکرد، راستی آزمایی، تحلیل و پیش‌بینی جریان‌های نقدی آتی، انتخاب مدل، برآورد نرخ بازده مورد انتظار و نرخ رشد می‌باشد (اسلام پناه و همکاران، ۱۳۹۳). ارزش‌گذاری شرکت‌ها از ضروریات برنامه‌ریزی برای مدیران و سرمایه‌گذاران است و همچنین نمایشگر چگونگی تأثیر استراتژی و ساختار مالی بر ارزش بازار سهام شرکت‌ها است. ارزش شرکت برای سهامداران، سرمایه‌گذاران، مدیران، اعتباردهندگان و سایر ذینفعان شرکت در ارزیابی آن‌ها از آینده شرکت و تأثیر آن در برآورد ریسک و بازدهی سرمایه‌گذاری و قیمت سهام اهمیت به‌سزایی دارد (پورزمانی و خریدار، ۱۳۹۲).

به گفته داموداران، عوامل ویژه‌ای در ارزش‌گذاری ادغام و اکتساب وجود دارد. اول، هم‌افزایی، بسیاری از تولیدکنندگان پیش‌بینی می‌کنند که پس از ادغام و اکتساب افزایش در ارزش شرکت اتفاق می‌افتد، زیرا شرکت ترکیبی قادر به انجام کارهایی است که بنگاه‌های منفرد نمی‌توانند. اثرات هم‌افزایی در ارزش ترکیبی دو بنگاه باید قبل از تصمیم‌گیری در مورد پیشنهاد ادغام و اکتساب در نظر گرفته شود. دوم، مقدار کنترل، که تأثیر ارزش تغییر مدیریت و تغییر ساختار شرکت هدف را اندازه‌گیری می‌کند، که باید در تصمیم‌گیری در مورد قیمت منصفانه در نظر گرفته شود (تام، ۲۰۲۰). ارزش‌گذاری شرکتهای خریداری شده در فعالیت ادغام و اکتساب یکی از مهم‌ترین و در عین حال مشکل‌ترین مراحل و یکی از کلیدی‌ترین عناصر موثر در موفقیت یا شکست فرآیند ادغام و اکتساب است. امروزه مدل تنزیل جریان‌های نقدی رایج‌ترین ابزار مورد استفاده در بین تحلیلگران مالی هنگام ارزیابی یک

شرکت است (تام، ۲۰۲۰). جهت ارزش‌گذاری شرکت‌های هدف در فرآیند ادغام و اکتساب با وجود روش‌ها و مدل‌های گوناگون جهت تخمین ارزش شرکت هدف، مدل تنزیل جریانات نقدی، چهارچوب عقلانی‌تر و قابل درک‌تری در اختیار افراد قرار می‌دهد. در اهمیت این مدل لازم است بیان شود که مارن در سال ۱۹۹۳ از مدل تنزیل جریانات نقدی به عنوان مهم‌ترین تکنیک ارزش‌گذاری برای تخمین ارزش کسب‌وکار برای خریداران استفاده کرده است (حسن‌نژاد و فدائی‌نژاد، ۱۳۹۶).

۲-۲- عدم اطمینان اطلاعاتی

عدم اطمینان اطلاعاتی سابقه‌ای طولانی در ادبیات مالی دارد و پیشینه آن حتی به پیش از تئوری‌های نوین مالی باز می‌گردد. نایت (۱۹۲۸) در اثر مشهور خود میان ریسک و عدم اطمینان تمایز برقرار نمود. بر مبنای نظر وی ریسک را می‌توان به طور ضمنی از طریق تعیین احتمال هر یک از خروجی‌های ممکن اندازه‌گیری نمود. اما در مورد عدم اطمینان، اطلاعات دقیق و کاملی برای ارزیابی و تعیین احتمال مربوط به آن وجود ندارد (مرادزاده فرد و همکاران، ۱۳۹۲). از سوی دیگر نظریه بازار کارای سرمایه، که توسط فاما در دهه ۱۹۷۰ مطرح شد و توجه بسیاری از اندیشمندان مالی را به خود جلب کرد، به دو فرض بسیار مهم تکیه دارد. اول اینکه سرمایه‌گذاران در تصمیم‌گیری‌های خود در بازار، رفتار منطقی و عقلایی دارند. ثانیاً آنها بر اساس آخرین اطلاعات و اخبار به خرید و فروش اوراق بهادار اقدام می‌کنند. در نتیجه قیمت اوراق بهادار همیشه به ارزش ذاتی آن نزدیک است و هیچگونه فرصت آربیتراژی وجود ندارد (زاعی و همکاران، ۱۳۹۰).

بر اساس قاعده بیز سرمایه‌گذاران هنگام تجدیدنظر در برآوردهای خویش وزن کمی را به اخبار جدیدی که تصویر واضحی از ارزش بنیادی سهام فراهم نمی‌آورند، تخصیص می‌دهند. از این رو، زمانی که اخبار خوب با درجه بالایی از عدم اطمینان منتشر می‌شود، سرمایه‌گذاران ابتدا نرخ بازده سهام مربوطه را کمتر از حد برآورد می‌نمایند. و هم‌گام با کاهش عدم اطمینان اطلاعاتی پیرامون ارزش بنیادی، سرمایه‌گذاران به نحو عقلایی در باورهای خویش تجدید نظر می‌نمایند (مرادزاده فرد و همکاران، ۱۳۹۲).

۲-۳- ویژگی‌های شرکت

هر شرکت از یک مجموعه ویژگی‌هایی برخوردار است که تا اندازه زیادی با نوع و ماهیت فعالیت آن در ارتباط می‌باشد (اخگر و کرمی، ۱۳۹۳). برخی ویژگی‌های شرکت هدف می‌تواند بر تعیین ارزش آن توسط خریدار در امر ادغام و اکتساب تأثیرگذار باشد. ویژگی‌های شرکت، بر اساس سه دسته از متغیرها که عبارتند از متغیرهای ساختاری (اندازه‌ی شرکت و اهرم)، متغیرهای نظارتی (ترکیب هیأت‌مدیره و سهامداران نهادی) و متغیرهای عملکردی (سودآوری، نقدینگی و رشد شرکت) کنترل می‌شود. این تقسیم‌بندی بر مبنای مطالعه انجام شده توسط چن و جگی (۲۰۰۷) صورت پذیرفته است (اخگر و کرمی، ۱۳۹۳).

ترکیب هیأت‌مدیره مهم‌ترین عامل در کنترل و نظارت بر مدیریت شرکت و محافظت از منابع سهامداران قلمداد می‌شود. نتایج مطالعات و بررسی‌های انجام شده نشان می‌دهد که هیأت‌مدیره در ارتقای عملکرد و ارزش

شرکت نقش با اهمیتی ایفا می‌کند (فاما و جنسین، ۱۹۸۳). از طرف دیگر تجزیه و تحلیل صورت‌های مالی برای ارزیابی عملکرد مالی شرکت در طول زمان، شناسایی روند عملکرد و همچنین برای ارزیابی اوراق بهادار صاحبان سهام شرکت، ارزیابی خطرات مالی و انجام دقیق حساب‌ها قبل از ادغام و اکتساب مفید است و یکی از روش‌های تجزیه و تحلیل صورت‌های مالی استفاده از نسبت‌های مالی است. در بین نسبت‌های مالی نسبت‌های نقدینگی، توانایی نقدی شرکت را بررسی می‌کنند لذا در این پژوهش با توجه به مطالب بیان شده برای بررسی تأثیر ویژگی شرکت هدف بر ارزش گذاری آن در فرآیند ادغام و اکتساب از دو معیار ترکیب هیأت‌مدیره و نسبت نقدینگی استفاده می‌شود (پورنماساری، ۲۰۱۵).

پیشینه پژوهش

پیشینه خارجی

گریس و نوگروهو (۲۰۲۲) در پژوهش خود به بررسی تأثیر سودآوری، نقدینگی، اهرم و اندازه شرکت بر ارزش شرکت در شرکت‌های تولیدی پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار اندونزی در سال‌های ۲۰۱۷-۲۰۱۹ پرداختند. در این پژوهش با استفاده از روش نمونه‌گیری هدفمند از ۸۷ شرکت تولیدی به عنوان نمونه استفاده شد. به جهت آزمون فرضیه‌های پژوهش از تحلیل رگرسیون خطی چندگانه با مدل اثرات ثابت در نرم افزار Eviews11 استفاده شد که نتایج حاکی از آن است که: (۱) سودآوری اثر منفی و ناچیز بر ارزش شرکت دارد. (۲) نقدینگی تأثیر مثبت و ناچیز بر ارزش شرکت دارد. (۳) اهرم تأثیر مثبت و معناداری بر ارزش شرکت دارد. (۴) اندازه شرکت بر ارزش شرکت تأثیر منفی و معناداری دارد.

تام (۲۰۲۰) در پژوهش خود به ارزیابی شرکت‌های هدف در فرآیند ادغام و اکتساب با مطالعه موردی بر روی ادغام اسکایپ و مایکروسافت با استفاده از مدل تنزیل جریان‌ات نقدی شرکت پرداخت. نتایج پژوهش نشان داد که ادغام‌ها و اکتساب‌ها به محبوب‌ترین روش‌های مورد استفاده برای رشد شرکت تبدیل شده‌اند و به دلیل ایجاد هم‌افزایی به عنوان یکی از بهترین راه‌ها برای ایجاد میانبر برای رسیدن به موفقیت شناخته شده‌اند. وی در پژوهش خود بیان کرد که بسیاری از تحلیلگران دیدگاه‌های متفاوتی در خصوص این ادغام دارند اما اکثر آنها دیدگاه منفی ارائه کردند اما با این حال، هم‌افزایی بین مایکروسافت و اسکایپ را به نوعی امیدوارکننده دانستند. با این ادغام Skype، در سیستم‌های مایکروسافت مانند Xbox و Kinect، Xbox Live، سیستم عامل Window Phone، Lync و Outlook گنجانده خواهد شد. و از طرفی دیگر دو فرصت بالقوه برای مایکروسافت در بازارهای Window Phone و Xbox & Kinect ایجاد خواهد کرد. و در آخر بیان داشت که پژوهش‌ها همچنین بر اساس برخی اطلاعات موجود، پیش‌فرض‌هایی را در مورد آنچه در این بازارها اتفاق می‌افتد، با دیدگاهی خوش‌بینانه مطرح کرد.

شافر (۲۰۱۹) در پژوهش خود بیان کرد که در معاملات ادغام و اکتساب ایالات متحده آمریکا، مدیران هدف موظف هستند قبل از پذیرفتن پیشنهاد ادغام، به دنبال ارزیابی منصفانه باشند. به منظور بررسی ارزیابی منصفانه آزمون‌هایی را برای سودمندی و سوگیری ارزیابی منصفانه ایجاد و پیاده‌سازی کرد و به شواهدی از قبیل تعصب در فرآیند ادغام و اکتساب دست یافت. یافته‌ها نشان داد که ارزیابی شخص ثالث می‌تواند نقش مفیدی در فرآیند

ادغام و اکتساب داشته باشد. به نظر می‌رسد آنها قادر به تشخیص سوء قیمت‌های اساسی و تحمیل هم‌افزایی‌های مورد انتظار از معامله هستند، که می‌توانند برای مدیران هدف مفید باشند.

لین و همکاران (۲۰۱۸) در پژوهش خود چگونگی تأثیر سطح عدم اطمینان اطلاعات شرکت هدف، بر ارزش‌گذاری خریدار و دریافت سود حاصل از معامله را مورد بررسی قرار داده‌اند. بر اساس یک مدل جریان نقدی تنزیل شده، استدلال کردند که ارزیابی شرکت هدف با سطح پایین عدم اطمینان اطلاعات، دارای ارزش پایینی خواهد بود و دستیابی به یک شرکت هدف با سطح عدم اطمینان اطلاعات بالا می‌تواند به طور بالقوه برای سهامداران خریدار ارزش ایجاد کند. نتایج یافته‌های آنها نشان می‌دهد که ارزیابی خریدار از شرکت هدف با سطح عدم اطمینان اطلاعات شرکت هدف همبستگی منفی دارد و بازده خریدار با ارزیابی شرکت هدف دارای همبستگی منفی ولی با سطح عدم اطمینان اطلاعات شرکت هدف همبستگی مثبت دارد. **آلمیدا و همکاران (۲۰۱۱)** با استفاده از الگوی هولم استورم و تیروول دریافتند که شرکت‌هایی که از لحاظ مالی با بحران روبرو هستند، توسط شرکت‌های هم صنعت خود که نقدینگی بیشتری دارند تصاحب می‌شوند؛ این تصاحب از نظر هم‌افزایی عملیاتی، نتیجه‌ای در بر نداشت. آن‌ها چنین معامله‌ای را ادغام‌های نقدینگی نامیدند، زیرا هدف اصلی آنها تخصیص مجدد نقدینگی به شرکت‌هایی است که از این نظر کارا عمل نکردند.

مولر و همکاران (۲۰۰۵)، در پژوهشی دلایل کاهش ارزش و زیان خریداران پس از تصاحب را بررسی کردند که نتایج بیانگر آن بود که شرکت‌های خریدار طی سال‌های ۱۹۹۸ تا ۲۰۰۱ پس از تصاحب سهام شرکت هدف، ۲۴۰ میلیارد دلار ضرر کرده بودند. آن‌ها معتقد بودند که نمی‌توان این پدیده را نادیده گرفت و آن را انتقال ثروت از خریداران به سهامداران شرکت‌های هدف دانست. نتایج حاکی از آن بود که بخش عمده‌ی معاملات مذکور، مربوط به تصاحب سهام شرکت‌های دولتی بوده است و تمامی این معاملات با معاوضه‌ی سهام انجام شده است. تأمین مالی معاملات تصاحب به روش معاوضه‌ی سهام علامت منفی به بازار نشان داده و از مهم‌ترین عوامل مؤثر بر کاهش ارزش خریداران بوده است.

منته کان (۲۰۰۸) با بررسی قدرت چانه زنی شرکت‌های هدف در مقابل شرکت‌های تصاحب‌کننده به این نتیجه رسید که شرکت‌های هدف خصوصی نسبت به شرکت‌های هدفی که سهام آن‌ها در بازار سهام معامله می‌شود، به دلیل عدم اطمینان موجود در این شرکت‌ها و نبود اطلاعات شفاف در مورد آن‌ها که این خود باعث دسترسی محدود شرکت‌ها به بازارهای سرمایه می‌شود، از قدرت چانه زنی پایینی برخوردار بودند.

پیشینه داخلی

سرلک و همکاران (۱۳۹۹) در پژوهش خود به بررسی رابطه بین ترکیب هیأت‌مدیره (استقلال هیأت‌مدیره) بر ارزش شرکت در ۱۱۴ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۸۷ تا ۱۳۹۵ پرداختند و فرضیه‌های پژوهش را با بهره‌گیری از معادلات رگرسیونی چندگانه مبتنی بر داده‌های تابلویی، با استفاده از نرم افزار اکسل و Eviews ۹ مورد آزمون قرار دادند. نتایج حاصل از این پژوهش نشان داد که بین ترکیب هیأت‌مدیره (استقلال هیأت‌مدیره) و ارزش شرکت ارتباط معنی داری وجود ندارد.

اجاقی و همکاران (۱۳۹۳)، در پژوهش خود به بررسی رابطه بین نرخ بازده سرمایه‌گذاری، بازده دارایی و بازده حقوق صاحبان سهام با ارزش شرکت‌های تصاحب شده‌ی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته است. جامعه آماری این پژوهش مشتمل بر ۷۵ شرکت تصاحب شده، مورد پذیرش در بورس اوراق بهادار تهران بوده و با استفاده از نرم‌افزار تدبیر متغیرهای مورد نظر استخراج و از طریق آزمون همبستگی پیرسون، آزمون معناداری F و آزمون t به تجزیه و تحلیل داده‌ها پرداخته شده است. نتایج نشان دهنده وجود رابطه مثبت و معنادار بین بازده دارایی با ارزش بازار و عدم وجود رابطه معنادار بین بازده سرمایه‌گذاری و بازده حقوق صاحبان سهام با ارزش بازار شرکت‌های تصاحب شده می‌باشد.

رضایی و پیری (۱۳۹۰) در پژوهش خود به بررسی تأثیر ساختار مالکیت، ساختار سرمایه و نقدینگی بر ارزش بازار شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته است که نتایج حاصل از بررسی ۱۷۶ شرکت در طی سال‌های ۱۳۸۳ تا ۱۳۸۷ نشان داد که ساختار مالکیت و نقدینگی بر ارزش بازار شرکت تأثیر مثبت و معناداری دارند.

اصغری (۱۳۸۸) عملکرد تصاحب شرکت‌ها در ایران با استفاده از شاخص‌های حسابداری از قبیل نرخ بازدهی حقوق صاحبان سهام؛ نرخ بازدهی دارایی‌ها؛ جریان نقدی عملیاتی و نرخ رشد فروش را مورد بررسی قرار داده است. این پژوهش اطلاعات معاملات انجام شده در دوره‌ی پژوهشی ۱۳۷۶ تا ۱۳۸۱ از سازمان بورس اوراق بهادار جمع‌آوری و با استفاده از آزمون t استیوننت و فریدمن (ناپارامتریک) تجزیه و تحلیل و نتایج فرضیه‌ها را بررسی کرده است. نتایج پژوهش بیانگر این است که مدیران شرکت‌های خریدار توانایی بهبود عملکرد و خلق ارزش برای صاحبان سهام شرکت نداشته‌اند و شاخص‌های مورد بررسی پس از تصاحب در شرکت تصاحب شده روند کاهشی داشته است. همچنین اغلب معاملات تصاحب شرکت در ایران با شکست مواجه شده و منجر به انتقال ثروت به سهامداران قبلی شرکت تصاحب شده از سهامداران شرکت خریدار، شده است.

فرضیه‌های پژوهش

با توجه به مباحث مطرح شده در مبانی نظری و پیشینه پژوهش و به منظور حصول هدف پژوهش، فرضیه‌های زیر طراحی و آزمون شده‌اند:

فرضیه ۱: میزان عدم اطمینان اطلاعات شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران اثر معناداری بر ارزش‌گذاری شرکت‌ها در فرآیند ادغام و اکتساب دارد.

فرضیه ۲: ترکیب هیأت‌مدیره شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران اثر معناداری بر ارزش‌گذاری شرکت‌ها در فرآیند ادغام و اکتساب دارد.

فرضیه ۳: نسبت نقدینگی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران اثر معناداری بر ارزش‌گذاری شرکت‌ها در فرآیند ادغام و اکتساب دارد.

روش‌شناسی پژوهش

پژوهش حاضر از نظر هدف، کاربردی، چرا که طیف وسیعی از استفاده‌کنندگان از نتایج حاصل از آن، می‌توانند استفاده کنند. از نظر روش گردآوری اطلاعات، توصیفی و به دلیل بررسی رابطه بین متغیرها از لحاظ روش، همبستگی است. از نظر منطق اجراء، پژوهش، استقرایی است؛ چرا که تلاش می‌شود تا بر اساس مشاهداتی محدود (نمونه) نتیجه، به کل جامعه تعمیم یابد. از آنجایی که این تحقیق از اطلاعات صورت‌های مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار در سال‌های گذشته استفاده می‌کند و هیچ‌گونه دخالتی در کنترل و تغییر اندازه متغیرها ندارد، از نوع پس رویدادی می‌باشد. به منظور تجزیه و تحلیل داده‌ها و آزمون فرضیه‌ها، آزمون همبستگی در نرم‌افزار آماری spss، نسخه ۲۶، استفاده شد. ابتدا آمار توصیفی متغیرهای پژوهش و سپس نرمال بودن یا نبودن آن‌ها با استفاده از روش کولموگروف-اسمیرنوف آزمون می‌شود. در صورتی که متغیرهای پژوهش از توزیع نرمال برخوردار باشند، نوع و شدت رابطه بین متغیرهای پژوهش، با استفاده از روش آزمون همبستگی پیرسون و در غیر این صورت، با استفاده از روش اسپیرمن آزمون می‌شود.

قلمرو زمانی پژوهش یک دوره شش ساله است که آغاز آن سال ۱۳۹۵ و پایان آن سال ۱۴۰۰ است. به عبارتی شرکت‌هایی مورد بررسی قرار خواهند گرفت که طی سال‌های ۱۳۹۵ تا ۱۴۰۰ مورد تحصیل واقع شده‌اند. جامعه آماری این پژوهش تمام شرکت‌های هدف ایرانی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. نمونه آماری نیز با توجه به محدودیت‌های ذکر شده در ذیل، از بین جامعه آماری انتخاب گردیده است:

- ۱) به منظور قابل مقایسه بودن اطلاعات، پایان سال مالی شرکت‌ها منتهی به پایان اسفند ماه هر سال باشد.
 - ۲) طی سال‌های مالی مورد نظر تغییر فعالیت یا تغییر سال مالی نداشته باشد.
 - ۳) سهام آن‌ها طی دوره زمانی ۱۳۹۵ تا ۱۴۰۰ در بورس اوراق بهادار تهران فعال باشد.
 - ۴) شرکت‌های انتخابی جزء بانک‌ها و مؤسسات مالی و اعتباری (شرکت‌های سرمایه‌گذاری، واسطه‌گری مالی، شرکت‌های هلدینگ و لیزینگ‌ها) نباشند، زیرا این شرکت‌ها عمدتاً خود به عنوان شرکت‌های خریدار یا مادر تلقی می‌گردند و به منابع مالی گسترده‌ای دسترسی دارند.
 - ۵) تمامی اطلاعات مربوط به اجزای محاسبه متغیرهای پژوهش در دسترس و افشا شده باشد.
- با در نظر گرفتن محدودیت‌های فوق تعداد ۵۴ شرکت به عنوان نمونه انتخاب گردید.

تعداد نمونه	تعداد شرکت‌های حذف شده	تعداد جامعه
۵۴	۳۹	۹۳

مدل و متغیرهای پژوهش

در خصوص آزمون فرضیه‌های پژوهش از روش تحلیل رگرسیون خطی در نرم‌افزار SPSS استفاده می‌شود. ابتدا مدل رگرسیونی (۱) با مطالعه پژوهش‌هایی نظیر اخگر و همکاران (۱۳۹۲)، گریس و نوگروهو (۲۰۲۲)، ساری و سدنا (۲۰۲۰) و لی و تانگ (۲۰۱۸) ارائه شد و سپس با تفسیر خروجی‌های حاصله، فرضیات تحقیق بررسی گردید.

$$\text{Value}_{i,t} = \alpha + \beta_1 \text{FD}_{i,t} + \beta_2 \text{BCOMP}_{i,t} + \beta_3 \text{LIQ}_{i,t} + \beta_4 \text{SIZE}_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

(Value): متغیر ارزش گذاری شرکت هدف بر حسب مدل تنزیلی جریان نقدی.

(FD): انحراف معیار سود هر سهم پیش‌بینی شده در بودجه و تعدیلات صورت گرفته در طی سال t.

(BCOMP): ترکیب هیأت‌مدیره.

(LIQ): نسبت نقدینگی.

(SIZE): لگاریتم طبیعی مجموع دارایی‌های شرکت i در سال t. یک متغیر کنترلی می‌باشد که نشان‌دهنده اندازه شرکت است.

(ε): جزء ناشناخته

۶-۱-۶- تعریف عملیاتی متغیرها

انجام هر پژوهش و آزمون فرضیه‌های آن مستلزم عملیاتی نمودن متغیرهای مربوط به آن می‌باشد. در ادامه هر یک از متغیرها و نحوه عملیاتی‌سازی آن‌ها بیان شده است.

۶-۱-۱-۱- عدم اطمینان اطلاعاتی

عدم اطمینان اطلاعاتی متغیر مستقل پژوهش می‌باشد. برای عملیاتی‌سازی این متغیر از معیار پراکندگی پیش‌بینی سود هر سهم استفاده شده است. معیار مزبور توسط حجازی و همکاران (۱۳۹۰) برای اندازه‌گیری عدم اطمینان اطلاعاتی استفاده شده است. تعریف عملیاتی این متغیر به شرح زیر می‌باشد:

پراکندگی پیش‌بینی سود هر سهم (FD): انحراف معیار سود هر سهم پیش‌بینی شده در بودجه و تعدیلات صورت گرفته در طی سال t (مرادزاده فرد و همکاران، ۱۳۹۲).

۶-۱-۱-۲- ویژگی‌های شرکت هدف

با توجه به موارد بیان شده در مبانی نظری، در این پژوهش از دو ویژگی ترکیب هیأت‌مدیره و نقدینگی برای سنجش متغیر ویژگی‌های شرکت هدف استفاده شده است که تعریف عملیاتی این متغیرها به شرح زیر می‌باشد:

ترکیب هیأت‌مدیره: ترکیب هیأت‌مدیره ترکیبی از هر دو مدیران موظف و غیرموظف به عنوان اعضای هیأت‌مدیره است. همانند پژوهش (گارسیا سانچز، ۲۰۱۰) ترکیب هیأت‌مدیره از طریق نسبت اعضای غیرموظف هیأت‌مدیره به کل اعضای هیأت‌مدیره اندازه‌گیری می‌شود (اخگر و کرمی، ۱۳۹۳).

نقدینگی: رابطه بین وجه نقدی است که در کوتاه مدت در اختیار شرکت قرار خواهد گرفت و وجه نقدی که شرکت به آن نیاز خواهد داشت. استفاده از نقدینگی به عنوان یک متغیر مرتبط با عملکرد مبتنی بر این فرض است که تغییرات دارایی‌ها و بدهی‌های جاری تا حد زیادی از عملکرد شرکت در یک دوره مالی مشخص تأثیر می‌پذیرد. در این پژوهش برای محاسبه نسبت نقدینگی از نسبت جاری که توان نقدینگی شرکت را بهتر نشان می‌دهد، استفاده شده است (اخگر و کرمی، ۱۳۹۳):

$$\text{نسبت نقدینگی} = \frac{\text{دارایی‌های جاری شرکت } t \text{ در زمان } t}{\text{بدهی‌های جاری شرکت } t \text{ در زمان } t}$$

۳-۱-۶- ارزش‌گذاری شرکت - مدل تنزیل جریان‌های نقدی^۲ (DCF)

مدل تنزیل جریان‌های نقدی ارزش شرکت را به دو مؤلفه تجزیه می‌کند: ارزش فعلی جریان نقدی در طول دوره پیش‌بینی و ارزش فعلی جریان نقدی بعد از دوره پیش‌بینی (ارزش تداوم). رابطه (۱) نشان دهنده ارزش شرکت در این مدل می‌باشد:

$$Value_{it} = V_0 + V_1 \quad (۲)$$

V_0 : ارزش فعلی جریان‌های نقدی در طول دوره پیش‌بینی

V_1 : ارزش فعلی جریان‌های نقدی بعد از دوره پیش‌بینی (ارزش تداوم)

۴-۱-۶- ارزش عملیات شرکت (ارزش فعلی جریان‌های نقدی در دوره پیش‌بینی)

ارزش عملیات شرکت برابر است با ارزش فعلی جریان‌های نقدی آزاد (CFC) آتی مورد انتظار شرکت. جریان نقدی آزاد برابر است با سود خالص عملیاتی بعد از مالیات تعدیل شده (NOPAT) به علاوه هزینه‌های غیرنقدی منهای افزایش در سرمایه در گردش، دارایی‌ها، تجهیزات، ساختمان و سایر دارایی‌ها (قالیباف اصل و همکاران، ۱۳۸۶).

۵-۱-۶- ارزش فعلی جریان‌های نقدی بعد از دوره پیش‌بینی (ارزش تداوم)

ارزش بعد از دوره پیش‌بینی را ارزش تداوم گویند. استفاده از ارزش تداوم نیاز برای پیش‌بینی جریان‌های نقدی شرکت برای یک دوره طولانی مدت را از بین می‌برد. محاسبه ارزش تداوم حائز اهمیت است زیرا غالباً ارزش تداوم درصد عمده‌ای از ارزش کل شرکت را به خود اختصاص می‌دهد. البته این بدین معنا نیست که بیشتر ارزش شرکت مربوط به دوره تداوم است. بلکه به این معناست که غالباً در سال‌های نخستین دوره پیش‌بینی جریان‌های نقدی ورودی شرکت توسط جریان‌های نقدی خروجی که صرف نقد مخارج سرمایه‌ای و سرمایه‌گذاری در سرمایه در گردش (سرمایه‌گذاری‌هایی که در سال‌های آتی باید جریان نقدی ورودی بیشتری برای شرکت ایجاد کنند) خنثی می‌شوند (قالیباف اصل و همکاران، ۱۳۸۶). برای محاسبه ارزش تداوم فرمول‌ها و نظریه‌های متفاوتی وجود دارد. یکی از ساده‌ترین روش‌هایی که برای محاسبه ارزش تداوم مورد استفاده قرار می‌گیرد ضریب P/E است. در این روش با ضرب ضریب P/E برآوردی شرکت در سال پایانی دوره پیش‌بینی در سود خالص شرکت در آن سال ارزش تداوم را به صورتی تقریبی محاسبه می‌کنند (قالیباف اصل و همکاران، ۱۳۸۶).

یافته‌های پژوهش

۱-۷- آمار توصیفی

در این بخش، داده‌ها یا متغیرهای پژوهش بر مبنای استفاده از شاخص آمار مرکزی و پراکندگی توصیف شده است. نتایج توصیف یافته‌ها در جدول شماره (۱) آورده شده است.

جدول (۱). آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

متغیر	تعداد مشاهدات	حداقل	حداکثر	میانگین	انحراف معیار
FD	۳۲۴	۰.۰۶	۶۷۳.۱۰	۸۲.۲۳۴۲	۱۱۱.۴۵۱۹۷
BCOMP	۳۲۴	۰.۲	۱	۰.۶۴۰۱	۰.۱۷۰۵۰
LIQ	۳۲۴	۰.۲۹	۸.۳۹	۱.۵۷۶۵	۰.۹۴۴۲۵
SIZE	۳۲۴	۱۱.۳۰	۱۹.۷۷	۱۴.۷۷۱۷	۱.۶۸۷۹۷
Value	۳۲۴	۱۰۰.۹۸	۸۹۹۶.۰۱	۱۲۰۴.۶۷۵۶	۱۰۲۸.۳۳۵۹۰

جدول (۱)، آمار توصیفی متغیرهای پژوهش را نشان می‌دهد که بیانگر شاخص‌های توصیفی برای هر متغیر است. این شاخص‌ها بیشتر شامل اطلاعات مربوط به شاخص‌های مرکزی نظیر میانگین، و همچنین اطلاعات مربوط به شاخص‌های پراکندگی نظیر انحراف معیار است. مهم‌ترین شاخص مرکزی، میانگین است که شاخص مناسبی برای نشان دادن مرکزیت داده‌هاست. میانگین ارزش‌گذاری شرکت‌ها به عنوان متغیر وابسته نشان می‌دهد که متوسط امتیاز ارزش شرکت‌های مورد مطالعه ۱۲۰۴.۶۷۵۶ است. میانگین نسبت نقدینگی نشان‌دهنده این است که به طور متوسط دارایی‌های جاری شرکت‌های مورد مطالعه ۱.۵۷ برابر بدهی‌های جاری آن‌ها می‌باشد. با مقایسه انحراف معیار، کمترین و بیشترین مقدار متغیرهای مورد بررسی به این نتیجه می‌رسیم که متغیر ارزش‌گذاری شرکت دارای بیشترین پراکندگی و متغیر ترکیب هیأت‌مدیره دارای کمترین پراکندگی می‌باشند.

۲-۷- آزمون نرمال بودن متغیرهای پژوهش

به منظور بررسی نرمال بودن متغیرهای پژوهش از آزمون کولموگروف اسمیرنوف در نرم‌افزار SPSS نسخه ۲۶ استفاده شده است.

H_0 : توزیع داده‌های مربوط به هر یک از متغیرها نرمال است

H_1 : توزیع داده‌های مربوط به هر یک از متغیرها نرمال نیست

جدول (۲). نتایج آزمون کولموگروف-اسمیرنوف

تعداد مشاهدات	عدم اطمینان اطلاعات	ترکیب هیأت مدیره	نسبت نقدینگی	ارزش شرکت	اندازه شرکت
۳۲۴	۳۲۴	۳۲۴	۳۲۴	۳۲۴	۳۲۴
آماره آزمون	۰.۲۳۰	۰.۲۳۸	۰.۱۷۰	۰.۱۵۴	۰.۱۱۶
سطح معناداری	۰.۰۰۰	۰.۰۰۰	۰.۰۰۰	۰.۰۰۰	۰.۰۰۰

با توجه به نتایج بدست آمده از آزمون کولموگروف-اسمیرنوف ارائه شده در جدول (۲)، به دلیل اینکه سطح معنی‌داری تمامی متغیرهای پژوهش کمتر از ۵ درصد می‌باشد، می‌توان نتیجه گرفت که تمامی متغیرها نرمال نیستند و برای آزمون فرضیه‌های تحقیق باید از آزمون‌های ناپارامتریک استفاده کرد.

۳-۸- آزمون فرضیه‌های پژوهش

به منظور آزمون فرضیه‌های تحقیق و بررسی نوع رابطه و چگونگی تأثیر متغیرها بر یکدیگر از تجزیه تحلیل همبستگی که رابطه بین دو متغیر را نشان می‌دهد، استفاده می‌کنیم. در این پژوهش به دلیل نرمال نبودن متغیرها از آزمون همبستگی اسپیرمن استفاده می‌شود. ضریب همبستگی همواره عددی بین ۱- (مقدار کاملاً منفی) و ۱ (مقدار کاملاً مثبت) می‌باشد که قدرت و جهت ارتباط بین متغیرها را نشان می‌دهد.

فرضیه ۱: عدم اطمینان اطلاعات شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران اثر معناداری بر ارزش‌گذاری شرکت‌ها در فرآیند ادغام و اکتساب دارد.

جدول (۳). نتایج آزمون ضریب همبستگی اسپیرمن فرضیه اول

عدم اطمینان اطلاعات		
۰.۱۵۲-	ضریب همبستگی	ارزش شرکت
۰.۰۰۶	سطح معناداری	
۳۲۴	تعداد مشاهدات	

جدول (۳) نتیجه آزمون اسپیرمن برای فرضیه اول پژوهش را نشان می‌دهد. از آنجایی که مقدار سطح معناداری به دست آمده در خروجی نرم‌افزار از ۰,۰۵ کمتر است، فرضیه پژوهش تأیید می‌شود و می‌توان بیان کرد که عدم اطمینان اطلاعات شرکت‌های هدف بر ارزش‌گذاری آن‌ها در فرآیند ادغام و اکتساب اثر معناداری دارد و با توجه به منفی بودن ضریب همبستگی این رابطه بین دو متغیر سطح عدم اطمینان اطلاعات و ارزش‌گذاری شرکت هدف معکوس و منفی است.

فرضیه ۲: ترکیب هیأت‌مدیره شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران اثر معناداری بر ارزش‌گذاری شرکت‌ها در فرآیند ادغام و اکتساب دارد.

جدول (۴). نتایج آزمون ضریب همبستگی اسپیرمن فرضیه دوم

ترکیب هیأت‌مدیره		
۰.۰۰۶-	ضریب همبستگی	ارزش شرکت
۰.۹۱۷	سطح معناداری	
۳۲۴	تعداد مشاهدات	

جدول (۴) نتیجه آزمون اسپیرمن برای فرضیه دوم پژوهش را نشان می‌دهد. از آنجایی که مقدار سطح معناداری به دست آمده در خروجی نرم‌افزار از ۰,۰۵ بیشتر است، فرضیه دوم رد می‌شود و می‌توان بیان کرد که ترکیب هیأت مدیره در شرکت‌های هدف بر ارزش‌گذاری آن‌ها در فرآیند ادغام و اکتساب اثر معناداری ندارد. **فرضیه ۳:** نسبت نقدینگی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران اثر معناداری بر ارزش‌گذاری شرکت‌ها در فرآیند ادغام و اکتساب دارد.

جدول (۵). نتایج آزمون ضریب همبستگی اسپیرمن فرضیه سوم

نسبت نقدینگی		ارزش شرکت
۰,۳۹۹	ضریب همبستگی	
۰,۰۰۰	سطح معناداری	
۲۵۸	تعداد مشاهدات	

جدول (۵) نتیجه آزمون اسپیرمن برای فرضیه سوم پژوهش را نشان می‌دهد. از آنجایی که مقدار سطح معناداری به دست آمده در خروجی نرم‌افزار از ۰,۰۵ کمتر است، فرضیه سوم تأیید می‌شود و می‌توان بیان کرد که نسبت نقدینگی در شرکت‌های هدف بر ارزش‌گذاری آن‌ها در فرآیند ادغام و اکتساب اثر معناداری دارد و با توجه به مثبت بودن ضریب همبستگی این رابطه بین دو متغیر نسبت نقدینگی و ارزش‌گذاری شرکت هدف مثبت و مستقیم است.

بحث و نتیجه گیری

در فعالیت ادغام و اکتساب اغلب تصمیم‌ها به علت اهمیت موضوع و اثرات مهم آن در بازده شرکت، توسط مدیران ارشد اتخاذ می‌شود. بر این اساس در صورت وجود عدم اطمینان در اطلاعات ارائه شده شرکت‌های هدف، ارزش‌گذاری شرکت دچار اختلاف محاسباتی خواهد شد و این امر منجر به عدم دستیابی به نتیجه مناسب در فرآیند ادغام و اکتساب می‌شود. از اینرو هدف پژوهش بررسی تأثیر عدم اطمینان اطلاعات و ویژگی‌های شرکت در ارزش‌گذاری شرکت‌های هدف پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در فرآیند ادغام و اکتساب براساس اطلاعات مندرج در گزارش‌های مالی شرکت‌ها در بازه زمانی ۱۳۹۵ تا ۱۴۰۰ بوده است.

نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌های پژوهش نشان داد، در فرضیه اول متغیر عدم اطمینان اطلاعات که به معنای ابهام پیرامون ارزش بنیادی شرکت می‌باشد با سطح معنی‌داری کمتر از ۵ درصد ضریب همبستگی منفی، تأثیر منفی و معنی‌داری بر ارزش‌گذاری شرکت هدف در فرآیند ادغام و اکتساب دارد و مدیران ارشد شرکت زمانی که با عدم اطمینان اطلاعات در شرکتی مواجه می‌شوند حتماً باید به بررسی منبع این عدم اطمینان بپردازند.

در فرضیه‌های دوم و سوم پژوهش تأثیر دو متغیر ترکیب هیأت‌مدیره و نسبت نقدینگی که به ترتیب به عنوان متغیر نظارتی و عملکردی انتخاب شدند، بر ارزش‌گذاری شرکت‌های هدف در فرآیند ادغام و اکتساب بررسی شد که نتایج حاصل از خروجی آزمون نشان داد، متغیر ترکیب هیأت مدیره بدلیل سطح معنی‌داری بیشتر از ۵ درصد

تأثیر معنی‌داری بر ارزش‌گذاری شرکت هدف در فرآیند ادغام و اکتساب ندارد اما متغیر نسبت نقدینگی که نشان‌دهنده توانایی نقدی شرکت است با سطح معنی‌داری کمتر از ۵ درصد و ضریب همبستگی مثبت تأثیر مثبت و معنی‌داری بر ارزش‌گذاری شرکت هدف در فرآیند ادغام و اکتساب دارد.

در خصوص سئوالات مطرح شده در پژوهش، یافته‌های حاصل از اجرای آزمون فرضیه‌ها نشان داد، متغیر سطح عدم اطمینان اطلاعات تأثیر منفی و معناداری بر ارزش‌گذاری شرکت هدف در فرآیند ادغام و اکتساب دارد به این‌صورت که هر چه عدم اطمینان در رابطه با اطلاعات شرکت بیشتر باشد، خریداران ارزش کمتری را برای شرکت در نظر خواهند گرفت. متغیر ترکیب هیأت مدیره تأثیری بر ارزش‌گذاری شرکت در فرآیند ادغام و اکتساب ندارد و متغیر نسبت نقدینگی تأثیر مثبت و معناداری بر ارزش‌گذاری شرکت هدف در فرآیند ادغام و اکتساب دارد به این‌صورت که هر چه میزان این نسبت بیشتر باشد، خریداران ارزش بیشتری برای شرکت در نظر خواهند گرفت.

جدول (۶). مقایسه نتایج پژوهش با سایر پژوهش‌ها

نتیجه	هدف پژوهش	نمونه‌ی آماری	مدل
تأیید	تأثیر عدم اطمینان اطلاعات شرکت بر ارزش‌گذاری شرکت هدف	۵۴ شرکت پذیرفته‌شده در بورس	مدل تنزیل جریان نقدی (پژوهشگر)
تأیید	تأثیر نقدینگی شرکت بر ارزش‌گذاری شرکت هدف		
رد	ترکیب هیأت مدیره شرکت بر ارزش‌گذاری شرکت هدف		
تأیید	ارزیابی شرکت هدف در فرآیند ادغام و اکتساب	دو شرکت مایکروسافت و اسکایپ	مدل تنزیل جریان نقدی (تام، ۲۰۲۰)
تأیید	تأثیر سطح عدم اطمینان اطلاعات بر ارزیابی شرکت هدف	۲۶۷۶ مشاهده	جریان نقدی تنزیل شده (لی و همکاران، ۲۰۱۸)
تأیید	تأثیر نقدینگی بر ارزش بازار شرکت	۱۷۶ شرکت پذیرفته‌شده در بورس	رگرسیون چندگانه (فرزین و پیری، ۱۳۹۹)
تأیید	تأثیر نقدینگی، اهرم و اندازه شرکت بر ارزش شرکت	۸۷ شرکت تولیدی	رگرسیون خطی چندگانه با مدل اثرات ثابت (گریس و نوگروهو، ۲۰۲۲)
رد	تأثیر نقدینگی بر ارزش شرکت	شرکت‌های ساختمانی و زیربخش آن‌ها	تحلیل مسیر (ساری و سدانا، ۲۰۲۰)
رد	تأثیر ترکیب هیأت‌مدیره (استقلال هیأت مدیره) بر ارزش شرکت	۱۱۴ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار	معادلات رگرسیونی چندگانه مبتنی بر داده‌های تابلویی (سرلک و همکاران، ۱۳۹۹)
تأیید	ویژگی‌های هیأت‌مدیره (استقلال هیأت‌مدیره) بر ارزش شرکت	۶۵ شرکت پذیرفته‌شده در بورس	همبستگی معادلات ساختاری جزئی (ویلانوا و همکاران، ۲۰۱۶)

مقایسه نتایج پژوهش با پژوهش های پیشین مرتبط نشان می‌دهد، متغیر سطح عدم اطمینان اطلاعات که تأثیر معنی داری بر تعیین ارزش شرکت دارد با نتیجه پژوهش تام (۲۰۲۰) و لی و همکاران (۲۰۱۸) مطابقت دارد، همچنین متغیر نقدینگی بر ارزش گذاری شرکت هدف اثر مثبت و معناداری دارد که با یافته‌های پژوهش فرزین و پیری (۱۳۹۰) و گریس و نوگروهو (۲۰۲۲) مطابقت دارد و همچنین با نتیجه پژوهش ساری و سدانا (۲۰۲۰) که به تاثیر منفی نقدینگی بر ارزش شرکت دست یافتند در تناقض است. متغیر ترکیب هیأت‌مدیره (استقلال هیأت مدیره) به عنوان یکی از ابزارهای راهبری شرکتی بر ارزش گذاری شرکت هدف اثر معناداری ندارد که با یافته های تحقیق سرلک و همکاران (۱۳۹۹) مطابقت دارد. این در حالیست که در پژوهش ویلانوو و همکاران (۲۰۱۶) تأثیر معنی دار ویژگی‌های هیأت‌مدیره (استقلال هیأت‌مدیره) بر ارزش شرکت تأیید گردیده است. بدین معنی که با استفاده از سازوکارهای راهبری شرکتی می‌توان بر مشکلات نمایندگی در شرایط پیچیده ادغام و اکتساب غلبه نمود. عدم همسویی نتایج پژوهش حاضر با پژوهش‌های خارجی، ناشی ازبستر فرهنگی و اقتصادی متفاوت و وضعیت بازار سرمایه ایران می‌باشد.

در نهایت می‌توان بیان نمود که تمامی یافته‌ها بدین معناست که افزایش عدم اطمینان اطلاعات در شرکت‌های هدف منجر به کاهش میزان ارزش گذاری شرکت می‌گردد و افزایش میزان نسبت نقدینگی شرکت هدف که نشان دهنده توانایی نقدی شرکت می‌باشد منجر به افزایش میزان ارزش گذاری شرکت هدف می‌گردد. مدیران و مالکان بنگاه‌های اقتصادی به دلیل افزایش فشارهای اقتصادی بر کسب و کارها و مشکلات شدید نقدینگی، غالباً درگیر معاملات و پیشنهادهای ادغام و اکتساب می‌شوند و در این فرآیند تعیین ارزش شرکت امری مهم و ضروری است. شرکت هایی که دارای سطح نقدینگی بالا و بهینه هستند، قادر خواهند بود ارزش شرکتی خوبی ایجاد کنند و همچنین در مدیریت تعهدات کوتاه مدت خود توانایی بیشتری خواهند داشت تا بتوانند تعهدات کوتاه مدت خود را به موقع انجام دهند یا پرداخت کنند.

پیشنهادهای حاصل از نتایج پژوهش

با توجه به فرضیه اول پژوهش عدم اطمینان اطلاعات وضعیتی است که در آن اطلاعات کافی برای آگاهی از احتمالات نتایج درمورد یک پدیده وجود ندارد و کسب آگاهی در خصوص موضوعاتی که با عدم اطمینان روبرو هستند، در اصطلاح «یادگیری» نامیده می‌شود. عدم اطمینان اطلاعات با تأثیر بر باورهای خریداران بر قیمت سهام و ارزش شرکت تأثیر می‌گذارد. زمانی که درباره وضعیت آتی شرکت‌ها در فرآیند ادغام و اکتساب عدم اطمینان وجود دارد دریافت هرگونه سیگنال اطلاعاتی می‌تواند سبب تجدیدنظر در باورهای پیشین سرمایه‌گذاران شود و عدم اطمینان را کاهش دهد. مطالعات پیشین نشان می‌دهد که بر اساس قانون بیز، افراد منطقی باورهای خود را پس از دریافت اطلاعات جدید، به روز و در آن تجدیدنظر می‌کنند. به عبارتی دیگر مخابره‌ی سیگنال‌های اطلاعاتی به بازار سبب یادگیری می‌شود و عدم اطمینان اطلاعات را کاهش می‌دهد. از این‌رو، به خریداران و سرمایه‌گذاران فعال در بازار پیشنهاد می‌شود به سیگنال‌های اطلاعاتی موجود در بازار توجه داشته باشند و منبع عدم اطمینان اطلاعات را در شرکت پیدا کنند. همچنین به قانون‌گذاران پیشنهاد می‌شود زمینه‌ی افشای اطلاعات بیشتر توسط

شرکت‌ها را فراهم کنند تا از این طریق تا حدودی عدم اطمینان موجود در بازار سرمایه کاهش یابد. در پژوهش‌های بعدی نیز می‌توان عدم اطمینان را در دو سطح عدم تقارن اطلاعات و فرصت‌های رشد بررسی کرد. با توجه به فرضیه‌های دوم و سوم پژوهش پیشنهاد می‌شود ترکیب هیات مدیره شرکت‌ها به سوی افزایش درصد اعضای غیرموظف سوق پیدا کند تا کنترل رابطه نمایندگی نیز با کارایی بیشتری انجام شود و پیشنهاد می‌شود در پژوهش‌های بعدی از سایر متغیرهای نظارتی، ساختاری و عملکردی به عنوان ویژگی‌های شرکت در فرایند ادغام و اکتساب مورد بررسی قرار گیرد.

در نهایت در این پژوهش بانک‌ها و مؤسسات مالی و اعتباری (شرکت‌های سرمایه‌گذاری، واسطه‌گری مالی، شرکت‌های هلدینگ و لیزینگ‌ها) به دلیل دسترسی به منابع مالی گسترده عمدتاً خود به عنوان شرکت‌های خریدار یا مادر تلقی می‌گردند از نمونه آماری حذف شدند که این موضوع یکی از مهمترین محدودیت‌های پژوهش در جمع‌آوری داده‌های پژوهش حاضر به شمار می‌آید.

یادداشت‌ها

۱. Merger and Acquisition
۲. Information Uncertainty
۳. Discounted Cash Flows

فهرست منابع

- اجاقی، محمدامین؛ جانعلی زاده، محمد؛ مالچی، فاطمه. (۱۳۹۳)، «بررسی رابطه بین نرخ بازده سرمایه‌گذاری، بازده دارایی و بازده حقوق صاحبان سهام با ارزش شرکت‌های تصاحب شده پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران»، کنفرانس بین‌المللی حسابداری، اقتصاد و مدیریت مالی.
- اخگر، محمدامید؛ کرمی، افشار؛ (۱۳۹۳)، «بررسی تأثیر ویژگی‌های شرکت بر کیفیت گزارشگری مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران»، مجله بررسی‌های حسابداری، شماره ۴، ص ۱-۲۲.
- اسلام پناه، مجتبی؛ چاوشی، کاظم؛ فلاح شمس، میر فیض، (۱۳۹۳)، «مقایسه کارایی مدل تنزیل جریان نقدی سنتی با مدل تنزیل جریان نقدی شبیه‌سازی شده با مونت کارلو در ارزش‌گذاری سهام»، مجله مهندسی مالی و مدیریت اوراق بهادار، شماره نوزدهم، ص ۹۳-۱۱۰.
- بولو، قاسم؛ عنابستانی، اکرم. (۱۳۹۰)، «تأثیر استراتژی تصاحب شرکت‌ها بر مدیریت سود»، مجله دانش حسابداری، سال دوم، شماره هفتم، ص ۹۹-۱۲۰.
- پاسبان، محمد؛ انواری، سید احمد؛ اصلی زاده، رحمان؛ صادقی نهر، رویا. (۱۳۹۷). «چگونگی بکارگیری استراتژی ادغام و هم‌افزایی جهت افزایش توانمندی شرکت»، دومین همایش بین‌المللی مدیریت، حسابداری و اقتصاد در توسعه پایدار.

پورزمانی، زهرا؛ خریدار، احسان رضا، (۱۳۹۲)، «تأثیر مالکان عمده بر ارزش شرکت»، فصلنامه علمی پژوهشی دانش مالی تحلیل اوراق بهادار، شماره ۲۰، ص ص ۷۹-۸۹.

جعفری صامت، امیر. (۱۳۹۵)، «مطالعه تطبیقی آثار ادغام ها شرکت ی تجارتي در حقوق ایران و انگلستان»، پژوهشنامه دو فصلنامه حقوق خصوصی عدالت، سال سوم، شماره ششم، ص ص ۴۹-۷۱.

حسن نژاد، محمد؛ فدائی نژاد، محمد اسماعیل، (۱۳۹۶)، « بررسی انگیزه های خرید و ادغام (M&A) در بازار سرمایه ایران»، مجله چشم انداز مدیریت مالی، شماره ۱۸، ص ص ۶۷-۸۳.

راعی، رضا؛ اسلامی بیدگلی، غلامرضا؛ میرزا بیاتی، مهدی، (۱۳۹۰)، « ارزش گذاری سهام و ناهمگنی رفتار سهامداران در بورس اوراق بهادار تهران»، دانش حسابداری، شماره ۵، ص ص ۱۰۳-۱۲۵.

رضایی، فرزین، و پیری، عبدالله. (۱۳۹۰). تاثیر ساختار مالکیت، ساختار سرمایه و نقدینگی بر ارزش بازار شرکت ها. پژوهش های حسابداری مالی و حسابرسی (پژوهشنامه حسابداری مالی و حسابرسی)، ۳(۱۱)، ۱۵۵-۱۷۴.

سرلک، حیدری، فتحی، & آهنگری. (۲۰۲۰). رابطه ویژگی های هیأت مدیره و ارزش شرکت در شرایط تحریم اقتصادی. پژوهش های تجربی حسابداری، ۱۰(۲)، ۱-۲۲.

عارفی، اصغر، (۱۳۹۱)، «بررسی تأثیر صرف قیمتی سهام بر بازدهی خریداران عمده ی سهام در بورس اوراق بهادار تهران»، نشریه تحقیقات مالی، شماره ۲، ص ص ۸۱-۱۰۲.

عارفی، اصغر. (۱۳۸۶)، « بررسی عملکرد تصاحب شرکت ها در ایران»، فصلنامه پژوهشنامه بازرگانی. قالیباف اصل، حسن؛ رستمی، محمدرضا؛ انصاری، حجت اله، (۱۳۸۶)، « نقد روش های متداول ارزش گذاری شرکت ها و معرفی مدل های مناسب»، تحقیقات مالی، شماره ۲۴، ص ص ۵۷-۸۰.

گودرزی، آرش؛ تهرانی، رضا، (۱۳۹۵)، «تأثیر تصاحب شرکت ها بر محدودیت های مالی شرکت هدف»، مجله دانش حسابداری، شماره ۲۷، ص ص ۸۳-۱۰۸.

مرادزاده فرد، مهدی؛ عدل زاده، مرتضی؛ فرج زاده، مریم؛ عظیمی، صدیقه، (۱۳۹۲)، «عدم اطمینان اطلاعاتی، عدم تقارن اطلاعاتی و فرصت های رشد»، فصلنامه مطالعات تجربی حسابداری مالی، شماره ۳۹، ص ص ۱۲۵-۱۴۵.

Almeida, H., Murillo, C., Drik, H. (2011). "Liquidity mergers". Journal of Financial Economics, 102(3), 526-558.

Chui, B. S. (2011). A risk management model for merger and acquisition. International Journal of Engineering Business Management, 3, 11 .

Fama, E. F. & Jensen, M. C. Separation of ownership and control. Journal of Law and Economics, (1983), No 26, pp 301-326.

Grace, A., & Nugroho, V. (2022). Pengaruh Profitability, Liquidity, Leverage, Dan Firm Size Terhadap Firm Value. Jurnal Paradigma Akuntansi, 4(1), 100-109.

Hubbard, N. A. (1999). Acquisition: strategy and implementation. Springer.

- Li, L., & Tong, W. H. (2018). Information uncertainty and target valuation in mergers and acquisitions. *Journal of Empirical Finance*, 45, pp 84-107.
- Mantecon, T. (2008). "An analysis of the implication of uncertainty and agency problem on the wealth effects of acquirer of private firms", *Journal of Banking and Finance*, 32(5), pp 892-905.
- Moeller, S. B., Schlingemann, F. P., Stulz, R. M. (2005). "Wealth Destruction on a Massive Scale? A Study of Acquiring-firm Returns in the Recent Merger Wave", *The Journal of Finance*, pp 757-782.
- Sari, I. A. G. D. M., & Sedana, I. B. P. (2020). Profitability and liquidity on firm value and capital structure as intervening variable. *International research journal of management, IT and Social Sciences*, 7(1), 116-127.
- Shaffer, M. (2019). *Truth and Bias in M&A Target Fairness Valuations: Appraising the Appraisals* (Doctoral dissertation).
- Tam, N. V. B. (2020). Valuation of target firms in mergers and acquisitions: a case study on merger of Skype and Microsoft. *European Journal of Business, Economics and Accountancy*, 8, pp 42-60.
- Purnamasari, D. (2015). The effect of changes in return on assets, return on equity, and economic value added to the stock price changes and its impact on earnings per share. *Research journal of finance and accounting*, 6(6), 80-90.
- Villanueva-Villar, M., Rivo-López, E., Lago-Peñas, S. (2016). On the relationship between corporate governance and value creation in an economic crisis: Empirical evidence for the Spanish case. *BRQ Business Research Quarterly*, 125-170.

The effect of Information uncertainty and Company features on the valuation of the target company in the merger and acquisition

Nikoo Mohammad Sharifi

Ph.D Student of Financial Engineering, Babol Branch, Islamic Azad University, Banol, Iran,
nikoo.sharifi2016@gmail.com

Seyed Ali Nabavi chashmi

Associate Professor, Department of Finance, Babol Branch, Islamic Azad University, Babol, Iran
(Corresponding Author)
anabavichashmi2003@gmail.com

Naser Yadollahzadeh Tabari

Assistant Professor, Department of Economic, Babol Branch, Islamic Azad University, Babol, Iran.
nasertabari@yahoo.com

Abstract

Merger and acquisition is a common and important activity in any industry and economy that most of its decisions are made by senior managers due to the burden of decisions and their important results. Determining the value of participation in this process by managers is important. Therefore, in this study, the effect of the level of information uncertainty and the characteristics of the target company in its evaluation has been investigated. For this purpose, 54 companies have been selected as a sample from the companies listed on the Tehran Stock Exchange that have been acquired by other companies since ۱۳۹۰-۱۴۰۰. This research includes three hypotheses. In order to test the research hypotheses, a correlation test in SPSS software was used. The results of testing the hypotheses showed that the variables of information uncertainty and the company's liquidity ratio affect the decision of managers to determine the value of the target company in the process of merger and acquisition.

Keyword: Merger, acquisition, valuation, target company, information uncertainty.

