



Type of Article: Research

Explaining the Network of Relationships, Internal Analysis and Prioritizing Factors Affecting the Implementation of Merger and Acquisition Policies in Holding Companies

Mohammad Ebrahim Raei Ezabadi^{1*}, Ali Karimi²

Received: 2025/10/12

PP: 139- 170

Accepted: 2025/12/24

Abstract

Holding companies, as multi-business financial institutions, play a fundamental and decisive role in improving the economic conditions of countries. This is achieved by making appropriate decisions and implementing portfolio strategies correctly and timely in these companies. One of the applicable policies in the discussion of portfolio strategy is the merger and acquisition of investee companies in holding companies. In this regard, this research aims to explain the network of relationships between factors affecting the implementation of merger and acquisition policies in holding companies and prioritize these factors. The present research has been conducted with an applied objective and a descriptive-survey approach in terms of method. In this research, after identifying the factors affecting the implementation of merger and acquisition policies, the internal relationships between the identified factors have been analyzed using the DEMATEL technique and the influence/influence of each factor on/from each other has been calculated. Then, by applying the Analytic Network Process (ANP), the priority of the aforementioned factors has been determined. The results indicate that financial-economic, legal and political uncertainties, as key and determining components, play a pivotal role in the implementation of merger and acquisition policies in holding companies. Also, the findings of this study emphasize that "tax advantage" and "management and employee resistance" have the highest priority in the implementation of merger and acquisition policies in holding companies, with weights of 0.249 and 0.199, respectively.

KeyWords: Merger and Acquisition, Holding Companies, Portfolio Strategy, Dematel, Analytic Network Process.

Reference: Raei Ezabadi, M. E. & Karimi, A. (2025). Explaining the Network of Relationships, Internal Analysis and Prioritizing Factors Affecting the Implementation of Merger and Acquisition Policies in Holding Companies. *Strategic management attitude*, 3(4), 139-170.

<https://dor.isc.ac/dor/20.1001.1.30605865.1404.3.4.8.9>

1. Department of Accounting and Finance, ST.C, Islamic Azad University, Tehran, Iran (Corresponding Author). (Email: meraei68@iau.ac.ir)

2. Department of Accounting and Finance, ST.C, Islamic Azad University, Tehran, Iran (Email: collegainali@gmail.com)



نوع مقاله: پژوهشی

تبیین شبکه روابط، تحلیل درونی و اولویت‌بندی عوامل مؤثر بر اجرای سیاست‌های ادغام و اکتساب در شرکت‌های مادر

محمدابراهیم راعی عزآبادی^{۱*} و علی کریمی^۲

پذیرش: ۱۴۰۴/۱۰/۰۳

صص: ۱۳۹-۱۷۰

دریافت: ۱۴۰۴/۰۷/۲۰

چکیده

شرکت‌های مادر به‌عنوان نهادهای مالی چندکسب‌وکاره، نقش اساسی و تعیین‌کننده‌ای در بهبود شرایط اقتصادی کشورها ایفا می‌کنند. این مهم با اتخاذ تصمیمات مناسب و اجرای صحیح و به‌موقع راهبرد سبد سرمایه‌گذاری در این شرکت‌ها حاصل می‌شود. یکی از سیاست‌های قابل اجرا در بحث راهبرد سبد سرمایه‌گذاری، ادغام و اکتساب شرکت‌های سرمایه‌پذیر در شرکت‌های مادر می‌باشد. در این راستا، پژوهش کنونی با هدف تبیین شبکه روابط میان عوامل مؤثر بر اجرای سیاست‌های ادغام و اکتساب در شرکت‌های مادر و اولویت‌بندی این عوامل انجام می‌شود. پژوهش کنونی از نظر هدف، کاربردی و از نظر روش با رویکرد توصیفی-پیمایشی انجام شده است. در این پژوهش، پس از شناسایی عوامل مؤثر بر اجرای سیاست‌های ادغام و اکتساب، با استفاده از تکنیک دیمتل، روابط درونی میان عوامل شناسایی شده تحلیل و اثرگذاری/اثرپذیری هر عامل بر/از یکدیگر احصاء شده است. سپس با به‌کارگیری فرایند تحلیل شبکه (ANP)، اولویت عوامل پیش‌گفته مشخص شده است. نتایج حاکی از آن است که عوامل مالی-اقتصادی، حقوقی و عدم‌قطعیت‌های سیاسی، به‌عنوان مؤلفه‌های کلیدی و تعیین‌کننده، نقش محوری در اجرای سیاست‌های ادغام و اکتساب در شرکت‌های مادر ایفا می‌کنند. همچنین، یافته‌های این پژوهش تأکید می‌کند که «مزیت مالیاتی» و «مقاومت مدیریت و کارکنان» به‌ترتیب با اوزان ۰.۲۴۹ و ۰.۱۹۹، دارای بیشترین اولویت در اجرای سیاست‌های ادغام و اکتساب در شرکت‌های مادر هستند.

کلیدواژه‌ها: ادغام و اکتساب، شرکت‌های مادر، راهبرد سبد سرمایه‌گذاری، دیمتل، فرایند تحلیل شبکه

استناددهی (APA): راعی عزآبادی، محمد ابراهیم و کریمی، علی (۱۴۰۴). تبیین شبکه روابط، تحلیل درونی و اولویت‌بندی عوامل مؤثر بر اجرای سیاست‌های ادغام و اکتساب در شرکت‌های مادر. *فصلنامه نگرش مدیریت راهبردی*، ۳(۴)، ۱۳۹-۱۷۰.

<https://dor.isc.ac/dor/20.1001.1.30605865.1404.3.4.8.9>

مقدمه

در عصر کنونی، شرکت‌های مادر به‌عنوان ساختارهای اقتصادی چندمنظوره، نقشی بسزا در رشد و توسعه اقتصادی کشورها ایفا می‌کنند. انتخاب سبد سرمایه‌گذاری در مادرها از اهمیتی بسزا برخوردار است. با توجه به دیدگاه گولد، کمپل و الکساندر^۱ (۱۹۹۴)، برای تدوین و توسعه راهبرد سبد سرمایه‌گذاری در شرکت مادر، پاسخ به دو پرسش زیر ضروری است:

- در چه حوزه‌هایی و با چه سازوکارهایی سرمایه‌گذاری کنند؟
- چگونه حوزه‌های سرمایه‌گذاری شده یعنی شرکت‌ها یا کسب‌وکارهای تابعه را هدایت و کنترل کنند؟

از آنجایی که پاسخ به پرسش دوم، خارج از حوزه موضوع این تحقیق است، از آن صرف‌نظر می‌شود. اما درباره پرسش اول، شرکت‌های مادر با اتخاذ راهبرد مناسب برای تشکیل سبد سرمایه‌گذاری و همچنین با متوازن‌سازی/متعادل‌سازی دوباره این سبد سرمایه‌گذاری پس از تشکیل آن، می‌توانند نقش خود را در رشد و توسعه اقتصادی کشور به نحو مطلوب ایفا کنند. با گذشت زمان در سبد سرمایه‌گذاری با طبقات دارایی مختلف، نسبت وزنی دارایی‌های درون آن به صورت مرتب تغییر کرده و این موضوع نیز خطر سرمایه‌گذار در طول زمان را دست‌خوش تغییر قرار می‌دهد. در نتیجه می‌بایست در زمان‌هایی مناسب، متوازن‌سازی و تغییر در ترکیب سبد صورت گرفته و وزن دارایی‌های درون سبد دوباره به حالت بهینه آن بازگردد (ولیدی، ۱۳۹۷). درباره متوازن‌سازی دوباره سبد، می‌توان از راهبرد سطح شرکت بهره جست. این راهبرد، چارچوبی است برای مدیریت سبد کسب‌وکارها با هدف دستیابی به هم‌افزایی، افزایش ارزش سهامداران و تحقق مأموریت کلان سازمان (پیرس و رابینسون^۲، ۲۰۰۱) و شامل راهبردهای رشد، راهبرد ثبات و راهبرد کاهش یا بازسازی می‌باشد. از اقدامات کلیدی مورد توجه در این راهبرد می‌توان به سیاست‌های ادغام و اکتساب اشاره کرد. امروزه اهمیت ادغام و اکتساب به‌عنوان یکی از مهم‌ترین ابزار تحقق انگیزه‌های راهبردی در صنایع مختلف به‌ویژه خدمات مالی بر کسی پوشیده نیست. با استفاده از سیاست ادغام و اکتساب، شرکت‌های مادر می‌توانند به بازارهای جدید راه پیدا کنند و نقش آفرینی و همچنین سهم بازار خود را افزایش دهند. شرکت‌های مادر با ایجاد تنوع در محصولات و خدمات می‌توانند خطرها



را کاهش داده و با افزودن زمینه‌های کاری جدید وابستگی به یک بازار خاص را کاهش دهند. با این اقدام، قدرت رقابتی شرکت‌های مادر تقویت شده و این امر موجب بهبود موقعیت در برابر رقبا خواهد شد. اجرای درست و به‌موقع سیاست ادغام و اکتساب، دستیابی به اهداف بلندمدت و راهبردی را تسهیل می‌کند و موجبات رشد و توسعه بیشتر شرکت‌های مادر را فراهم می‌سازد. ادغام به صرفه‌جویی در هزینه‌ها از طریق اشتراک‌گذاری منابع، کاهش هزینه‌های عملیاتی و بهینه‌سازی فرایندها کمک می‌کند. همچنین ادغام می‌تواند به بهبود راهبردهای تجاری منجر شود.

در اجرای سیاست ادغام و اکتساب، عواملی تأثیرگذار هستند که می‌تواند بر سرعت اجرا یا عدم‌اجرای سیاست‌های ادغام و اکتساب تأثیر بگذارند. در این پژوهش برآنیم تا به تبیین شبکه روابط و اولویت‌بندی عوامل مؤثر بر اجرای سیاست‌های ادغام و اکتساب در شرکت‌های مادر بپردازیم.

سپس مبانی نظری و مروری بر پیشینه پژوهش و پس از آن، روش‌شناسی پژوهش را تبیین کرده و در ادامه به تحلیل داده‌ها پرداخته و نتایج ارائه خواهد شد. درنهایت به جمع‌بندی مباحث و ارائه پیشنهاد پرداخته می‌شود.

پیشینه و مبانی نظری

پیشینه

در حوزه تجربی نیز مطالعات متعددی در خارج و داخل کشور پیرامون موضوع ادغام و اکتساب یا مباحث مطرح‌شده در شرکت‌های مادر صورت پذیرفته است. در ادامه به مرور برخی از این مطالعات پرداخته می‌شود:

بورودین^۱ و همکاران (۲۰۲۰) در پژوهشی به بررسی تأثیر ادغام و اکتساب بر عملکرد مالی شرکت‌های ایالات متحده و اروپا پرداختند. آنها در این پژوهش، نمونه‌ای متشکل از ۱۳۸ ادغام و اکتساب انجام‌شده در این دو منطقه را در بازه زمانی ۲۰۱۴ تا ۲۰۱۸، مورد بررسی قرار دادند. در این پژوهش رابطه بین ادغام و اکتساب با بازده فروش و متغیرهایی مانند نسبت حقوق صاحبان سهام به ارزش بنگاه تحلیل شد. نتایج پژوهش حاکی از آن است که بیشتر شرکت‌های مورد مطالعه، چه در آمریکا و چه در اروپا، سودآور بوده و پس از ادغام نیز سودآور باقی مانده‌اند. اما با وجود مقادیر مثبت برای متغیرهای بررسی‌شده، آزمون میانگین‌ها

1. Borodin

نشان‌دهنده کاهش معنادار در بازده فروش (ROS) در هر دو منطقه است. در حالت کلی، تحلیل رگرسیون رابطه معناداری میان فعالیت‌های ادغام و اکتساب و شاخص‌های عملکرد شرکت‌ها نشان نداد. در مجموع، نتایج نشان می‌دهد که ادغام و اکتساب در شرکت‌های بررسی شده، تأثیر چشمگیری بر عملکرد پس از ادغام ندارد.

در پژوهشی دیگر، فابیو^۱ و همکاران (۲۰۲۴) به بررسی تعیین‌کننده‌های کلان اقتصادی و مالی فعالیت‌های ادغام و اکتساب در اروپا پرداختند. اگرچه ادبیات پیشین به بررسی عوامل کلان اقتصادی مؤثر بر ادغام و اکتساب پرداخته‌اند، اما این پژوهشگران، تأثیر بازده اوراق قرضه دولتی ده‌ساله بر ادغام و اکتساب را مورد توجه قرار دادند. این پژوهش با استفاده از داده‌های تابلویی مربوط به ۲۱ کشور عضو اتحادیه اروپا در بازه زمانی فصل اول سال ۲۰۰۶ تا فصل دوم سال ۲۰۲۲ انجام شده است. نتایج، در الگوهای مختلف نشان می‌دهد که بازده اوراق قرضه و رشد واقعی تولید ناخالص داخلی از عوامل تعیین‌کننده‌های قوی و پایدار فعالیت‌های ادغام و اکتساب هستند؛ حتی زمانی که سایر عوامل کنترل می‌شوند. نوآوری پژوهش در این است که نشان می‌دهد: با افزایش و بالا بودن نرخ بازده اوراق قرضه، فعالیت‌های ادغام و اکتساب کاهش می‌یابد؛ زیرا سرمایه‌گذاران سبد خود را از اوراق قرضه به سمت دارایی‌های پُرخطرتر مانند سهام منتقل می‌کنند، که این امر هزینه‌های تأمین مالی برای ادغام و اکتساب را افزایش می‌دهد. پژوهشگران این پدیده را «اثر ارزش‌گذاری معکوس» می‌نامند که بینشی جدید درباره پویایی‌های ادغام و اکتساب در شرایط مالی متغیر ارائه می‌کند. برونر و وانگر^۲ (۲۰۲۰) نیز مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها و تأثیر آن بر ارزش شرکت را از دو دیدگاه ۱. دیدگاه حداکثرسازی ارزش ذی‌نفعان و ۲. دیدگاه هزینه به زیان سهام‌داران مورد بررسی قرار دادند. در این پژوهش، این دو دیدگاه در بستر ادغام و اکتساب شرکت‌ها به‌عنوان یکی از مهم‌ترین گسترده‌ترین تصمیمات شرکتی بررسی شده‌اند. به‌طور خاص، پژوهش به این پرسش می‌پردازد که آیا سطح مسئولیت اجتماعی شرکت خریدار، بر عملکرد ادغام تأثیر دارد یا خیر؟ نتایج نشان می‌دهد که مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها، اثر منفی بر عملکرد سهام در زمان اعلام ادغام دارد؛ یعنی، بازار سرمایه، واکنشی منفی به معاملات ادغام توسط شرکت‌هایی با سطح بالای مسئولیت اجتماعی نشان می‌دهد. این نتیجه با دیدگاه «هزینه برای سهام‌داران» هم‌راستا است. پژوهش استدلال می‌کند که در اروپا، جایی که سطح مسئولیت اجتماعی

1. Fabio
2. Brunner & Wagner



به‌واسطه سیاست‌ها و مقررات اتحادیه اروپا از پیش بالا است، سرمایه‌گذاری‌های اضافی در مسئولیت‌های اجتماعی ممکن است با منافع سهام‌داران همخوان نباشد.

همچنین پارک و نا^۱ (۲۰۲۴) به بررسی رابطه میان سرمایه‌گذاران نهادی و عملکرد موجودی شرکت‌هایی که در فرایند ادغام و اکتساب قرار دارند، پرداخت. به‌طور خاص، پژوهش نقش مالکیت نهادی را در انتخاب شرکت هدف و عملکرد پس از ادغام مورد بررسی قرار می‌دهد. همچنین، تأثیرات سرمایه‌گذاران نهادی با توجه به افق سرمایه‌گذاری و راهبردهای سرمایه‌گذاری آنان تحلیل شده‌است. نتایج این پژوهش حاکی از آن است که شرکت‌های خریدار که نسبت بالایی از سرمایه‌گذاران نهادی کوتاه‌مدت دارند، بیشتر تمایل دارند شرکت‌هایی را هدف ادغام قرار دهند که سطح موجودی کالای کمتری دارند. این رفتار ناشی از تمایل سرمایه‌گذاران کوتاه‌مدت به بهبود فوری عملکرد عملیاتی و نتایج مالی کوتاه‌مدت است. در مقابل، شرکت‌هایی که دارای سرمایه‌گذاران نهادی بلندمدت هستند، تمایل دارند با شرکت‌هایی ادغام شوند که موجودی کالای بالاتری دارند، زیرا تمرکز آنها بر بهبود عملکرد در بلندمدت است، نه صرفاً بازدهی کوتاه‌مدت.

در نهایت نادیا^۲ و همکاران (۲۰۲۴) با استفاده از تحلیل متنی، مواردی از ادغام و اکتساب‌های با لحاظ تأمین مالی از طریق وام‌های شرکتی را بررسی کردند. نتایج نشان می‌دهد که بازده سهام شرکت خریدار در زمان اعلام ادغام‌هایی که با وام تأمین مالی شده‌اند، بیشتر است. با به‌کارگیری رویکرد متغیر ابزاری و آزمایش شبه‌طبیعی، شواهدی ارائه می‌شود که نشان می‌دهد نهادهای وام‌دهنده در افزایش بازده شرکت خریدار، نقش مؤثری دارند. یافته‌ها از این دیدگاه حمایت می‌کند که بانک‌ها و سایر وام‌دهندگان، در توانایی غربالگری و نظارت بر وام‌گیرندگان با یکدیگر تفاوت داشته و این توانایی نظارتی، ویژگی‌ای پایدار و مستمر در طول زمان است. همچنین شواهدی ارائه می‌شود مبنی بر اینکه مشارکت وام‌دهندگان در عملیات ادغام می‌تواند عدم اطمینان درباره کیفیت معامله را کاهش دهد، حاکمیت شرکتی را بهبود بخشد و از انجام ادغام‌های مخرب ارزش جلوگیری کند. در نهایت، حضور وام‌دهندگان به نظارت بلندمدت بر عملکرد شرکت خریدار منجر شده و این موضوع به نفع سهام‌داران است.

مددی و همکاران (۱۴۰۲) در پژوهشی مسئولیت شرکت مادر در قبال دیون و تعهدات شرکت سرمایه‌پذیر را بررسی کردند. آنان به یکی از مبحث بسیار مهم درباره روابط شرکت‌های مادر

1. Park & Na
2. Nadia



با شرکت‌های سرمایه‌پذیر و بحث مسئولیت شرکت‌های مادر در زمینه شرکت‌های زیرمجموعه پرداختند. با توجه به شخصیت حقوقی مستقل شرکت‌های سرمایه‌پذیر، پرسش آنان این بود که آیا شرکت مادر در قبال اقدامات و تکالیف شرکت‌های سرمایه‌پذیر خود مسئولیتی دارد؟ از آنجایی که پاسخ به این پرسش در نظام‌های حقوقی ممکن است متفاوت باشد، آنان در پژوهش خود تلاش کردند تا با نگرش به حقوق برخی از کشورها و بررسی مواد قانونی مرتبط در حقوق ایران، به این پرسش پاسخ دهند. نتایج حاکی از آن است که با وجود شخصیت حقوقی مستقل اشخاص حقوقی و با تأکید بر اصل استقلال شخصیت، شرکت مادر در قبال شرکت‌های سرمایه‌پذیر مسئول شناخته شده‌اند؛ ولی، در حقوق ایران با توجه به نبود نص صریح در این زمینه و با توجه به تأکید بر استقلال شخصیت اشخاص حقوقی، می‌توان نظر داد که شرکت‌های مادر صرفاً به میزان یک شرکت و سهام‌دار در قبال اقدامات شرکت سرمایه‌پذیر دارای مسئولیت می‌باشند. محمدشرفی و همکاران (۱۴۰۰) در پژوهشی به نقش مدیریت ریسک سازمانی بر عملکرد شرکت در فرایند ادغام و اکتساب با استفاده از الگوی دومرحله‌ای هگمن پرداختند. آنان در این پژوهش بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران (اندازه‌گیری شده توسط نسبت Q توبین) در قلمرو زمانی ۱۳۹۲ تا ۱۳۹۷ پرداخته‌اند. نمونه آماری پژوهش شامل ۵۴ شرکت هدف بوده است. نتایج پژوهش در مرحله اول نشان داده است که متغیرهای اندازه شرکت، اهرم مالی و متغیر کنترلی صنعت، رابطه معناداری در الگوی عوامل تعیین‌کننده مدیریت خطر سازمانی داشته است. در مرحله دوم تأیید شده است که مدیریت خطر سازمانی بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران در فرایند ادغام و اکتساب، اثر معناداری داشته است.

یزدانی و همکاران (۱۳۹۹) در پژوهشی به موضوع چارچوب پیاده‌سازی کنترل راهبردی منابع انسانی در شرکت مادر پرداختند. هدف پژوهش، شناسایی عناصر مهم و کلیدی برای اجرای کنترل راهبردی منابع انسانی در شرکت‌های مادر است. این پژوهش به صورت مطالعه موردی اکتشافی در یک مادر معدنی انجام شده است. داده‌ها در دو مرحله جمع‌آوری و تحلیل شدند: مطالعه مستندات شرکت‌های مادر و انجام ۱۲ مصاحبه با مدیران عامل، مدیران طرح و برنامه و مدیران منابع انسانی، هم در شرکت مادر و هم در توابع. نتایج پژوهش، ۱۰ مقوله اصلی برای پیاده‌سازی کنترل راهبردی منابع انسانی در شرکت‌های مادر را شناسایی کرد: کیفیت، ساختار



اجرایی، رسمیت‌بخشیدن، سازوکارهای انتقال، حمایت از توابع، تشکیل کمیته متولی، نظارت بر اجراء، اقدام مبتنی بر نتایج، جمع‌آوری و تحلیل اطلاعات و تسهیل‌گران.

آقازاده و همکاران (۱۳۹۸) به ارائه چارچوب جامع مدیریت ادغام و اکتساب در صنعت خدمات مالی پرداختند. هدف اصلی این پژوهش، ارائه چارچوبی جامع برای مدیریت ادغام و اکتساب در بستر صنعت خدمات مالی بود تا ضمن شناسایی و کشف فرایندهای ادغام و اکتساب عوامل مؤثر بر موفقیت در هر بخش (به تفکیک مراحل فرایند)، به‌عنوان ابزاری کاربردی در خدمت مدیران اجرایی قرار گیرد. بدین منظور، در فرایند مرور نظام‌مند ادبیات، جست‌وجو در پایگاه‌های اطلاعاتی معتبر در بازه زمانی ۲۰۱۹-۱۹۹۰ انجام شد و از میان ۲۹۱۲ سند مرتبط یافت‌شده پس از اعمال معیارهای عدم‌شمول، ۱۰۱ سند برای تحلیل متن به نرم‌افزار Atlas.ti معرفی شدند. در نتیجه این تحلیل، ۴۰۳ شناسه شناسایی شد و پس از تعریف روابط، در قالب ۳۲ مفهوم و ۸ مقوله کلی دسته‌بندی شد. این ۸ مقوله به‌دست‌آمده همان ابعاد اصلی چارچوب مدنظر پژوهش بودند که شامل مراحل ۱. استقرار هوش ادغام و اکتساب، ۲. برنامه‌ریزی و تدوین راهبرد ادغام و اکتساب، ۳. ارزیابی راهبردی و انتخاب شرکت هدف، ۴. مذاکره، ۵. ارزیابی موشکافانه و تحلیل خطر، ۶. نهایی‌سازی و اعلام ادغام و اکتساب، ۷. اجرا و یکپارچه‌سازی و ۸. کنترل راهبردی است. خروجی این پژوهش الگویی جامع برای مدیریت فرایند ادغام و اکتساب است که افزون بر صنعت خدمات مالی، قابلیت استفاده در دیگر صنایع را پس از تعدیل و همسوسازی راهبردی دارد. زارعی و همکاران (۱۳۹۳) نیز در پژوهشی به شناسایی زمینه‌های ادغام و اکتساب در تعاونی‌های تولید بخش کشاورزی ایران پرداختند. هدف آنها در این پژوهش، بررسی عوامل پیش‌برنده ادغام و اکتساب در میان تعاونی‌های کشاورزی بود. این پژوهش به روش توصیفی-همبستگی انجام و داده‌های موردنیاز به روش پیمایش گردآوری شد. جامعه آماری پژوهش را مدیران تعاونی‌های کشاورزی استان‌های غربی کشور تشکیل داده که با استفاده از جدول کرجسی و مورگان در نهایت ۱۵۷ نفر به صورت در دسترس انتخاب شدند. ابزار تحقیق، پرسش‌نامه‌ای بود که برای اندازه‌گیری عوامل پیش‌برنده طراحی شد. روایی آن توسط گروه متخصصان تأیید شد. به‌منظور بررسی پایایی آن نیز از ضریب آلفای کرونباخ استفاده شد که مقدار ۰/۸۰ نشان از مناسب‌بودن پایایی ابزار داشت. همچنین به‌منظور داده‌پردازی از روش الگوسازی معادلات ساختاری استفاده شد. نتایج پژوهش نشان می‌دهد تعاونی‌های کشاورزی به دلیل کمبود توان فنی و انسانی و به تبع



آن افت توان رقابتی به‌شدت به ادغام و اکتساب تمایل دارند. افزایش نیاز روزافزون به کنترل رقبا و همچنین تکمیل زنجیره تأمین از دیگر زمینه‌های مهم در تأمین انگیزه تعاونی‌های کشاورزی برای ادغام و اکتساب است.

خلاصه‌ای از پیشینه مورد بررسی در جدول ۱ ارائه شده است:

جدول ۱. خلاصه‌ای از پیشینه پژوهش

عنوان مقاله	نویسندگان	سال	نتایج
تأثیر ادغام و اکتساب بر عملکرد مالی شرکت‌های ایالات متحده و اروپا	بـورودین و همکاران	۲۰۲۰	بیشتر شرکت‌های مورد مطالعه، چه در آمریکا و چه در اروپا، سودآور بوده و پس از ادغام نیز سودآور باقی مانده‌اند.
تعیین‌کننده‌های کلان اقتصادی و مالی فعالیت‌های ادغام و اکتساب در اروپا	فـابیو و همکاران	۲۰۲۴	در الگوهای مختلف نشان می‌دهد که بازده اوراق قرضه و رشد واقعی تولید ناخالص داخلی از عوامل تعیین‌کننده‌های قوی و پایدار فعالیت‌های ادغام و اکتساب هستند؛ حتی زمانی که سایر عوامل کنترل می‌شوند.
مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها و تأثیر آن بر ارزش شرکت	برونر و وانگر	۲۰۲۰	مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها، اثر منفی بر عملکرد سهام در زمان اعلام ادغام دارد؛ یعنی، بازار سرمایه واکنشی منفی به معاملات ادغام توسط شرکت‌هایی با سطح بالای مسئولیت اجتماعی نشان می‌دهد.
رابطه میان سرمایه‌گذاران نهادی و عملکرد شرکت‌هایی که در فرایند ادغام و اکتساب	پارک و نا	۲۰۲۴	شرکت‌های خریدار که نسبت بالایی از سرمایه‌گذاران نهادی کوتاه‌مدت دارند، بیشتر تمایل دارند شرکت‌هایی را هدف ادغام قرار دهند که سطح موجودی کالای کمتری دارند.
به‌کارگیری تحلیل متنی، مواردی از ادغام و اکتساب‌های با لحاظ تأمین مالی از طریق وام‌های شرکتی	نادیـا و همکاران	۲۰۲۴	بازده سهام شرکت خریدار در زمان اعلام ادغام‌هایی که با وام تأمین مالی شده‌اند، بیشتر است. با به‌کارگیری رویکرد متغیر ابزاری و آزمایش شبه‌طبیعی، شواهدی ارائه می‌شود که نشان می‌دهد نهادهای وام‌دهنده در افزایش بازده شرکت خریدار، نقش مؤثری دارند.
مسئولیت شرکت مادر در قبال دیون و تعهدات شرکت سرمایه‌پذیر	مـددی و همکاران	۱۴۰۲	شخصیت حقوقی مستقل اشخاص حقوقی و با تأکید بر اصل استقلال شخصیت، شرکت مادر در قبال شرکت‌های سرمایه‌پذیر، مسئول



عنوان مقاله	نویسندگان	سال	نتایج
			شناخته شده‌اند.
تاثیر مدیریت خطر سازمانی بر عملکرد شرکت در فرایند ادغام و اکتساب	محمدشریفی و همکاران	۱۴۰۰	مرحله اول نشان داده است که متغیرهای اندازه شرکت، اهرم مالی و متغیر کنترلی صنعت، رابطه معناداری با الگوی عوامل تعیین‌کننده مدیریت خطر سازمانی داشته است. در مرحله دوم تأیید شده است که مدیریت خطر سازمانی بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران در فرایند ادغام و اکتساب، اثر معناداری داشته است.
چارچوب پیاده‌سازی کنترل راهبردی منابع انسانی در شرکت مادر	یزدانی و همکاران	۱۳۹۹	۱۰ مقوله اصلی برای پیاده‌سازی کنترل راهبردی منابع انسانی در شرکت‌های مادر شناسایی کرد: کیفیت، ساختار اجرایی، رسمیت‌بخشیدن، سازوکارهای انتقال، حمایت از توابع، تشکیل کمیته متولی، نظارت بر اجرا، اقدام مبتنی‌بر نتایج، جمع‌آوری و تحلیل اطلاعات و تسهیل‌گران؛
ارائه چارچوب جامع مدیریت ادغام و اکتساب در صنعت خدمات مالی	آقازاده و همکاران	۱۳۹۸	۴۰۳ شناسه شناسایی شد و پس از تعریف روابط، در قالب ۳۲ مفهوم و ۸ مقوله کلی دسته‌بندی شد. این ۸ مقوله به‌دست‌آمده همان ابعاد اصلی چارچوب مدنظر پژوهش بودند که شامل مراحل ۱. استقرار هوش ادغام و اکتساب، ۲. برنامه‌ریزی و تدوین راهبرد ادغام و اکتساب، ۳. ارزیابی راهبردی و انتخاب شرکت هدف، ۴. مذاکره، ۵. ارزیابی موشکافانه و تحلیل خطر، ۶. نهایی‌سازی و اعلام ادغام و اکتساب، ۷. اجرا و یکپارچه‌سازی و ۸. کنترل راهبردی است.
شناسایی زمینه‌های ادغام و اکتساب در تعاونی‌های تولید بخش کشاورزی ایران	زارعی و همکاران	۱۳۹۳	تعاونی‌های کشاورزی به دلیل کمبود توان فنی و انسانی و به تبع آن افت توان رقابتی به‌شدت به ادغام و اکتساب تمایل دارند

همان‌گونه که ملاحظه می‌شود، در حوزه ادغام و اکتساب، مطالعات متعددی انجام شده است. همچنین درباره مسائل مرتبط با شرکت‌های مادر، اعم از بهینه‌سازی سبب سرمایه‌گذاری در



این شرکت‌ها، برنامه‌ریزی تأمین مالی، مدیریت عملکرد در شرکت‌های مادر، خطرهای مالی در شرکت‌های مادر، راهبری شرکتی و مفاهیم شرکت‌های مادر، چندین پژوهش انجام شده است. اما در ارتباط با بحث ادغام و اکتساب در شرکت‌های مادر، پژوهشی دیده نمی‌شود؛ بنابراین در این پژوهش به موضوع ادغام و اکتساب در شرکت‌های مادر پرداخته و به دنبال تبیین شبکه روابط و اولویت‌بندی عوامل مؤثر بر اجرای سیاست‌های ادغام و اکتساب در این شرکت‌ها هستیم.

مبانی نظری

اصطلاح هلدینگ یا مادر در زبان انگلیسی مترادف با عبارت «Corporate Parent» است و در زبان فارسی با عنوان «شرکت مادر» شناخته می‌شود. برخی، مادر را گروهی از شرکت‌ها دانسته که در آنها یک شرکت مالکیت و اداره یا فقط اداره تمامی شرکت‌های زیرمجموعه را به عهده دارد (لغتنامه کمبریج، ۲۰۰۸). اما براساس برخی تعاریف رایج، مادرها دسته‌ای از شرکت‌ها هستند که به قصد اداره مستقیم شرکت‌های زیرمجموعه به خرید یا سرمایه‌گذاری در سهام آنها اقدام می‌کنند (اکت^۱، ۲۰۰۱). شرکت‌های مادر، یکی از محرک‌های توسعه و پیشرفت اقتصادی هر کشور به‌شمار آمده و از ساختارهای سازمانی متعارف در بسیاری از کشورهاست و جزو بازیگران اصلی اقتصادهای نوپا هستند. آنچه که در این ساختارها مهم به نظر می‌رسد وجود یک واحد شاخص و اصلی به‌عنوان مدیریت منسجم و یکپارچه برای انجام وظایف راهبردی و آزادی نسبی برای دستیابی به اهداف موردنظر است (انواری رستمی و همکاران، ۱۳۹۹). بنابراین شرکت مادر، شرکتی است که با هدف تملک سهام شرکت‌های دیگر، مدیریت و اعمال کنترل و نظارت بر شرکت‌های تابعه و همچنین هم‌افزایی و بهبود منابع آنها را به‌دست می‌گیرد. در این صورت، مشخص است که شرکت مادر، به‌طور مستقیم محصول (کالا یا خدمت) عرضه نمی‌کند و دارایی‌های شرکت مادر، سهام شرکت‌های تابعه است. درحقیقت شرکت مادر، ستاد فرماندهی شرکت‌های تابعه است؛ بنابراین، باید دارای بینشی وسیع از کسب‌وکار شرکت‌های تابعه باشد تا بتواند شرکت‌های تحت فرمان خود را در مسیر ارزش‌آفرینی و هم‌افزایی به صورت کارآمد، هدایت و رهبری کند. تعاریف متعددی در ارتباط با شرکت‌های مادر وجود دارد که در ذیل به مهم‌ترین آنها اشاره می‌شود (حنفی‌زاده و شفیع‌ی، ۱۳۸۸):

^۱. Act



• مادر شرکتی است که با هدف تملک سهام شرکت‌های دیگر به‌وجود می‌آید.

• مادر یک شرکت سرمایه‌گذاری، مدیریتی و تخصصی است که دارنده بخش نسبتاً زیادی از سهام دیگر شرکت‌هاست و به خاطر همین حق سهام، می‌تواند بر آنها مدیریت نماید.

• مادر، شخصیتی حقوقی است که در راستای رسیدن به مجموعه اهداف خود، تمام یا بخشی از سهام شرکت‌هایی را که در یک‌رشته فعالیت دارند، در اختیار خود می‌گیرد و با استفاده از مدیریت راهبردی، مجموعه شرکت‌های تحت پوشش خود را اداره می‌کند.

• مادر شرکتی است که به لحاظ درصد مالکیت سهام یا به دلیل انتخاب اکثریت مدیران و تعیین راهبردهای اساسی و کلیدی، یک یا چند شرکت را تحت کنترل و نظارت دارد.

در استانداردهای حسابداری شماره ۱۸ ایران نیز شرکت مادر، واحد تجاری اصلی تلقی می‌شود که دارای یک یا چند واحد تجاری فرعی است و این واحدهای فرعی تحت کنترل واحد تجاری اصلی است که با توانایی راهبردی و هدایت سیاست‌های مالی و عملیاتی واحدهای تجاری فرعی، به دنبال کسب منافع اقتصادی از آنهاست. یکی از مفاهیم اصلی در شرکت‌های مادر، بحث مدیریت و راهبرد سبب می‌باشد. مدیریت سبب، یکی از مهم‌ترین ارکان علم مالی نوین است که هدف اصلی آن، دستیابی به ترکیب بهینه‌ای از دارایی‌ها به‌منظور برقراری تعادل میان خطر و بازده موردانتظار است. در ادامه به چند راهبرد متداول در مدیریت سبب اشاره می‌شود:

۱- راهبرد تخصیص دارایی: در این راهبرد، سرمایه‌گذار منابع مالی خود را میان طبقات مختلف دارایی از قبیل سهام، اوراق بهادار با درآمد ثابت، کالاها و سایر ابزارهای مالی توزیع می‌کند تا از طریق تنوع‌بخشی، خطر کلی سبب سرمایه‌گذاری کاهش یابد. سه نوع اصلی تخصیص دارایی که می‌توان به آنها اشاره کرد، عبارت‌اند از: ایستا، راه‌کنشی (تاکتیکی) و پویا (بادی^۱، ۲۰۱۴).

۲- راهبرد سبب کارا: یکی از مهم‌ترین مبانی نظری در زمینه تشکیل سبب، نظریه کلاسیک سبب کارا است که نخستین بار توسط مارکوویتز (۱۹۵۲) ارائه شد. بر اساس این نظریه، سرمایه‌گذار باید ترکیبی از دارایی‌ها را انتخاب کند که در سطح معینی از ریسک، بیشترین بازده موردانتظار را فراهم آورد. این مفهوم، مبنای شکل‌گیری «مرز کارا» در نظریه سبب مدرن بوده و زیربنای بسیاری از الگوهای بهینه‌سازی سرمایه‌گذاری به‌شمار می‌رود.

^۱. Bodie



۳- راهبرد حداقل‌سازی خطر سبد: هدف آن است که سبدي از دارایی‌ها با کمترین میزان واریانس (نوسان بازده) تشکیل شود، به‌گونه‌ای که ثبات بازدهی در دوره‌های زمانی مختلف حفظ شود. این روش برای سرمایه‌گذاران با خطر پایین مناسب است. (کلارک^۱ و همکاران، ۲۰۱۱).

۴- راهبردهای سرمایه‌گذاری مبتنی بر عامل: این روش توجه گسترده‌ای را در میان مدیران سرمایه و پژوهشگران مالی به خود جلب کرده است. این راهبرد بر مبنای شناسایی و استفاده از عواملی همچون اندازه شرکت، نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار و کیفیت سودآوری برای انتخاب دارایی‌ها استوار است. هدف اصلی در این رویکرد، دستیابی به بازدهی مازاد نسبت به بازار از طریق بهره‌گیری از ویژگی‌های نظام‌مند دارایی‌هاست.

۵- متعادل‌سازی دوباره سبد: این راهبرد به فرایندی اشاره دارد که طی آن، سرمایه‌گذار به صورت دوره‌ای نسبت به بازگرداندن ترکیب دارایی‌های سبد به نسبت‌های اولیه اقدام می‌کند تا از انحراف بیش‌از حد از سطح خطر هدف جلوگیری شود (دریانی^۲، ۲۰۰۸). از آنجایی که در این پژوهش بر سیاست‌های ادغام و اکتساب در شرکت‌های مادر متمرکز هستیم، بنابراین در ادامه به مرور مختصر مفاهیم و نظریه‌های مرتبط با ادغام و اکتساب پرداخته می‌شود:

ادغام به ترکیب دو نهاد شرکتی با مالکیت مجزا گفته می‌شود. در این حالت منابع دو شرکت با هم جمع شده که ترکیب آنها عملکرد بهتری را در مقایسه با فعالیت انفرادی هر یک به دنبال خواهد داشت. بنابراین دارایی‌ها و بدهی‌های این دو شرکت در مجموع به شرکت جدید انتقال می‌یابد، درحالی که مالکیت آن به‌طور مشترک بین مالکان دو شرکت مبدأ تقسیم خواهد شد. پس از ادغام، مالکیت شرکت جدید به‌طور مشترک در اختیار سهامداران اصلی و سرمایه‌گذاران دو شرکت مبدأ قرار می‌گیرد. اکتساب نیز فرایندی است که طی آن یک شرکت، مالکیت بخش عمده یا تمامی سهام و دارایی‌های یک شرکت دیگر را به دست آورده و کنترل آن را در اختیار می‌گیرد.

بر اساس ادبیات علمی، ادغام انواع مختلفی داشته که عبارت‌اند از (خطیب، ۱۳۹۴):

¹. Clarke

². Daryanani



- ادغام افقی: در این نوع ادغام، شرکت‌های مورد ادغام در یک سطح از زنجیره ارزش صنعت قرار داشته و عموماً محصول مشابه تولید و عرضه می‌کنند. معمولاً این ادغام با انگیزه افزایش سهم بازار و توانایی رقابت با شرکت‌های مشابه به‌وقوع می‌پیوندد.
 - ادغام عمودی: در این ادغام دو شرکت در بخش‌های مختلفی از زنجیره ارزش قرار داشته و به‌نوعی یکی مشتری مستقیم یا غیرمستقیم کالا یا خدمات دیگری است.
 - ادغام برای توسعه بازار: ادغام دو شرکت است که محصولات مشابه را در بازارهای جداگانه می‌فروشند.
 - ادغام برای توسعه محصول: ادغام دو شرکت که محصولات متفاوت، ولی مرتبط به هم را در یک بازار می‌فروشند.
 - ادغام نامتجانس: در این حالت دو شرکت که هیچ زمینه تجاری مشترکی با یکدیگر ندارند و در دو صنعت متفاوت فعالیت می‌کنند، با هم ادغام می‌شوند.
 - ادغام متجانس: در این حالت با وجود تفاوت در مشتریان و محصولات، شرکت‌های مورد ادغام، جنس فعالیت مشابهی دارند.
 - ادغام تقویت‌کننده: زمانی است که سود هر سهم شرکت جدید پس از ادغام افزایش می‌یابد. ویژگی ارزیابی به این صورت است که یک شرکت با نسبت قیمت به سود بالا و یک شرکت با نسبت قیمت به سود پایین، با هم ادغام می‌شوند. در آخر نسبت قیمت به سود شرکت جدید حاصل‌شده افزایش می‌یابد.
 - ادغام رقیق‌کننده: این روش، متضاد روش بالاست و زمانی است که سود هر سهم شرکت جدید تشکیل‌شده پس از ادغام کاهش پیدا می‌کند. در این حالت یک شرکت با نسبت قیمت به سود پایین و یک شرکت با نسبت قیمت به سود بالا، با هم ادغام می‌شوند و در آخر نسبت قیمت به سود شرکت جدید کاهش می‌یابد.
- البته باید به این نکته نیز اشاره کرد که این دسته‌بندی‌های به این معنا نیست که هر ادغام تنها در یک دسته قرار می‌گیرد و هر کدام از ادغام‌ها می‌توانند در چند دسته قرار بگیرند. همچنین اکتساب، به خرید مالکیت یک شرکت توسط شرکت دیگر با حفظ شخصیت حقوقی خود می‌گویند. در این صورت شرکت خریداری‌شده، شخصیت حقوقی خود را از دست داده و به شرکت خریداری‌کننده الحاق می‌شود (رهنمای رودپشتی و همکاران، ۱۳۹۹). در نگاه اول ممکن است این دو مفهوم مشابه به هم به نظر بیایند، به‌ویژه که هر دو فرایند، نتیجه مشابهی



خواهند داشت. ولی تأثیرات راهبردی، اقتصادی، مالی، مالیاتی، سیاسی یا حتی فرهنگی و اجتماعی، این دو اقدام کاملاً با یکدیگر متفاوت خواهند بود.

اکتساب، معادل قبضه مالکیت به معنای به دست گرفتن کنترل و اختیار کامل یا غالب بر یک شرکت یا دارایی می‌باشد. این دو واژه معمولاً به جای هم به کار برده می‌شوند. هدف اکتساب معمولاً گسترش بازار، افزایش سود، به دست آوردن فناوری یا منابع جدید است. در ادبیات علمی، اکتساب نیز دارای انواع مختلفی می‌باشد که می‌توان به شرح ذیل اشاره کرد (خطیب، ۱۳۹۴):

- اکتساب کامل: شرکت خریدار، تمام سهام شرکت هدف را می‌خرد و آن را به طور کامل در خود جذب می‌کند.
- اکتساب جزئی: فقط بخشی از سهام شرکت هدف خریداری می‌شود تا کنترل مدیریتی به دست آید، ولی شرکت هدف تا حدی مستقل می‌ماند.
- اکتساب دوستانه: هر دو شرکت با توافق، معامله را انجام می‌دهند.
- اکتساب خصمانه: شرکت هدف با فروش مخالف است، ولی شرکت خریدار با خرید سهام از بازار یا روش‌های دیگر کنترل را به دست می‌گیرد.
- درباره ادغام و اکتساب، چندین نظریه نیز مطرح شده است که در ادامه به مرور مختصر آنها پرداخته می‌شود (رهنمای رودپشتی و همکاران، ۱۳۹۹):
- نظریه کارایی (بهره‌وری): کارایی، مهمترین مفهوم مدیریت اقتصادی کسب و کار است که از مناظر مختلف مورد توجه صاحب‌نظران و اندیشمندان و فعالان حوزه کسب و کار قرار گرفته است. چنانچه ادغام دو یا چند شرکت به افزایش بهره‌وری و کارایی فعالیت‌ها منجر شود، بنابراین می‌توان اینگونه استنباط کرد که یکی از اهداف ادغام مدنظر محقق شده است.
- نظریه انحصار (تک‌قطبی): در اقتصاد، فضای کسب و کار در چهار وضعیت یعنی رقابت کامل، رقابت ناقص، انحصار کامل و انحصار چندجانبه مورد بررسی قرار گرفته است. با ادغام دو یا چند شرکت، امکان ایجاد انحصار و تک‌قطبی به وجود خواهد آمد.
- نظریه ارزش‌گذاری: بر اساس این نظریه، ارزش در کسب و کارهای پُرشتاب امروز به‌عنوان عالی‌ترین و پایدارترین هدف بنگاه‌های اقتصادی تلقی شده است. بنابراین ادغام و اکتساب در صورتی یک تصمیم بهینه تلقی می‌شود که به خلق ارزش پایدار برای ذی‌نفعان منجر شود.

• نظریه ساخت امپراتوری: مطابق این نظریه، ادغام‌ها و اکتساب‌ها توسط مدیرانی برنامه‌ریزی و اجرا می‌شوند که آن را وسیله‌ای برای رسیدن به منافع شخصی خود به جای حداکثر کردن ارزش سهامداران می‌دانند.

• فرضیه غرور: در چارچوب مبانی فرضیه غرور، مدیران به دنبال جاه‌طلبی هستند و تحقق اهداف جاه‌طلبانه خود را از طریق ادغام و اکتساب شرکت‌ها جست‌وجو می‌کنند.

روش تحقیق

این تحقیق از نظر هدف، کاربردی و از نظر روش در زمره تحقیقات توصیفی-پیمایشی قرار می‌گیرد. داده‌های این تحقیق از طریق مصاحبه با مدیران و کارشناسان شرکت‌های مادر، ادبیات مرتبط، پرسش‌نامه دیمتل، پرسش‌نامه تعیین درجه اهمیت نسبی عوامل مؤثر بر اجرای سیاست‌های ادغام و اکتساب در شرکت‌های مادر گردآوری شده است. جامعه مورد مطالعه در این پژوهش را می‌توان در دو سطح تعریف کرد. در یک سطح به‌منظور تعیین عوامل مؤثر بر اجرای سیاست‌های ادغام و اکتساب و نیز اولویت‌بندی آنها، از مدیران و کارشناسان شرکت‌های مادر استفاده شده است. سطح دوم جامعه مورد مطالعه در این پژوهش شرکت‌های مادر هستند. همچنین برای تعیین نمونه از میان خبرگان، از روش نمونه‌گیری هدفمند بهره گرفته شده است. در این پژوهش، پس از شناسایی عوامل کلی و اصلی مؤثر بر اجرای سیاست‌های ادغام و اکتساب از طریق مصاحبه با کارشناسان و مدیران و با استفاده از روش تحلیل مضمون و تکنیک دلفی، ماتریس ارتباط مستقیم با به‌کارگیری تکنیک دیمتل تشکیل شده و از این طریق روابط میان معیارهای موردنظر و تأثیرپذیری/تأثیرگذاری آنها از/به یکدیگر مورد پایش قرار می‌گیرد. در ادامه با استفاده از مقایسه‌های زوجی مبتنی بر روش فرایند تحلیل شبکه (ANP) می‌بایست اولویت عوامل تعیین شود که برای این منظور از پرسش‌نامه سنجش اهمیت نسبی عوامل استفاده شده است. این پرسش‌نامه بر اساس روابط حاصل از روش دیمتل طراحی شده و در اختیار کارشناسان و مدیران شرکت‌های مادر برای تکمیل قرار گرفت؛ پس از تکمیل و جمع‌آوری پرسش‌نامه‌ها، قضاوت جمعی کارشناسان و مدیران شرکت‌های مادر با میانگین‌گیری هندسی انجام شد. در این مرحله، پس از ترسیم الگوی پژوهش در نرم‌افزار سوپردسیژن و برقراری ارتباط میان عوامل، به‌منظور تعیین وزن عوامل با استفاده از روش ANP و بر اساس نظر خبرگان، اعداد حاصل از قضاوت جمعی خبرگان در قالب مقایسه‌های زوجی در ابرماتریس اولیه وارد می‌شود، سپس این ابرماتریس،



موزون شده و بر اساس قاعده زنجیره مارکوف تا جایی که اعداد هر سطر ابرماتریس برابر شود، به توان می‌رسد. روش اجرای پژوهش در شکل ۱ ارائه شده است:



شکل ۱. مراحل اجرای تحقیق

یافته‌های تحقیق

آمار توصیفی مصاحبه‌شوندگان در جدول ۲ ارائه شده است. تعداد ۸ نفر از مصاحبه‌شوندگان از مدیران ارشد و ۷ نفر دیگر از مدیران میانی و کارشناسان هستند. میانگین سنی مصاحبه‌شوندگان، ۳۹ سال و میانگین سابقه کاری ۱۰ سال است. تعداد ۱۰ نفر از مصاحبه‌شوندگان مرد و تعداد ۵ نفر نیز زن بودند.

جدول ۲. توصیف ویژگی‌های فردی مصاحبه‌شوندگان

ویژگی‌ها	حوزه فعالیت					مدرک تحصیلی
	کارشناس مالی	مدیر مالی	مشاور	هیئت مدیره	کارشناسی ارشد	
فراوانی	۴	۵	۳	۳	۹	۶
درصد	۲۷	۳۳	۲۰	۲۰	۶۰	۴۰

شناسایی و احصاء عوامل مؤثر بر انتخاب صنعت

با مرور ادبیات و تحلیل مضمون مصاحبه‌های انجام‌شده با خبرگان، عوامل مؤثر بر اجرای سیاست‌های ادغام و اکتساب در شرکت‌های مادر شناسایی و سپس شناسه‌های اولیه با استفاده از نرم‌افزار مکس کیودا در چند مرحله تحلیل و بازبینی شد و در ادامه با استفاده از تکنیک دلفی، شاخص‌های مشخص شده در هر مرحله شناسایی و مورد واکاوی و تحلیل واقع شدند. در این مرحله از ۸۰ عامل اولیه در قالب ۹ مؤلفه (حقوقی، مالی، اقتصادی، اجتماعی، رفتاری، فرهنگی، سیاسی، جغرافیایی و منطقه‌ای و سایر عوامل) و ۶ بُعد (حقوقی، مالی و



اقتصادی، اجتماعی، رفتاری و فرهنگی، سیاسی، جغرافیایی و منطقه‌ای و سایر عوامل)، ۱۰ عامل در قالب ۶ مؤلفه و ۴ بُعد به شرح جدول ذیل برای تبیین روابط و اولویت‌بندی انتخاب شدند. عوامل نهایی برای تبیین روابط و اولویت‌بندی به شرح جدول ۳ می‌باشد:

جدول ۳. عوامل مؤثر بر اجرای سیاست ادغام و اکتساب

شناسه	عوامل شناسایی شده (شناسه‌گذاری باز)	شناسه محوری	شناسه‌گذاری انتخابی
الف	افزایش ثروت سهامداران	عوامل مالی	مالی و اقتصادی
ب	هزینه‌های تأمین مالی		
پ	صرفه مقیاس و کاهش هزینه‌ها		
ت	مزیت مالیاتی		
ث	افزایش توان رقابتی	عوامل اقتصادی	
ج	تغییرات نرخ ارز		
چ	تجربه مدیریتی و توانایی ادغام	عوامل حقوقی	حقوقی
ح	مقاومت مدیریت و کارکنان	عوامل رفتاری	اجتماعی، رفتاری و
خ	حفاظت از حقوق کارکنان	عوامل اجتماعی	فرهنگی
د	ثبات سیاسی	عوامل سیاسی	سیاسی

به‌کارگیری تکنیک دیمتل

تکنیک دیمتل که یکی از انواع روش‌های تصمیم‌گیری بر اساس مقایسه‌های زوجی است، با بهره‌مندی از قضاوت خبرگان در استخراج عوامل یک سیستم و ساختاردهی نظام‌مند به آنها، ساختاری سلسله‌مراتبی از عوامل موجود در سیستم همراه با روابط تأثیر و تأثر متقابل ارائه می‌دهد؛ به‌گونه‌ای که شدت اثر روابط یادشده را به صورت امتیاز عددی معین می‌کند. روش دیمتل برای شناسایی و بررسی رابطه متقابل بین معیارها و ساختن نگاشت روابط شبکه به‌کار گرفته می‌شود. از آنجاکه نمودارهای جهت‌دار، روابط عناصر یک سیستم را می‌توانند بهتر نشان دهند، از این‌رو تکنیک دیمتل مبتنی بر نمودارهایی است که می‌تواند عوامل درگیر را به دو گروه علت و معلول تقسیم کند و رابطه میان آنها را به صورت یک الگوی ساختاری درک‌پذیر درآورد. پنج مرحله برای انجام تکنیک دیمتل طی می‌شود که عبارت‌اند از:

مرحله اول: تشکیل ماتریس ارتباط مستقیم (M)

ماتریس ارتباطات مستقیم در جدول ۴ ارائه شده است. این جدول، ادغام نظرات خبره‌ها بر اساس میانگین حسابی است.



جدول ۴. ماتریس ارتباط مستقیم

	الف	ب	پ	ت	ث	ج	چ	ح	خ	د
الف	0/0	1/1	0/8	1/3	1/9	0/6	1/5	1/5	1/9	1/1
ب	1/0	0/0	2/2	1/5	1/3	0/6	1/2	0/4	0/9	0/8
پ	0/8	1/0	0/0	2/1	1/3	1/3	0/9	1/4	1/0	1/2
ت	1/0	1/1	2/5	0/0	1/0	0/5	1/8	1/7	0/8	0/9
ث	1/3	2/1	1/6	1/8	0/0	0/9	2/2	1/4	1/7	0/9
ج	0/9	0/7	1/8	1/1	0/7	0/0	1/0	0/5	0/3	1/0
چ	2/2	0/6	1/6	2/3	1/7	0/7	0/0	2/2	1/8	1/5
ح	1/2	1/3	1/3	1/7	1/7	1/2	2/8	0/0	1/8	1/5
خ	2/1	1/8	1/8	1/8	1/8	1/3	2/1	2/0	0/0	1/4
د	1/2	1/4	1/4	1/2	1/6	1/5	1/7	0/6	1/4	0/0

مرحله دوم: نرمال کردن ماتریس ارتباط مستقیم

ماتریس نرمال شده به شرح جدول ۵ می‌باشد. ماتریس ارتباط مستقیم با رابطه $N=K*M$ نرمال می‌شود. در این رابطه، K از طریق فرمول زیر محاسبه می‌شود.

$$K = \frac{1}{\max \sum_{j=1}^n a_{ij}}$$

	الف	ب	پ	ت	ث	ج	چ	ح	خ	د
الف	0/000	0/068	0/047	0/083	0/120	0/036	0/094	0/094	0/120	0/068
ب	0/063	0/000	0/135	0/094	0/078	0/036	0/073	0/026	0/057	0/047
پ	0/047	0/063	0/000	0/130	0/083	0/078	0/057	0/089	0/063	0/073
ت	0/063	0/068	0/156	0/000	0/063	0/031	0/109	0/104	0/052	0/057
ث	0/078	0/130	0/099	0/109	0/000	0/057	0/135	0/089	0/104	0/057
ج	0/057	0/042	0/115	0/068	0/042	0/000	0/063	0/031	0/021	0/063
چ	0/135	0/036	0/099	0/141	0/104	0/042	0/000	0/135	0/109	0/094
ح	0/073	0/083	0/078	0/104	0/104	0/073	0/177	0/000	0/109	0/094
خ	0/130	0/109	0/109	0/109	0/115	0/083	0/130	0/125	0/000	0/089
د	0/073	0/089	0/089	0/073	0/099	0/094	0/104	0/036	0/089	0/000

جدول ۵. ماتریس نرمال شده ارتباط مستقیم



مرحله سوم: محاسبه ماتریس روابط کل (T)

ماتریس ارتباط کامل را با استفاده از رابطه $T = N * (1 - N) - 1$ محاسبه می‌نماییم. برای این منظور، ابتدا ماتریس I تشکیل شده و پس از کسر ماتریس نرمال شده از آن، ماتریس حاصل را معکوس می‌کنیم. در نهایت ماتریس نرمال را در ماتریس معکوس ضرب می‌کنیم. ماتریس ارتباط کامل در جدول ۶ ارائه شده است.

جدول ۶. ماتریس ارتباط کامل

	د	خ	ح	چ	ج	ث	ت	پ	ب	الف
الف	0/286	0/362	0/349	0/407	0/218	0/385	0/390	0/356	0/301	0/251
ب	0/223	0/255	0/238	0/319	0/182	0/293	0/339	0/373	0/188	0/256
پ	0/266	0/281	0/313	0/339	0/236	0/320	0/396	0/282	0/269	0/265
ت	0/264	0/286	0/341	0/395	0/203	0/318	0/297	0/429	0/282	0/290
ث	0/305	0/378	0/377	0/477	0/258	0/311	0/454	0/443	0/381	0/354
ج	0/203	0/184	0/200	0/261	0/120	0/219	0/268	0/307	0/191	0/213
چ	0/352	0/403	0/436	0/383	0/259	0/426	0/498	0/459	0/319	0/418
ح	0/351	0/399	0/312	0/532	0/284	0/422	0/468	0/442	0/354	0/367
خ	0/369	0/327	0/449	0/526	0/312	0/460	0/503	0/500	0/402	0/437
د	0/215	0/323	0/288	0/399	0/263	0/356	0/372	0/385	0/309	0/309

مرحله چهارم: تشکیل نمودار علی

برای تشکیل نمودار علی، مجموع سطرها (R) و مجموع ستون‌ها (C) در ماتریس روابط کامل را به دست می‌آوریم. سپس $R+C$ و $R-C$ را محاسبه می‌کنیم. برای هر عامل نقطه‌ای به مختصات ($R+C$, $R-C$) در یک دستگاه مختصات دکارتی تعیین شده و یک نمودار گرافیکی نیز برای آن قابل ترسیم است.

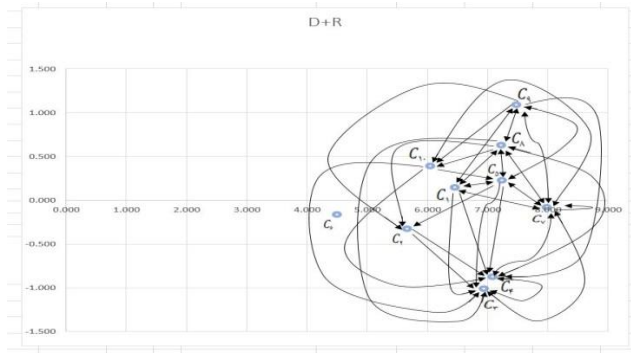
جدول ۷. مختصات عوامل

نوع عامل	سطر-ستون	سطر+ستون	ستون	سطر	عامل موردنظر
علت	0/144	6/464	3/160	3/304	افزایش ثروت سهامداران
معلول	-0/331	5/663	2/997	2/666	هزینه‌های تأمین مالی
معلول	-1/011	6/942	3/976	2/966	صرفه مقیاس و کاهش هزینه‌ها

نوع عامل	سطر-ستون	سطر+ستون	ستون	سطر	عامل موردنظر
معلول	-0/879	7/088	3/984	3/104	مزیت مالیاتی
علت	0/227	7/245	3/509	3/736	افزایش توان رقابتی
معلول	-0/167	4/499	2/333	2/166	تغییرات نرخ ارز
معلول	-0/086	7/991	4/038	3/953	تجربه مدیریتی و توانایی ادغام
علت	0/628	7/235	3/304	3/932	مقاومت مدیریت و کارکنان
علت	1/087	7/484	3/198	4/285	حفاظت از حقوق کارکنان
علت	0/386	6/050	2/832	3/218	ثبات سیاسی

جدول ۷، نتایج تحلیل دیمتل را برای ارزیابی روابط علی و معلولی بین عوامل مؤثر بر اجرای سیاست‌های ادغام و اکتساب در شرکت‌های مادر نشان می‌دهد. این جدول شامل مقادیر R (میزان تأثیرگذاری)، C (میزان تأثیرپذیری)، R+C (اهمیت کلی عامل) و R-C (خالص تأثیرگذاری یا تأثیرپذیری) برای ۱۰ عامل شناسایی شده است. بر اساس نتایج، عوامل «حفاظت از حقوق کارکنان»، «مقاومت مدیریت و کارکنان»، «ثبات سیاسی»، «افزایش توان رقابتی» و «افزایش ثروت سهامداران» در ناحیه علی قرار گرفته‌اند و بیشترین نقش تأثیرگذاری را در شبکه روابط دارند. در میان آنها، «حفاظت از حقوق کارکنان» با بالاترین مقدار ($R-C = 1.078$)، اصلی‌ترین عامل محرک شناخته می‌شود که می‌تواند سایر متغیرها را بهبود دهد. همچنین، مقاومت یا حمایت مدیریت و کارکنان نیز نقش کلیدی در جهت‌دهی به سیاست‌های سازمانی دارد و ثبات سیاسی به‌عنوان بستر کلان، شرایط لازم برای اجرای مؤثر تصمیمات مالی و مدیریتی را فراهم می‌کند. در مقابل، عواملی چون «صرفه‌مقیاس و کاهش هزینه‌ها»، «مزیت مالیاتی»، «هزینه‌های تأمین مالی»، «تغییرات نرخ ارز» و «تجربه مدیریتی و توانایی ادغام» در گروه معلولی قرار دارند و بیشتر از سایر عوامل تأثیر می‌پذیرند تا اینکه خود منشأ اثر باشند. به‌ویژه «صرفه‌مقیاس و کاهش هزینه‌ها» و «مزیت مالیاتی»، بیشترین میزان تأثیرپذیری را نشان می‌دهند و به‌عنوان پیامد تصمیمات مدیریتی و شرایط محیطی شناخته می‌شوند. همچنین، شاخص R+C نشان می‌دهد که «تجربه مدیریتی و توانایی ادغام»، «حفاظت از حقوق کارکنان» و «افزایش توان رقابتی»، بیشترین تعامل را با سایر عوامل دارند و از نظر اهمیت کلی در جایگاه بالاتری قرار می‌گیرند. در مجموع، یافته‌ها بیانگر آن است که بهبود شرایط انسانی، مدیریتی و ثبات محیطی می‌تواند به کاهش هزینه‌ها، بهره‌مندی از مزایای مالیاتی و درنهایت افزایش ثروت سهامداران منجر شود. براساس مقادیر R-C و R+C

می‌توان نمودار علی عامل‌ها را رسم کرد که در شکل ۲ نمایش داده شده است. بر این اساس، عواملی که در بالای محور X قرار دارند، دارای R-C مثبت هستند و جنبه علت دارند و عواملی که در پایین محور X قرار دارند، دارای R-C منفی هستند و جنبه معلول دارند.



شکل ۲. نمودار علی عوامل

مرحله پنجم: بررسی روابط داخلی معیارها

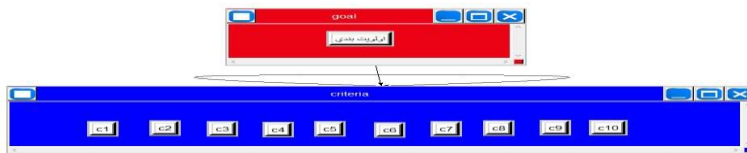
در این مرحله باید ارزش آستانه محاسبه شود، با این روش می‌توان از روابط جزئی صرف‌نظر کرده و شبکه روابط قابل‌اعتنا را ترسیم کرد. ابتدا از ماتریس ارتباطات کل (T) حدآستانه (میانگین حسابی درایه‌ها) را مشخص می‌نماییم که مقدار آن برابر با ۱.۳۳۴ است. تنها روابطی که مقادیر آنها در ماتریس (T) از مقدار آستانه بزرگتر باشد، نشان‌دهنده رابطه معنادار بین عامل سطر با ستون است. این روابط معنادار در جدول ۸ مشخص شده‌اند.

جدول ۸. روابط درونی بین عوامل

	الف	ب	پ	ت	ث	ج	چ	ح	خ	د
الف	0/251	0/301	0/356	0/390	0/385	0/218	0/407	0/349	0/362	0/286
ب	0/256	0/188	0/373	0/339	0/293	0/182	0/319	0/238	0/255	0/223
پ	0/265	0/269	0/282	0/396	0/320	0/236	0/339	0/313	0/281	0/266
ت	0/290	0/282	0/429	0/297	0/318	0/203	0/395	0/341	0/286	0/264
ث	0/354	0/381	0/443	0/454	0/311	0/258	0/477	0/377	0/378	0/305
ج	0/213	0/191	0/307	0/268	0/219	0/120	0/261	0/200	0/184	0/203
چ	0/418	0/319	0/459	0/498	0/426	0/259	0/383	0/436	0/403	0/352
ح	0/367	0/354	0/442	0/468	0/422	0/284	0/532	0/312	0/399	0/351
خ	0/437	0/402	0/500	0/503	0/460	0/312	0/526	0/449	0/327	0/369
د	0/309	0/309	0/385	0/372	0/356	0/263	0/399	0/288	0/323	0/215

د) به‌کارگیری روش فرایند تحلیل شبکه (ANP) برای اولویت‌بندی عوامل این روش از تکنیک‌های تصمیم‌گیری چندمعیاره است که با هدف اولویت‌بندی یا رتبه‌بندی عوامل مؤثر بر اجرای سیاست‌های ادغام و اکتساب در شرکت‌های مادر مورد استفاده قرار می‌گیرد. پس از تعیین روابط درونی معیار توسط روش دیمتل، برای تعیین اهمیت و وزن آنها از روش تحلیل فرایند شبکه‌ای (ANP) استفاده می‌شود. در این پژوهش ابتدا مقایسات زوجی عوامل ایجاد شد و در اختیار خبرگان قرار گرفت. پس از تکمیل ماتریس‌های مقایسات زوجی، نرخ ناسازگاری هر کدام محاسبه شد که همگی کمتر از $0/1$ بود که نشان از ثبات و سازگار بودن ماتریس‌هاست. سپس مقایسات زوجی خبرگان، توسط روش میانگین هندسی ادغام شده و برای تعیین وزن وارد نرم‌افزار SuperDecision شد. به‌کارگیری تکنیک فرایند تحلیل شبکه‌ای نیازمند طی چهار مرحله به شرح ذیل است (ساعتی، ۱۹۹۹):

۱) ساختن الگو و ساختاربندی مسئله: مسئله را باید به‌طور شفاف بیان و یک سیستم منطقی در چارچوب یک شبکه ترسیم کرد. ساختار یادشده را می‌توان با استفاده از نظر تصمیم‌گیرندگان و از طریق روش‌هایی چون طوفان مغزی یا دیگر روش‌های مناسب به‌دست آورد. در این پژوهش، پس از شناسایی عوامل مؤثر بر اجرای سیاست‌های ادغام و اکتساب در شرکت‌های مادر، مسئله اولویت‌بندی این عوامل می‌باشد. سپس ساختاربندی مسئله در نرم‌افزار انجام می‌شود. ساختار مسئله به روایت تصویر در شکل ۳ ارائه شده است:



شکل ۳. ساختار مسئله

۲) مقایسه‌های زوجی و بردارهای اولویت: از تصمیم‌گیرندگان در قالب مقایسات زوجی، پرسیده می‌شود که دو عنصر یا دو قسمت در مقایسه با هم چه تأثیری در معیارهای بالادستی خود دارند. به‌علاوه اگر روابط متقابلی میان عناصر یک قسمت وجود دارد، با استفاده از مقایسات زوجی و به دست آوردن بردار ویژه هر عنصر باید میزان تأثیر دیگر عناصر بر آن نشان داده شود. اهمیت نسبی در این مرحله با استفاده از یک مقیاس نسبی به‌دست می‌آید.

۳) تشکیل ابرماتریس‌ها: مفهوم ابرماتریس شبیه فریند مارکوف است. ابرماتریس می‌تواند به محدود کردن ضرایب برای محاسبه تمامی اولویت‌ها و در نتیجه اثر جمعی هر عنصر بر سایر



عناصر در تعامل پردازد، هنگامی که یک شبکه، صرف‌نظر از هدف، صرفاً دربرگیرنده دو خوشه به نام‌های معیارها و گزینه‌ها باشد. یک ابرماتریس درواقع یک ماتریس بخش‌بندی‌شده است که هر کدام از بخش‌های آن نمایانگر ارتباط بین دو گروه (قسمت یا خوشه) در یک سیستم است. در این مرحله، ابرماتریس ناموزون (وزن‌دهی نشده)، ابرماتریس موزون و ابرماتریس حدی تشکیل می‌شود. ابرماتریس ناموزون به شرح جدول ۹ تشکیل می‌شود. ابرماتریس وزن‌دهی نشده شامل ارجحیت‌های داخلی است که از مقایسه‌های زوجی در کل شبکه حاصل شده‌اند.

جدول ۹. ابرماتریس ناموزون

	الف	ب	پ	ت	ث	ج	چ	ح
الف	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۲	۰/۰۰۰	۰/۱۸	۰/۱۳۰
ب	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۹۴	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۱۶۱
پ	۰/۱۹۲	۰/۸۷۵	۰/۰۰۰	۰/۲۳۰	۰/۱۳۵	۰/۰۰۰	۰/۱۲۷	۰/۱۴۹
ت	۰/۱۵۶	۰/۱۲۵	۰/۸۷۵	۰/۰۰۰	۰/۱۹۲	۰/۰۰۰	۰/۱۱۲	۰/۱۶۴
ث	۰/۱۰۱	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۱۵۹	۰/۱۱۳
ج	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰
چ	۰/۲۶۶	۰/۰۰۰	۰/۱۲۵	۰/۱۵۵	۰/۰۶۶	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۹۶
ح	۰/۰۶۶	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۶۴۲	۰/۲۰۴	۰/۰۰۰	۰/۱۲۱	۰/۰۰۰

پس از تشکیل ابرماتریس‌های ناموزون، ابرماتریس موزون تشکیل شده که نتایج آن در جدول ۱۰ ارائه شده است. ابرماتریس وزن‌دهی شده از حاصل ضرب تمامی عناصر در یک مؤلفه از ابرماتریس وزن‌دهی نشده در وزن خوشه متناظر به‌دست می‌آید.

جدول ۱۰. ابرماتریس موزون

	الف	ب	پ	ت	ث	ج	چ	ح
الف	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۲۰۰	۰/۰۰۰	۰/۱۶۴	۰/۱۳۰
ب	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۹۴	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۱۰۱
پ	۰/۱۹۲	۰/۸۷۵	۰/۰۰۰	۰/۲۳۰	۰/۱۹۶	۰/۰۰۰	۰/۱۲۷	۰/۱۴۹
ت	۰/۱۵۶	۰/۱۲۵	۰/۸۷۵	۰/۰۰۰	۰/۱۹۲	۰/۰۰۰	۰/۱۱۲	۰/۱۶۴
ث	۰/۱۰۱	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۱۵۹	۰/۱۱۳
ج	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰
چ	۰/۲۶۰	۰/۰۰۰	۰/۱۲۵	۰/۱۵۵	۰/۰۶۶	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۹۶
ح	۰/۰۶۶	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۶۴۲	۰/۲۰۴	۰/۰۰۰	۰/۱۲۱	۰/۰۰۰



درنهایت، ابرماتریس حدی به شرح جدول ۱۱ تشکیل می‌شود. ابرماتریس محدود از به‌توان‌رسیدن چندین بار ماتریس وزن‌دهی شده به‌دست می‌آید تا اینکه اعداد همه سطرها یکسان شود. در این حالت فرایند ضرب متوقف شده و ابرماتریس محدود به‌دست می‌آید که پاسخ نهایی مسئله در این ابرماتریس موجود می‌باشد.

جدول ۱۱. ابرماتریس حدی

اولویت‌بندی	د	خ	ح	ج	ج	ت	پ	ب	الف
الف	۰/۰۶۳	۰/۰۶۳	۰/۰۶۳	۰/۰۶۳	۰/۰۶۳	۰/۰۶۳	۰/۰۶۳	۰/۰۶۳	۰/۰۶۳
ب	۰/۰۴۳	۰/۰۴۳	۰/۰۴۳	۰/۰۴۳	۰/۰۴۳	۰/۰۴۳	۰/۰۴۳	۰/۰۴۳	۰/۰۴۳
پ	۰/۱۷۹	۰/۱۷۹	۰/۱۷۹	۰/۱۷۹	۰/۱۷۹	۰/۱۷۹	۰/۱۷۹	۰/۱۷۹	۰/۱۷۹
ت	۰/۲۴۹	۰/۲۴۹	۰/۲۴۹	۰/۲۴۹	۰/۲۴۹	۰/۲۴۹	۰/۲۴۹	۰/۲۴۹	۰/۲۴۹
ث	۰/۰۶۱	۰/۰۶۱	۰/۰۶۱	۰/۰۶۱	۰/۰۶۱	۰/۰۶۱	۰/۰۶۱	۰/۰۶۱	۰/۰۶۱
ج	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰
چ	۰/۱۰۹	۰/۱۰۹	۰/۱۰۹	۰/۱۰۹	۰/۱۰۹	۰/۱۰۹	۰/۱۰۹	۰/۱۰۹	۰/۱۰۹
ح	۰/۱۹۹	۰/۱۹۹	۰/۱۹۹	۰/۱۹۹	۰/۱۹۹	۰/۱۹۹	۰/۱۹۹	۰/۱۹۹	۰/۱۹۹
خ	۰/۰۵۴	۰/۰۵۴	۰/۰۵۴	۰/۰۵۴	۰/۰۵۴	۰/۰۵۴	۰/۰۵۴	۰/۰۵۴	۰/۰۵۴
د	۰/۰۴۳	۰/۰۴۳	۰/۰۴۳	۰/۰۴۳	۰/۰۴۳	۰/۰۴۳	۰/۰۴۳	۰/۰۴۳	۰/۰۴۳
اولویت‌بندی	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰

۴) انتخاب بهترین گزینه: در صورتی که ابرماتریس تشکیل شده در مرحله پیشین، همه شبکه را پوشش دهد، می‌توان وزن‌های اولویت را در ستون گزینه‌ها در یک ابرماتریس نرمال شده یافت. از سوی دیگر، اگر یک ابرماتریس فقط شامل قسمت‌های به‌هم‌مرتبط باشد، نیاز به محاسبات بیشتری برای رسیدن به اولویت‌های کلی گزینه‌ها وجود دارد. با به‌توان‌رساندن ابرماتریس، امکان همگرا شدن و در نتیجه ثبات وزن‌های آن وجود دارد. درنهایت گزینه با بزرگ‌ترین اولویت به‌عنوان اولین گزینه برتر شناخته می‌شود. پس از اجرایی شدن مراحل یادشده و تشکیل ابرماتریس‌ها، رتبه‌بندی نهایی عوامل مؤثر بر اجرای سیاست‌های ادغام و اکتساب و نیز اولویت‌بندی این عوامل در جدول ۱۰ ارائه شده است:

با توجه به اوزان به‌دست‌آمده و همان‌گونه که در جدول ۱۲ ملاحظه می‌شود، مزیت مالیاتی با وزن (۰/۲۴۹) بیشترین اهمیت را در میان عوامل مورد بررسی دارد و به‌عنوان مهم‌ترین عامل تأثیرگذار شناخته می‌شود. این یافته نشان می‌دهد که بهره‌مندی از مشوق‌ها و مزایای مالیاتی می‌تواند نقش تعیین‌کننده‌ای در بهبود عملکرد مالی و افزایش کارایی ادغام‌ها و اکتساب‌ها ایفا کند. پس از آن، مقاومت مدیریت و کارکنان با وزن (۰/۱۹۹) در رتبه دوم قرار گرفته است؛ به



این معنا که سطح همکاری و میزان پذیرش تغییرات از سوی مدیران و کارکنان، عاملی کلیدی در موفقیت راهبردهای سازمانی به‌شمار می‌رود. همچنین، صرفه‌مقیاس و کاهش هزینه‌ها با وزن (۰/۱۷۹) در جایگاه سوم قرار دارد که بیانگر اهمیت دستیابی به کارایی عملیاتی و کاهش هزینه‌ها از طریق جمع‌آوری منابع و افزایش ظرفیت تولید است.

جدول ۱۲. اوزان نهایی

رتبه عوامل	وزن به‌دست‌آمده برای عوامل	عامل موردنظر	نماد
5	0/064	افزایش ثروت سهامداران	الف
8	0/043	هزینه‌های تأمین مالی	ب
3	0/179	صرفه‌مقیاس و کاهش هزینه‌ها	پ
1	0/249	مزیت مالیاتی	ت
6	0/061	افزایش توان رقابتی	ث
10	0/000	تغییرات نرخ ارز	ج
4	0/109	تجربه مدیریتی و توانایی ادغام	چ
2	0/199	مقاومت مدیریت و کارکنان	ح
7	0/054	حفاظت از حقوق کارکنان	خ
8	0/043	ثبات سیاسی	د

در ادامه، تجربه مدیریتی و توانایی ادغام با وزن (۰/۱۰۹) در رتبه چهارم قرار گرفته و اهمیت تجربه و مهارت مدیران را در هدایت فرایندهای پیچیده ادغام و اکتساب برجسته می‌سازد. عوامل افزایش ثروت سهامداران، افزایش توان رقابتی و حفاظت از حقوق کارکنان نیز به‌ترتیب با وزن‌های (۰/۰۶۴)، (۰/۰۶۱) و (۰/۰۵۴) در رتبه‌های میانی قرار گرفته‌اند که نشان می‌دهد این متغیرها اگرچه از اهمیت نسبی برخوردارند، اما نقش آنها بیشتر به صورت غیرمستقیم در بهبود عملکرد کلی شرکت‌های مادر ظاهر می‌شود. در مقابل، هزینه‌های تأمین مالی و ثبات سیاسی با وزن‌های (۰/۰۴۳) در رتبه هشتم قرار گرفته‌اند، که نشانگر تأثیر محدودتر آنها در چارچوب شبکه تصمیم‌گیری است. درنهایت، تغییرات نرخ ارز کم‌اهمیت‌ترین عامل شناسایی شده‌است. به‌طور کلی، نتایج تحلیل شبکه (ANP) حاکی از آن است که عوامل درون‌سازمانی و مدیریتی نظیر مزیت مالیاتی، مقاومت کارکنان و صرفه‌مقیاس، اثرگذاری بیشتری نسبت به عوامل محیطی و اقتصادی مانند نرخ ارز و ثبات سیاسی بر موفقیت و پایداری اجرای فرایند ادغام و اکتساب در شرکت‌های مادر دارند.

نتایج پژوهش نشان می‌دهد عوامل مالی با ۴ شاخص کلیدی، بیشترین سهم را در اجرای سیاست ادغام و اکتساب شرکت‌های مادر دارند. در بین این عوامل، «مزیت مالیاتی» و «صرفه مقیاس و کاهش هزینه‌ها» به‌عنوان حیاتی‌ترین مؤلفه‌ها از دید خبرگان ارزیابی شده‌اند. از سوی دیگر، عوامل راهبردی نظیر «افزایش توان رقابت» به دلیل تأثیر بر عملکرد شرکت‌ها در بازارهای رقابتی مورد توجه قرار گرفته است. در حوزه سازمانی، «مقاومت مدیریت و کارکنان شرکت هدف» به دلیل موقعیت و جایگاه مدیریت شرکت و همچنین «تجربه مدیریتی و توانایی ادغام» مورد توجه ویژه قرار گرفته است. درنهایت «حفاظت از حقوق کارکنان» و «ثبات سیاسی» به‌عنوان تنها عوامل حوزه اجتماعی و حوزه سیاسی، نشان‌دهنده اهمیت محیط کلان اجتماعی و سیاسی در تصمیم‌گیری‌های راهبردی این شرکت‌هاست. این یافته‌ها می‌تواند مبنای تصمیم‌گیری مدیران ارشد مادرها در فرایندهای توسعه سازمانی قرار گیرد. اولویت‌های به‌دست‌آمده برای اجرای سیاست‌های ادغام و اکتساب در شرکت‌های مادر (خروجی نرم‌افزار) در شکل ۴ نمایش داده شده است.

Icon	Name	Normalized by Cluster	Limiting
No Icon	اولویت بندی	0.00000	0.000000
No Icon	c1	0.06398	0.063977
No Icon	c2	0.04328	0.043279
No Icon	c3	0.17880	0.178796
No Icon	c4	0.24907	0.249069
No Icon	c5	0.06088	0.060880
No Icon	c6	0.00000	0.000000
No Icon	c7	0.10925	0.109251
No Icon	c8	0.19850	0.198505
No Icon	c9	0.05371	0.053712
No Icon	c10	0.04253	0.042532

شکل ۴. اولویت‌بندی عوامل شناسایی شده با نرم‌افزار

بحث و نتیجه‌گیری

یافته‌های این پژوهش که بر پایه تحلیل محتوای کیفی مصاحبه‌های عمیق با ۱۵ نفر از صاحب‌نظران و مدیران ارشد در شرکت‌های مادر انجام شده است، به شکلی جامع و دقیق



مجموعه‌ای از عوامل کلیدی مؤثر بر موفقیت سیاست‌های ادغام و اکتساب را شناسایی و دسته‌بندی کرده است. این عوامل در سطوح مختلف اقتصادی، رفتاری، ساختاری و محیطی قرار دارند و هر یک نقش تعیین‌کننده‌ای در فرایندهای پیچیده ادغام و اکتساب ایفا می‌کنند. یکی از برجسته‌ترین یافته‌ها، نقش حیاتی مزیت مالیاتی به‌عنوان محرکی اقتصادی است که می‌تواند به‌طور چشمگیری فشارهای مالی شرکت‌ها را کاهش داده و ظرفیت نقدینگی آنها را بهبود بخشد. این مزیت‌ها، با آزادسازی منابع مالی، امکان سرمایه‌گذاری دوباره در حوزه‌های راهبردی را فراهم آورده و به تخصیص بهینه‌تر منابع در طول فرایند ادغام منجر می‌شوند. درواقع، این عامل به‌عنوان یکی از شاخص‌های کلیدی موفقیت مالی شناخته شده و به مدیران مادرها کمک می‌کند تا تصمیمات راهبردی خود را با درک عمیق‌تری از تأثیرات مالی اتخاذ کنند. اما نقطه مقابل، مقاومت مدیریت و کارکنان به‌ویژه کارکنان شرکت ادغام‌شونده است که به‌عنوان مانعی رفتاری و سازمانی شناخته شده و ناشی از نگرانی‌ها، ترس‌ها و ابهامات مرتبط با تغییرات ساختاری، کاهش قدرت، نفوذ و عدم اطمینان نسبت به آینده است. این مقاومت نه تنها می‌تواند فرایند ادغام را کند نماید، بلکه احتمال شکست کامل آن را نیز افزایش می‌دهد. از این رو، مواجهه هوشمندانه با این عامل، نیازمند به‌کارگیری راهبردهای دقیق روان‌شناختی، ارتقاء ارتباطات میان‌فردی، آموزش‌های هدفمند و مدیریت تغییر فرهنگی است که بتواند فضای اعتماد و پذیرش را در میان مدیران شرکت هدف ایجاد کند.

صرفه‌های حاصل از مقیاس و کاهش هزینه‌ها نیز به‌عنوان یکی دیگر از عوامل اقتصادی کلیدی در این پژوهش مطرح شده است. این عامل با حذف فعالیت‌های تکراری، بهینه‌سازی فرایندهای عملیاتی و بهره‌برداری بهتر از منابع مشترک، نقش مهمی در افزایش بهره‌وری و کاهش هزینه‌های عملیاتی شرکت‌های ادغام‌شده ایفا می‌کند. بدین ترتیب، تحقق صرفه مقیاس، نه تنها باعث بهبود کارایی مالی می‌شود، بلکه ظرفیت رقابتی شرکت‌ها را نیز ارتقا می‌دهد. در همین راستا، افزایش توان رقابتی از منظر راهبردی به شرکت‌ها این امکان را می‌دهد که بازارهای جدید را تصاحب کنند، سهم بازار خود را افزایش دهند و موقعیت برتری نسبت به رقبا کسب کنند؛ امری که نیازمند هماهنگی دقیق ساختارهای سازمانی و فرایندهای داخلی است. تجربه مدیریتی و توانایی گروه‌های مدیریتی در هدایت فرایندهای ادغام به‌ویژه در زمینه هم‌راستایی اهداف، مدیریت پیچیدگی‌های فرهنگی، فنی و ارتباطی نیز از دیگر مؤلفه‌های مهم موفقیت ادغام به‌شمار می‌آید. توانمندی‌های مدیریتی در این حوزه می‌تواند



موجب کاهش مقاومت‌های سازمانی، تسریع فرایندهای همگرایی و ایجاد هم‌افزایی‌های مثبت شود. از منظر محیط کلان نیز حفاظت از حقوق کارکنان و ثبات سیاسی به‌عنوان عوامل محیطی حیاتی مطرح شده‌اند که به شکل مستقیم و غیرمستقیم بر موفقیت فرایندهای ادغام و اکتساب تأثیرگذارند. حفظ حقوق کارکنان، افزون‌بر نقش انسانی و اخلاقی، می‌تواند زمینه‌ساز ارتقای انگیزه، تعهد و رضایت شغلی نیروی کار باشد و بدین ترتیب مانع بروز نارضایتی و کاهش بهره‌وری در شرکت‌های درگیر ادغام شود. همچنین، ثبات سیاسی به‌عنوان یکی از پیش‌نیازهای اساسی فضای کسب‌وکار، امنیت سرمایه‌گذاری و کاهش خطرهای مرتبط با تغییرات ناگهانی سیاست‌ها و مقررات را تضمین می‌کند. در نبود چنین ثباتی، بی‌ثباتی‌های سیاسی می‌تواند به افزایش خطرهای محیطی، کندی تصمیم‌گیری و حتی توقف فرایندهای راهبردی اعم از ادغام و اکتساب منجر شود.

این یافته‌ها تأکید می‌کنند که موفقیت سیاست‌های ادغام و اکتساب نیازمند نگاهی چندبُعدی و جامع است که ابعاد اقتصادی، رفتاری، مدیریتی و محیطی را در کنار یکدیگر مدنظر قرار دهد. این رویکرد چندجانبه موجب می‌شود مدیران و تصمیم‌گیرندگان بتوانند ضمن پیش‌بینی چالش‌ها و مقاومت‌ها، راهبردهایی را طراحی و اجرا کنند که هم منابع مالی را بهینه کنند، هم فرهنگ سازمانی و نیروی انسانی را مدیریت کنند و هم محیط کلان را به گونه‌ای پایدار و مساعد فراهم آورند. این هم‌افزایی میان عوامل مختلف، کلید تحقق ادغام‌های موفق و توسعه پایدار شرکت‌های مادر و در نتیجه خلق ارزش پایدار برای تمامی ذی‌نفعان می‌باشد. با توجه به یافته‌های پژوهش و با هدف ارتقای اثربخشی فرایندهای ادغام و اکتساب در شرکت‌های مادر، پیشنهاد می‌شود مدیران ارشد شرکت‌های مادر ضمن در نظر داشتن سیاست ادغام و اکتساب به‌عنوان یکی از مؤلفه‌های اصلی بهینه‌سازی سبد سرمایه‌گذاری‌ها و نیز اجرای راهبرد سبد، پیش از هرگونه عملیات نسبت به بررسی ابعاد مختلف این موضوع اعم از اقتصادی، حقوقی، اجتماعی، رفتاری و ... اقدام و سپس اتخاذ تصمیم نمایند. به‌منظور تکمیل و توسعه نظری موضوع نیز پیشنهادهایی برای تحقیقات آتی به شرح ذیل تبیین می‌شود:

- ✓ چنین پژوهشی درباره سازمان‌ها و شرکت‌های دولتی انجام شود.
- ✓ پژوهشی درباره بررسی میزان ارزش‌آفرینی ادغام‌های انجام‌شده در کشور انجام شود.

✓ پژوهشی درباره ارائه الگوی شناسایی شرکت‌های واجد شرایط برای ادغام در شرکت‌های مادر انجام شود.

✓ پژوهشی درباره بررسی توجیه‌پذیری ادغام و اکتساب در شرکت‌های مادر با رویکرد کمی انجام شود.

✓ پژوهشی درباره تأثیر عوامل رفتاری و فرهنگی بر اجرای سیاست‌های ادغام و اکتساب انجام شود.

✓ پژوهشی درباره امکان‌سنجی ادغام و اکتساب در شرکت‌های بورسی انجام شود.

تعارض منافع

هیچ‌گونه تعارض منافع توسط نویسندگان بیان نشده است.

فهرست منابع

آقازاده، هاشم، حیدری، علی، دهقان دهنوی، محمدعلی، و ابوالملوکی، حسن (۱۳۹۸). ارائه چارچوب جامع مدیریت ادغام و اکتساب در صنعت خدمات مالی (مرور نظام‌مند ادبیات).

فرایند مدیریت و توسعه، ۳۲ (۳)، ۱۳۸-۱۰۵.

انواری رستمی، علی‌اصغر، آخوندی، ناصر، و طهماسبی، رسول (۱۳۹۹). معجزه مادرها: تشکیل و راه‌اندازی و مدیریت مادرها. تهران: انتشارات اندیشه احسان.

پیرس و رابینسون (۱۳۸۰). برنامه‌ریزی و مدیریت راهبردی. ترجمه سهراب خلیلی شورینی. چاپ دوم. تهران: انتشارات یادواره کتاب.

حنفی‌زاده، پیام، و شفیعی نیک‌آبادی، محسن (۱۳۸۸). شرکت‌های مادر: تعاریف، مفاهیم و ساختارها. تهران: انتشارات ترمه.

خطیب، نوشین (۱۳۹۴). بررسی اثرات ادغام و اکتساب بر عملکرد و قیمت سهام شرکت‌های درگیر. پایان‌نامه کارشناسی‌ارشد، دانشگاه صنعتی شریف.

رهنمای رودپشتی، فریدون، امیری، مریم، و اسماعیل‌زاده، ابوالفضل (۱۳۹۹). مجموعه هفت گفتاری ادغام و اکتساب. تهران: انتشارات هوشمند تدبیر.

زارعی، محمد، عالم بیگی، امیر، و زارعی، بهروز (۱۳۹۳). شناسایی زمینه‌های ادغام و اکتساب در تعاونی‌های تولید بخش کشاورزی ایران. مطالعات مدیریت راهبردی، ۵ (۱۸)، ۵۷-۳۷.





محمدشریفی، نیکوونوبوی چاشمی، سیدعلی، یدالله‌زاده، و طبری، ناصر (۱۴۰۰). نقش مدیریت ریسک سازمانی بر عملکرد شرکت در فرایند ادغام و اکتساب با استفاده از الگوی دو مرحله‌ای همگن. *مهندسی مالی و مدیریت اوراق بهادار*، (۴۶)، ۴۳۵-۴۴۸.

مددی، صادق، حسن‌زاده، حیدر، و پاسبان، محمد رضا (۱۴۰۲). مسئولیت شرکت مادر در قبال دیون و تعهدات شرکت سرمایه‌پذیر. *پژوهش‌های تطبیقی فقه حقوق و سیاست*، ۳(۵)، ۲۸-۴۰.

ولیدی، علیرضا، و ولیدی، جواد (۱۳۹۷). بررسی اثر افق سرمایه‌گذاری بر تناوب بهینه متوازن‌سازی مجدد پرتفویی از سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران با فرض مجاز بودن فروش استقراضی. *دانش سرمایه‌گذاری*، ۷(۲۸)، ۱۹۵-۱۷۵.

یزدانی، حمیدرضا، علنی، نسترن، مقدم‌زاده، علی، و زارعی‌متین، حسن (۱۳۹۹). چارچوب پیاده‌سازی کنترل راهبردی منابع انسانی در شرکت مادر. *مطالعات مدیریت راهبردی*، ۱۱(۴۱)، ۳۸-۱۵.

Act, C(2001). Commonwealth of Australia. Australian Government.

Bodie, Z., Kane, A., & Marcus, A. J. (2014). *Investments* (10th ed.). McGraw-Hill Education.

Borodin, A., Ziyadin, S. Islyam, G. Panaedova, G. (2020), Impact of mergers and acquisitions on companies' financial performance. *Journal of International Studies*, 13(2), 34-37 doi:10.14254/2071-8330.2020/13-2/3.

Brunner-Kirchmair, T. M., & Wagner, E. (2024). The impact of corporate social responsibility on the performance of mergers and acquisitions: European evidence.

Campbell, A., Goold, M., & Alexander, M. (1994). The value of the parent company. *California Management Review*, 38(1), 79-97.

Clarke, R. G., de Silva, H., & Thorley, S. (2011). Minimum-Variance Portfolio Composition. *Journal of Portfolio Management*, 37(2), 31-45. <https://doi.org/10.3905/jpm.2011.37.2.031>.

Cleaner Environmental Systems, 12, 100167. doi: 10.1016/j.cesys.2024.100167.

Daryanani, G. (2008). Opportunistic Rebalancing: A New Paradigm for Wealth Managers. *Journal of Financial Planning*, 21(1), 48-61.

- Dictionary, C(2008). *Cambridge advanced learner's dictionary*. Recuperado de: <https://dictionary.cambridge.org/es/diccionario/ingles/blended-learning>.
- Fabio.E.G. Röhrer, C.R. Proaño and L(2024). Mateane, The perverse valuation effect on mergers and acquisitions in Europe. *Economic Modelling*. doi: 10.1016/j.econmod.2024.106928.
- Nadia. M., Keke. S., Nam(2024), Lender effects on gains from mergers and acquisitions, *Journal of Banking and Finance*, doi: 10.1016/j.jbankfin.2024.107171.
- Park, Y. S., & Na, J(2024). The relationship between heterogeneous institutional investors and operational performance: Evidence from mergers and acquisitions. *Heliyon*, 10(20),.doi: 10.1016/j.heliyon.2024.e39365.

COPYRIGHTS

©2024 by the authors. Published by The National Defense University. This article is an open-access article distributed under the terms and conditions of the Creative Commons Attribution 4.0 International (CC BY 4.0) <https://creativecommons.org/licenses/by/4.0>

