

## تأثیر تصاحب شرکت‌ها بر محدودیت‌های مالی شرکت‌های هدف

آرش گودرزی\*

دکتر رضا تهرانی\*\*

### چکیده

یکی از دلایل تصاحب شرکت‌ها این است که شرکت‌های هدف قبل از تصاحب به لحاظ مالی با محدودیت روبرو هستند و سرمایه‌گذاری‌های خود را عمدتاً از طریق منابع داخلی تأمین مالی می‌کنند؛ اما بعد از تصاحب، این محدودیت‌ها کاهش و دسترسی آنها به منابع مالی بهبود می‌یابد. این پژوهش با استفاده از رگرسیون داده‌های ترکیبی بر روی نمونه‌ای از شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران که طی سال‌های ۱۳۸۴ تا ۱۳۹۳ توسط سایر شرکت‌ها تصاحب شده‌اند، نشان می‌دهد که سطح وجوه نقدی که شرکت‌های هدف نگه می‌دارند، حساسیت وجوه نقد به جریان نقد و حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقد آنها بعد از تصاحب کاهش و میزان سرمایه‌گذاری آنها افزایش می‌یابد؛ بنابراین، تصاحب شرکت‌ها باعث کاهش محدودیت‌های مالی شرکت‌های هدف می‌شود، به طوری که آنها تصمیمات سرمایه‌گذاری‌های خود را بر اساس دسترسی به منابع بیرونی، علاوه بر وجود منابع داخلی خود، اتخاذ می‌کنند.

\* مربی دانشگاه سیستان و بلوچستان و دانشجوی دکتری مالی - بیمه دانشگاه تهران، تهران، ایران.

\*\* دانشیار حسابداری، دانشگاه تهران، تهران، ایران.

نویسنده مسئول مقاله: آرش گودرزی (Email: arash.goodarzi@yahoo.com)

تاریخ پذیرش: ۹۵/۱۰/۵

تاریخ دریافت: ۹۵/۳/۲۲

واژه‌های کلیدی: تصاحب، محدودیت مالی، جریان نقد، سرمایه‌گذاری، بازار پول و سرمایه.

#### مقدمه

یکی از استراتژی‌ها و ابزارهای رشد و توسعه شرکت‌ها، تصاحب و ادغام شرکت‌هاست. انگیزه‌ها و دلایل متعددی، مدیران شرکت‌ها را به اتخاذ استراتژی مذکور سوق می‌دهد که از جمله آنها کسب هم‌افزایی، افزایش ثروت سهامداران، صرفه‌جویی در مقیاس و حیطه، افزایش سهم بازار، افزایش کارایی، افزایش توان پژوهش و توسعه، رشد شرکت و کاهش ریسک است. کسب هم‌افزایی به معنای ایجاد ارزش به وسیله ترکیب عملیات دو یا چند شخصیت حقیقی یا حقوقی است. هم‌افزایی مالی به تأثیر تصاحب شرکت‌ها بر هزینه و ساختار سرمایه شرکت هدف اشاره دارد. در این هم‌افزایی شرکت‌های بزرگ‌تر دسترسی آسان‌تری به سرمایه ارزان‌قیمت نسبت به شرکت‌های کوچک‌تر دارند (جهانخانی و همکاران، ۱۳۸۶). پژوهش حاضر در واقع این نوع هم‌افزایی را مورد بررسی قرار می‌دهد و به دنبال پاسخ به این سؤال است که آیا محدودیت‌های مالی شرکت‌های هدف پس از تصاحب، به واسطه دسترسی به منابع مالی بیشتر و ارزان‌تر شرکت تصاحب‌کننده، کاهش خواهد یافت؟

مباحث اولیه در رابطه با محدودیت‌های مالی به نظرات کینز<sup>۱</sup> (۱۹۳۶) در نظریه عمومی اشتغال، بهره و پول او بر می‌گردد. او چنین استدلال می‌کند که به دلیل وجود اصطکاک در بازارهای مالی، شرکت‌ها برای رویارویی با محدودیت‌های مالی احتمالی آینده، وجه نقد نگهداری می‌کنند. بنابراین، مقدار وجوه نقد نگهداری شده توسط شرکت‌ها با میزان محدودیت‌های مالی که انتظار دارند در آینده با آنها روبرو شوند، ارتباط مثبت دارد. آپلر و همکاران<sup>۲</sup> (۱۹۹۹) نیز پیش‌بینی‌های کینز را تأیید کردند و نشان دادند که وجه نقد نگهداری شده درون شرکت‌ها تا اندازه زیادی توسط اندازه توانایی دسترسی شرکت‌ها به بازارهای سرمایه، قابل تبیین است. بخصوص وقتی مدیران معتقدند که با محدودیت‌های مالی بیشتری روبرو خواهند شد، وجه نقد بیشتری باید نگهداری کنند.

در صورت وجود محدودیت‌های مالی اگر شرکت تصاحب‌کننده به منابع داخلی یا بازار پول و سرمایه دسترسی کافی داشته باشد و شرکت هدف را قادر سازد تعداد زیادی از سرمایه‌گذاری‌ها با ارزش فعلی خالص مثبت را اجرا کند، آنگاه در واقع یک استراتژی تصاحب بالقوه می‌تواند یک چنین محدودیت‌هایی را کاهش دهد (فزاری و همکاران<sup>۲</sup>، ۱۹۸۸؛ آلمدیا و کمپلو<sup>۴</sup>، ۲۰۰۷؛ و استین<sup>۵</sup>، ۲۰۰۳). بر این اساس، برخی معتقدند از آنجایی که شرکت‌های تصاحب‌کننده، هم از جریان نقدی داخلی و هم از توانایی بیشتری به منظور تأمین مالی از بازار پول و سرمایه برخوردارند، عمدتاً بهتر می‌توانند شرکت‌های هدف را که اکثراً چنین امکاناتی ندارند، اداره کنند (لیائو<sup>۶</sup>، ۲۰۱۲؛ موین<sup>۷</sup>، ۲۰۰۴؛ فزاری و همکاران، ۱۹۸۸؛ و ایرل و همکاران<sup>۸</sup>، ۲۰۱۲).

فزاری و همکاران (۱۹۸۸) حساسیت میزان سرمایه‌گذاری یک شرکت را به جریان نقدی آن به عنوان یک معیار جهت اندازه‌گیری محدودیت مالی یک شرکت معرفی کردند. اگر محدودیت‌های مالی وجود داشته باشد، شرکت مجبور است از میان پروژه‌های موجود دست به انتخاب بزند و در صورت در اختیار داشتن منابع بیشتر و یا افزایش جریان نقدی خود خواهد توانست پروژه‌های بیشتری را اجرا کند. بکر و سیواداسان<sup>۹</sup> (۲۰۱۰) رابطه بین توسعه مالی در کشورها را با محدودیت‌های تأمین مالی شرکت‌های فعال در آن کشورها بررسی کردند و به این نتیجه رسیدند که کشورهایی که دارای بازارهای مالی توسعه یافته‌تری هستند، حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقد شرکت‌ها پایین است. یک رویکرد جایگزین به منظور اندازه‌گیری محدودیت مالی توسط آلمدیا و همکاران<sup>۱۰</sup> (۲۰۰۴) پیشنهاد شد. معیاری که آنها ارائه دادند بر تمایل شرکت‌ها به پس‌انداز و نگهداری بخشی از جریان‌های نقدی دوره‌ای مبتنی است. بخشی از جریان نقد هر دوره که توسط شرکت نگهداری می‌شود، منعکس‌کننده دیدگاه مدیریت در رابطه با محدودیت‌های مالی است که ممکن است در آینده با آن مواجه شود. بنابراین، معیار حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقد، اثر محدودیت‌های تأمین مالی را بر سرمایه‌گذاری‌های فعلی نشان می‌دهد در

حالی که معیار حساسیت وجه نقد به جریان نقد منعکس کننده ارزیابی‌های مدیریت از محدودیت‌های مالی احتمالی آینده است.

مدیران شرکت‌های هدف بعد از تصاحب، به گونه‌ای سیاست‌های خود را تغییر می‌دهند که گویا با محدودیت مالی کمتری روبرو هستند؛ یعنی بعد از تصاحب، وجه نقد کمتری نگه می‌دارند، در ازای جریان نقدی ورودی در هر دوره، بخش کمتری را پس‌انداز می‌کنند، سرمایه‌گذاری‌های آنها با جریان‌های نقد داخلی آنها همبستگی کمتری خواهد داشت و مقدار سرمایه‌گذاری آنها به‌طور کلی بعد از تصاحب افزایش می‌یابد. این اثرات برای شرکت‌هایی که پیش از تصاحب در محدودیت مالی بیشتری بوده‌اند، بالاتر خواهد بود. احتمالاً جریان نقد داخلی و دسترسی به بازارهای پول و سرمایه شرکت‌های تصاحب‌کننده این امکان را برای شرکت‌های هدف فراهم می‌کنند که با امنیت مالی بیشتری به فعالیت خود ادامه دهند (آلتی، ۲۰۰۳؛ و روواید، ۲۰۰۷).

معیارهایی که برای اندازه‌گیری محدودیت‌های مالی شرکت‌ها به کار می‌روند، یعنی نسبت وجه نقد نگهداری شده به کل دارایی‌ها، حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان‌های نقد و حساسیت وجه نقد نگهداری شده به جریان نقد، معیارهایی هستند که تقریباً به‌طور مساوی در تمام کشورها و برای انواع شرکت‌ها معتبر هستند و می‌توان برای بررسی محدودیت‌های مالی آنها استفاده کرد. در این پژوهش این معیارها قبل و بعد از تصاحب ارزیابی می‌شوند. هدف این پژوهش این نیست که نشان دهد کدام یک از این معیارها دقیق‌تر است بلکه هدف انتخاب معیارهای مختلف این است که نشان دهد اولاً، آیا عملیات تصاحب شرکت‌ها باعث کاهش محدودیت‌های مالی می‌شود یا خیر؟ و ثانیاً، اگر پاسخ مثبت است تا چه اندازه این اثر بر اساس معیارهای مختلف پایدار است. با استفاده از این معیارها می‌توان ارزیابی کرد که تا چه میزان شرکت‌های هدف، قبل از تصاحب، به لحاظ مالی و دسترسی به سرمایه در محدودیت بوده‌اند و تا چه میزان بعد از تصاحب، این محدودیت‌ها کاهش یافته است.

در این پژوهش در ادامه به بررسی پیشینه و پژوهش‌های قبلی داخلی و خارجی راجع به موضوع پژوهش پرداخته خواهد شد. پس از آن فرضیه‌های پژوهش بیان می‌شوند. سپس روش پژوهش، جامعه و نمونه آماری و روش تجزیه و تحلیل داده‌ها توضیح داده می‌شود. بعد از آن یافته‌ها و نتایج حاصل از تجزیه و تحلیل داده‌ها و آزمون فرضیه‌ها بیان و در پایان نیز بحث و نتیجه‌گیری پژوهش بیان خواهد شد.

### پیشینه پژوهش

در کنار سایر پژوهش‌ها که اثر استراتژی‌های ادغام و تصاحب را بر جنبه‌های مختلف ساختاری و مالی شرکت‌ها بررسی کرده‌اند، این پژوهش هم اثر تصاحب شرکت‌ها بر محدودیت‌های مالی شرکت‌های هدف را بررسی می‌کند. برخی از پژوهش‌ها بر افزایش ارزش شرکت، بازدهی غیر عادی و افزایش جریان نقد، بهره‌وری شرکت هدف بعد از تصاحب، تأکید دارند (جنسن و روبک<sup>۱۲</sup>، ۱۹۸۳؛ هیلی و همکاران<sup>۱۳</sup>، ۱۹۹۲؛ اسکور<sup>۱۴</sup>، ۲۰۰۲؛ ماکسیمویک و همکاران<sup>۱۵</sup>، ۲۰۱۱؛ لی<sup>۱۶</sup>، ۲۰۱۳). برخی معتقدند منافع ناشی از تصاحب صرفاً از محل بهبود عملیات شرکت هدف و افزایش کارایی آن نیست بلکه ناشی از سایر ذی‌نفعان شرکت مانند دارندگان اوراق قرضه، کارمندان شرکت، عرضه‌کنندگان، مشتریان و دولت است که اصطلاحاً به آنها انتقال‌دهندگان ثروت<sup>۱۷</sup> می‌گویند. مثلاً، اشلیفر و سامرز<sup>۱۸</sup> (۱۹۸۸) معتقدند تصاحب شرکت‌ها خصوصاً وقتی خصمانه باشد باعث نقض قراردادهای ضمنی درون شرکت و انتقال ثروت از ذی‌نفعان به سهامداران شرکت هدف می‌شود. کاهش دستمزد کارکنان یا تعلیق آنها که کاهش هزینه‌های شرکت را به دنبال دارد نمونه‌ای از این گونه انتقال ثروت‌ها از ذی‌نفعان به سهامداران بعد از یک تصاحب است. همچنین پوینتاف و همکاران<sup>۱۹</sup> (۱۹۹۰) با استدلالی مشابه و بررسی نمونه از ۴۱۳ تصاحب در طی سال‌های ۱۹۸۱ تا ۱۹۸۸، دریافتند که اکثر شرکت‌ها بعد از تصاحب خصوصاً تصاحب خصمانه<sup>۲۰</sup> به عودت و انتقال وجوه مازاد طرح‌های بازنشستگی کارکنان شرکت به نفع سهامداران اقدام می‌کنند و بدین ترتیب منابع جدیدی در دسترس سهامداران قرار می‌گیرد.

عارفی (۱۳۸۹) عملکرد مالی تصاحب شرکت‌ها در ایران را بررسی کرد و نشان داد که اغلب معاملات تصاحب، منجر به انتقال ثروت از سهامداران شرکت تصاحب‌کننده به سهامداران قبلی شرکت هدف می‌شوند. بولو و عنابستانی (۱۳۹۲) با مطالعه تأثیر تصاحب شرکت‌ها بر مدیریت سود شرکت‌های هدف نشان دادند که بین ارقام تعهدی اختیاری شرکت‌های هدف در دوره قبل و بعد از تصاحب در مقایسه با شرکت‌های گروه کنترل تفاوت معناداری نیست.

البته پژوهش‌هایی هم انجام شده که با پژوهش حاضر همسویی بیشتری دارند. استین (۱۹۹۷) دریافت که حتی اگر بعد از تصاحب، دسترسی شرکت هدف به بازار سرمایه بهبود پیدا نکند، کارایی سرمایه‌گذاری می‌تواند با تخصیص مجدد منابع بین بخش‌های مختلف دو شرکت ادغام شده افزایش یابد؛ بنابراین، وقتی دو شرکت با هم طی عملیات تصاحب ترکیب می‌شوند، باز هم دسترسی به سرمایه در شرکت‌های هدف بهبود پیدا می‌کند و این خود منجر به بهبود کارایی سرمایه‌گذاری این شرکت‌ها می‌شود. منته‌کان<sup>۲۱</sup> (۲۰۰۸) با بررسی قدرت چانه‌زنی 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 چانه‌زنی پایینی برخوردار بودند.

آلمدیا و همکاران (۲۰۱۱) با استفاده از الگوی هولم استورم و تیروول<sup>۲۲</sup> دریافتند که شرکت‌هایی که از لحاظ مالی با بحران روبرو هستند، توسط شرکت‌های هم‌صنعت خود که نقدینگی بیشتری دارند تصاحب می‌شوند؛ هرچند این تصاحب از نظر هم‌افزایی عملیاتی، نتیجه‌ای در بر نداشت. آنها چنین معامله‌ای را ادغام‌های نقدینگی<sup>۲۳</sup> نامیدند، زیرا هدف اصلی آنها تخصیص مجدد نقدینگی به شرکت‌هایی است که از این نظر کارا عمل نکردند. پژوهش دیگری توسط لیائو (۲۰۱۴) نشان داد که شرکت‌ها از فروش بلوکی سهام خود به دیگر شرکت‌ها منتفع می‌شوند و محدودیت‌های مالی خود را کاهش می‌دهند. او

دریافت که شرکت‌های هدف، عمدتاً شرکت‌هایی هستند که از محدودیت مالی رنج می‌برند، اما از فرصت‌های سرمایه‌گذاری و رشد بالایی برخوردارند. این شرکت‌ها حتی نسبت به شرکت‌هایی که محدودیت مالی ندارند بازدهی بالاتری را در زمان تصاحب تجربه می‌کنند. بر اساس یافته‌های او بعد از تصاحب، ۲۷ درصد (۹٪) شرکت‌های هدف اقدام به انتشار سهام (اوراق قرضه) جدید می‌کنند و ارزش کل بازار خود را حدود ۲۷ درصد (۲۴ درصد) افزایش می‌دهند. به دنبال کاهش محدودیت‌های مالی، شرکت‌های هدف، مخارج سرمایه‌گذاری و فروش خود را نیز افزایش می‌دهند.

### فرضیه‌های پژوهش

فرضیه اصلی در پژوهش حاضر این است که تصاحب، محدودیت‌های مالی شرکت‌های هدف را کاهش می‌دهد. با توجه به توضیحات بخش مقدمه، سه معیار (۱) مقدار وجه نقد (۲) حساسیت وجه نقد به جریان نقد و (۳) حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقد، معیارهایی هستند که برای اندازه‌گیری محدودیت‌های مالی به کار می‌روند. انتظار می‌رود تصاحب شرکت‌های هدف، دسترسی آنها را به منابع مالی افزایش دهد و در نتیجه تغییری معنادار در معیارهای مذکور - که طبق پژوهش‌های متعدد متأثر از محدودیت‌های مالی آنهاست - مشاهده شود؛ بنابراین، فرضیه اصلی پژوهش را بر اساس این معیارها در قالب چهار فرضیه فرعی ذیل می‌توان آزمون کرد:

فرضیه اول: مقدار وجه نقد نگهداری شده توسط شرکت هدف بعد از تصاحب، کاهش خواهد یافت.

فرضیه دوم: حساسیت وجه نقد نگهداری شده به جریان نقد دوره در شرکت هدف بعد از تصاحب، کاهش خواهد یافت.

فرضیه سوم: حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقد دوره در شرکت هدف بعد از تصاحب، کاهش خواهد یافت.

فرضیه چهارم: مقدار سرمایه‌گذاری شرکت هدف پس از تصاحب، افزایش خواهد یافت.

### روش پژوهش

برای اینکه ارزیابی کنیم چگونه محدودیت‌های مالی شرکت‌های هدف تحت تأثیر تصاحب قرار می‌گیرند، باید به نمونه‌ای از شرکت‌های هدف دسترسی داشته باشیم به طوری که بتوان وجود این محدودیت‌ها و تغییر آنها را قبل و بعد از یک تصاحب بررسی کرد. پژوهش‌های تصاحب و ادغام شرکت‌ها، دارای چهار رویکرد مطالعه رفتار قیمتی سهام، مطالعه صورت‌های مالی، افکار سنجی مدیران و مطالعه موردی است. در این پژوهش از رویکرد مطالعه صورت‌های مالی استفاده شده است. از آنجا که در ایران شرکت‌های تصاحب‌شده، پس از تصاحب، صورت‌های مالی مستقل تهیه می‌کنند، بنابراین بدون نیاز به جداسازی اطلاعات مالی، مستقیماً از صورت‌های مالی شرکت‌های هدف استفاده می‌شود (عارفی و جهانخانی، ۱۳۸۸).

جامعه پژوهش شامل کلیه شرکت‌های هدف پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در طی تمام سال‌های فعالیت بورس تاکنون است. نمونه‌گیری به صورت قضاوتی است به طوری که در دوره مورد مطالعه حداقل دو سال قبل و بعد از تصاحب، داده‌های مالی مربوط به شرکت‌های هدف در دسترس باشد. دوره مورد مطالعه از ابتدای سال ۱۳۸۴ تا پایان ۱۳۹۳ است. در این پژوهش به هر نوع معامله عمده سهام که توانایی انتخاب و یا ابقای حداقل یک عضو هیئت مدیره با هر میزان درصد مالکیت (۵٪ به بالا) را به شرکت تصاحب‌کننده یا شرکت‌های تحت کنترل آن بدهد، تصاحب شرکت گفته می‌شود. منظور از شرکت هدف، شرکتی است که شرکت تصاحب‌کننده یا شرکت تحت کنترل آن توانسته‌اند با خرید سهام آن به صورت نقدی یا مبادله سهام به صورت دوستانه یا خصمانه با هر درصد مالکیت به ورود حداقل یک عضو هیئت مدیره در آن منجر شود (بولو و عنابستانی، ۱۳۹۲). بر این اساس، نمونه پژوهش مشتمل بر ۱۴۶ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است که توزیع آنها در طی سال‌های پژوهش و همچنین صنعتی که در آن فعالیت می‌کنند در جدول شماره ۱ نمایش داده شده است. همچنین شرکت‌های انتخاب شده در نمونه جزء شرکت‌های واسطه‌گری مالی و سرمایه‌گذاری نیستند، زیرا این



شرکت‌ها عمدتاً خود به‌عنوان شرکت‌های خریدار یا مادر تلقی می‌گردند و به منابع مالی گسترده‌ای دسترسی دارند.

جدول شماره ۱. توزیع شرکت‌های تصاحب‌شده نمونه پژوهش در سال‌های مختلف و در صنایع مختلف

سال	۱۳۸۴	۱۳۸۵	۱۳۸۶	۱۳۸۷	۱۳۸۸	۱۳۸۹	۱۳۹۰	۱۳۹۱	۱۳۹۲	۱۳۹۳				
درصد تصاحب	۱۳٪	۵٪	۹٪	۱۰٪	۱۰٪	۱۰٪	۱۶٪	۱۵٪	۸٪	۱۲٪				
نوع صنعت	آشنابندی به‌جز قند و شکر	ماشین‌آلات و تجهیزات	محصولات شیمیایی	مواد و محصولات دارویی	فلزات اساسی	سیمان، آهک و گچ	خودرو و ساخت قطعات مستغلات	ابنوسازی، املاک و مستغلات	قند و شکر	کاشی و سرامیک	ارتباطات	حمل و نقل انبارداری و ماشین‌آلات و دستگاه‌های	رایانه و فعالیت‌های وابسته	سایر صنایع
درصد تصاحب	۸٪	۶٪	۱۰٪	۵٪	۱۰٪	۷٪	۹٪	۴٪	۸٪	۷٪	۳٪	۵٪	۴٪	۱۴٪

اما برای اینکه بتوانیم فرضیه‌های پژوهش را تأیید یا رد کنیم، باید علاوه بر شرکت‌های هدف (گروه آزمایش)، نمونه‌ای دیگر از شرکت‌ها را به‌عنوان گروه کنترل انتخاب کنیم که به‌صورت یک به یک با اعضای نمونه آزمایش از نظر نوع صنعت و اندازه یکسان باشد. به این منظور، برای هر کدام از شرکت‌های هدف نمونه، یک شرکت انتخاب شد که در صنعت مشابه فعال و از نظر اندازه هم حداکثر حدود ۱۰٪ بزرگ‌تر یا کوچک‌تر از اندازه شرکت هدف نمونه باشد. تعیین معیار ۱۰٪ به این دلیل است که انتخاب شرکت‌هایی که دقیقاً هم‌اندازه باشند غیر ممکن است.

پس از اینکه نمونه‌های آزمایش و کنترل پژوهش مشخص شدند با استفاده از مشاهدات شرکت سال، برای هر نمونه به‌طور جداگانه یک مدل رگرسیون ترکیبی برآورد می‌کنیم که متغیرهای مستقل و وابسته آنها متناسب با هر یک از سه فرضیه، متفاوت خواهند بود. در هر مورد، متغیر وابسته، سیاست مالی شرکت را نشان می‌دهد که به‌عنوان شاخصی جهت اندازه‌گیری محدودیت‌های مالی به کار رفته است. این پژوهش به دنبال این

است که آیا سیاست مالی و یا به عبارت بهتر محدودیت‌های مالی شرکت هدف بعد از تصاحب تغییر می‌کند یا خیر. البته سایر متغیرهای تأثیرگذار احتمالی هم باید کنترل شوند؛ بنابراین، معادله کلی رگرسیونی ترکیبی به‌منظور آزمون فرضیه‌های پژوهش به‌صورت معادله شماره ۱ است:

$$Y_{it} = a + b \text{AFTER}_{it} + c \text{Controls}_{it} + e_{it} \quad (1)$$

در این معادله رگرسیونی  $Y$ : متغیر وابسته است که برای فرضیه اول تا سوم به ترتیب عبارت است از نسبت وجوه نقد به دارایی‌ها، تغییر نسبت وجوه نقد به دارایی‌ها و نسبت سرمایه‌گذاری خالص به کل دارایی‌ها.  $a$ : ضریب ثابت کلی معادله رگرسیونی است که برای تمام شرکت‌ها و تمام سال‌ها ثابت است. لازم به ذکر است که برای کنترل اثرات ناشی از خصوصیات فردی (خصوصیات خاص هر یک از شرکت‌های هدف) که می‌تواند بر روی متغیر وابسته هر شرکت در تمام سال‌ها و اثرات ناشی از زمان (تغییر سالانه شرایط کلان اقتصادی یا سیاسی کشور که می‌تواند بر روی متغیرهای وابسته تمام شرکت‌ها در یک سال مشخص) تأثیرگذار باشد، معادله رگرسیونی ترکیبی شماره ۱ به‌صورت دوطرفه و با در نظر گرفتن اثرات فردی و زمانی به‌طور هم‌زمان برآورد گردیده‌اند (سوری، ۱۳۹۴). متغیر AFTER در معادله شماره ۱، یک متغیر مجازی است که ارزش آن قبل از تصاحب، صفر و بعد از تصاحب یک خواهد بود. متغیر کلی Controls، شامل متغیرهای کنترل است. این متغیرها به‌طور کلی به دو دسته تقسیم شده‌اند. دسته اول، متغیرهای سطح کشور<sup>۲۴</sup> هستند که توسعه‌یافتگی اقتصاد و بازارهای مالی یک کشور را نشان می‌دهند و افزایش آنها بر افزایش نسبی دسترسی تمام شرکت‌ها به بازارهای پول و سرمایه و در نتیجه کاهش محدودیت‌های مالی آنها دلالت دارد. این متغیرها شامل نرخ رشد تولید ناخالص داخلی سالانه، نسبت ارزش کل بازار سرمایه به تولید ناخالص داخلی و نسبت تسهیلات بانکی به تولید ناخالص داخلی است (صوفی، ۲۰۰۹). انتظار می‌رود با افزایش این متغیرها، تأمین مالی شرکت‌ها هم به‌طور کلی بهبود یابد. دسته دوم متغیرهای کنترل، متغیرهای سطح شرکت<sup>۲۵</sup> هستند. مهم‌ترین این متغیرها اندازه شرکت (مجموع دارایی‌ها)، اهرم، رشد

فروش و نرخ بازده دارایی‌های شرکت‌های هدف است. این متغیرها با فرصت‌های رشد یک شرکت ارتباط نزدیکی دارند. شرکت‌هایی که محدودیت‌های مالی ندارند می‌توانند از فرصت‌های رشد استفاده کنند و در نتیجه متغیر مذکور افزایش می‌یابد. جدول شماره ۲ فهرست تمام متغیرهای پژوهش، تعریف و روش محاسبه آنها را نشان می‌دهد.  $e_{it}$  هم بخشی از متغیر وابسته است که توسط معادله رگرسیونی توضیح داده نمی‌شود.

جدول شماره ۲. تعریف و روش محاسبه متغیرهای پژوهش

نام متغیر	تعریف متغیر	روش محاسبه متغیر
Assets	کل دارایی‌ها	ارزش دفتری کل دارایی‌ها
AFTER	متغیر مجازی	قبل از تصاحب برابر با صفر و بعد از تصاحب برابر یک
Cash	وجه نقد	مجموع کل وجوه نقد و اوراق سریع معامله مندرج در ترازنامه
Cash Flow	جریان نقد عملیاتی	جریان نقد عملیاتی مندرج در صورت جریان نقد
ROA	بازده کل دارایی‌ها	نسبت سود قبل از مالیات به کل دارایی‌ها
Sale Growth	رشد فروش	فروش سال جاری منهای فروش سال قبل تقسیم بر فروش سال قبل
Leverage	اهرم	کل بدهی‌ها تقسیم بر کل دارایی‌ها
Credit/GDP	کل اعتبارات به تولید ناخالص داخلی	مجموع کل تسهیلات اعطایی به بخش خصوصی و دولتی به تولید ناخالص داخلی*
Market Cap/GDP	ارزش کل بازار سرمایه به تولید ناخالص داخلی	ارزش کل سهام شرکت‌های لیست شده در بورس و فرا بورس به تولید ناخالص داخلی
GDP Growth	رشد تولید ناخالص داخلی	تولید ناخالص داخلی سال جاری منهای تولید ناخالص داخلی سال قبل تقسیم بر تولید ناخالص داخلی سال قبل
Growth Investment/Assets	سرمایه گذاری ناخالص به کل دارایی‌ها	دارایی‌های ثابت سال جاری منهای دارایی‌ها ثابت سال قبل به علاوه استهلاك دوره تقسیم بر کل دارایی‌ها

\* داده‌های مربوط به اعتبارات بانک‌های دولتی و خصوصی از سایت وزارت اقتصاد و دارایی و بانک مرکزی اخذ شده است.

### یافته‌های پژوهش

قبل از تجزیه و تحلیل و آزمون فرضیه‌های پژوهش، با استفاده از آزمون پارامتریک مقایسه میانگین، تی استیودنت، میانگین متغیرهای مهم پژوهش را در کنار برخی از

متغیرهای حسابداری دیگر، برای شرکت‌های گروه آزمایش و کنترل، در دوره دو ساله قبل و بعد از عملیات تصاحب مقایسه کردیم. این مقایسه به‌طور متوسط نشان می‌دهد که آیا عملیات تصاحب بر مقدار این متغیرها تأثیرگذار بوده است یا خیر؟ جدول شماره ۳ نتایج این آزمون را نشان می‌دهد. همان‌طور که ملاحظه می‌شود، میانگین بیشتر متغیرها در شرکت‌های گروه هدف نسبت به شرکت‌های گروه کنترل به‌طور معناداری بعد از تصاحب تغییر کرده است. نسبت وجه نقد به کل دارایی‌های شرکت‌های هدف بعد از تصاحب به‌طور متوسط کاهش یافته است و نسبت سرمایه‌گذاری خالص به کل دارایی‌ها و نسبت جریان نقد به کل دارایی‌ها نیز به‌طور متوسط بعد از تصاحب افزایش یافته است.

جدول شماره ۳. نتایج آزمون مقایسه میانگین متغیرهای کلیدی پژوهش برای شرکت‌های هدف و گروه

گروه کنترل		شرکت‌های هدف (گروه آزمایش)		گروه کنترل		شرکت‌های هدف (گروه آزمایش)		نام متغیر
قبل از تصاحب	بعد از تصاحب	قبل از تصاحب	بعد از تصاحب	قبل از تصاحب	بعد از تصاحب	قبل از تصاحب	بعد از تصاحب	
میانگین	انحراف معیار	میانگین	انحراف معیار	میانگین	انحراف معیار	میانگین	انحراف معیار	
۱۳/۲	۱۴/۴	۸/۲°	۹/۴	۱۴/۷	۱۱/۱	۱۴/۱	۹/۸	وجه نقد به کل دارایی‌ها (%)
۷/۴	۱۳/۲	۱۱/۴°	۱۰/۳	۸/۹	۱۰/۴	۹/۰	۱۲/۵	سرمایه‌گذاری ناخالص به کل دارایی‌ها (%)
۸/۵	۹/۸	۱۲/۹°	۶/۹	۷/۷	۱۲/۹	۷/۹	۱۰/۹	جریان نقد به کل دارایی‌ها (%)
۵۲/۴۲	۱۲۲/۶۴	۵۵/۳۸	۹۸/۱۱	۵۷/۷۱	۱۴۵/۹۸	۵۹/۳۲	۱۴۳/۹۸	مجموع دارایی‌ها (میلیارد ریال)
۱۲/۷	۱۶/۶	۱۳/۰	۱۸/۷	۱۳/۰	۱۳/۲	۱۳/۴	۱۴/۴	بازده دارایی‌ها (%)
۱۰/۵	۲۴/۵	۱۱/۰	۲۱/۹	۱۲/۲	۲۲/۶	۱۳/۵°	۲۰/۸	رشد فروش (%)
۴۷/۷	۴۲/۱	۵۰/۷°	۳۹/۸	۴۵/۳	۳۸/۷	۴۹/۵°	۳۶/۵	اهرم (%)

\*\*\*، \*\* و \* به ترتیب معناداری در سطح ۱٪، ۵٪ و ۱۰٪ را نشان می‌دهند

### نتایج آزمون فرضیه اول

طبق فرضیه فرعی اول انتظار می‌رود بعد از تصاحب، سطح وجه نقد شرکت‌های هدف کاهش یابد. اگر به دلیل تصاحب، محدودیت‌های مالی شرکت‌های هدف مرتفع گردد و به دنبال آن تقاضای احتیاطی برای وجه نقد توسط آنها کاهش یابد، در صورت

کنترل و ثابت ماندن سایر عوامل، انتظار می‌رود بعد از تصاحب مقدار وجه نقد نگه‌داری شده توسط شرکت‌های هدف نسبت به کل دارایی‌های آنها کاهش یابد. برای آزمون این

فرضیه، معادله رگرسیونی ترکیبی شماره ۲ به صورت ذیل استفاده می‌شود:

$$(Cash/Assets)_{it} = a + bAFTER_{it} + c_1Ln(Assets)_{it} + c_2(CashFlow/Assets)_{it} + c_3ROA_{it} + c_4SaleGrowth_{it} + c_5Leverage_{it} + c_6(Credit/GDP)_{it} + c_7(MarketCap/GDP)_{it} + c_8(GDPGrowth)_{it} + e_{it} \quad (2)$$

که تعاریف و روش محاسبه کلیه متغیرها مطابق جدول شماره ۲ است.  $i$  و  $t$  به ترتیب

شرکت  $i$ ام و سال  $t$ ام و  $a$ ،  $b$  و  $c_1$  تا  $c_8$  ضرایب برآوردی را نشان می‌دهند.

جدول شماره ۴. اثر تصاحب بر وجه نقد نگهداری شده توسط شرکت‌های هدف و شرکت‌های گروه کنترل

نام متغیر	شرکت‌های هدف (گروه آزمایش)					
	معادله الف	معادله ب	معادله ج	معادله الف	معادله ب	معادله ج
عرض از مبدأ	۰/۰۹۲۵ (۰/۰۹۴۱)	-۰/۰۵۲۲ (۰/۰۶۲۹)	۰/۰۱۲۹ (۰/۰۱۳۱)	۰/۰۷۸۸ (۰/۰۸۲۳)	-۰/۰۸۲۲ (۰/۰۴۵۷)	۰/۰۱۳۲ (۰/۰۱۵۵)
AFTER	-۰/۰۴۵۵ <sup>***</sup> (۰/۰۰۴۱)	-۰/۰۳۳۲ <sup>***</sup> (۰/۰۰۲۹)	-۰/۰۵۱۰ <sup>***</sup> (۰/۰۰۴۰)	-۰/۰۷۵۵ (۰/۰۰۷۱۲)	۰/۰۴۳۲ (۰/۰۴۲۹)	۰/۰۷۹۷ (۰/۰۰۸۲)
Ln(Assets)	۰/۰۲۲۵ (۰/۰۲۶۱)	۰/۰۱۳۱ (۰/۰۱۴۲)	۰/۰۲۱۳ (۰/۰۴۴۲)	۰/۰۴۱۵ <sup>**</sup> (۰/۰۲۱۲)	۰/۰۵۹۹ <sup>*</sup> (۰/۰۴۶۵)	۰/۰۳۳۳ (۰/۰۳۸۷)
Cash Flow/ Assets	---	۰/۰۹۹۱ <sup>***</sup> (۰/۰۳۴۹)	۰/۰۸۷۶ <sup>***</sup> (۰/۰۳۸۲)	---	۰/۰۴۹۱ <sup>**</sup> (۰/۰۲۴۸)	۰/۰۹۳۲ <sup>**</sup> (۰/۰۳۸۲)
ROA	۰/۰۹۲۵ <sup>***</sup> (۰/۰۰۷۳)	۰/۰۸۲۱ <sup>***</sup> (۰/۰۰۴۹)	۰/۰۸۱۳ <sup>***</sup> (۰/۰۰۳۲)	۰/۰۷۷۱ <sup>***</sup> (۰/۰۰۸۴)	۰/۰۵۶۱ <sup>***</sup> (۰/۰۰۲۱)	۰/۰۶۵۶ <sup>***</sup> (۰/۰۰۶۷)
Sale Growth	۰/۰۰۲۵ (۰/۰۲۷۹)	-۰/۰۰۳۹ (۰/۰۱۴۲)	-۰/۰۴۵۳ (۰/۰۴۴۲)	۰/۰۰۹۸ (۰/۰۳۱۲)	-۰/۰۰۱۴ (۰/۰۴۱۷)	-۰/۰۳۴۸ (۰/۰۳۷۲)
Leverage	---	۰/۰۵۹۸ <sup>**</sup> (۰/۰۱۴۹)	۰/۰۵۰۱ <sup>*</sup> (۰/۰۳۰۲)	---	۰/۰۹۹۸ <sup>***</sup> (۰/۰۰۹۵)	۰/۰۷۱۱ <sup>**</sup> (۰/۰۰۵۴۵)
Credit/GDP	---	---	-۰/۰۱۱۳ <sup>***</sup> (۰/۰۰۹۲)	---	---	-۰/۰۷۶۸ <sup>*</sup> (۰/۰۰۸۸)
Market Cap/GDP	---	---	۰/۰۲۱۷ (۰/۰۲۹۲)	---	---	۰/۰۳۵۴ (۰/۰۳۴۹)
GDP Growth	---	---	۰/۰۱۹۳ (۰/۰۱۸۹)	---	---	۰/۰۱۷۲ (۰/۰۱۷۶)
ضریب تعیین	۰/۷۶	۰/۷۸	۰/۶۹	۰/۶۶	۰/۶۹	۰/۷۱

\*\*\*، \*\* و \* به ترتیب در سطح ۱٪، ۵٪ و ۱۰٪ معنادار است. اعداد داخل پرانتز انحراف معیار ضرایب برآوردی را نشان می‌دهد.

نتایج حاصل از برآورد معادله شماره ۲ در جدول شماره ۴ نشان داده شده است. برآوردها با این فرضیه که شرکت‌های هدف بعد از تصاحب، وجه نقد خود را کاهش می‌دهند، سازگار است و آن را تأیید می‌کنند. برای هر گروه (هدف و کنترل) سه معادله الف، ب و ج برآورد شده است. در معادله الف، تنها متغیر مجازی AFTER و متغیرهای کنترل سطح شرکت که انتظار می‌رود بر سیاست‌های نقدینگی شرکت‌ها، تأثیرگذار باشد؛ یعنی کل دارایی‌ها، بازده دارایی‌ها، رشد فروش و اهرم به‌عنوان متغیر توضیحی وارد می‌شوند. در معادله ب علاوه بر متغیرهای کنترل مذکور، متغیر نسبت جریان نقد به کل دارایی‌ها نیز وارد معادله می‌شود. این متغیر همبستگی زیادی با وجه نقد نگهداری شده دارد. در معادله ج هم علاوه بر متغیرهای کنترل سطح شرکت، متغیرهای کنترل سطح کشور هم برای کنترل اثرات کلان اقتصادی کشور بر سیاست‌های مالی و نقدینگی شرکت‌ها وارد مدل می‌شود. ضریب متغیر مجازی AFTER برای شرکت‌های هدف بین  $-0/0332$  و  $-0/051$  است که نشان‌دهنده کاهش بین  $3/32$  تا  $5/1$  درصدی در نسبت وجه نقد نگهداری شده توسط شرکت‌های هدف بعد از تصاحب است. برای شرکت‌های گروه کنترل ضریب متغیر AFTER فقط در معادله اول معنادار است و وقتی در معادله دوم و سوم متغیرهای کنترل، سطح شرکت و سطح کشور را وارد معادله می‌کنیم، ضریب این متغیر به لحاظ آماری بی‌معنا می‌شود. بنابراین، تصاحب تنها بر سیاست مالی و نسبت نقدینگی شرکت‌های هدف تأثیرگذار بوده است. با توجه به جدول شماره ۳ میانگین نسبت وجه نقد به کل دارایی‌ها قبل از تصاحب در شرکت‌های هدف،  $13/2$  درصد است که اگر به مقدار  $3/32$  تا  $5/1$  درصد کاهش یابد، این نسبت حدوداً بین  $8/1$  تا  $9/88$  درصد خواهد بود که با رقم جدول یک معادل  $8/2$  درصد سازگار است. همچنین با توجه به جدول شماره ۳ وجه نقد نگهداری شده توسط شرکت‌های هدف به‌طور متوسط حدود  $37/8$  درصد بعد از تصاحب کاهش می‌یابد.

کاهش وجه نقد شرکت‌های هدف بعد از تصاحب می‌تواند ناشی از کاهش محدودیت‌های مالی این شرکت‌ها به دلیل تصاحب باشد. البته ممکن است کاهش مذکور

به این دلیل باشد که بعد از تصاحب، وجوه نقد شرکت‌های هدف به دنبال سیاست کنترل متمرکز دارایی‌ها از جمله وجوه نقد، به شرکت تصاحب‌کننده انتقال یافته باشد و در نتیجه وجه نقد شرکت تصاحب‌کننده افزایش یافته باشد. برای بررسی این احتمال، آمار مندرج در جدول شماره ۱ را برای شرکت‌های تصاحب‌کننده نیز محاسبه کردیم که در جدول شماره ۵ نشان داده شده است. همان‌طور که مشاهده می‌شود میانگین نسبت وجه نقد به دارایی‌های شرکت‌های تصاحب‌کننده بعد از تصاحب به‌طور معنادار تغییر یا افزایش پیدا نکرده است. در مجموع با توجه به نتایج مذکور می‌توان فرضیه اول مبنی بر کاهش وجه نقد نگهداری شده توسط شرکت‌های هدف بعد از تصاحب را تأیید کرد.

جدول شماره ۵. نتایج آزمون مقایسه میانگین متغیرهای کلیدی پژوهش برای شرکت‌های تصاحب‌کننده قبل و بعد از

تصاحب				نام متغیر
بعد از تصاحب		قبل از تصاحب		
انحراف معیار	میانگین	انحراف معیار	میانگین	
۱۷/۴	۳۶/۷	۱۶/۳	۳۷/۱	وجه نقد به کل دارایی‌ها (%)
۲۳/۶	۲۰/۹*	۱۲/۳	۱۴/۲	سرمایه‌گذاری ناخالص به کل دارایی‌ها (%)
۹/۹	۲۴/۰	۱۱/۸	۲۳/۶	جریان نقد به کل دارایی‌ها (%)
۱۰۰/۶۵	۲۰۱/۳۲	۹۸/۲۳	۱۱۰/۳۲	کل دارایی‌ها (میلیارد ریال)
۹/۹	۱۸/۹*	۱۰/۸	۱۶/۱	بازده دارایی‌ها (%)
۱۰/۷	۱۹/۵***	۱۱/۱	۱۳/۶	رشد فروش (%)
۱۱/۲	۵۶/۰	۱۷/۱	۵۵/۷	اهرم (%)

\*\*\*، \*\* و \* به ترتیب در سطح ۱٪، ۵٪ و ۱۰٪ معنادار است.

### نتایج آزمون فرضیه دوم

بر اساس فرضیه فرعی دوم انتظار می‌رود حساسیت وجه نقد نگهداری شده به جریان نقد عملیاتی دوره در شرکت هدف بعد از تصاحب کاهش یابد. **آلمدیا و همکاران (۲۰۰۴)** و **هدلوک و پیرس<sup>۲۶</sup> (۲۰۱۰)** نشان دادند که بین معیار حساسیت وجه نقد به جریان نقد و سایر معیارهای مربوط به محدودیت‌های مالی، رابطه نزدیکی وجود دارد. بنابراین، تغییر در حساسیت وجه نقد به جریان نقد شرکت هدف در زمان تصاحب، دلالت بر تغییر محدودیت‌های مالی آن شرکت دارد. برای برآورد میزان حساسیت وجه نقد به جریان نقد

عملیاتی از معادله‌ای مشابه معادله ۲ استفاده می‌کنیم با این تفاوت که اولاً، متغیر وابسته در این معادله به جای تغییر سالانه نسبت وجه نقد به دارایی‌ها خواهد بود. ثانیاً، علاوه بر استفاده متغیر توضیحی نسبت جریان نقد عملیاتی به دارایی‌ها، متغیر جدیدی که حاصل ضرب این متغیر و متغیر مجازی AFTER است، نیز به معادله اضافه می‌گردد. شکل کلی معادله به صورت ذیل خواهد بود:

$$\Delta (\text{Cash}/\text{Assets})_{it} = a + b_0 \text{AFTER}_{it} + b_1 (\text{CashFlow}/\text{Assets})_{it} + b_2 (\text{AFTER} * (\text{CashFlow}/\text{Assets})_{it} + c_1 \text{Ln}(\text{Assets})_{it} + c_2 \text{ROA}_{it} + c_4 \text{SaleGrowth}_{it} + c_5 \text{Leverage}_{it} + c_6 (\text{Credit}/\text{GDP})_{it} + c_7 (\text{MarketCap}/\text{GDP})_{it} + c_8 (\text{GDPGrowth})_{it} + e_{it} \quad (3)$$

$\Delta$ : عملگر تفاضل است. حساسیت وجه نقد به جریان نقد عملیاتی که با دارایی‌ها نرمال‌سازی شده، قبل از تصاحب برابر با ضریب برآوردی نسبت جریان نقد عملیاتی به دارایی‌ها، یعنی  $b_1$ ، و بعد از تصاحب برابر با حاصل جمع ضریب برآوردی نسبت جریان نقد عملیاتی به دارایی‌ها و ضریب برآوردی حاصل ضرب متغیر AFTER در نسبت جریان نقد عملیاتی به دارایی‌ها، یعنی  $(b_1 + b_2)$ ، خواهد بود. لازم به ذکر است که در این حالت از آنجایی که متغیر نسبت وجه نقد به دارایی‌ها در تمام معادلات حضور دارد، تنها دو معادله رگرسیونی برای هر دو گروه، شرکت‌های هدف و کنترل، برآورد می‌شود. در معادله الف، تنها متغیرهای کنترل سطح شرکت و در معادله ب، تمام متغیرهای کنترل وارد معادله رگرسیونی شماره ۳ می‌شوند. نتایج برآورد معادلات مذکور در جدول شماره ۶ نمایش داده شده است.

ضریب نسبت جریان نقد به دارایی‌ها، که نشان‌دهنده حساسیت وجه نقد به جریان نقد عملیاتی قبل از تصاحب شرکت‌های هدف است، هم برای شرکت‌های هدف و هم برای گروه کنترل، مثبت و از لحاظ آماری معنادار است. مقدار این ضریب، که در واقع نشان‌دهنده ضریب  $b_1$  در معادله (۳) است، به ترتیب در معادلات الف و ب برای شرکت‌های هدف ۹/۴۱ و ۱۲/۰۸ و برای گروه کنترل ۱۲/۹۰ و ۱۲/۶۲ است. ضریب مربوط به حاصل ضرب متغیر مجازی AFTER در نسبت جریان نقد عملیاتی به دارایی‌ها،



یعنی  $b_2$ ، در هر دو معادله الف و ب برای شرکت‌های هدف منفی و به ترتیب برابر با ۸/۶۵- و ۱۱/۱۳- است.

جدول شماره ۶. اثر تصاحب بر حساسیت وجه نقد به جریان نقد شرکت‌های هدف و شرکت‌های گروه کنترل

نام متغیر	شرکت‌های هدف (گروه آزمایش)		گروه کنترل	
	معادله الف	معادله ب	معادله الف	معادله ب
عرض از مبدأ	۰/۳۱۲۱ (۰/۲۴۵۸)	۰/۱۸۶۵ (۰/۰۷۰۸۵)	-۰/۰۱۹۲ (۰/۲۳۵۱)	-۰/۰۲۰۱۴ (۰/۲۴۵۲)
AFTER	-۰/۰۱۴۳ <sup>***</sup> (۰/۰۰۵۰)	-۰/۰۱۱۴ <sup>***</sup> (۰/۰۰۴۲)	۰/۰۱۲۷ (۰/۰۱۲۴)	۰/۰۱۲۱ (۰/۰۱۲۹)
Cash Flow/Assets	۰/۰۹۴۱ <sup>***</sup> (۰/۰۱۶۵)	۰/۱۲۰۸ <sup>***</sup> (۰/۰۰۳۱)	۰/۱۲۹۰ <sup>°</sup> (۰/۰۷۲۴)	۰/۱۲۶۲ <sup>***</sup> (۰/۰۱۲۹)
AFTER*(Cash Flow/Assets)	-۰/۰۸۶۵ <sup>***</sup> (۰/۰۱۹۱)	-۰/۱۱۱۳ <sup>***</sup> (۰/۰۲۱۸)	۰/۰۳۶۸ (۰/۰۳۲۹)	۰/۰۴۱۲ (۰/۰۴۶۵)
Ln(Assets)	-۰/۰۱۲۱ (۰/۰۱۹۲)	۰/۰۳۴۲ (۰/۰۴۱۹)	۰/۰۵۸۲ <sup>***</sup> (۰/۰۲۳۷)	۰/۰۲۲۲ (۰/۰۲۹۷)
ROA	۰/۰۳۷۰ (۰/۰۳۶۲)	۰/۰۸۲۱ <sup>°</sup> (۰/۰۴۷۶)	۰/۰۶۷۱ <sup>***</sup> (۰/۰۰۳۲)	۰/۰۷۷۷ <sup>***</sup> (۰/۰۰۵۸)
Sale Growth	-۰/۰۰۴۰ (۰/۰۱۱۹)	-۰/۰۰۲۹ (۰/۰۱۰۲)	۰/۰۲۷۳ (۰/۰۱۹۹)	۰/۰۳۳۳ (۰/۰۳۶۷)
Leverage	۰/۰۸۲۱ (۰/۰۷۹۲)	۰/۰۷۷۸ <sup>°</sup> (۰/۰۴۵۱)	۰/۰۷۱۳ (۰/۰۸۴۲)	۰/۰۱۳۹ (۰/۰۱۱۵)
Credit/GDP	---	-۰/۰۴۳۳ (۰/۰۴۹۲)	---	-۰/۰۱۹۸ <sup>***</sup> (۰/۰۰۷۲)
Market Cap/Assets	---	۰/۰۳۱۱ <sup>***</sup> (۰/۰۰۱۲)	---	۰/۰۴۴۳ (۰/۰۳۳۱)
GDP Growth	---	۰/۰۲۴۱ (۰/۰۲۳۹)	---	۰/۰۱۸۸ (۰/۰۲۱۱)
ضریب تعیین	۰/۸۰	۰/۶۷	۰/۷۲	۰/۶۵

\*\*\*، \*\* و \* به ترتیب در سطح ۱٪، ۵٪ و ۱۰٪ معنادار است. اعداد داخل پرانتز انحراف معیار ضرایب برآوردی را نشان می‌دهد.

اما برای شرکت‌های کنترل مثبت و از لحاظ آماری بی‌معناست. ضریب حساسیت نسبت وجه نقد به جریان نقد عملیاتی بعد از تصاحب که در واقع محدودیت مالی بعد از

تصاحب را نشان می‌دهد، برابر است با مجموع ضرایب  $b_1$  و  $b_2$ ؛ بنابراین، برای شرکت‌های هدف، مقدار این ضریب حساسیت در معادله الف و ب به ترتیب برابر است با ۰/۷۶ درصد  $(-۸/۶۵ + ۹/۴۱)$  و ۰/۹۵ درصد  $(-۱۱/۱۳ + ۱۲/۰۸)$ . این مقادیر بسیار پایین‌تر از ضریب حساسیت وجه نقد به جریان نقد عملیاتی قبل از تصاحب است که نشان‌دهنده کاهش محدودیت مالی شرکت‌های هدف پس از تصاحب است. این در حالی است که ضریب حساسیت شرکت‌های گروه کنترل بعد از تصاحب همچنان مثبت و بدون تغییر است. این یافته نشان می‌دهد که شرکت‌های هدف قبل از تصاحب به لحاظ تأمین مالی در محدودیت بوده‌اند، ولی بعد از این که توسط سایر شرکت‌ها تصاحب شدند، این محدودیت به‌طور قابل ملاحظه‌ای کاهش یافته است؛ بنابراین، فرضیه فرعی دوم پژوهش تأیید می‌شود.

### نتایج آزمون فرضیه سوم

بر اساس فرضیه فرعی سوم، حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقد عملیاتی، در شرکت هدف بعد از تصاحب کاهش خواهد یافت. پژوهش‌های زیادی حساسیت سرمایه‌گذاری به وجه نقد را به‌عنوان معیاری برای اندازه‌گیری محدودیت‌های مالی شرکت‌ها معرفی کردند (فزاری و همکاران، ۱۹۸۸؛ کپلان و زینگلز<sup>۲۷</sup>، ۱۹۹۷؛ هوشی و همکاران<sup>۲۸</sup>، ۱۹۹۱؛ آلتی، ۲۰۰۳؛ موین، ۲۰۰۴؛ و بکر و سیواداسان، ۲۰۱۰). ایده اصلی در تمام این پژوهش‌ها این است اگر شرکتی با محدودیت مالی روبرو باشد، باید میان سرمایه‌گذاری‌های شرکت و جریان نقدی رابطه‌ای وجود داشته باشد. برای آزمون این فرضیه همان معادله رگرسیونی که برای آزمون حساسیت وجه نقد به جریان نقد به کار برده شد، یعنی معادله ۳، را استفاده می‌کنیم با این تفاوت که متغیر وابسته، نسبت سرمایه‌گذاری ناخالص به دارایی‌ها خواهد بود. بنابراین معادله رگرسیونی به‌صورت ذیل خواهد بود:

$$\begin{aligned} (\text{GrossInvestment}/\text{Assets})_{it} = & a + b_0 \text{AFTER}_{it} + b_1 (\text{CashFlow}/\text{Assets})_{it} + \\ & b_2 (\text{AFTER} * (\text{CashFlow}/\text{Assets})_{it} + c_1 \text{Ln}(\text{Assets})_{it} + c_2 \text{ROA}_{it} + \\ & c_4 \text{SaleGrowth}_{it} + c_5 \text{Leverage}_{it} + c_6 (\text{Credit}/\text{GDP})_{it} + \\ & c_7 (\text{MarketCap}/\text{GDP})_{it} + c_8 (\text{GDPGrowth})_{it} + e_{it} \end{aligned} \quad (۴)$$

سرمایه‌گذاری ناخالص به‌صورت ذیل محاسبه می‌شود:

$$\text{GrossInvestment}_{it} = \text{FixedAssets}_{it} - \text{FixedAssets}_{it-1} + \text{Deprciation}_{it}$$

که در آن؛ Fixed Assets: دارایی‌های ثابت شرکت و Depreciation: استهلاک دوره را نشان می‌دهد. نتایج حاصل از برآورد معادله رگرسیونی شماره ۴ در جدول شماره ۷ نمایش داده شده است؛ مانند جدول شماره ۶، معادله الف و ب برای شرکت‌های هدف و کنترل برآورد شده است.

جدول شماره ۷. اثر تصاحب بر حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقد شرکت‌های هدف و شرکت‌های گروه کنترل

نام متغیر	شرکت‌های هدف (گروه آزمایش)				گروه کنترل
	معادله الف	معادله ب	معادله الف	معادله ب	
عرض از مبدأ	-۰/۲۲۲۸ (۰/۲۳۹۸)	-۰/۱۲۳۹ (۰/۵۳۲۲)	-۰/۱۵۳۷ (۰/۲۳۰۰)	-۰/۵۸۲۹ (۱/۰۰۱)	
AFTER	۰/۰۲۳۷ <sup>***</sup> (۰/۰۰۱۱)	۰/۰۳۱۲ <sup>***</sup> (۰/۰۰۲۱)	۰/۰۲۷۷ (۰/۰۳۸۲۱)	۰/۰۵۸۷ (۰/۲۰۸۵)	
Cash Flow/Assets	۰/۰۷۳۸ <sup>***</sup> (۰/۰۱۳۴)	۰/۰۹۹۲ <sup>***</sup> (۰/۰۰۴۵)	۰/۱۱۰۹ <sup>°</sup> (۰/۰۷۲۴)	۰/۱۴۶۶ <sup>***</sup> (۰/۰۱۲۹)	
AFTER*(Cash Flow/Assets)	-۰/۰۶۵۴ <sup>***</sup> (۰/۰۱۰۱)	-۰/۰۸۹۸ <sup>***</sup> (۰/۰۱۴۳)	-۰/۰۱۴۴ (۰/۰۱۰۰)	۰/۰۰۲۱ (۰/۰۰۲۰)	
Ln(Assets)	-۰/۰۱۷۸ (۰/۰۳۵۴)	۰/۰۰۵۴ (۰/۲۳۹)	۰/۰۳۱۷ (۰/۰۴۱۲)	۰/۰۴۱۱ (۰/۱۸۹۸)	
ROA	۰/۰۵۷۶ (۰/۰۵۹۸)	۰/۰۶۵۴ (۰/۰۸۰۰)	۰/۰۱۵۹ (۰/۰۱۷۳)	۰/۱۱۷۱ (۰/۰۷۲۱)	
Sale Growth	-۰/۰۳۲۱ <sup>***</sup> (۰/۰۱۳۲)	-۰/۰۰۳۶ (۰/۰۲۰۷)	-۰/۰۱۴۰ <sup>***</sup> (۰/۰۰۵۲)	-۰/۰۱۱۳ (۰/۰۰۸۸)	
Leverage	۰/۰۴۳۳ <sup>***</sup> (۰/۰۱۳۳)	۰/۰۵۶۳ <sup>°</sup> (۰/۰۳۳۰)	۰/۰۹۴۵ <sup>***</sup> (۰/۰۰۸۱)	۰/۰۱۶۰ (۰/۰۲۳۶)	
Credit/GDP	---	-۰/۰۱۹۲ (۰/۰۲۱)	---	-۰/۰۱۶۴ <sup>***</sup> (۰/۰۰۴۰)	
Market Cap/GDP	---	۰/۰۵۹۰ <sup>***</sup> (۰/۰۱۷۰)	---	۰/۰۴۹۵ (۰/۰۴۴۰)	
GDP Growth	---	۰/۰۱۹۲ (۰/۰۲۱۰)	---	۰/۰۱۵۱ (۰/۰۲۷۰)	
ضریب تعیین	۰/۳۶	۰/۴۶	۰/۵۰	۰/۴۰	

\*\*\*، \*\* و \* به ترتیب در سطح ۱٪، ۵٪ و ۱۰٪ معنادار است. اعداد داخل پرانتز انحراف معیار ضرایب برآوردی را نشان می‌دهد.

با توجه به جدول شماره ۷، ضریب جریان نقد عملیاتی به دارایی‌ها در معادلات الف و ب شرکت‌های هدف، مثبت و از نظر آماری، معنادار است که نشان می‌دهد قبل از تصاحب، شرکت‌های هدف از نظر تأمین مالی با محدودیت روبرو بوده‌اند؛ اما ضرایب مربوط به حاصل ضرب متغیر مجازی AFTER در نسبت جریان نقد عملیاتی به دارایی‌ها در هر دو معادله الف و ب منفی و از نظر آماری متفاوت از صفر است که نشان می‌دهد که حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقد بعد از تصاحب کاهش یافته است. (مجموع ضرایب  $b_1$  و  $b_2$ )، حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقد عملیاتی پس از تصاحب را نشان می‌دهد که در معادلات الف و ب برای شرکت‌های هدف این مجموع به ترتیب برابر با ۰/۸۴ درصد  $(+0.07/38)$  و ۰/۹۴ درصد  $(+0.09/42)$  است. این دو رقم بسیار پایین و نزدیک به صفر است در حالی که همین ارقام برای گروه کنترل، قبل از تصاحب، مثبت و معنادار ولی بعد از تصاحب به لحاظ آماری، بی‌معنی و صفر است؛ بنابراین، تغییری در حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقد و کاهش محدودیت‌های مالی گروه کنترل رخ نداده است. این یافته مطابق با نتایج پژوهش‌های **فزاری و همکاران (۱۹۸۸)** است و نشان می‌دهد که حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقد شرکت‌های هدف پس از تصاحب کاهش یافته و این به نوبه خود بر کاهش محدودیت‌های مالی شرکت‌های هدف پس از تصاحب دلالت دارد؛ بنابراین، فرضیه فرعی سوم تأیید می‌شود.

#### نتایج آزمون فرضیه چهارم

بر اساس فرضیه چهارم، سرمایه‌گذاری شرکت‌های هدف پس از تصاحب افزایش می‌یابد. برخی از پژوهش‌ها رابطه بین سرمایه‌گذاری و محدودیت‌های مالی را تأیید کرده‌اند. پوتربا<sup>۲۹</sup> (۱۹۸۸)، گومس<sup>۳۰</sup> (۲۰۰۱)، راوو<sup>۳۱</sup> (۲۰۰۶)، آلمدیا و همکاران (۲۰۰۷)، **آسکر و همکاران (۲۰۱۱)** از جمله کسانی بودند که در پژوهش‌های خود دریافتند محدودیت‌های مالی و اصطکاک در بازار سرمایه باعث افزایش هزینه تأمین مالی می‌شود و هزینه سرمایه بالاتر هم باعث می‌شود پروژه‌های کمتری توجیه اقتصادی پیدا کنند که این خود باعث کاهش میزان سرمایه‌گذاری توسط شرکت‌ها می‌شود. عکس این حالت وقتی

اتفاق می‌افتد که شرکت‌ها با محدودیت‌های مالی روبرو نباشند. برای بررسی و آزمون این فرضیه مجدداً از معادله شماره ۲ استفاده می‌شود، با این تفاوت که از نسبت سرمایه‌گذاری ناخالص به دارایی‌ها به‌عنوان متغیر وابسته استفاده می‌کنیم. شکل کلی معادله به‌صورت ذیل خواهد بود:

$$\begin{aligned} (\text{GrossInvestment}/\text{Assets})_{it} = & a + b \text{AFTER}_{it} + c_1 \text{Ln}(\text{Assets})_{it} + \\ & c_2 (\text{CashFlow}/\text{Assets})_{it} + c_3 \text{ROA}_{it} + c_4 \text{SaleGrowth}_{it} + \\ & c_5 \text{Leverage}_{it} + c_6 (\text{Credit}/\text{GDP})_{it} + c_7 (\text{MarketCap}/\text{GDP})_{it} + \\ & c_8 (\text{GDPGrowth})_{it} + e_{it} \end{aligned} \quad (5)$$

ضریب متغیر AFTER، یعنی b، نشان‌دهنده تغییر مقدار سرمایه‌گذاری بعد از تصاحب است. اگر مقدار این ضریب، مثبت و معنادار باشد، بر این واقعیت دلالت دارد که تصاحب شرکت هدف باعث کاهش محدودیت‌های مالی و در نتیجه افزایش سرمایه‌گذاری آن شرکت شده است و فرضیه چهارم هم تأیید می‌شود. نتایج برآورد معادله شماره ۵ در جدول شماره ۸ نمایش داده شده است.

مقدار این ضریب در معادلات الف و ب شرکت‌های هدف، به ترتیب ۰/۰۶۷۳ و ۰/۰۶۱۱ و از نظر آماری متفاوت از صفر است که نشان می‌دهد که نسبت سرمایه‌گذاری به دارایی‌های شرکت هدف، حدود ۶/۱۱ درصد الی ۶/۷۳ درصد بعد از تصاحب افزایش یافته است. با توجه به جدول شماره ۳، نسبت سرمایه‌گذاری به دارایی‌ها به‌طور متوسط از ۱۴/۲ درصد قبل از تصاحب به ۲۰/۹ درصد بعد از تصاحب، یعنی معادل ۶/۷ درصد، افزایش یافته است. این اعداد با اعداد جدول شماره ۸ مطابقت دارد و در مجموع نشان می‌دهد که تصاحب شرکت‌های هدف باعث شده میزان سرمایه‌گذاری ناخالص آنها تقریباً حدود ۴۳ درصد (۱۴/۲ - ۶/۱۱) الی ۴۷/۴ درصد (۶/۷۳ - ۱۴/۲) افزایش یابد. افزایش سرمایه‌گذاری ناخالص بعد از تصاحب می‌تواند نشان‌دهنده کاهش محدودیت‌های مالی شرکت‌های هدف باشد. در مقایسه با شرکت‌های هدف، در شرکت‌های گروه کنترل چنین تغییری مشاهده نمی‌شود. ضریب متغیر مجازی AFTER در معادله الف شرکت‌های گروه کنترل مثبت و در سطح ۱۰ درصد معنادار است، اما این رقم بسیار کوچک، یعنی

حدود یک درصد، است. ولی در معادله ب، ضریب متغیر مجازی AFTER، تفاوت معناداری با صفر ندارد. با توجه به این یافته‌ها، فرضیه فرعی چهارم مبنی بر افزایش سرمایه‌گذاری شرکت‌های هدف بعد از تصاحب تأیید می‌شود. با توجه به یافته‌های فوق و تأیید چهار فرضیه فرعی، فرضیه اصلی پژوهش، یعنی «تصاحب، محدودیت‌های مالی شرکت‌های هدف را کاهش می‌دهد»، تأیید می‌شود.

جدول شماره ۸ اثر تصاحب بر مقدار سرمایه‌گذاری شرکت‌های هدف و شرکت‌های گروه کنترل

نام متغیر	شرکت‌های هدف (گروه آزمایش)				گروه کنترل
	معادله الف	معادله ب	معادله الف	معادله ب	
عرض از مبدأ	-۰/۳۵۷۱ (۰/۳۷۵۸)	-۰/۲۳۷۱ (۰/۳۱۲۰)	-۰/۴۳۳۲ (۰/۴۹۹۱)	-۰/۳۳۳۱ (۰/۳۰۱۲)	
AFTER	۰/۰۶۷۳*** (۰/۰۰۳)	۰/۰۶۱۱*** (۰/۰۰۶)	۰/۰۱۰۱° (۰/۰۰۶۲)	۰/۰۲۱۳ (۰/۰۲۲۲)	
Cash Flow/Assets	۰/۰۴۸۵*** (۰/۰۱۱۳)	۰/۰۳۱۱*** (۰/۰۱۶۶)	۰/۰۵۵۸*** (۰/۰۱۹۹)	۰/۰۵۴۰*** (۰/۰۰۹۹)	
Ln(Assets)	۰/۰۰۸۷ (۰/۰۳۲۲)	-۰/۰۱۵۴ (۰/۰۱۸۶)	۰/۰۴۰۱ (۰/۰۳۱۲)	۰/۰۳۹۹ (۰/۰۳۰۰)	
ROA	۰/۰۲۲۶ (۰/۰۲۳۳)	۰/۰۹۲۹° (۰/۰۴۷۵)	۰/۰۳۲۰ (۰/۰۳۲۴)	۰/۰۸۸۷° (۰/۰۴۹۹)	
Sale Growth	۰/۰۳۱۸*** (۰/۰۰۵۶)	۰/۰۳۷۲*** (۰/۰۰۴۱)	۰/۰۳۸۷*** (۰/۰۰۸۲)	۰/۰۳۳۵*** (۰/۰۰۴۳)	
Leverage	۰/۰۳۲۲ (۰/۰۳۵۲)	۰/۰۳۲۲° (۰/۰۱۵۴)	۰/۰۲۸۶° (۰/۰۱۰۱)	۰/۰۲۱۴ (۰/۰۲۳۱)	
Credit/GDP	---	۰/۰۲۲۹*** (۰/۰۱۳۰)	---	۰/۰۳۴۴*** (۰/۰۱۰۲)	
Market Cap/GDP	---	-۰/۰۰۵۷ (۰/۰۲۱۱)	---	-۰/۰۰۶۳ (۰/۰۲۴۳)	
GDP Growth	---	۰/۱۲۸۱*** (۰/۰۰۷۳)	---	۰/۱۱۹۱*** (۰/۰۲۵۹)	
ضریب تعیین	۰/۳۳	۰/۳۱	۰/۳۸	۰/۳۲	

\*\*\*، \*\* و \* به ترتیب در سطح ۱٪، ۵٪ و ۱۰٪ معنادار است. اعداد داخل پرانتز انحراف معیار ضرایب برآوردی را نشان می‌دهد.

## بحث و نتیجه‌گیری

در این پژوهش اثر تصاحب بر محدودیت‌های مالی شرکت‌های هدف بررسی شد. رویکرد این پژوهش بر این مبنا بود که آیا تصمیمات مدیران شرکت‌های هدف وقتی تصاحب می‌شوند، به گونه‌ای تغییر می‌یابد که بر کاهش محدودیت‌های مالی آنها دلالت داشته باشد. پژوهش‌ها نشان می‌دهند که وقتی شرکتی با محدودیت‌های مالی روبرو می‌شود، مدیران آن وجه نقد بیشتری نگهداری می‌کنند و سرمایه‌گذاری خود را کاهش می‌دهند. همچنین میزان نگهداری وجه نقد و سرمایه‌گذاری آنها به جای اینکه بیشتر تابع دسترسی آنها به منابع خارج از شرکت، یعنی بازار پول و سرمایه باشد، تابع جریان نقد داخلی آنها خواهد بود؛ بنابراین، وجه نقد و سرمایه‌گذاری این شرکت‌ها به جریان نقد عملیاتی داخلی آنها ارتباط و حساسیت بیشتری خواهد داشت. این در حالی است که اگر محدودیت مالی شرکت‌ها کاهش یابد، آنگاه به گونه‌ای متفاوت عمل می‌کنند؛ یعنی وجه نقد کمتری نگهداری می‌کنند، سرمایه‌گذاری آنها کاهش می‌یابد و میزان وجه نقد نگهداری شده و سرمایه‌گذاری‌های آنها تابع جریان نقد عملیاتی داخلی آنها نخواهد بود.

بر اساس نتایج آزمون فرضیات چهارگانه، مدیران شرکت‌های هدف، مطابق با انتظار، بعد از تصاحب، وجه نقد کمتری نگه می‌دارند، سرمایه‌گذاری‌های خود را افزایش می‌دهند و حساسیت وجه نقد نگهداری شده و سرمایه‌گذاری آنها به جریان نقد عملیاتی کاهش می‌یابد. این تغییرات در شرکت‌های گروه کنترل مشاهده نشد.

در مجموع این یافته‌ها نشان می‌دهند که در ایران، مطابق با نتایج پژوهش‌های خارجی، تصاحب‌ها به طور کلی باعث کاهش محدودیت‌های مالی شرکت‌های هدف می‌شوند. کاهش محدودیت مالی می‌تواند به دلیل دسترسی بیشتر شرکت‌های هدف به منابع مالی بیشتر بعد از تصاحب باشد که شرکت‌های تصاحب‌کننده برای آنها فراهم کرده‌اند. شرکت‌های تصاحب‌کننده ممکن است به دلیل دسترسی بهتر به بازارهای پول و سرمایه و برخورداری از منابع غنی داخلی از توان مالی بهتری برخوردار باشند. همچنین

ممکن است مطابق با **متته کان (۲۰۰۸)** و **آلمدیا و همکاران (۲۰۱۱)** ناشی از تخصیص مجدد منابع و نقدینگی بین شرکت هدف و تصاحب‌کننده به‌منظور کارایی بیشتر باشد. البته هرچند هم‌افزایی مالی و کاهش محدودیت مالی شرکت هدف می‌تواند انگیزه‌ای برای مدیران شرکت‌ها به‌منظور ادغام با سایر شرکت‌ها باشد، اما شواهد نشان می‌دهد که هم‌افزایی عملیاتی و انسانی و انتقال‌دهندگان ثروت - که در بخش پیشینه به آن اشاره شد - نیز به‌عنوان عوامل تعیین‌کننده ادغام و تصاحب شرکت‌ها محسوب می‌شوند. بسیاری از عوامل و انگیزه‌ها ممکن است با هم همپوشانی داشته باشند و مشخص کردن اینکه کدام‌یک از عوامل اهمیت بیشتری در تصاحب‌ها و ادغام شرکت‌ها دارد، نیاز به پژوهش بیشتری دارد. پیشنهاد می‌شود همین پژوهش به‌گونه‌ای انجام شود که اثر ناشی از اندازه شرکت‌های هدف و استقلال نسبی آن قبل از تصاحب نیز کنترل شود؛ زیرا انتظار می‌رود شرکت‌های کوچک‌تر و شرکت‌هایی که قبل از تصاحب به‌صورت مستقل فعالیت می‌کنند، با محدودیت مالی بیشتری روبرو باشند و کاهش محدودیت‌های مالی بعد از تصاحب در مورد آنها آشکارتر باشد.

#### یادداشت‌ها

- |                         |                          |
|-------------------------|--------------------------|
| 1. Keynes               | 2. Opler                 |
| 3. Fazzari              | 4. Almeida and Campello  |
| 5. Stein                | 6. Liao                  |
| 7. Moyen                | 8. Erel                  |
| 9. Becker and Sivadasan | 10. Alti                 |
| 11. Reuvid              | 12. Jensen and Ruback    |
| 13. Healy               | 14. Schoar               |
| 15. Maksimovic          | 16. Li                   |
| 17. Transfers of Wealth | 18. Shleifer and Summers |
| 19. Pontiff             | 20. Hostile Takeover     |
| 21. Mantecon            | 22. Holmstorm and Tirole |
| 23. Liquidity Mergers   | 24. Country Level        |
| 25. Firm Level          | 26. Hadlock and Pierce   |
| 27. Kaplan and Zingales | 28. Hoshi                |
| 29. Poterba             | 30. Gomes                |
| 31. Rauh                |                          |



---

## References

- Almeida, H., Murillo, C., (2007). Financial constraints, asset tangibility, and corporate investment, *Review of Financial Studies*, 20(5), 1429-1460.
- Almeida, H., Murillo, C., Dirk, H. (2011). Liquidity mergers. *Journal of Financial Economics*, 102(3), 526-558.
- Almeida, H., Murillo C., Michael, S.W. (2004). The cash flow sensitivity of cash. *Journal of Finance*, 59(4), 1777-1804.
- Alti, A. (2003). How sensitive is investment to cash flow when financing is rictionless? *Journal of Finance*, 58(2), 707-722.
- Arefi, A. (2009). The study of financial performance in Iranian acquisition firms. *Quarterly Iranian. Journal of Trade Studies*, 13(50), 225-245 [In Persian].
- Arefi, A., Jahankhani, A. (2007). A study on corporate acquisition in Iran. *Journal of Securities Exchange*, 1(1), 5-33 [In Persian].
- Asker, J., Farre-Mensa J., Ljungqvist, A. (2011). Comparing the investment behavior of public and private firms, *Working Paper*, New York University.
- Becker, B., Jagadeesh, S. (2010). The effect of financial development on the investment cash flow relationship: Cross-country evidence from Europe, B.E. *Journal of Economic Analysis & Policy*, 10(1), 1-49.
- Blue, G., Anabestani, A. (2012). Effect of firms' acquisition strategy on earnings management. *Journal of Accounting Knowledge*, 2(7), 99-120 [In Persian].
- Erel, I., Liao, R.C., Weisbach, M.S. (2012). Determinants of cross-border mergers and acquisitions. *Journal of Finance*, 67(3), 1045-1082.
- Fazzari, S.M., Hubbard, R.G., Petersen, B.P. (1988). Financing constraints and investment. *Brookings Papers on Economic Activity*, 1988(1), 141-195.
- Gomes, J. (2001). Financing investment. *American Economic Review*, 91(5), 1263-1285.
- Hadlock, C., Pierce, J. (2010). New evidence on financial constraints: Moving beyond the KZ index. *Review of Financial Studies*, 23(5), 1909-1940.
- Healy, P., Palepu, K., Ruback, R.S. (1992). Does corporate performance improve after mergers? *Journal of Financial Economics*, 31(2), 135-176.
- Hoshi, T., Kashyap, A., Scharfstein, D. (1991). Corporate structure, liquidity, and investment: Evidence from Japanese industrial groups. *Quarterly Journal of Economics*, 106(1), 33-60.
- Jahankhani, A., Saghafi, A., Arefi, A. (2008). Theoretical and applied foundation of the acquisitions and mergers. *Journal of Financial Research*, 8(21), 47-74 [In Persian].
- Jensen, M.C., Ruback R.S. (1983). The market for corporate control: The scientific evidence. *Journal of Financial Economics*, 11(1-4), 5-50.

- Kaplan, S.N., Zingales L. (1997). Do investment-cash flow sensitivities provide useful measures of financial constraints? *Quarterly Journal of Economics*, 112(1), 159-216.
- Keynes, J.M. (1936). *The General Theory of Employment, Interest, and Money*, McMillan, London, 1, 88-185.
- Li, X. (2013). Productivity, restructuring, and the gains from takeovers. *Journal of Financial Economics*, 109(1), 250-271.
- Liao, C. (2014). What drives corporate block acquisitions? The case for financial constraints. *Journal of Corporate Finance*, 26, 78-95.
- Maksimovic, V., Phillips, G., Prabhala, N.R. (2011). Post-merger restructuring and the boundaries of the firm. *Journal of Financial Economics*, 102(2), 317-343.
- Mantecon, T. (2008). An analysis of the implications of uncertainty and agency problems on the wealth effects of acquirers of private firms. *Journal of Banking and Finance*, 32(5), 892-905.
- Moyen, N. (2004). Investment-cash flow sensitivities: Constrained versus unconstrained firms, *Journal of Finance*, 59(5), 2061-2092.
- Opler, T., Pinkowitz, L., Stulz, R.M., Williamson, R. (1999). The determinants and implications of corporate cash holdings. *Journal of Financial Economics*, 52(1), 3-46.
- Pontiff, J., Shleifer A., Weisbach, M.S. (1990). Reversions of excess pension assets after takeovers. *Rand Journal of Economics*, 21(4), 600-613.
- Poterba, J.M. (1988). Comment on financing constraints and corporate investment. *Brookings Papers on Economic Activity*, 1(1988), 200-206.
- Rauh, J.D. (2006). Investment and financing constraints: Evidence from the funding of corporate pension plans. *Journal of Finance*, 61(1), 33-72.
- Reuvid, J. (2007). *Mergers & Acquisitions: A Practical for Private Companies and their UK and Overseas Adviser*, London and Philadelphia, 2, 12-21.
- Schoar, A. (2002). Effects of corporate diversification on productivity. *Journal of Finance*, 57(6), 2379-2403.
- Shleifer, A., Summers, L.H. (1988). *Breach of Trust in Hostile Takeovers. Corporate Takeovers: Causes and Consequences*, edited by Alan J Auerbach, 33-56. Chicago: University of Chicago Press, 1, 33-56.
- Souri, A. (2015). *Econometrics*, Farhangshenasi Press, 2, 975-991 [In Persian].
- Stein, J. (1997). Internal capital markets and the competition for corporate resources. *The Journal of Finance*, 52(1), 111-133.
- Stein, J. (2003). Agency information and corporate investment. *Handbook of the Economics of Finance*, 1(1), 111-165.
- Sufi, A. (2009). Bank lines of credit in corporate finance: An empirical analysis. *Review of Financial Studies*, 22(3), 1057-1088.